开源证券

1月策略：不可贪胜，不可不胜

姓名 牟一凌（分析师）
证书编号：S0790520040001
邮箱：mouyiling@kysec.cn

姓名 方智勇（联系人）
证书编号： S0790120040049
邮箱：fangzhiyong@kysec.cn

姓名 梅锴（联系人）
证书编号： S0790120070044
邮箱：meikai@kysec.cn

姓名 王况炜（联系人）
证书编号： S0790120040033
邮箱：wangkuangwei@kysec.cn

2021年01月03日

核心观点

- **从跨年行情走向春季躁动正在变为市场共识，但这种一致预期可能已经被11月以来的两类交易行为所定价**：11月，由于至少1季度经济本身没有问题，伴随疫苗推出买入经济复苏；12月，由于相信1季度市场没问题，因此利用年底和基本面的有限变化加仓新能源和白酒。对于远期观点的一旦形成共识，就会贴现到当下资产价格中，这构成了一致预期往往错误的原因。但一致预期也曾正确，即增量资金涌入的市场，特别是趋势追逐资金涌入的市场，可以让市场投资者的观点的表达可以得到强化。但根据历史经验指示，在公募重仓股12月大幅跑赢市场后，在随后1季度的收益往往为负，公募基金业绩整体也不佳。在这样的环境下，要理解过去居民入市一定程度来自于基金的赚钱效应，不可基于过去2年的短期靓丽数据线性外推分析居民长期入市的过程。如果市场赚钱效应减弱，机构负债端出现波动的可能性将上升。**因此，现实情况看，一致预期出错概率较大**。
- 市场未来的路径上面对的风险收益情况是：（1）**“好的东西”太贵，预期收益率很低**。我们在年度新共识《回归ROE》中指出了 A 股收益率已经两年跑赢自身 ROE，有向历史中枢回归的必要，这意味着风险收益比的下降，主流赛道这一现象更为严重；（2）**“便宜的东西”还不够好，至少不够好到让更多投资者认可**。进入1季度后，由于对于国内经济前高后低与信用收缩预期的存在，即市场不会为一致预期中的高基数与国内经济驱动的复苏而定价。这就导致了高赔率的金融、周期资产很难在这一阶段可以被更广泛的投资者接受。**但是周期行情的关键仍在于疫情后世界的贴现中，在于更不依赖于政策调控的出口和制造业中**。但这一场景可能要到 1 季度后半段才会逐步出现：全球疫苗开始接种并更有效推进，冬季结束后疫情开始得到更有效控制；美国地产链走出淡季。当然在这之前，部分供给格局更好且需求更快的周期行业会先于受益。
- 市场趋势投资者的增多正在加强市场不稳定性，我们提示抱团行情后的市场风险，周期+金融板块拥有相对风险与收益比，但也需要面对市场不确定性的上升。**投资者主要任务仍是调整结构，以退为进，为未来周期股更好的行情做好准备**。市场在躁动后需要回归长期收益来源，寻找高ROE并兼顾低PB，而此类资产的挖掘在如下三条主线中：（1）全球再通胀与海外复苏共振具有方向确定性，可以布局：**铜、铝、炼化、化纤、焦煤**；（2）出口与制造业复苏：**钛白粉，照明、机械设备和家居**；（3）随经济修复，资产端质量改善的**银行**以及在经济复苏中资产负债端均改善的**保险**，同样的，**房地产的**长期价值正在出现。
- **风险提示：**国内经济下行超预期；全球经济复苏不及预期；流动性超预期宽松

目 录

CONTENTS

1 市场回顾：基于“一致预期”本身的博弈

2 市场的不稳定性：机构负债端的波动与好的不够便宜

3 相信便宜的会更好：出口与制造业的机遇

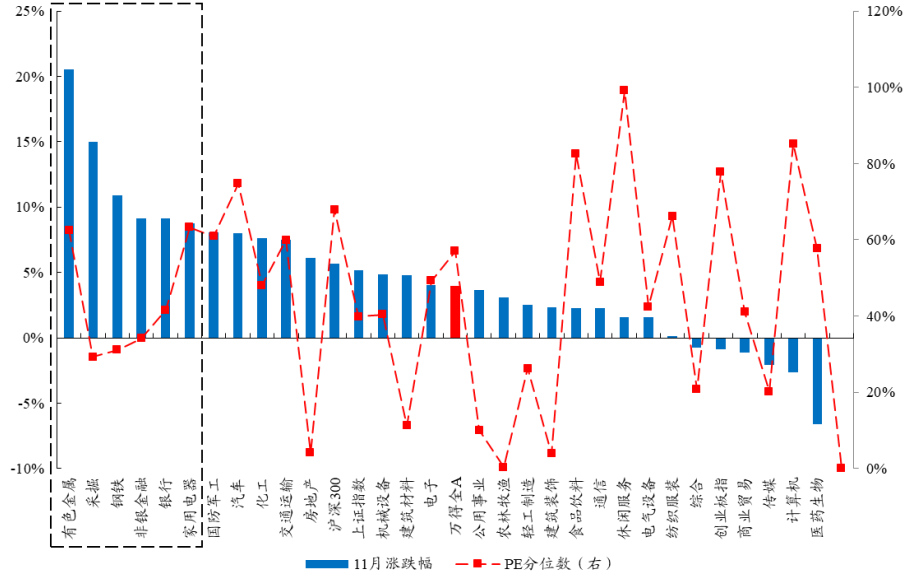
4 调结构，控仓位，静待金融周期更好的行情

5 风险提示

1.1 12月：市场基于“一致预期”本身进行博弈

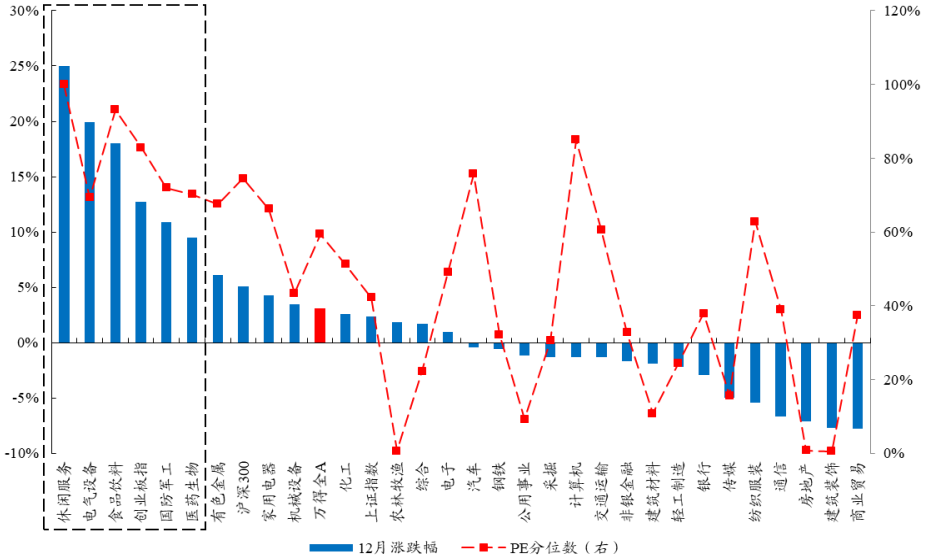
11月，市场的一致预期认为1季度经济本身没有问题，涨幅排名靠前的板块集中在**金融+周期**。12月开始，市场未能延续11月份金融周期的强势，市场的一致预期认为1季度市场没有问题，重新抱团，涨幅排名靠前的板块为**休闲服务、电气设备、食品饮料、国防军工以及医药生物**。

图1：11月行业涨幅排名靠前的板块集中在金融+周期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：12月行业涨幅排名靠前的集中在以公募重仓为代表的“核心资产”中

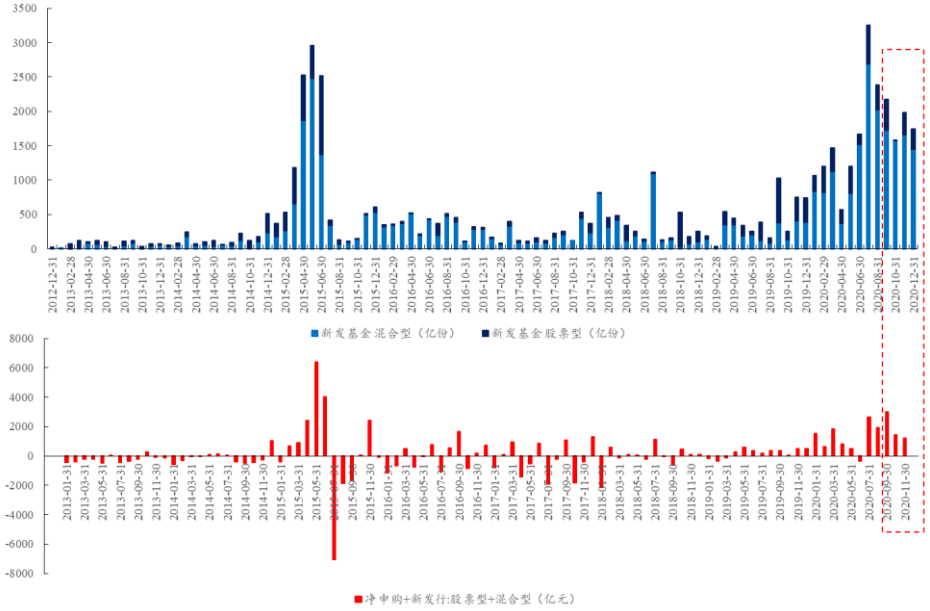


数据来源：Wind 、开源证券研究所

1.2 “一致预期”的背后：趋势交易者的拥挤

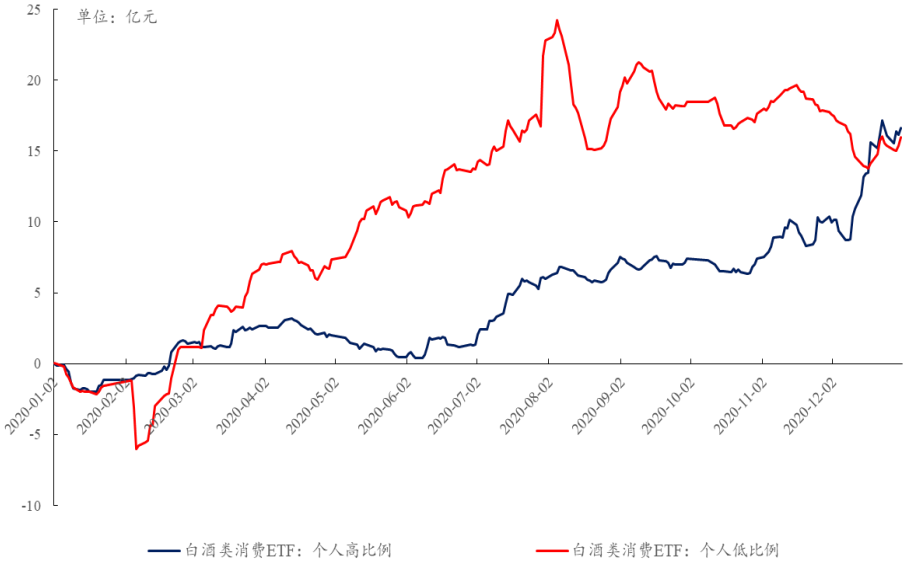
一致预期也曾正确，即增量资金涌入的市场，特别是趋势追逐资金涌入的市场，可以让市场投资者的观点的表达可以得到强化。从公募新发基金的规模看，**较大规模的新发基金可能是12月以白酒为代表的强势板块定价的重要力量**。从 ETF 视角看，尽管部分机构正在撤出，**但当下个人投资者正在积极拥抱“核心资产”**，此类趋势交易或成为了公募基金近期买入白酒板块的主要推动力。

图3：2020年Q4，股票型和混合型基金的新发规模仍处于高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

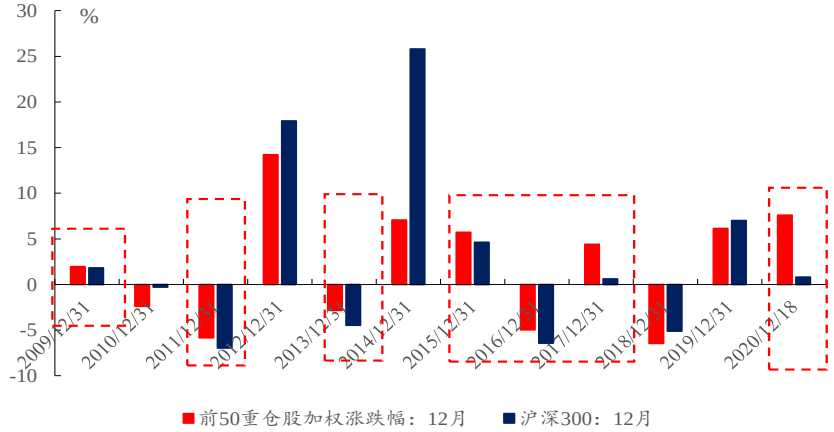
图4：12月以来以散户持有为主的白酒类ETF净申购仍在加速



数据来源：Wind、开源证券研究所

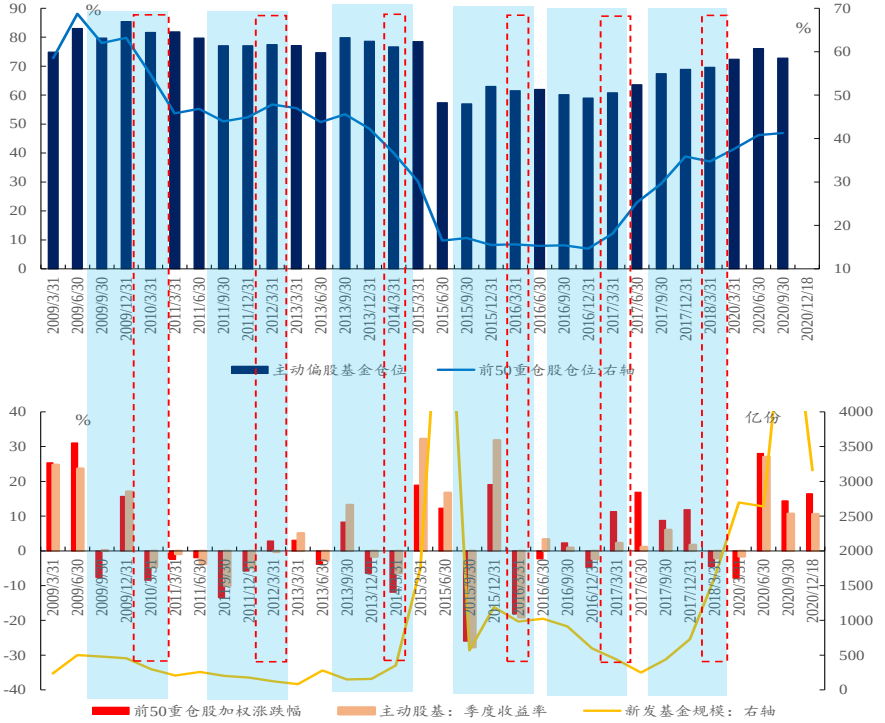
在12月重新拥抱重仓股在历史上看可能是一个“胜率不错”的选择，但往往也只是“短暂的欢愉”。在公募重仓股 12 月大幅跑赢沪深300后，在随后 1 季度的收益往往为负，公募基金业绩整体也不佳。

图5：过去的12个年份中共有7次重仓股跑赢HS300



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：在这7次中，前50重仓股仓位提升，或新发基金规模边际提升。重仓股在跨年后Q1的表现与基金仓位变化相关性较大，而与新发基金规模关系较弱

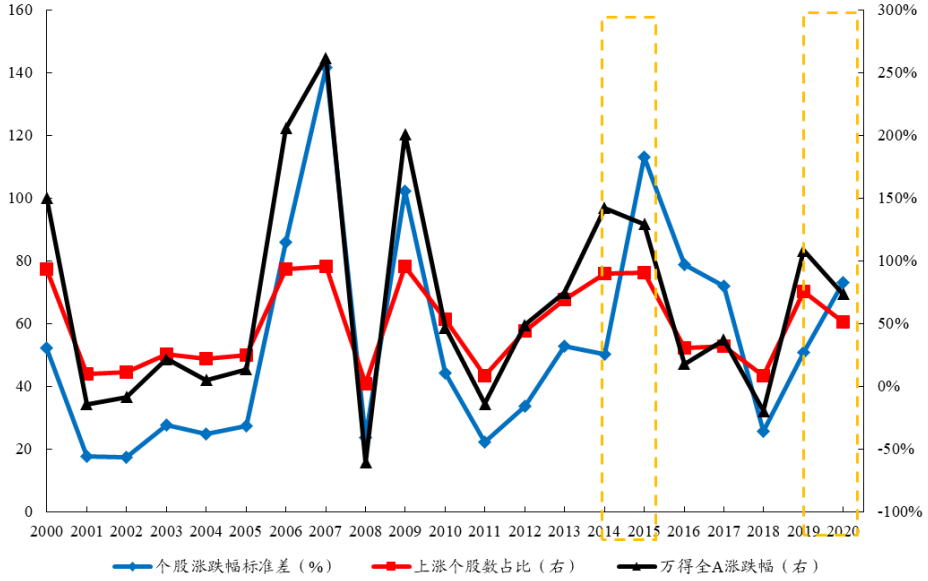


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 “一致预期”的背后：趋势交易者的拥挤

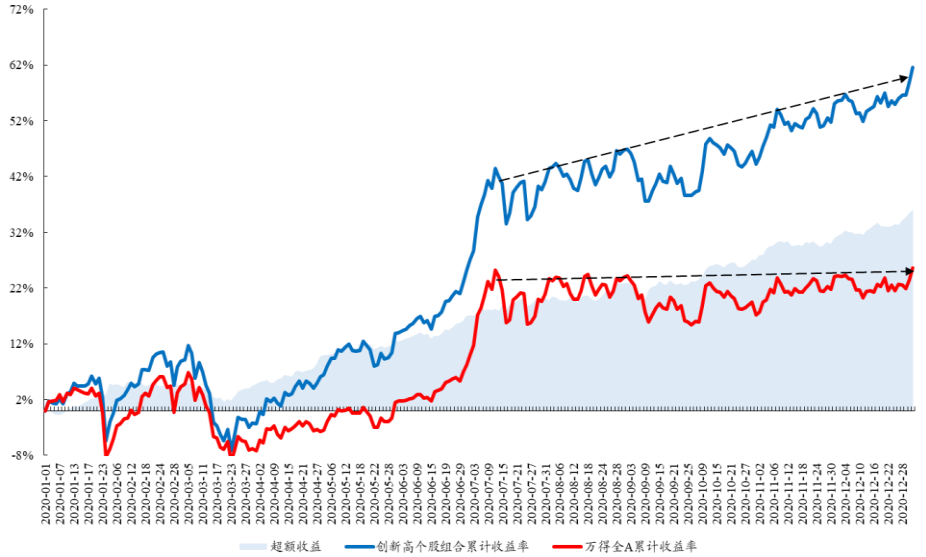
另一个能够反映趋势交易者拥挤的现象便是**马太效应**，我们可以看到上涨个股数比例相比于2019年大幅下滑，但是个股涨跌幅的标准差却仍在上行，**上一次出现这类特征的年份是2015年**。尤其是7月份之后，我们可以看到以创新高个股为成分的组合累计收益率明显继续上行，但全市场处于震荡。

图7：2020年上涨个股数占比在下降，然而个股涨跌幅标准差却仍在上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2020年7月之后创新高个股组合的累计收益率明显继续上行，而全市场明显处于震荡

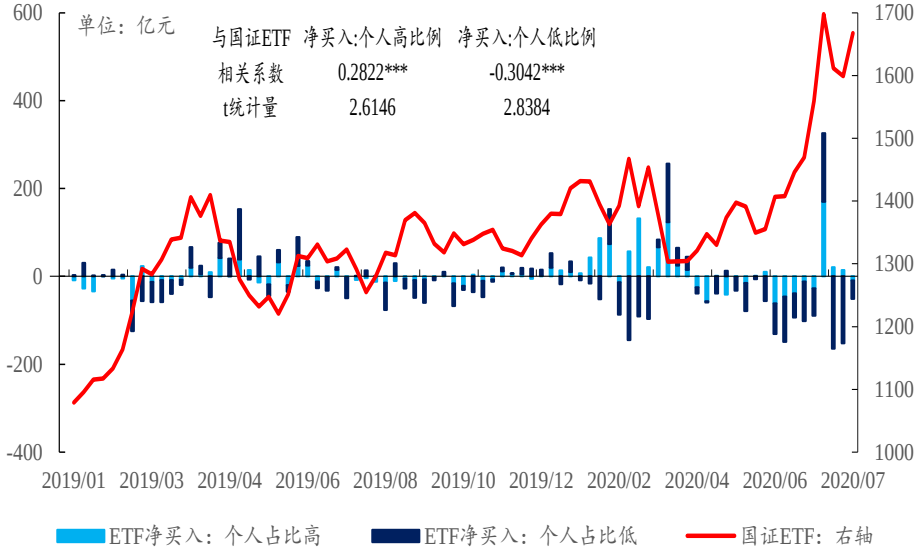


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1 市场的不稳定性（一）：机构负债端的波动

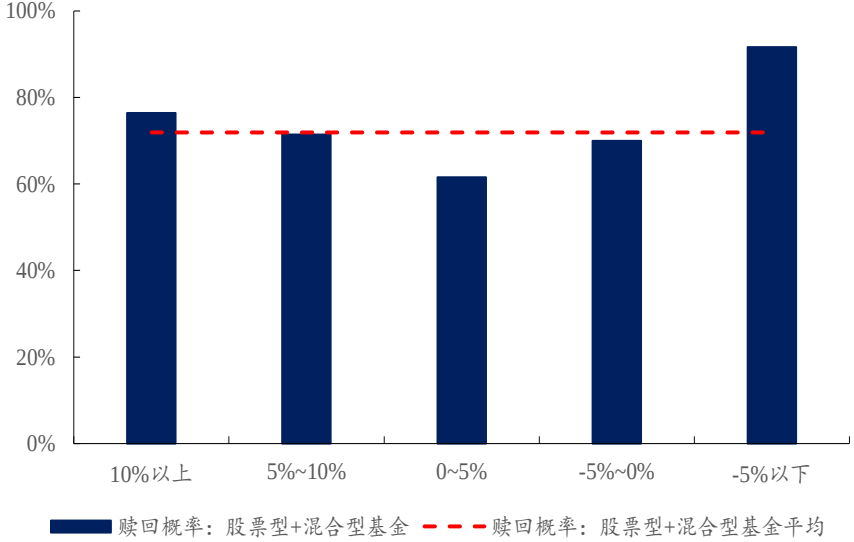
基于上述特征，要理解过去居民入市一定程度来自于基金的赚钱效应，不可基于过去 2 年的短期靓丽数据线性外推分析居民长期入市的过程。**如果市场赚钱效应减弱，机构负债端出现波动的可能性将上升。**

图9：个人持有比例高的ETF的净申购行为与ETF的表现显著正相关，而个人持有比例低的ETF的净申购行为与ETF的表现显著负相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：从历史上看，当股票型+混合型基金的3个月滚动收益率达到10%以上或者-5%以下时，会有明显的赎回行为

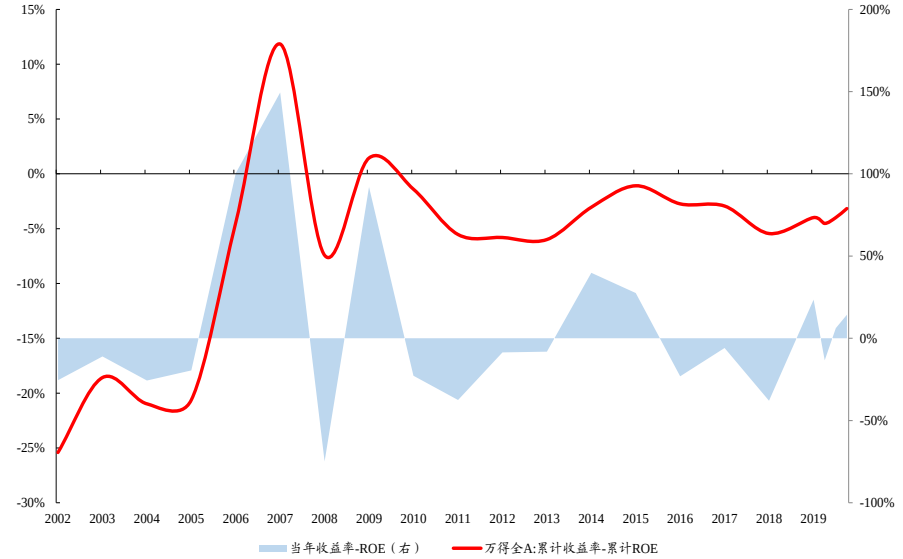


数据来源：Wind 、开源证券研究所

2.2 市场的不稳定性（二）：好的不够便宜

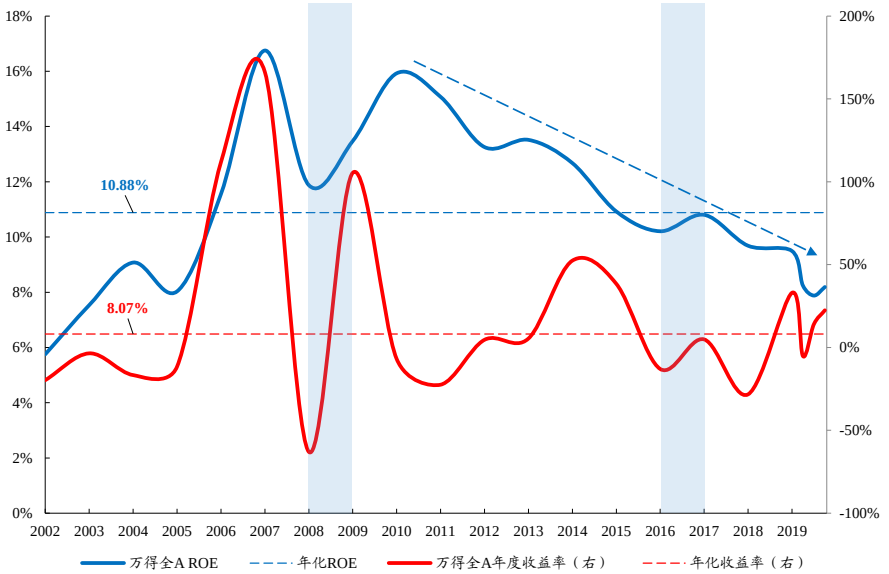
我们在年度新共识《回归ROE》中指出： A 股收益率已经两年跑赢自身 ROE，有向历史中枢回归的必要。**这意味着风险收益比的下降，主流赛道这一现象更为严重。**

图11：A股的回报逐步逼近ROE，但短期来看从未有连续超过两年出现过当年收益率领跑ROE的情况



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：A股的回报在大幅偏离ROE之后总会通过ROE与收益率的变化进行消化修正



数据来源：Wind 、开源证券研究所

2.2 市场的不稳定性（二）：好的不够便宜

我们在年度新共识《回归ROE》中指出： A 股收益率已经两年跑赢自身 ROE，有向历史中枢回归的必要。**这意味着风险收益比的下降，主流赛道这一现象更为严重。**

图13：各个行业2019-2020年的年化收益率与年化ROE的差距（未来ROE透支程度）

所属行业	2020年预测ROE	2019-2020年化收益率	2019-2020年化ROE	2019-2020年偏离度（收益率透支程度）	所属行业	2020年预测ROE	2019-2020年化收益率	2019-2020年化ROE	2019-2020年偏离度（收益率透支程度）
食品饮料	19.44%	78.82%	19.99%	58.83%	非银金融	9.81%	24.26%	10.82%	13.44%
休闲服务	2.29%	59.70%	5.75%	53.95%	传媒	3.51%	14.34%	1.08%	13.26%
电气设备	8.20%	55.62%	6.77%	48.85%	农林牧渔	21.37%	31.17%	18.25%	12.92%
电子	9.56%	53.76%	8.30%	45.45%	轻工制造	7.24%	17.50%	6.65%	10.85%
国防军工	3.83%	41.75%	3.26%	38.49%	交通运输	2.39%	8.43%	5.20%	3.23%
医药生物	10.51%	43.80%	9.49%	34.30%	通信	5.75%	4.87%	2.62%	2.24%
家用电器	13.88%	43.45%	15.43%	28.02%	商业贸易	4.64%	4.19%	5.80%	-1.61%
有色金属	4.66%	29.42%	3.43%	25.99%	采掘	4.03%	3.74%	5.72%	-1.98%
计算机	4.19%	27.47%	3.93%	23.54%	银行	10.81%	9.06%	11.35%	-2.29%
化工	7.20%	29.49%	6.69%	22.80%	纺织服装	4.12%	-0.24%	4.24%	-4.48%
汽车	6.36%	29.29%	6.54%	22.74%	公用事业	8.28%	3.03%	7.54%	-4.51%
机械设备	6.73%	27.44%	5.89%	21.55%	钢铁	7.14%	1.34%	7.74%	-6.39%
建筑材料	15.89%	36.70%	16.02%	20.68%	房地产	13.02%	4.61%	12.76%	-8.15%
综合	5.12%	19.41%	4.03%	15.38%	建筑装饰	9.72%	-5.06%	9.47%	-14.53%

数据来源：Wind 、开源证券研究所。注：数据截止至2020-12-31。

2.2 市场的不稳定性（二）：好的不够便宜

我们在年度新共识《回归ROE》中指出： A 股收益率已经两年跑赢自身 ROE，有向历史中枢回归的必要。**这意味着风险收益比的下降，主流赛道这一现象更为严重。**

图14：各个行业不同偏离度下的2021年预期收益率

所属行业	近五年累计偏离度均值	2020年累计偏离度（2005-2020）	2021年预期ROE	三年年化ROE（2019-2021）	基于累计偏离度中枢的年化收益率	基于2020年累计偏离度的年化收益率	2019年收益率	2020年年初至今收益率	2021年预期收益率（基于累计偏离度均值）	2021年预期收益率（基于2020年累计偏离度）	2021年预期收益率（近三年年化ROE等于近三年年化收益率）
房地产	1.78%	-0.90%	16.80%	15.21%	16.99%	14.31%	22.75%	-4.60%	36.74%	27.55%	30.60%
农林牧渔	7.48%	5.72%	22.75%	20.63%	28.11%	26.35%	45.45%	13.34%	27.53%	22.35%	6.48%
建筑装饰	-2.64%	-5.00%	10.25%	9.81%	7.16%	4.81%	-2.12%	-0.56%	26.43%	18.27%	36.02%
纺织服装	0.58%	-1.94%	10.97%	7.99%	8.57%	6.05%	7.09%	-1.22%	20.98%	12.74%	19.04%
钢铁	-1.44%	-3.03%	8.41%	8.22%	6.78%	5.19%	-2.09%	8.86%	14.23%	9.20%	18.92%
商业贸易	2.82%	0.71%	8.29%	7.20%	10.03%	7.91%	8.80%	7.77%	13.60%	7.18%	5.08%
公用事业	-2.60%	-4.22%	10.81%	9.26%	6.67%	5.05%	5.12%	1.81%	13.41%	8.31%	21.89%
通信	3.02%	1.72%	8.94%	5.19%	8.21%	6.91%	19.96%	-0.05%	5.67%	1.93%	-2.93%
轻工制造	3.07%	1.53%	14.97%	11.45%	14.52%	12.98%	19.27%	20.50%	4.51%	0.34%	-3.67%
银行	-4.89%	-5.44%	10.54%	11.00%	6.11%	5.56%	22.93%	-2.96%	0.16%	-1.39%	14.64%
家用电器	8.33%	7.75%	18.07%	17.41%	25.74%	25.16%	56.99%	28.29%	-1.29%	-2.64%	-19.64%
非银金融	1.66%	1.13%	13.29%	12.36%	14.01%	13.49%	45.51%	4.56%	-2.59%	-3.92%	-6.78%
传媒	2.11%	0.84%	13.04%	7.29%	9.40%	8.12%	21.20%	12.02%	-3.56%	-6.90%	-9.05%
综合	4.72%	3.10%	9.17%	6.66%	11.38%	9.76%	26.13%	13.74%	-3.70%	-7.83%	-15.43%
机械设备	3.43%	2.58%	13.59%	10.22%	13.64%	12.80%	23.92%	26.71%	-6.52%	-8.60%	-14.73%
医药生物	7.14%	6.75%	16.33%	13.53%	20.67%	20.28%	36.85%	37.60%	-6.68%	-7.58%	-22.28%
交通运输	-3.77%	-4.41%	8.51%	6.86%	3.09%	2.46%	17.28%	1.42%	-7.89%	-9.58%	2.60%
汽车	7.12%	6.51%	10.75%	8.81%	15.93%	15.32%	14.60%	50.21%	-9.50%	-10.92%	-25.16%
计算机	5.63%	5.20%	12.07%	8.53%	14.16%	13.73%	48.04%	11.74%	-10.06%	-11.07%	-22.72%
建筑材料	3.14%	2.62%	17.27%	16.98%	20.11%	19.60%	51.03%	27.84%	-10.24%	-11.40%	-17.10%
采掘	-7.12%	-7.78%	6.82%	6.51%	-0.61%	-1.27%	9.07%	0.97%	-10.86%	-12.61%	9.71%
有色金属	2.90%	2.63%	9.49%	6.19%	9.09%	8.82%	24.27%	25.83%	-16.98%	-17.60%	-23.43%
国防军工	6.13%	6.04%	9.11%	6.50%	12.63%	12.54%	27.19%	36.73%	-17.83%	-18.03%	-30.54%
休闲服务	7.30%	8.49%	16.02%	10.49%	17.80%	18.98%	27.92%	57.42%	-18.83%	-16.36%	-33.01%
化工	-1.12%	-0.79%	11.46%	8.86%	7.74%	8.06%	24.22%	34.27%	-25.03%	-24.34%	-22.66%
电气设备	4.31%	5.00%	13.48%	10.10%	14.41%	15.09%	24.37%	64.91%	-26.98%	-25.67%	-34.93%
电子	7.54%	7.85%	14.74%	11.43%	18.97%	19.27%	73.77%	33.81%	-27.59%	-27.02%	-40.50%
食品饮料	3.91%	5.80%	22.43%	21.48%	25.38%	27.27%	72.87%	59.16%	-28.36%	-25.07%	-34.85%

数据来源：Wind、开源证券研究所。

2.2 市场的不稳定性（二）：好的不够便宜

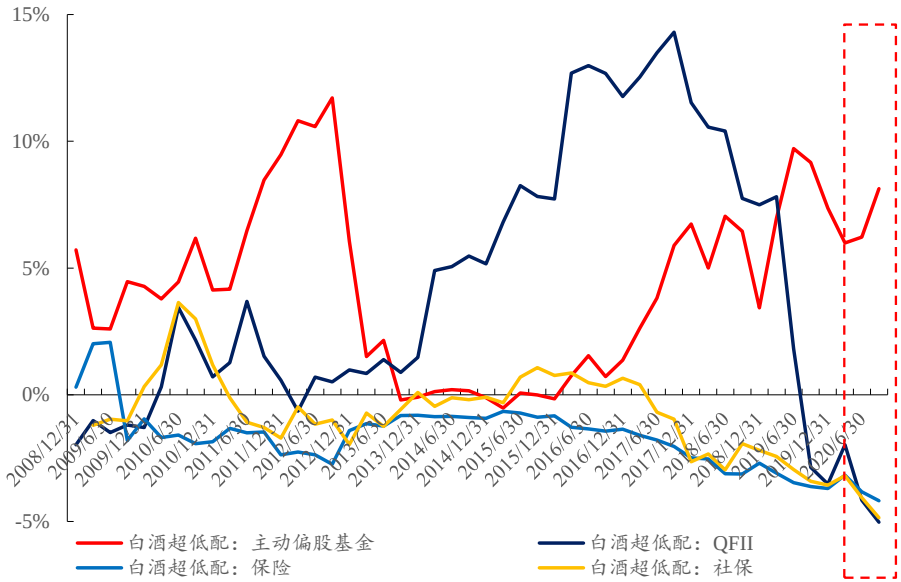
好的不够便宜也意味着部分基本面投资者可能已被趋势交易者挤出，市场正在进入不稳定状态。还是以白酒板块为例，不同类型的交易者呈现出了不一样的交易行为：陆股通、QFII、社保和险资起势在2020年下半年对于白酒板块整体呈现出净卖出/降低配置比例的趋势，然而主动偏股基金仍在持续提升配置比例。

图15：北上资金2020年上半年在白酒板块“折返跑”之后，下半年持续净卖出白酒



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2020Q1以来，主动偏股基金超配白酒板块的比例不断上行，2020Q3有所加速，QFII、社保以及保险等机构在白酒板块的超配比例持续下降

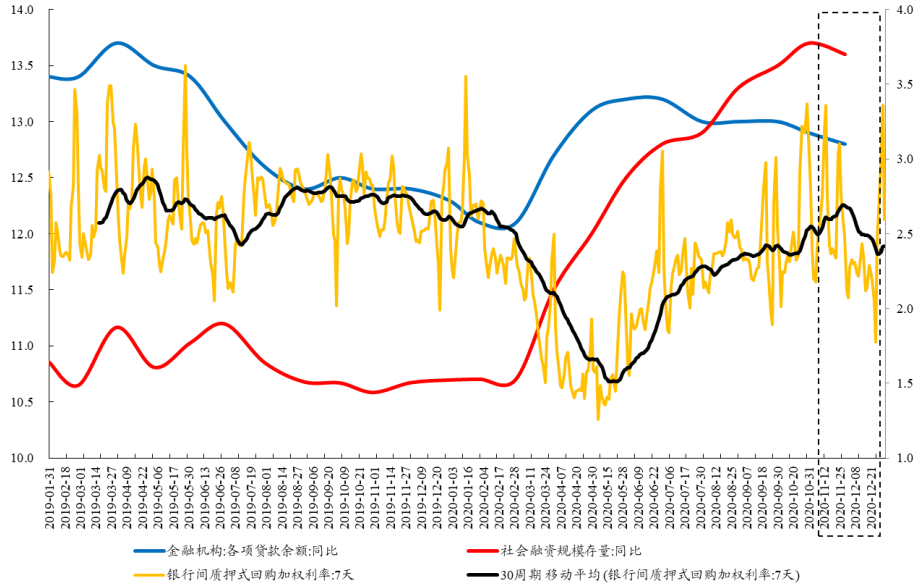


数据来源：Wind、开源证券研究所。注：主动偏股基金包括普通股票型、偏股混合型、平衡混合型以及灵活配置型基金

3.1 “挑剔”的市场：便宜的还不够好

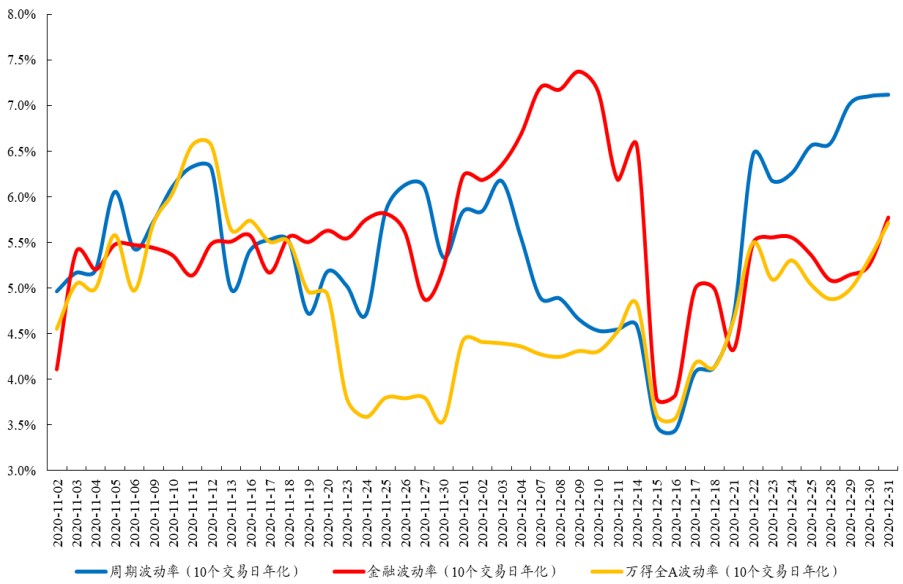
市场在2021年1季度前半段还面临的一个问题，就是“便宜的东西”还不够好，至少不够好到让更多投资者认可。进入1季度后，由于对于国内经济前高后低与信用收缩预期的存在，即市场不会为一致预期中的高基数与国内经济复苏而定价。这就导致了高赔率的金融、周期资产很难在这一阶段可以被更广泛的投资者接受。

图17： 12月货币与信用指标同时出现回落，加深市场“宽货币+弱信用”预期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18： 12月金融周期板块的波动率起伏较大

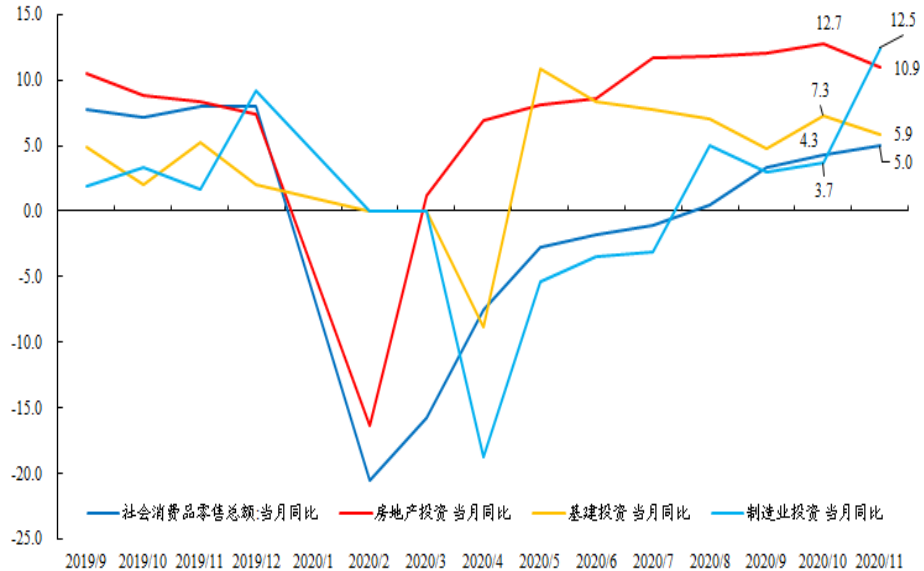


数据来源：Wind 、开源证券研究所

3.2 相信未来便宜的会更好：出口与制造业的机遇

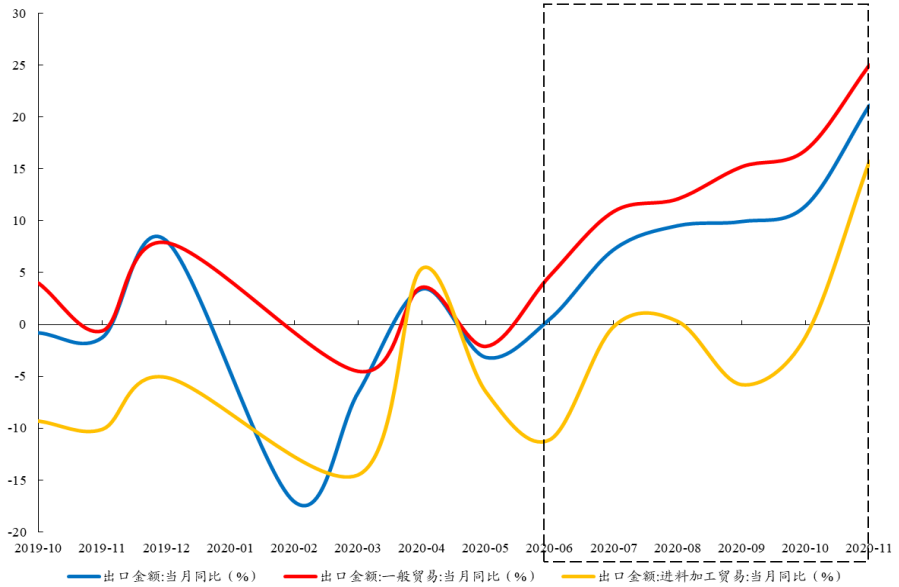
但周期行情的关键仍在于疫情后世界的贴现中，在于更不依赖于政策调控的出口和制造业中。

图19： 11月制造业投资当月同比大幅上行，超越房地产开发和基建投资



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20： 11月出口同比增速斜率仍在加大，尤其是进料加工贸易

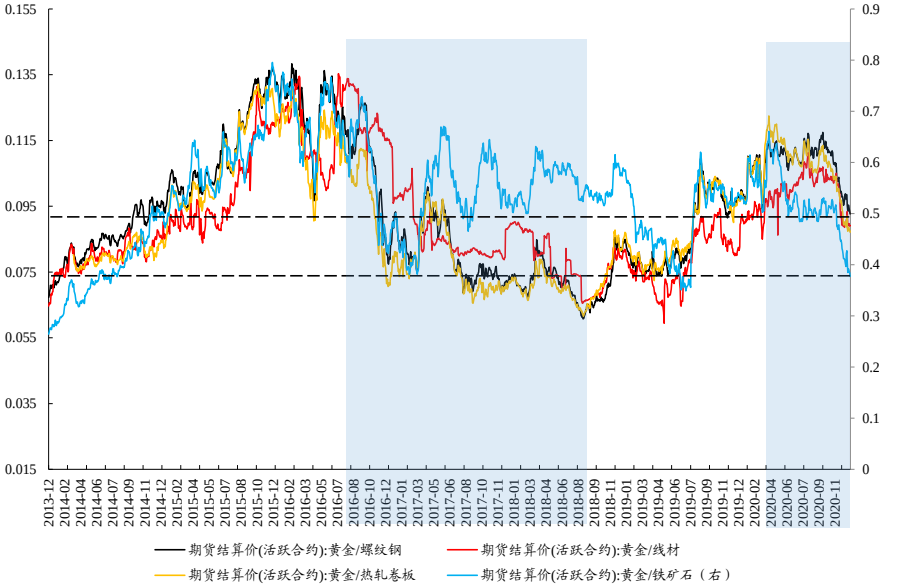


数据来源：Wind 、开源证券研究所

3.2 相信未来便宜的会更好：出口与制造业的机遇

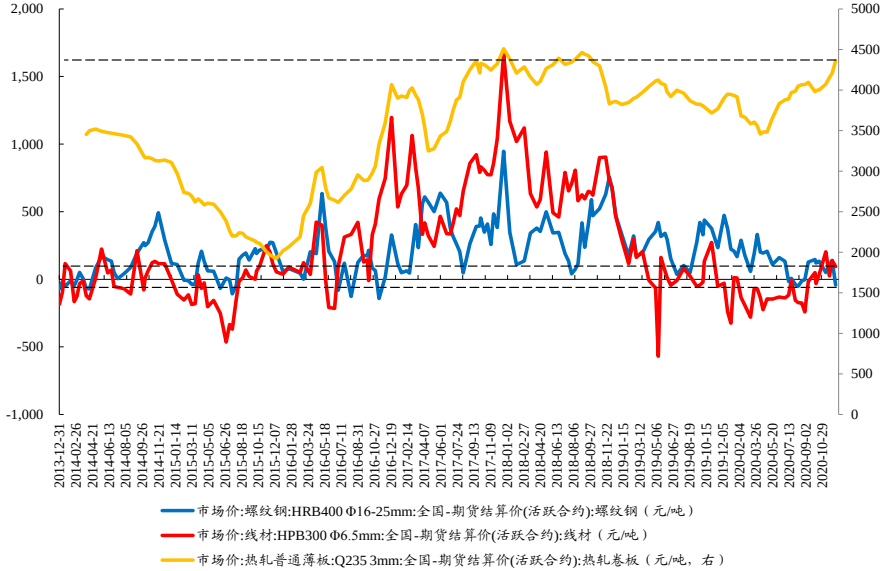
除了原油以外，**主要大宗商品的价格与黄金的比值（黄金价格/某一商品的价格）已经回到了2016年Q4的水平**，但不同品种之间的基差走势却出现了明显的分化，这也就意味市场对于需求预期的分化。我们发现有色金属中铜铝、黑色金属中的热轧卷板、煤炭中的动力煤基差均处于升水的趋势，黑色金属中的螺纹钢/线材、煤炭中的焦煤的基差还处于历史低位。**其实反映了当下市场对于与出口和制造业投资更相关的大宗商品涨价预期乐观，而对与逆周期调节政策更相关的大宗商品涨价预期悲观。**

图21：黄金/铁矿石已经达到历史低位，而黄金与螺纹钢、线材以及热轧卷板的比值接近2016年Q4的水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：钢材中热轧卷板的基差已经接近历史高点，而螺纹钢与线材的基差还处于历史低位

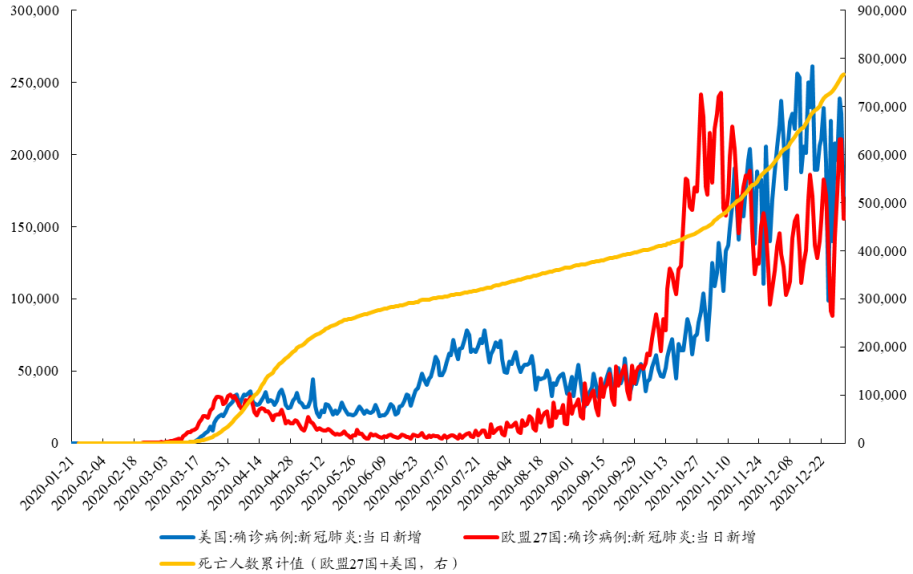


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2 相信未来便宜的会更好：出口与制造业的机遇

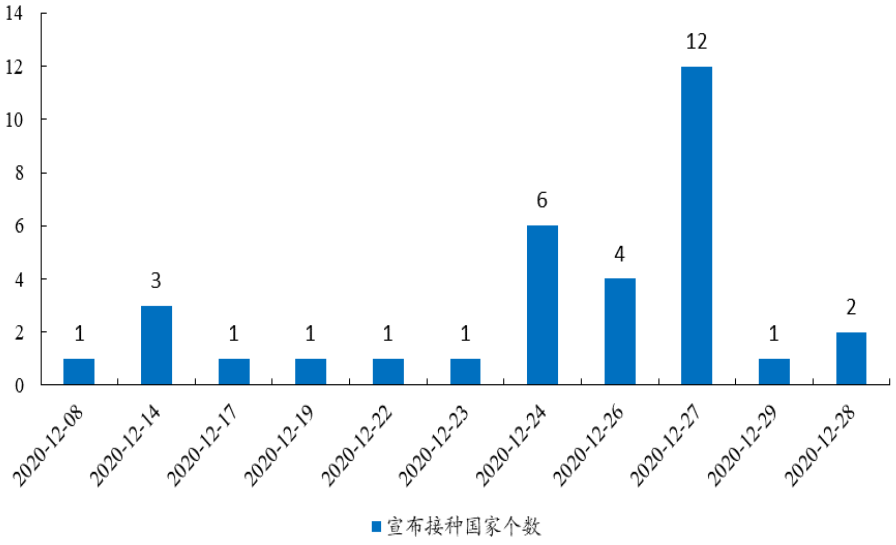
但这一场景可能要到 1 季度后半段才会逐步出现：**全球疫苗开始接种并更有效推进，冬季结束后疫情开始得到更有效控制**。在这之前，部分供给格局更好且需求更快的周期行业会先于受益。

图23：目前欧美的疫情仍在反复当中



数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：但从目前各国的疫苗接种计划来看，已经有30多个国家开始实施接种

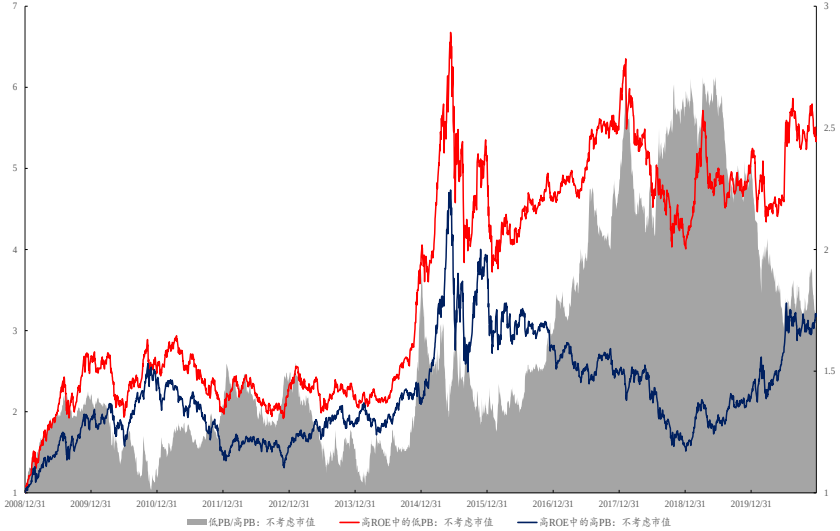


数据来源：Wind 、开源证券研究所

3.3 长期配置视角破局当下：向高ROE中的低PB资产回归

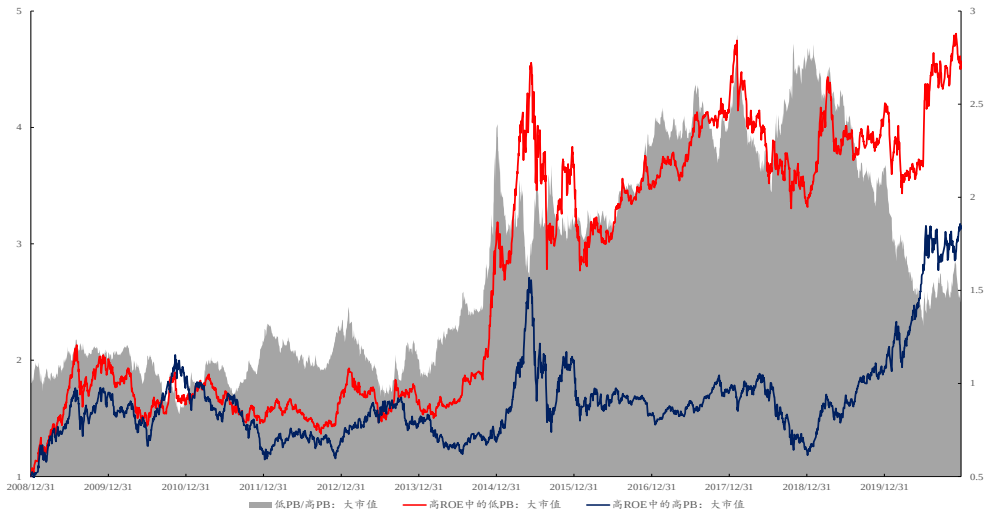
以等权重的方式计算2008年以来的累积收益率,高ROE组合中的低PB组合长期均跑赢高ROE组合中的高PB组合。而2019年以来在宽松的流动性和居民入市浪潮下，趋势交易者的涌入而言使后者跑赢前者，但长期来看总是要均值回归。2020年7月以来，高ROE组合中的低PB组合开始逐步与高ROE组合中的高PB组合表现相当甚至跑赢。

图25：在不约束市值的情况下，高ROE组合中的低PB组合长期跑赢高ROE组合中的高PB组合



数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：在约束股票市值为200亿以上时，高ROE组合中的低PB组合长期同样跑赢高ROE组合中的高PB组合



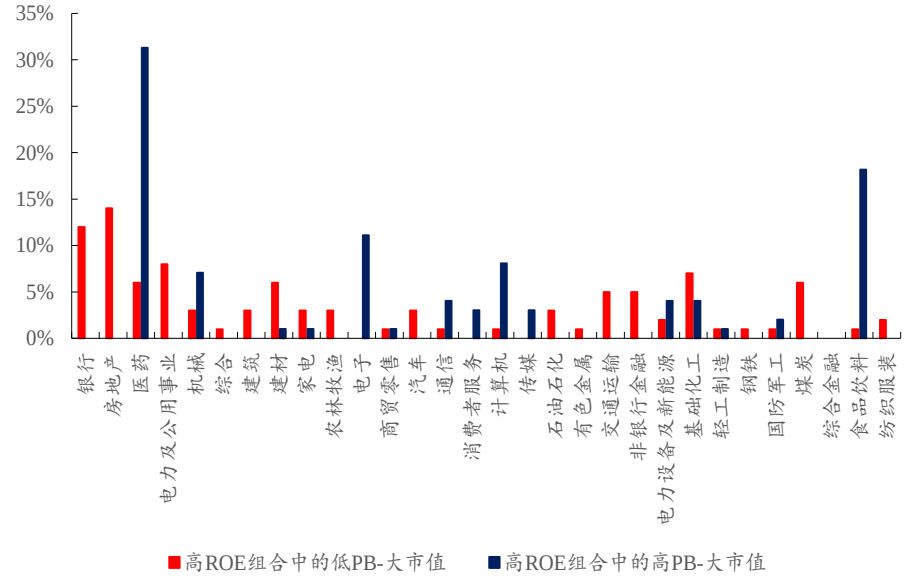
数据来源：Wind 、开源证券研究所

注：1、高ROE界定为全市场排名前30%的组合；低PB组合界定为前述高ROE组合中PB从低到高排序前30%或前100只标的，高PB组合界定为前述高ROE组合中PB从高到低排序前30%或前100只标的。2、季度调仓。

4.1 我们的决策：调结构，控仓位，静待金融周期更好的行情

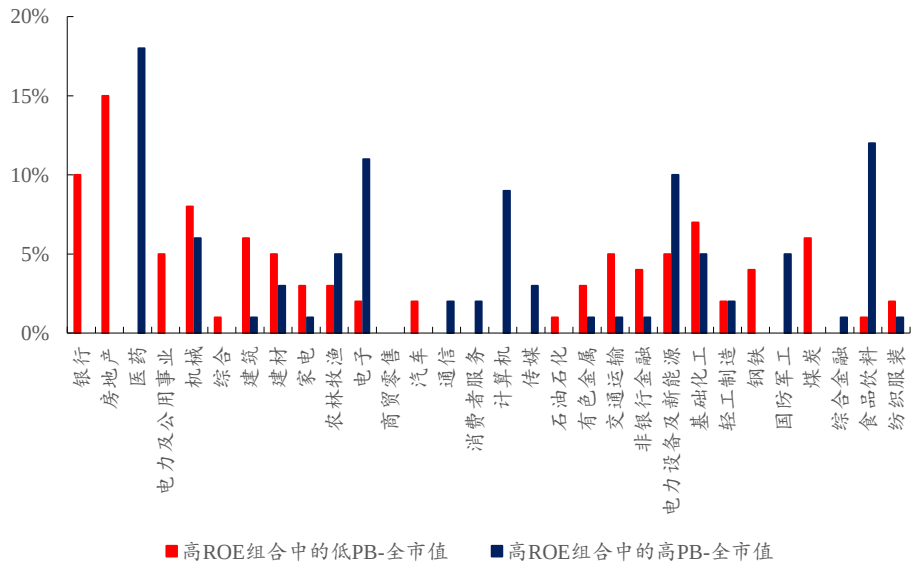
我们的决策：**在全球经济复苏的路径下，相信让贵的东西变得更好可能不如相信让便宜的东西变得“不那么差”有性价比**。从当下高ROE和低PB这一更能长期跑赢市场的组合来看，正好大量对应了未来与全球经济复苏相关的出口产业链、原材料和制造业相关产业链，**投资者主要任务仍是调整结构，控制仓位，为未来金融、周期股更好的行情做好准备**。

图27：在大市值分类下，高ROE中的低PB组合中主要为金融周期板块



数据来源：Wind、开源证券研究所

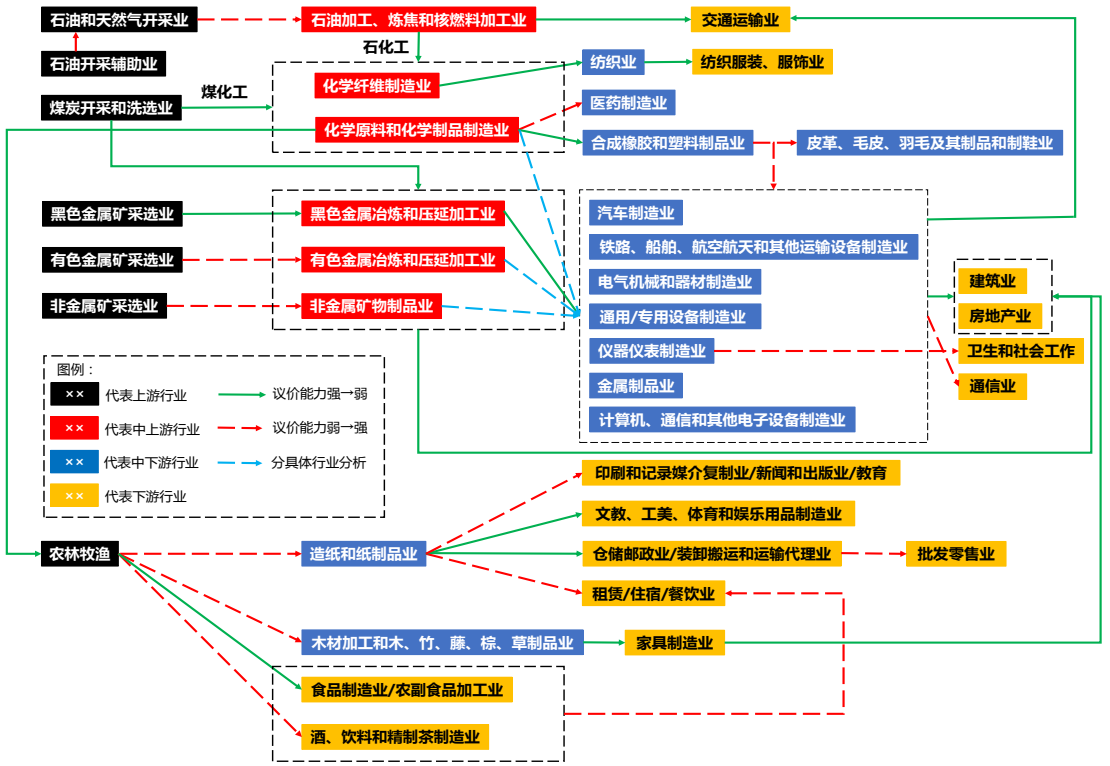
图28：在不考虑市值的分类下，高ROE中的低PB组合中仍主要为金融周期板块



数据来源：Wind 、开源证券研究所

- **由通胀带来的周期性行业的盈利弹性将成为2021年重要的收益来源。**
- 投资者的2021年通胀交易的最优组合应该具备以下三种特征：处于全球大宗商品上涨链条中，且在产业链中具备良好议价能力；下游匹配出口与制造业投资的原材料与中间品的需求；估值水平看，前期收益率并未明显抢跑ROE形成估值透支。
- 综合上述条件我们重点推荐的行业：**铜、铝、炼化、化纤、焦煤。**

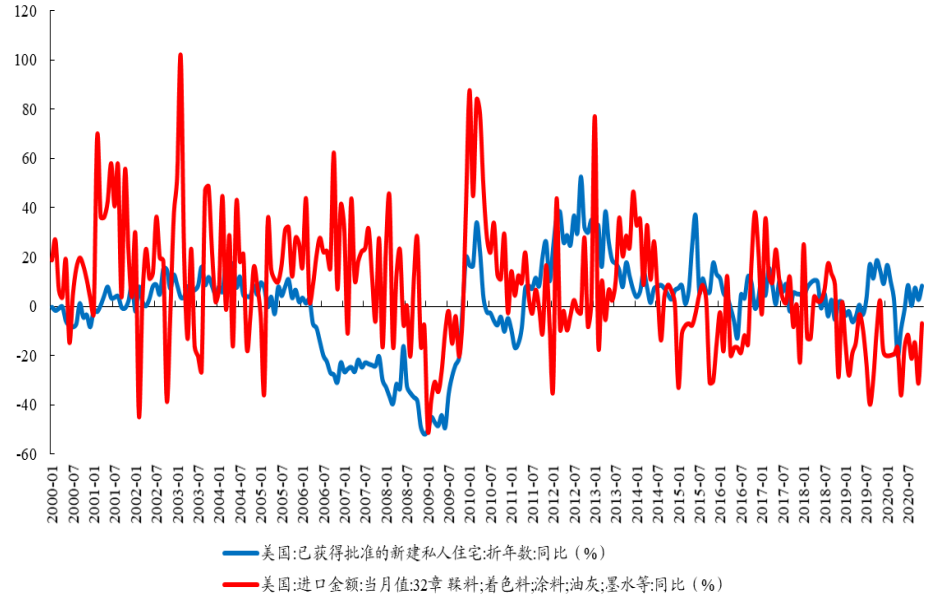
图29：输入型通胀的传导路径



数据来源：Wind、开源证券研究所。注：我们以“应收账款周转率/应付账款周转率”的比值作为判断一个行业的议价能力的依据，该比值越大说明议价能力越强。

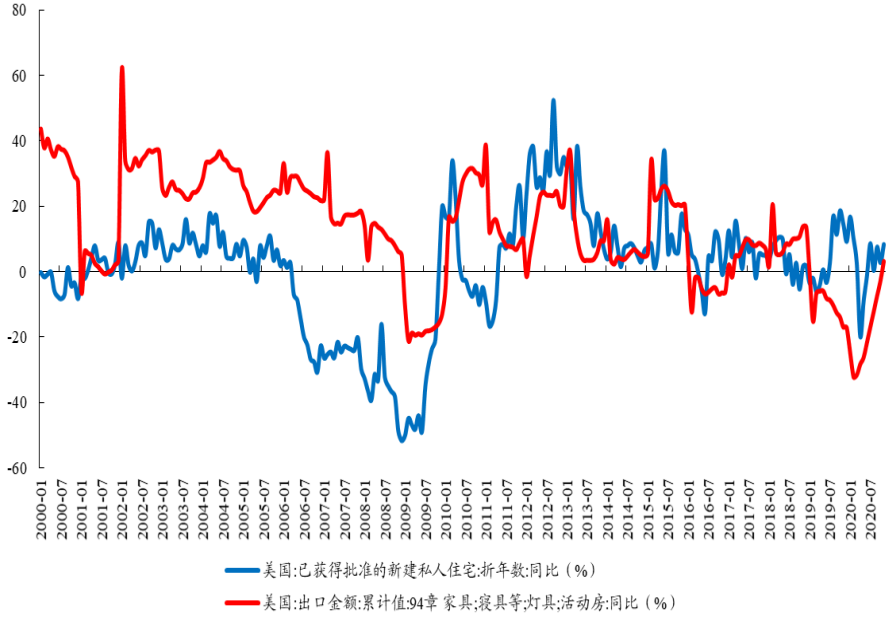
受益于美国地产开工拉动的行业：**钛白粉与照明**。需要注意美国地产进入淡季，当下部分资产进入调整期，正好是布局未来的良机。

图30：对美出口的涂料随地产开工波动，且波动幅度高于地产开工



数据来源：Wind、开源证券研究所

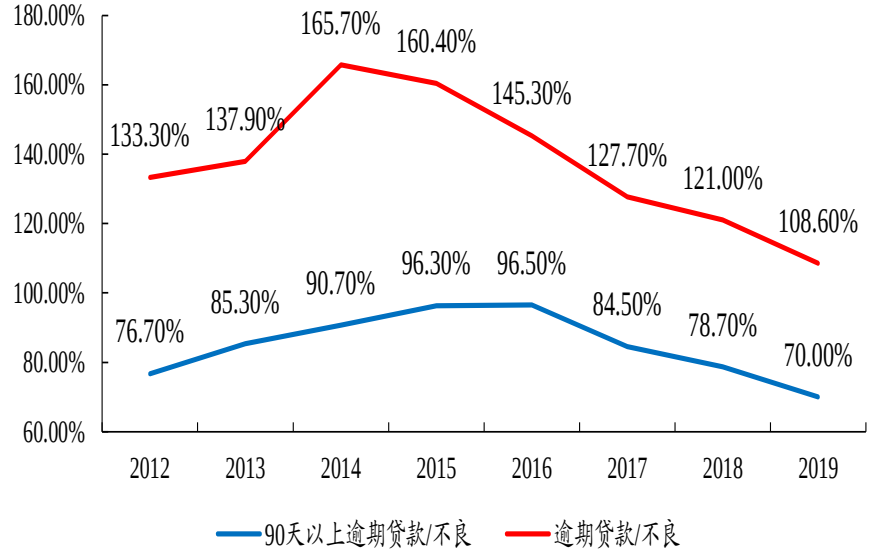
图31：对美出口的灯具、家具等与地产开工同步



数据来源：Wind 、开源证券研究所

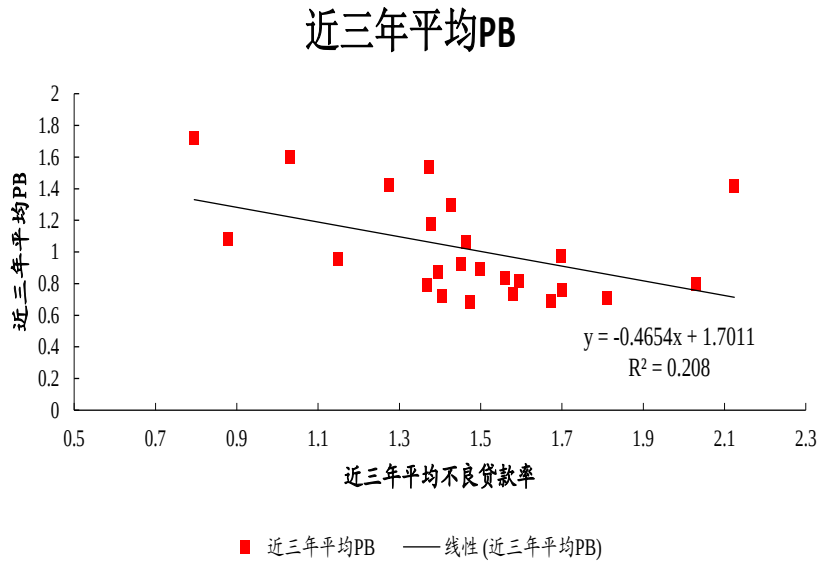
随着经济修复，资产端质量改善的**银行**以及在经济复苏中资产负债端均改善的**保险**，同样的，**房地产**行业面临的政策打压已经接近极限，高赔率（收益率大幅不及ROE）下，布局时机已经来临。

图32：经历过漫长的8年不良资产处置周期，银行资产质量有望底部回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：对银行估值与其不良贷款率成反比



数据来源：Wind 、开源证券研究所

7 风险提示

国内经济下行超预期；全球经济复苏不及预期；流动性超预期宽松

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及
的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感　　谢　　聆　　听

开源证券