2020 年 12 月 27 日

“新核心资产”正待发现

——投资策略周报

策略研究团队

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

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

● **从投资者角度出发：新“核心资产”正在浮出水面**

12 月以来投资者的结构与行为或成为了市场定价的主要因素。我们从 2020 年交投资者结构与行为系统分析发现：在宽松流动性下，趋势投资者的涌入很大程度奖励了“核心资产”的基本面价值发现者，甚至挤出了部分基本面投资者在该类资产的持仓，市场的潜在不稳定性正在增加。资产价格上的直接反应就是 A 股高 ROE 组合中高 PB 资产出现了长达两年的超跑。**但回归长期视角，A 股中高 ROE 中的低 PB 资产仍是长期占优的选择，将成为“新核心资产”的集中洼地。**

● **2020 交易结构复盘：探寻白酒与新能源车背后的推手**

当下**白酒类**资产进入了趋势交易者定价（两融、机构负债端申购带来的被动加仓）的阶段，需要关注长期价值投资者在交易行为上对价值的评判，这是未来的安全线所在：北上资金中配置型账户、2016 年以来重仓配置白酒的基金的仓位比例变化（非绝对金额）、机构为主的 ETF 流入。该类投资者的回归将重新构成积极信号，是投资者未来判断其长期价值线的重要参考。

新能源板块属于基本面与趋势跟踪者均处于活跃的阶段：北上、社保、两融以及新发基金等均在积极参与边际定价，但价格趋势跟踪者正在占主导。此类泡沫化过程我们并不能给出见顶的判断，未来需要更加锚定基本面景气程度的变化，但投资者同时需要理解价格波动可能会被趋势交易者行为所放大。

● **长期配置视角破局当下：向高 ROE 中的低 PB 资产回归**

我们在年度系列报告中发现：各类投资者在估值压缩时期并非简单寻找低估值，往往会选择维持自身较高的组合 ROE 同时降低估值水平或积极寻找具有更高景气度的资产。历史长期视角看，我们构建的高 ROE 组合中的低 PB 组合长期均跑赢高 ROE 组合中的高 PB 组合。但进入 2019 年以来而言，高 ROE 组合中的高 PB 组合显著跑赢高 ROE 组合中的低 PB 组合，这正好对应了流动性宽松与交易结构上趋势投资者增多的过程。我们认为，**高 ROE 中的低 PB 组合相对高 ROE 中的高 PB 组合的表现正在向长期回归，选择高 ROE 中的低 PB 标的在当下将成为占优策略**。同时，对于高 ROE 中的高 PB 组合而言，市值相对较小的标的可能在未来一段时间内相对占优。截至 2020Q3，无论是否考虑市值因素，高 ROE 中的低 PB 组合中主要为金融周期板块。

● **前路已明，积极布局“新核心资产”**

当下高 ROE 中的低 PB 组合更有可能成为相对占优的选择，结合我们此前报告对于基本面情况的分析，建议投资者调整结构进入以下领域进行资产挖掘：（1）通胀和信用收缩前期，商品价格上涨带来业绩弹性的品种：**铜、铝、油（炼化、油服）、焦煤、钢铁（板材）**；（2）海外需求与制造业复苏：**集运，钛白粉，照明**；（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，配置**房地产**。

● **风险提示：**测算误差；货币政策超预期宽松；国内经济复苏不及预期

相关研究报告

《投资策略周报-跨年行情有，重在调结构》-2020.12.20

《投资策略专题-还“周期”以成长：制造业的十年一跃》-2020.12.17

《投资策略周报-周期行情：从“破晓”走向“黎明”》-2020.12.13

目 录

1、 思考：从投资者结构和行为角度理解市场 3
2、 2020 交易结构复盘：探寻白酒与新能源车背后的推手 4
2.1、 北上资金：并非本轮“白酒”主要推手，积极定价新能源车 4
2.2、 两融投资者：本轮白酒和新能源车行情的重要参与者 4
2.3、 主动偏股基金：积极参与白酒与新能源车板块的定价 5
2.4、 从 ETF 视角理解基金负债端变化 7
3、 回归长期配置视角：向高 ROE 中的低 PB 资产回归 9
4、 前路已明，积极布局 12
5、 风险提示 12

图表目录

图 1： 2020 年以来，截至 12 月 25 日，白酒板块以及新能源车板块年内取得了可观的收益，特别是 2020Q4 以来加速上行 3
图 2： 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 4
图 3： 在经历 2020Q1 的反复后，北上资金自 4 月以来持续净买入新能源车板块 4
图 4： 2020 年 4 月以来，两融投资者持续净买入白酒板块，10 月下旬以来有所加速，近期放缓 5
图 5： 2020 年 4 月以来，两融投资者持续净买入新能源车板块，10 月以来有所加速 5
图 6： 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 5
图 7： 10 月以来，偏股混合型基金在白酒板块的仓位呈现“N”型走势 6
图 8： 10 月以来，普通股票型基金在白酒板块的仓位呈现“N”型走势 6
图 9： 2020Q1 以来，主动偏股基金超配新能源汽车板块的比例不断上行，2020Q3 有所趋缓，QFII 和保险在新能源车板块的超配比例持续下降，社保先升后降 6
图 10： 10 月以来，偏股混合型和普通股票型基金在新能源汽车板块的仓位呈现“N”型走势，截至 12 月 25 日，两类基金在新能源汽车板块的仓位高于 9 月底 7
图 11： 2020 年 6 月以来，以散户持有为主的个人白酒类 ETF 持续被净申购，12 月以来有所加速。以机构投资者持有为主的白酒类 ETF 则在 2020 年 8 月初达到年内高点以来逐步被净赎回 8
图 12： 自 4 月初累积净申购达年内高点以来，新能源车类 ETF 在被持续净赎回 8
图 13： 2020Q4，股票型和混合型基金的新发规模仍处于高位 8
图 14： 无论是否考虑市值因素，高 ROE 中的低 PB 组合的 ROE 始终低于高 ROE 中的高 PB 组合 9
图 15： 无论是否考虑市值因素，高 ROE 中的低 PB 组合的 PB 明显小于高 ROE 中的高 PB 组合 9
图 16： 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 10
图 17： 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 10
图 18： 无论是是否约束大市值，高 ROE 组合中的低 PB 组合相对表现基本一致，而高 ROE 组合中的高 PB 组合中，小市值在 2013 年中旬以来至 2016 年初相对占优，而 2016 年以来则为大市值组合相对占优。 11
图 19： 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，高 ROE 中的高 PB 组合中主要为医药、食品饮料以及 TMT 等 11
图 20： 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，高 ROE 中的高 PB 组合中主要为医药、食品饮料、电新以及 TMT 等 11

1、 思考：从投资者结构和行为角度理解市场

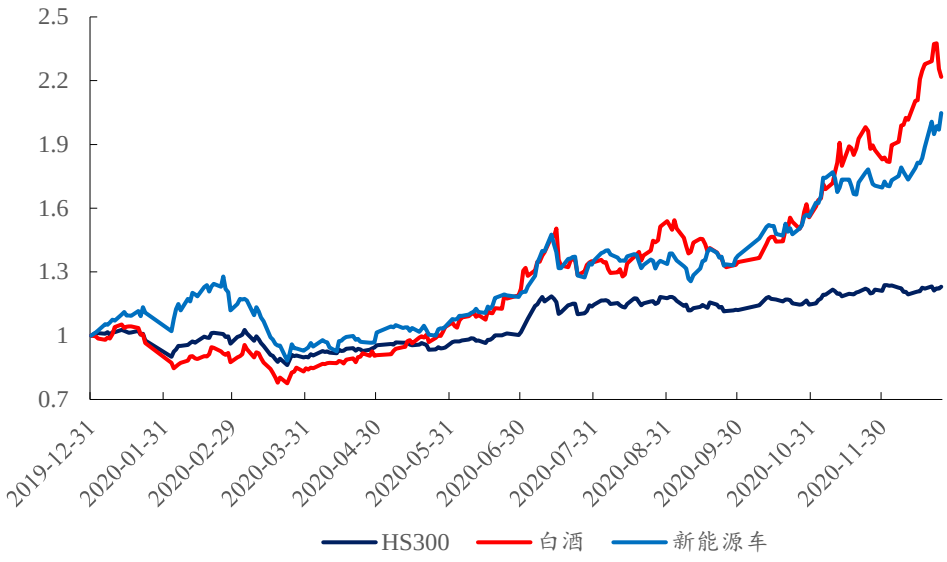
12 月以来，投资者的行为在市场中的表现越发重要，部分板块的投资者结构出现了极端化趋势。本周我们对这一问题将进行深入探讨。

不同的市场参与者对于市场而言意味着不同的市场状态。由于研究成本的存在，基本面交易者无法驱逐趋势交易者，反而会由于趋势交易者本身低成本而带来市场中趋势交易者的占比在一轮上涨中不断提升，随着基本面交易者逐步退出或转化为趋势交易者，市场会处于不稳定状态，在经历泡沫和崩盘之后，基本面交易者占比逐步提升，部分趋势交易者也将转化为基本面交易者，但随着基本面交易者增多回报下降，趋势投资者会重新增加，市场循环往复。

如果将判断市场从而采取抉择比喻为出门前判断天气状况而是否打伞，基本面投资者可以看作是分析天气的人，而趋势投资者则是观察楼下行人手中是否拿伞的人。在一个全市场都在跟随“打伞”的时候，价值判断是基于股价和他人行为（“抄作业”），本身稳定性就会变弱。

2020 年以来，截至 12 月 25 日，白酒板块以及新能源车板块年内取得了可观的收益，特别是 2020Q4 以来加速上行。其背后的定价参与者是本周我们讨论的重点，本文将从北上、主动偏股基金、ETF 以及两融等投资者在白酒以及新能源车板块上的配置行为来一一探讨。

图1：2020 年以来，截至 12 月 25 日，白酒板块以及新能源车板块年内取得了可观的收益，特别是 2020Q4 以来加速上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：为了可比，我们将 HS300、白酒指数以及新能源车指数的 2019 年末收盘指数均调整为 1。

2、 2020 交易结构复盘：探寻白酒与新能源车背后的推手

2.1、 北上资金：并非本轮“白酒”主要推手，积极定价新能源车

北上投资者并非本轮白酒行情的主要推手，在北上投资者净卖出白酒板块的同时反而由于白酒上涨带来了持有白酒板块的市值维持震荡甚至上涨的情形。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，相应地，陆股通持有白酒板块的市值在 4 月初触底后开始上行，但在北上持续净卖出白酒板块时，北上持有白酒的市值整体维持震荡甚至上行的趋势。

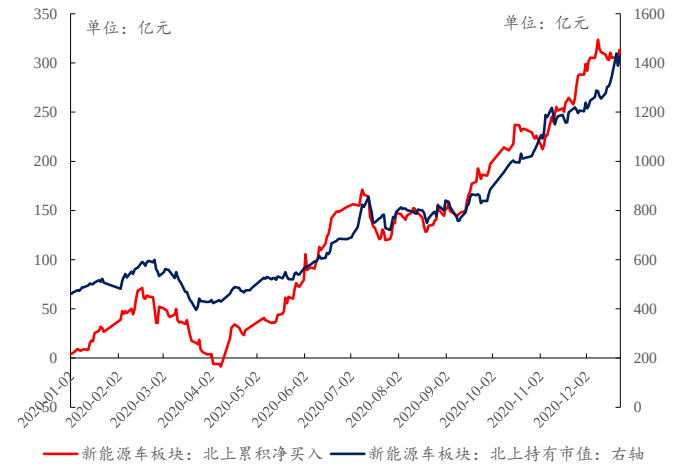
北上投资者积极定价新能源车板块，持有市值与净买入行为协同上升。北上资金 2020 年 Q1 在新能源车板块经历反复后，4 月以来持续净买入新能源车板块，相应地，北上投资者持有新能源车板块的市值在 4 月初触底后与其净买入行为协同上升。

图2：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3：在经历 2020Q1 的反复后，北上资金自 4 月以来持续净买入新能源车板块



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 两融投资者：本轮白酒和新能源车行情的重要参与者

以两融视角看，**两融投资者是本轮白酒行情以及新能源车行情的重要参与者**。2020 年 4 月以来，两融投资者持续净买入白酒板块和新能源车板块，10 月下旬以来均有所加速，近期净买入白酒有所放缓。

图4：2020 年 4 月以来，两融投资者持续净买入白酒板块，10 月下旬以来有所加速，近期放缓



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2020 年 4 月以来，两融投资者持续净买入新能源车板块，10 月以来有所加速

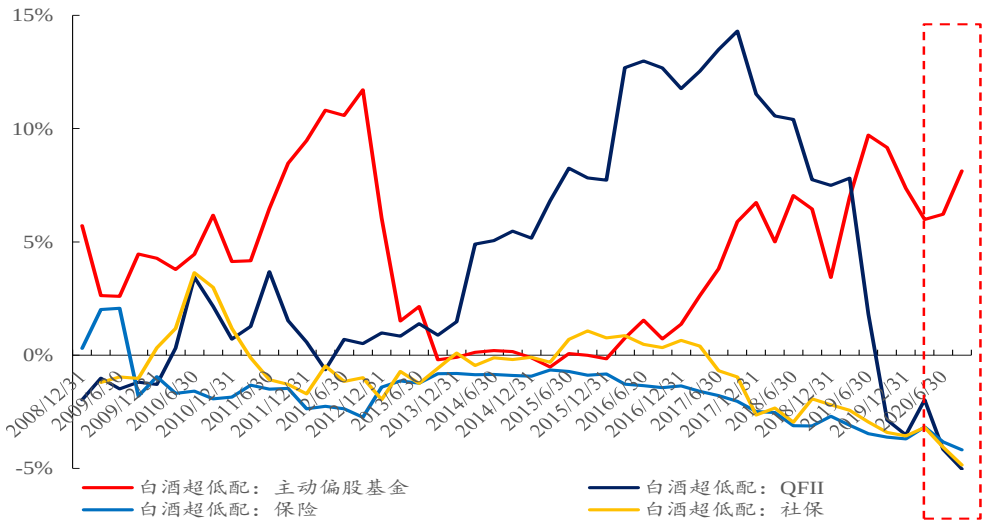


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、 主动偏股基金：积极参与白酒与新能源车板块的定价

从主动偏股基金、QFII、社保以及保险等在内的四类投资者在白酒板块的超配比例看，**主动偏股基金是白酒板块 5 月以来开始跑赢 HS300 并取得超额收益的主要配置力量，QFII、社保以及保险等重视估值的投资者大概率未能参与今年以来的白酒行情，甚至出现减仓**。高频测算显示：**9 月以来，无论是普通股票型基金还是偏股混合基金，在白酒板块的仓位呈现“N”型走势，当下仓位可能与 2020Q3 末相当**。这意味着：在不考虑新发基金和申购赎回的情况下，2020Q4 以来，主动偏股基金实际上对于白酒板块的加仓动能可能开始边际递减。**即使是相对排名考核的公募基金也开始对于提升配置比例有所迟疑，加仓动能主要来自于 3 季度以来追寻趋势的负债端申购。**

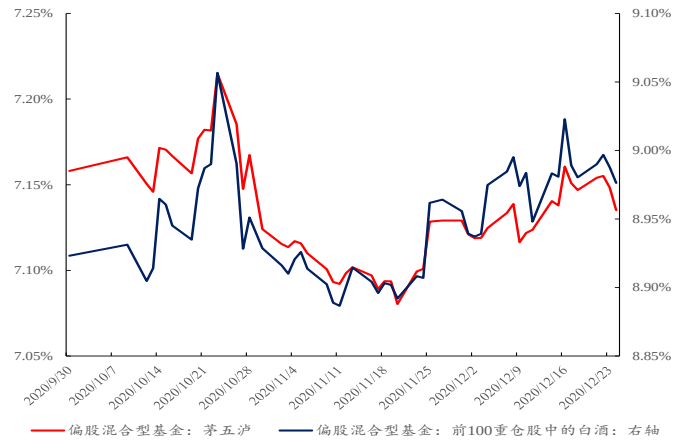
图6：2020Q1 以来，主动偏股基金超配白酒板块的比例不断上行，2020Q3 有所加速，QFII、社保以及保险等机构在白酒板块的超配比例持续下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

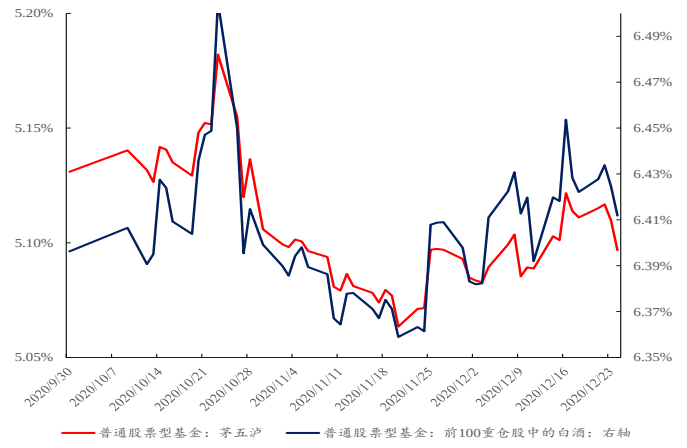
注：主动偏股基金包括普通股票型、偏股混合型、平衡混合型以及灵活配置型基金。

图7：10 月以来，偏股混合型基金在白酒板块的仓位呈现“N”型走势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：10 月以来，普通股票型基金在白酒板块的仓位呈现“N”型走势

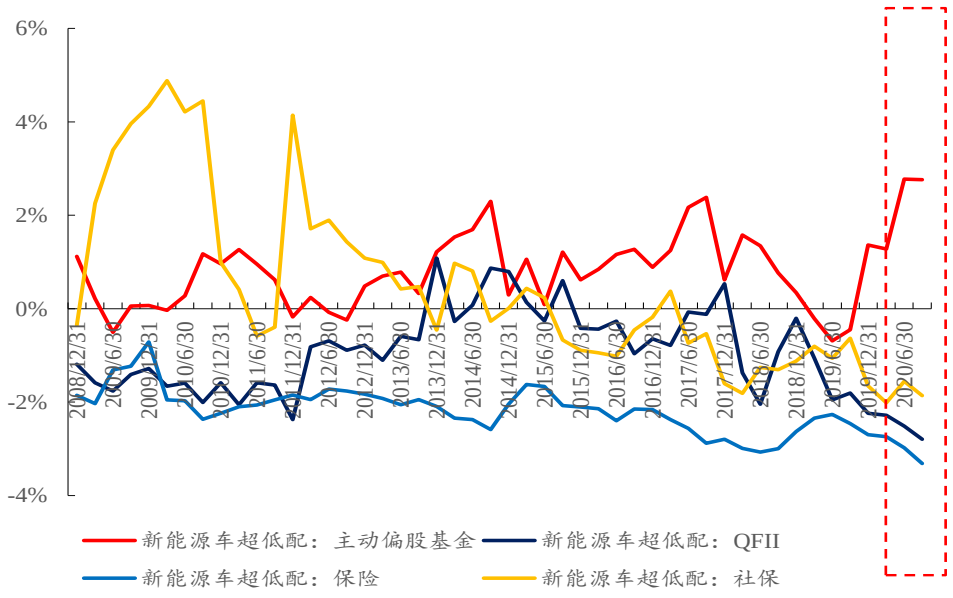


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：茅五泸指的是：贵州茅台、五粮液以及泸州老窖。

从主动偏股基金、QFII、社保以及保险等在内的四类投资者在新能源车板块的超配比例看，**主动偏股基金和社保在 2020Q2 积极配置新能源车板块，2020Q3 有所放缓，QFII 和保险等大概率并非新能源车板块背后的主要推手。**高频测算显示：**9 月以来，无论是普通股票型基金还是偏股混合基金，在新能源车板块的仓位呈现“N”型走势，当下仓位明显高于 2020Q3 末。**这意味着：在不考虑新发基金和申赎行为的情况下，**2020Q4 以来，主动偏股基金实际上对于新能源车板块的加仓动能仍较强，而追随负债端的流入强化了这一趋势。**

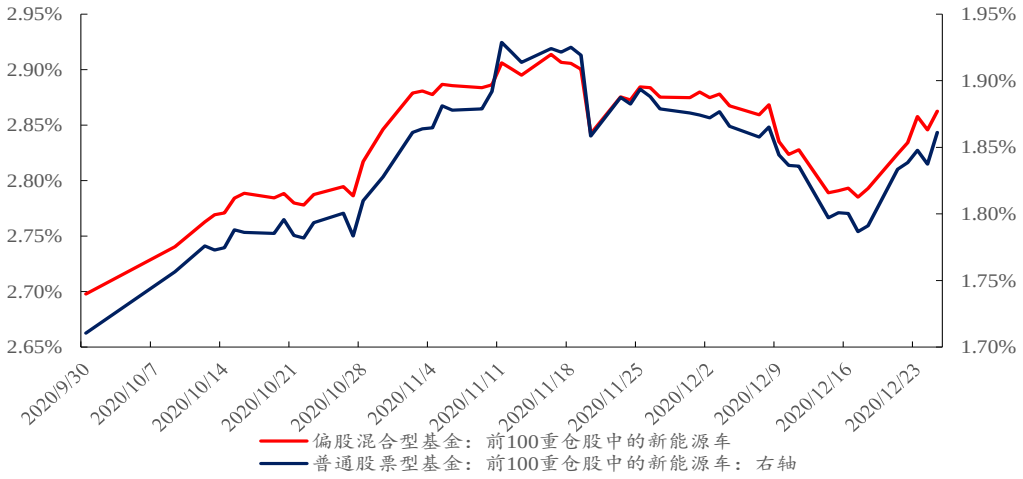
图9：2020Q1 以来，主动偏股基金超配新能源汽车板块的比例不断上行，2020Q3 有所趋缓，QFII 和保险在新能源车板块的超配比例持续下降，社保先升后降



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。

图10：10月以来，偏股混合型和普通股票型基金在新能源汽车板块的仓位呈现“N”型走势，截至12月25日，两类基金在新能源汽车板块的仓位高于9月底



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.4、 从ETF视角理解基金负债端变化

我们在此前报告中分析了行业ETF的流入可以作为相应公募基金负债端变化观察的高频代理变量。

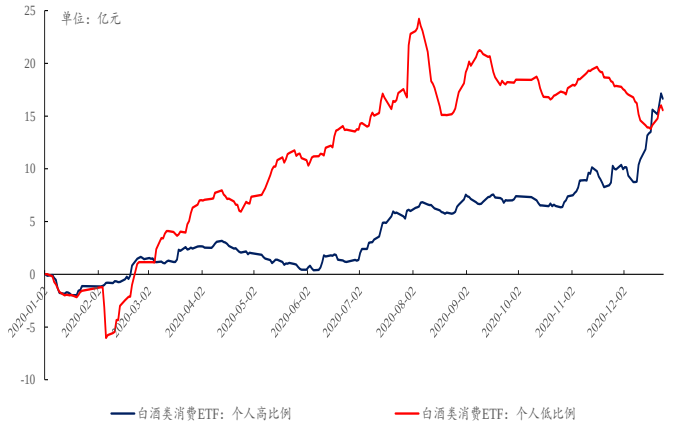
从ETF视角看，**对于白酒类ETF而言，机构投资者主要参与了本轮白酒行情的前半段，这与主动偏股基金在白酒板块的配置行为存在一定的相似性，而个人投资者则全程参与且12月以来参与力度边际提升**。2020年6月以来，以个人持有为主的白酒类ETF持续被净申购，12月以来有所加速。**但以机构投资者持有为主的白酒类ETF则在2020年8月初达到年内高点以来逐步被净赎回。**根据我们在此前报告《重仓分化，确认风格切换》中提到可用个人高比例组ETF的净申购行为来衡量公募基金的负债端的申赎行为，尽管部分机构正在撤出，但**当下个人投资者正在积极拥抱“核心资产”**，此类趋势交易或**成为了公募基金近期买入白酒板块的主要推动力。**

对于新能源车类ETF而言，其主要为个人投资者持有，自4月初累积净申购达年内高点以来，新能源车类ETF在被持续净赎回。这意味着**个人投资者可能并未明显通过ETF参与新能源车板块的定价。考虑到新能源车类ETF均为2019年末以来新发基金，其申赎行为可能并不能指示个人投资者对重仓新能源车板块的相关公募基金的申赎行为。**

从公募新发基金的规模看，**较大规模的新发基金可能是亦本轮白酒和新能源车板块定价的重要力量**。今年以来，新发基金规模创历史新高。对于2020Q4而言，无论是整个季度的新发规模还是单月新发规模，股票型和混合型基金的新发规模仍处于高位。这意味着，**对于公募基金而言，无论是从申赎行为还是新发基金规模来看，手中“子弹”仍较充裕，我们认为，这也是当下白酒和新能源车行情的驱动。**

对于白酒板块而言，**当下主动偏股基金主动加仓白酒的动能有所减弱，个人投资者对相关基金的申购行为以及仍维持高位的新发基金规模可能是近期行情背后的主要推手**。对于新能源车板块而言，**主动偏股基金的自身加仓动能以及较充裕的“子弹”可能是主动偏股基金近期定价新能源车板块的重要力量。**

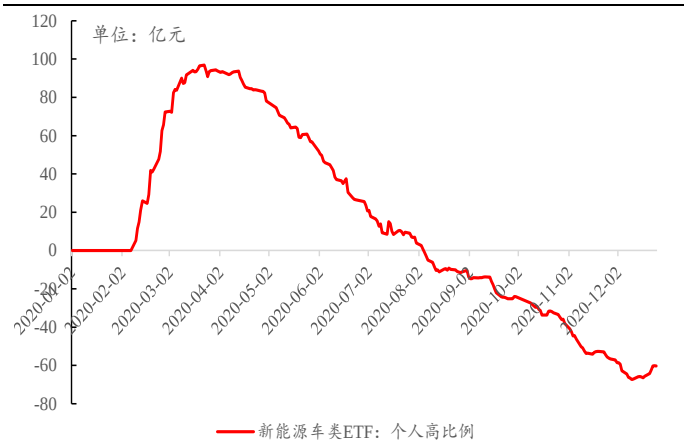
图11：2020 年 6 月以来，以散户持有为主的个人白酒类 ETF 持续被净申购，12 月以来有所加速。以机构投资者持有为主的白酒类 ETF 则在 2020 年 8 月初达到年内高点以来逐步被净赎回



数据来源：Wind、开源证券研究所

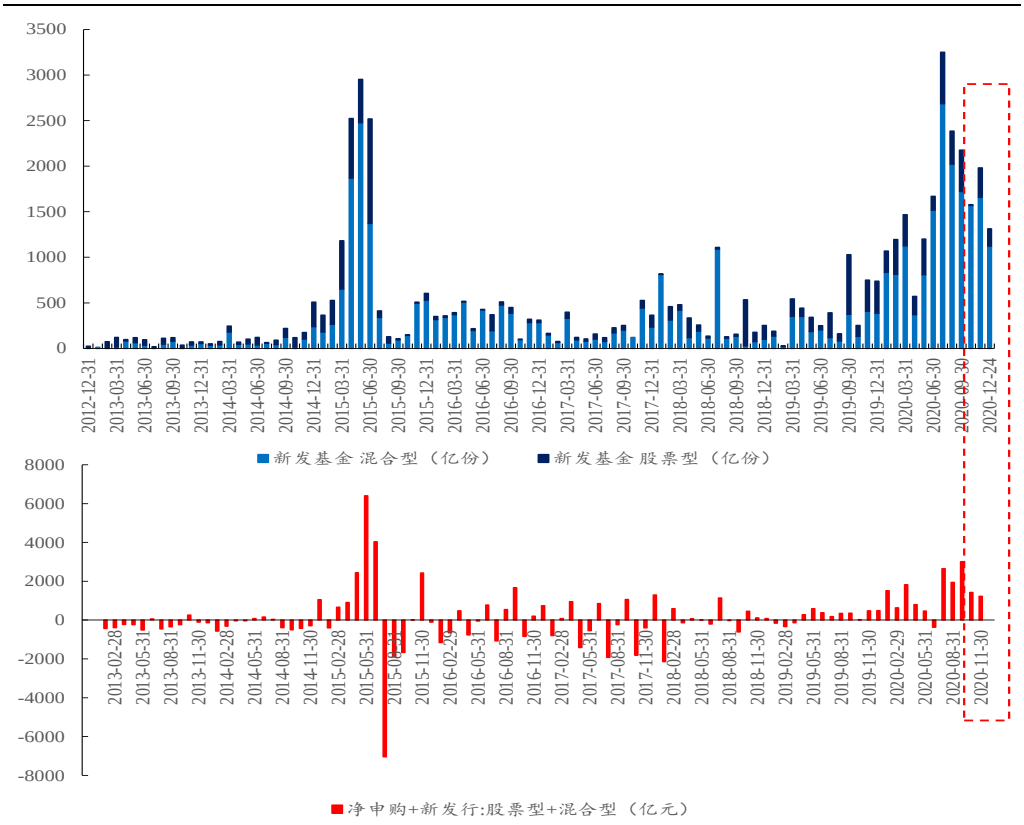
注：1、累积净买入计算的起点为 2020 年初；2、我们将白酒持仓占比在 20%以上的消费 ETF 界定为白酒类 ETF。

图12：自 4 月初累积净申购达年内高点以来，新能源车类 ETF 在被持续净赎回



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：2020Q4，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

注：由于 12 月协会数据暂未公布，因此 12 月月度净申购未计算。

我们的结论是：

1、**当下白酒类资产进入了趋势交易者定价的阶段，更类似于泡沫化的后半段，需要关注长期价值投资者对其合理定价的位置，这可能是未来的安全线所在，可以观测的是：**北上资金中配置型账户、2016 年以来重仓配置白酒的基金的仓位比例变化（非绝对金额）、机构为主的 ETF 流入都是判断价值线的重要标准。

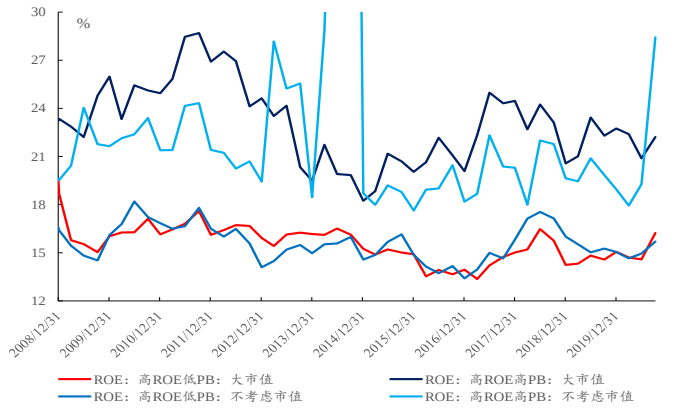
2、**新能源板块属于基本面与趋势跟踪者均处于活跃的阶段，但是趋势跟踪可能更占主导。**此泡沫化过程的未来走势不能轻易作见顶的判断，需要更加锚定基本面景气程度的变化，同时需要理解价格波动可能会被趋势交易者行为所放大。

3、 回归长期配置视角：向高 ROE 中的低 PB 资产回归

我们无法判断两种泡沫化过程的终点，但是长期视角的一类性价比资产正在浮出水面，投资者应该积极关注。

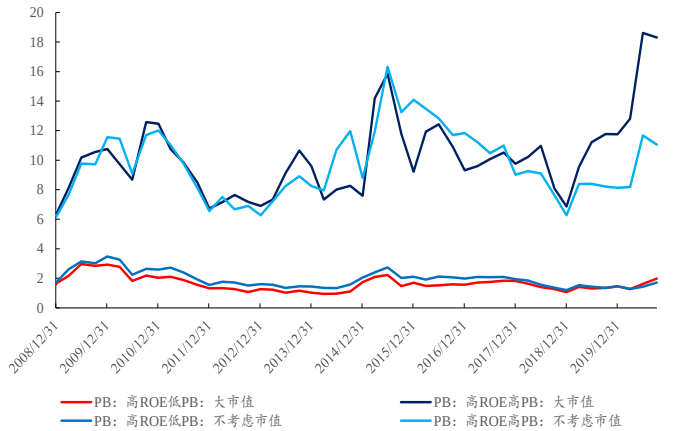
我们此前在年度系列报告中提到：无论全 A 还是行业，长期回报均有向 ROE 回归的特征，当估值驱动的收益率远大于 ROE 后，这部分的“透支”将在未来由 ROE 的提升与收益率的降低进行同时消化，即“还旧账”。**各类投资者在“还旧账”时期并非简单寻找低估值，往往会选择维持自身较高的组合 ROE 同时降低估值水平或积极寻找具有更高景气度的资产。**这里可能涉及到两类资产的选择，为了更好的讨论，本文构建了两类组合：在全市场 ROE 排名前 30%的股票中，分别筛选出 PB 排名前后 30%或前后 100 名的标的，以等权重的方式计算 2008 年以来的累积收益率。并按照是否将标的市值约束在 200 亿以上，进行了两次对比。对于两类组合而言，无论是否考虑市值因素，**高 ROE 中的低 PB 组合的 ROE 始终低于高 ROE 中的高 PB 组合，高 ROE 中的低 PB 组合的 PB 明显小于高 ROE 中的高 PB 组合。**值得一提的是，截至 2020Q3，对于高 ROE 中的高 PB 组合，不考虑市值的 ROE 相较于大市值 ROE 较高且 PB 相对较低。

图14：无论是否考虑市值因素，高 ROE 中的低 PB 组合的 ROE 始终低于高 ROE 中的高 PB 组合



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：无论是否考虑市值因素，高 ROE 中的低 PB 组合的 PB 明显小于高 ROE 中的高 PB 组合

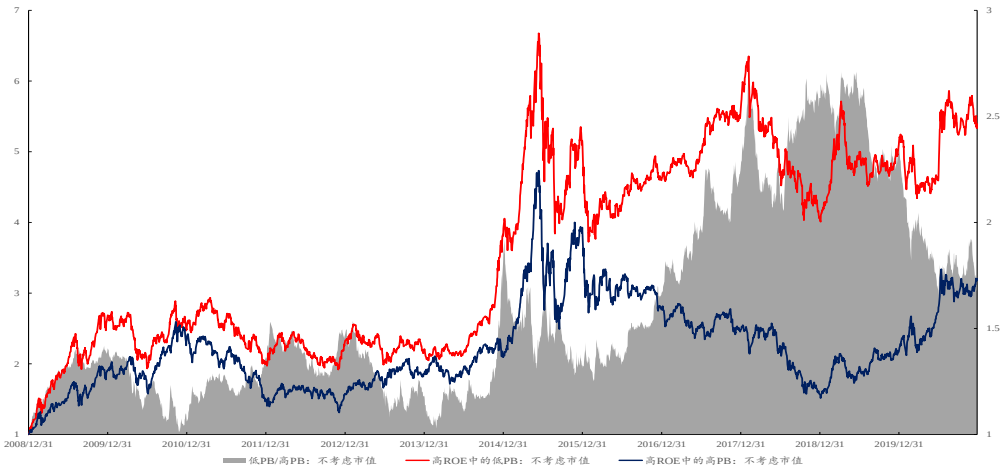


数据来源：Wind、开源证券研究所

回测结果显示：**无论是否约束市值，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。**而对于 2019 年以来而言，高 ROE 组合中的高 PB 组合显著跑赢高 ROE 组合中的低 PB 组合，其背后的原因我们认为：**在宽松的流动性和**

居民入市浪潮下，趋势交易者的涌入奖励了“核心资产”基本面投资者的价值发现，市场形成了明显的动量效应。而随着资金脱虚入实、流动性边际收紧，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高 ROE 组合中的高 PB 组合。**这意味着：**高 ROE 中的低 PB 组合相对高 ROE 中的高 PB 组合的表现可能正在向长期回归，选择高 ROE 中的低 PB 标的在当下对于机构而言可能是更好的选择。**

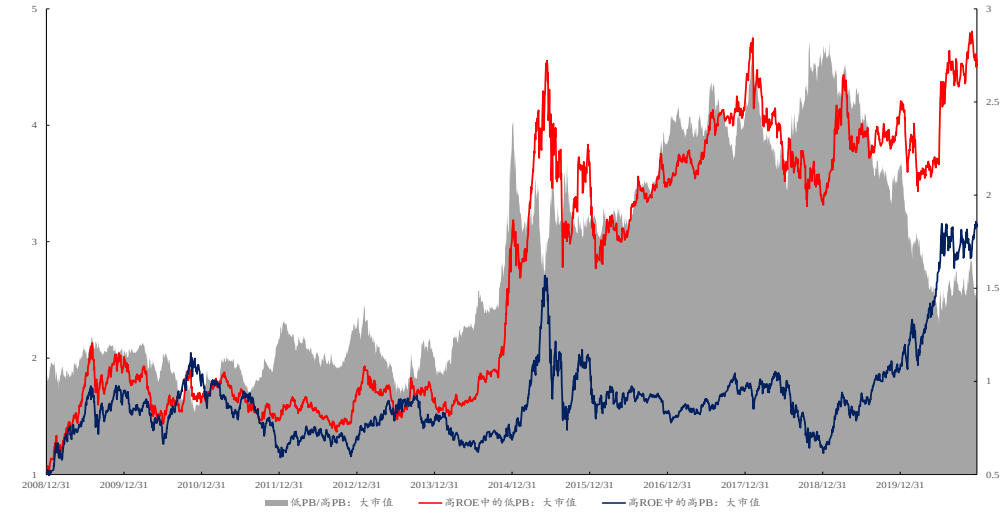
图16：在不约束市值的情况下，高 ROE 组合中的低 PB 组合长期跑赢高 ROE 组合中的高 PB 组合



数据来源：Wind、开源证券研究所

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。

图17：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

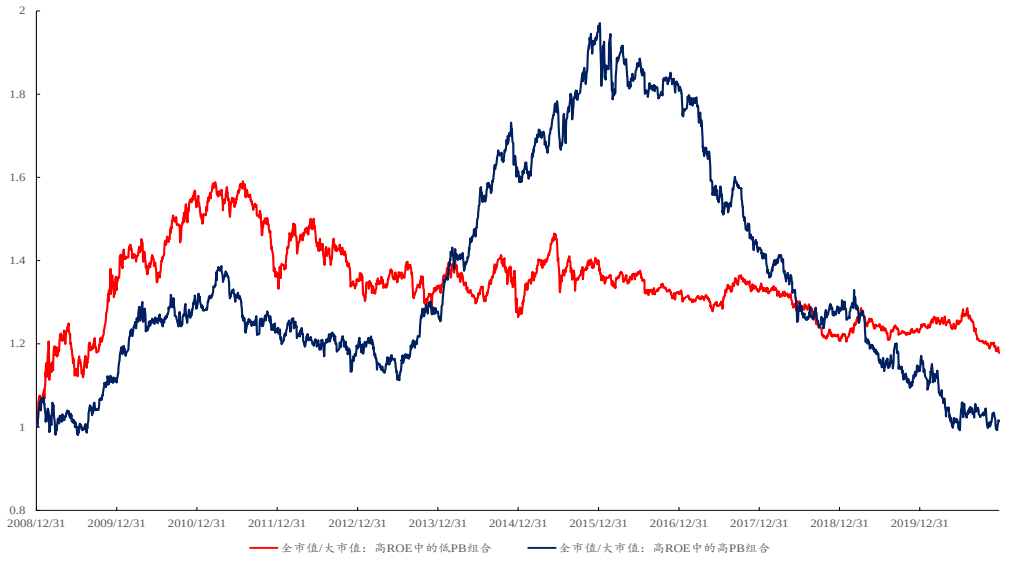


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：此处大市值为市值在 200 亿以上的公司

值得一提的是，通过对比两类组合内部全市值/大市值发现：无论是是否约束大市值，高 ROE 组合中的低 PB 组合相对表现基本一致，而高 ROE 组合中的高 PB 组合中，小市值在 2013 年中旬以来至 2016 年初相对占优，而 2016 年以来则为大市值组合相对占优。**考虑到截至 2020Q3，高 ROE 中的高 PB 组合中，不考虑市值的 ROE 相较于大市值 ROE 较高且 PB 相对较低。这意味：拉长视角来看，对于高 ROE 中的高 PB 组合而言，市值相对较小的标的可能在未来一段时间内相对占优。**

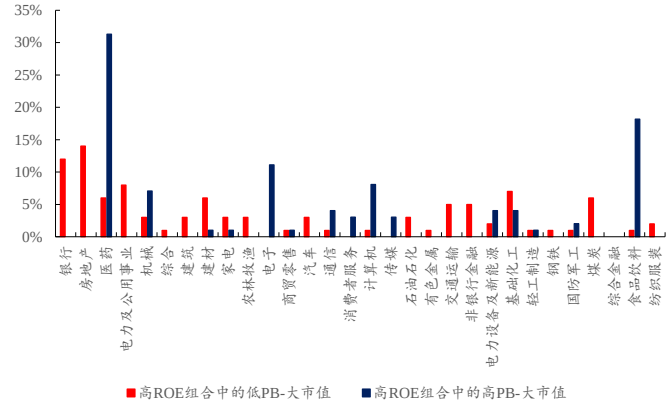
图18：无论是是否约束大市值，高 ROE 组合中的低 PB 组合相对表现基本一致，而高 ROE 组合中的高 PB 组合中，小市值在 2013 年中旬以来至 2016 年初相对占优，而 2016 年以来则为大市值组合相对占优。



数据来源：Wind、开源证券研究所

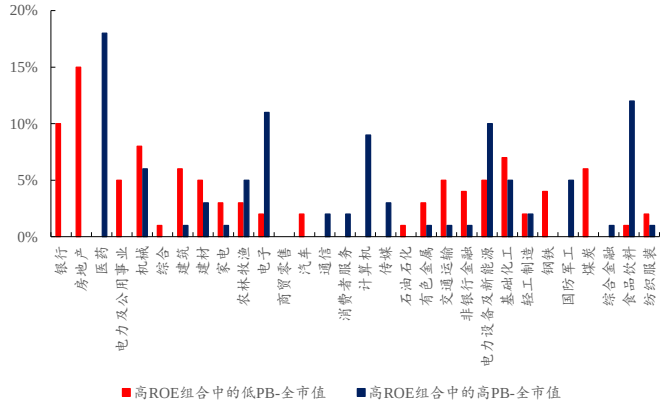
截至 2020Q3，无论是否考虑市值因素，高 ROE 中的低 PB 组合中主要为金融周期板块，而高 ROE 中的高 PB 组合多为医药、食品饮料以及 TMT 等。**这意味着，金融周期板块仍是未来资产配置的最优解。**

图19：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，高 ROE 中的高 PB 组合中主要为医药、食品饮料以及 TMT 等



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：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，高 ROE 中的高 PB 组合中主要为医药、食品饮料、电新以及 TMT 等



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 前路已明，积极布局

我们在年度策略中详细论证了 2021 年市场回报将向 ROE 回归，**而当下高 ROE 中的低 PB 组合更有可能成为相对占优的选择，对于高 ROE 中的高 PB 组合而言，小市值标的未来可能相对更优。**建议投资者布局三条主线，于其中挖掘性价比资产：第一，通胀交易把握原材料和中间品；第二，出口制造业供需突围；第三，价值重估组合。具体而言：（1）通胀时期和信用收缩前期，商品价格上涨将带来业绩弹性的品种：**原油（油服、炼化）、铜、铝、钢铁（板材）、焦煤**；（2）海外需求与制造业复苏：**集运、钛白粉、照明**；（3）随经济修复，从 8 年不良资产处置周期底部向上的**银行**，以及资产端和负债端在经济复苏过程中同时得到改善的**保险**，这些行业还存在年化收益率-ROE 偏离度小的特征，在信用收缩前期和后期都将具有明显的收益，同样特征的还有**房地产**。

5、 风险提示

测算误差；货币政策超预期宽松；国内经济复苏不及预期

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R3（中风险），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。

分析师承诺

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。

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	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	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，已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
地址：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
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn