2020 年 12 月 20 日

跨年行情有，重在调结构

——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

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

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

● **上旬周期暂歇，源于预期抢跑**

12 月开始，市场未能延续 11 月份的周期强势，在通胀属性与成长属性中纠结。**预期抢跑的投资者已经在基于部分信息定价经济过热之后的信用收缩：**央行“呵护”年末流动性，商业银行同业存单一年期利率进入 12 月之后持续下行；同时，于 12 月中旬公布的社会融资规模存量同比确认了 10 月份为年内高点，市场基于“宽货币+弱信用”的认知给予成长性更多估值。**但这种对于宏观金融环境从“紧货币+宽信用”迅速过渡到“宽货币+弱信用”的认知并不符合历史规律，甚至不符合政策意图。**在经济尚未出现通胀之前，信用指标的收缩不代表政策意图的收缩，更不代表实体经济信贷需求变弱，而是货币政策回归正常化的必然结果。

● **预期背后的交易诉求：机构投资者在相信“愿意相信”的事情**

历史上看，“重新抱团重仓股”似乎是一个胜率不错的选择，2009 年以来 12 个年份中共有 7 次基金前 50 重仓股在 12 月份跑赢 HS300，且都是来自新发基金提升或者仓位上升时期。**但值得注意的是，“抱团重仓股”也许只能得到“短暂的欢愉”，**历史上，主动偏股基金整体在跨年之后的 Q1 表现较差，并且“重仓股”也难以再吸引增量资金，而是随整体仓位浮沉。10 月中旬以来，基金规模总量升，而整体仓位和前 50 重仓股仓位下降，这意味着在经济复苏交易中，投资者呈现出不适应和预期的分歧，对于“好而贵”与“便宜”资产都有所迟疑。而 12 月以来临近年底，投资者更倾向于相信“年底结果有利”的逻辑，数据测算发现本周重仓股呈现加仓行为。**因此，统计上看前期新发基金规模较大更像是近期重仓股表现强于 HS300 的理由，让投资者在宏、微观层面相信“愿意相信的事”。**

● **自下而上为主导的市场即将感受经济回暖的“水温”**

基本面并没有市场想的那么快就会陷入过热之后的沼泽，**经济动能、通胀情况、宏观政策方面在过去一周都出现了明显向好的信号，其中不乏引起关注的全国性事件，这将帮助一个以自下而上为主的市场感受宏观经济与供需错配的水温。**经济层面，固定资产投资数据再次验证了经济修复已从逆周期调控转变为内生动能迸发，全国多地区限电则进一步让市场感知到工业生产的强势复苏与传统行业的供需错配。通胀层面，在一致预期国内房地产和基建投资下行的同时，与国内需求更加相关的黑色系也正在出现价格上的全球共振，这意味着全球再通胀的动力是超乎预期的。政策层面，中央经济工作会议表态中显示政策退出是缓慢的，信用环境面临的只是政策退出而非收紧，**经济复苏的弹性将进一步得到定价。**

● **长夜已明，积极布局**

周期行情正在途，三条主线调整结构布局跨年：（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，**配置**房地产**。

● **风险提示：**通胀超预期上行，货币政策超预期收紧

相关研究报告

《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、 上旬周期暂歇，源于预期抢跑 3
2、 交易的诉求：机构投资者在相信“愿意相信”的事情 5
3、 自下而上为主导的市场即将感受经济回暖的“水温” 7
4、 长夜已明，积极布局 10
5、 风险提示 10

图表目录

图 1: 12 月以来，市场交易特征发生改变，开始定价信用收紧，周期股大部分调整，而成长股上涨 3
图 2: 12 月，利率下行与信用指标下行同时出现，加深“宽货币+弱信用”的预期 4
图 3: 2002 年以来都没有出现过从“紧货币+宽信用”直接到“宽货币+弱信用”的情况 5
图 4: 过去的 12 个年份中共有 7 次重仓股跑赢 HS300 5
图 5: 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 5
图 6: 结合图 5 来看，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 6
图 7: 基金仓位整体在 11 月中旬达到高点后出现降低 6
图 8: 重仓股仓位自 10 月下旬达到高点后逐步下降，近期反弹 6
图 9: 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 7
图 10: 7 月以来，整体出口好于规模以上企业出口 8
图 11: 制造业利润修复好于工业企业 8
图 12: 截止 9 月，美国破产企业数达到 10 年来最高 8
图 13: 美国企业扩张意愿和行为都有限 8
图 14: 11 月发电量季节性下滑，但全国限电显示供应不足 8
图 15: 钢材进入 12 月之后上涨速度更快 9
图 16: 炼钢原材料自 11 月之后上涨速度加快 9
图 17: 从风格的表现来看，在信用收缩前期往往金融/消费/周期表现更好，而在信用收缩后期，金融/消费表现更好 10

表 1: 信用收缩前期 A 股主要指数的表现均要比收缩后期要好 9

1、 上旬周期暂歇，源于预期抢跑

12 月开始，市场未能延续 11 月份的周期强势，在通胀属性与成长属性中纠结。11 月，沪深 300、上证综指均实现了大于 5 个百分点的涨幅，而创业板指同期收跌，原因在于周期板块表现明显好于成长板块，从行业层面来看，有色金属、煤炭、石油石化和钢铁等通胀强相关品种涨幅靠前，定价于经济复苏和资产质量改善的银行也实现较高涨幅。12 月以来，市场在各周的交易特征略有不同：第一周，在 11 月上涨幅度较大的周期行业回调明显；第二周，市场在“好赛道”（新能源、食品饮料）与商品价格高景气的通胀品种（煤炭、钢铁）之间纠结；刚刚过去的一周中，更多的周期行业开始重拾上涨，有色金属超越新能源成为过去一周中涨幅最大行业；这三周的结果总体反映出的是：**市场对周期的预期从一致走向分歧，而目前又在重新凝聚。**

图1：12 月以来，市场交易特征发生改变，开始定价信用收紧，周期股大部分调整，而成长股上涨

指数	上月（11.01-11.30）	本月（12.01-12.18）	第一周（11.01-12.04）	第二周（12.07-12.11）	第三周（12.13-12.18）	指数	上月（11.01-11.30）	本月（12.01-12.18）	第一周（11.01-12.04）	第二周（12.07-12.11）	第三周（12.13-12.18）
沪深300	5.6422	0.8007	2.1302	-3.4799	2.2566	电子	4.0118	-1.9839	2.1773	-2.9067	-1.2007
上证综指	5.1859	0.0926	1.5575	-2.8274	1.4252	电力及公用事业	3.6385	-2.4260	0.2237	-3.5769	0.9677
创业板指	-0.9027	5.6553	3.7596	-1.5767	3.4582	综合	3.4543	-3.0176	0.3199	-2.9285	-0.4105
有色金属	21.8431	1.1516	-0.6634	-4.7775	6.9358	建筑	3.2191	-4.7778	-0.5269	-4.0664	-0.2158
煤炭	16.1191	0.1275	-1.8983	0.1612	1.9007	农林牧渔	2.7455	-1.3937	2.7932	-3.7162	-0.3707
石油石化	14.9456	-2.4595	0.1863	-2.5160	-0.1281	轻工制造	2.4107	-0.5790	2.8111	-4.0031	0.7352
钢铁	11.9492	1.3698	0.2798	-1.2697	2.3869	通信	2.3063	-5.9047	1.0074	-4.8188	-2.1268
银行	8.9709	-4.0877	0.8463	-4.6092	-0.2970	食品饮料	2.1841	11.3774	5.8648	1.2131	3.9463
家电	8.8258	-0.8954	2.3306	-5.1659	2.1230	电力设备及新能源	1.8576	8.2795	0.9333	0.7454	6.4845
汽车	8.6188	-2.1163	-0.7490	-4.4662	3.2330	综合金融	0.9710	-5.7964	1.5136	-5.2014	-2.1094
国防军工	8.4855	-1.7708	1.5557	-3.6259	0.3635	纺织服装	0.6213	-4.4598	0.6915	-2.9555	-2.2262
银行金融	7.9800	-3.6800	1.7190	-6.2258	0.9790	消费者服务	0.1623	4.8814	1.2941	0.4595	3.0678
交通运输	7.4580	-2.9383	1.7749	-5.7244	1.1598	计算机	-0.5956	-1.9040	2.7066	-4.7232	0.2458
房地产	6.1781	-5.7353	-0.7209	-4.7310	-0.3356	商贸零售	-1.0021	-4.6569	0.3403	-4.6921	-0.3024
建材	5.7029	-1.6474	0.5325	-3.5546	1.4374	传媒	-1.4858	-4.4280	2.3508	-6.1897	-0.4620
基础化工	5.6061	0.6699	1.4662	-2.8885	2.1663	医药	-7.2182	7.5637	5.6169	-2.3953	4.3426
机械	4.3346	0.8026	2.5611	-2.6704	0.9820						

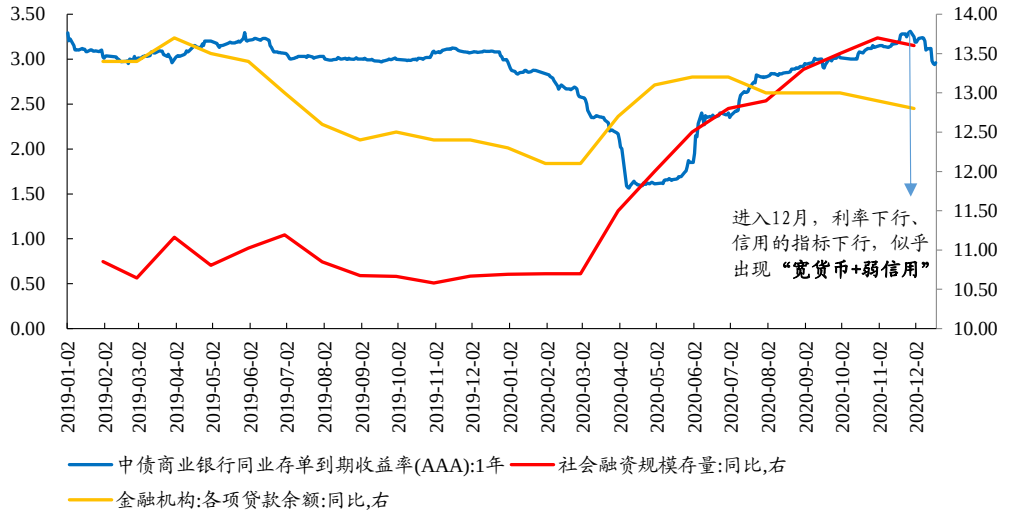
数据来源：Wind、开源证券研究所

对周期的分歧在于投资者对宏观经济状态的演绎，快慢不尽相同：预期抢跑过快的投资者已经在定价经济过热之后的信用收缩。中国经济恢复较好是市场的共识，但投资者对经济究竟是处于“复苏”和趋向“过热”产生了不同的判断，最典型的一种思路就是与 2010 年或 2017 年相比较，认为由于商品价格的上涨速度过快，反应经济已经处于过热的边缘，随后将面临信用的收紧，在 2010 年是调控房地产市场，2017 年是进行金融去杠杆，近期宏观经济数据似乎为这种思路提供了一个佐证：货币政策上，央行继 11 月两度开展 MLF 操作之后，12 月继续实施创历史记录的 9500 亿元 MLF 操作，净投放 3300 亿元，在央行的流动性“呵护”下，商业银行同业存单一年期利率进入 12 月之后持续下行；同时，于 12 月中旬公布的信用指标也出现向下拐点，社会融资规模存量同比确认了 10 月份为年内高点；这两个变化对市场认知而言构成了“宽货币+弱信用”的组合。我们在报告《顺周期确立，PB/ROE 回归》中通过三种组合[1]在不同的货币信用组合阶段进行回测，发现在货币宽松、信用扩张受阻（弱信用）时期，市场往往给予成长性更多估值，因为货币宽松意味着投资者

[1] 构建了 PB-ROE、PEG、PS-CFS（低 PS、高经营性现金流/营业收入）三种选股策略

对于远期有更低的贴现率，而近期资产由于信用较弱，盈利弹性不足，这种对成长性的偏好与 12 月以来市场的交易特征一致。

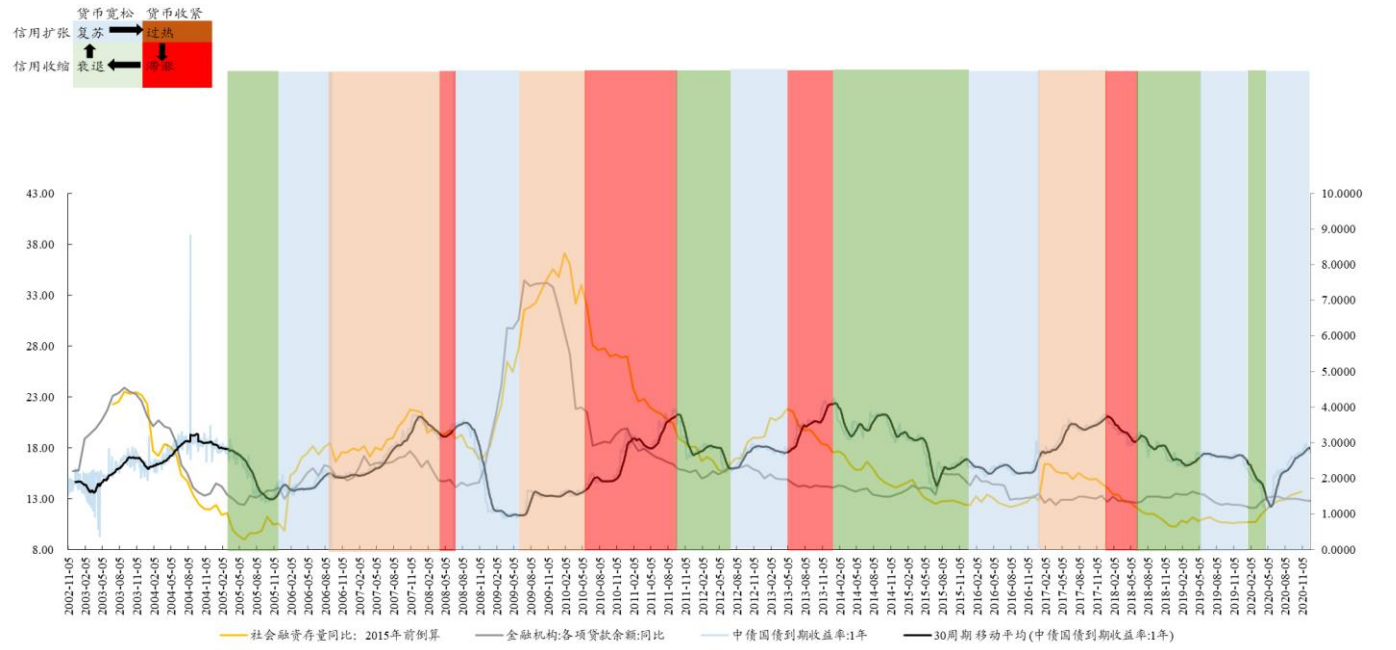
图2：12 月，利率下行与信用指标下行同时出现，加深“宽货币+弱信用”的预期



数据来源：Wind、开源证券研究所

市场的交易已经经历了一轮经济周期的轮动，快于基本面的演绎，但这种对于宏观金融环境从“紧货币+宽信用”迅速过渡到“宽货币+弱信用”的认知并不符合历史规律，甚至不符合政策意图。我们以一年期国债收益率作为货币宽松或收紧的指标，以社会融资规模存量和各项贷款余额的同比增速作为信用扩张与否的指标，来划分货币信用环境的周期，能够发现从 2002 年以来都几乎没有出现过从“紧货币+宽信用”（图中黄色部分）直接到“宽货币+弱信用”（图中绿色部分）的情况，唯一一次比较接近的情形就是 2018 年年初两者之间的“紧货币+紧信用”阶段过渡较快，但也经历了 3 个月的时间。金融环境难以产生上述的这种跳跃式变化的原因在于，紧货币往往是防止过热的手段，而紧信用则是在发生通胀之后不得不采取的措施，当两者双管齐下之后，才会出现经济增长速度放缓、实体经济的贷款成本变高、信用需求减弱的情形，此时决策层开始在“稳增长”和“防通胀”中不断平衡和取舍，“宽货币”和“弱信用”的组合这才可能实现。换言之，在经济尚未出现通胀之前，信用指标的收缩不代表政策意图的收缩，更不代表实体经济信贷需求变弱，而是货币政策回归正常化的必然结果。

图3：2002 年以来都没有出现过从“紧货币+宽信用”直接到“宽货币+弱信用”的情况

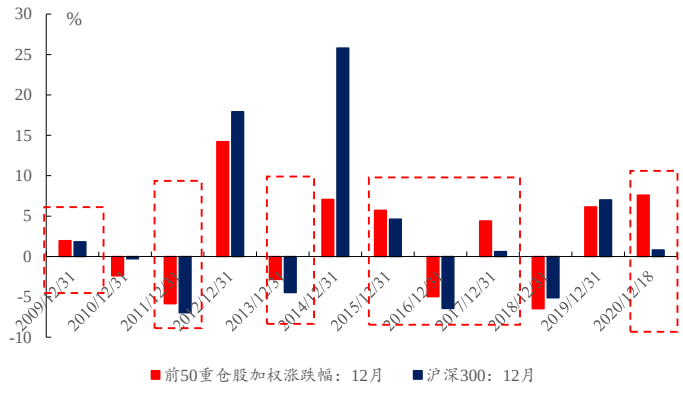


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 交易的诉求：机构投资者在相信“愿意相信”的事情

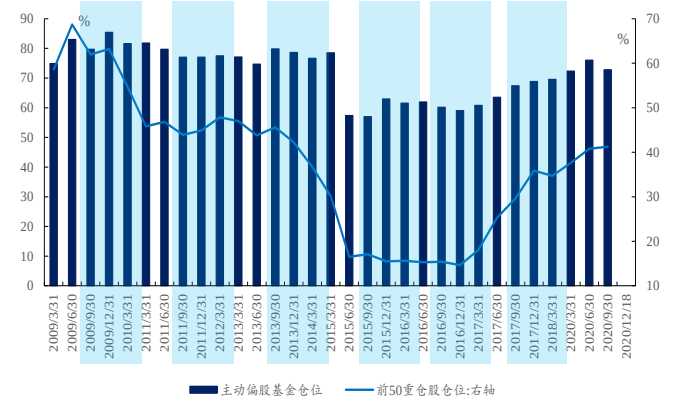
年底业绩考核期，重新抱团重仓股成为一种可选择的交易策略。历史上看，“重新抱团重仓股”似乎是一个胜率不错的选择，我们复盘了 2009 年以来 12 月份的重仓股表现（包括 2020 年 12 月在内），12 个年份中共有 7 次主动偏股基金的前 50 重仓股跑赢 HS300，分别为：2009、2011、2013、2015、2016、2017 以及 2020。对于过去 6 次而言，**Q4 前 50 重仓股的仓位往往会提升**，或者是**新发基金规模边际提升**（或维持相对高位），两个条件至少满足其一。

图4：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5：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

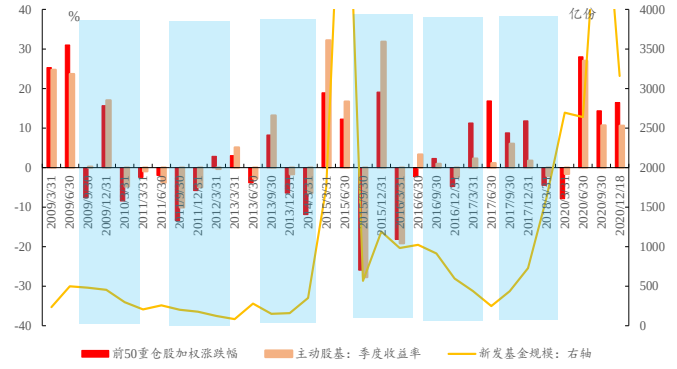


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：为显示清晰，图中仅含 7 次重仓股跑赢的年份和次年 Q1 数据

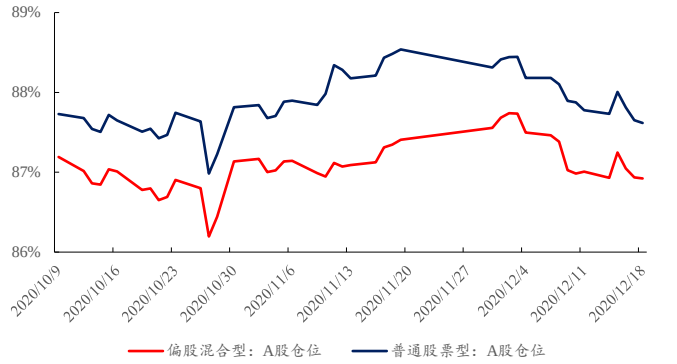
但值得注意的是，“抱团重仓股”也许只能得到“短暂的欢愉”，跨年之后，主动偏股基金整体在接下来的 Q1 表现相对较差，并且“重仓股”也难以再吸引增量资金，而是随整体仓位浮沉。依然以过去 6 个在 Q4 重仓股表现较好的年份为样本来看，在跨年之后的 Q1，重仓股表现大多数时候不及基金整体，6 次之中有 4 次 Q1 的季度收益率低于主动偏股基金。并且，我们发现，前 50 重仓股的表现则与主动偏股基金在接下来的一个季度的仓位变化相关性较大，与新发基金规模关系较弱，例如在 2014 年和 2018 年 Q1 新发基金规模边际提高的情况下，重仓股表现仍然弱于基金整体收益率，同时前 50 重仓股的仓位有所下降，这意味着新发基金带来的增量资金没有再被集中配置到重仓股上。

图6：结合图 5 来看，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



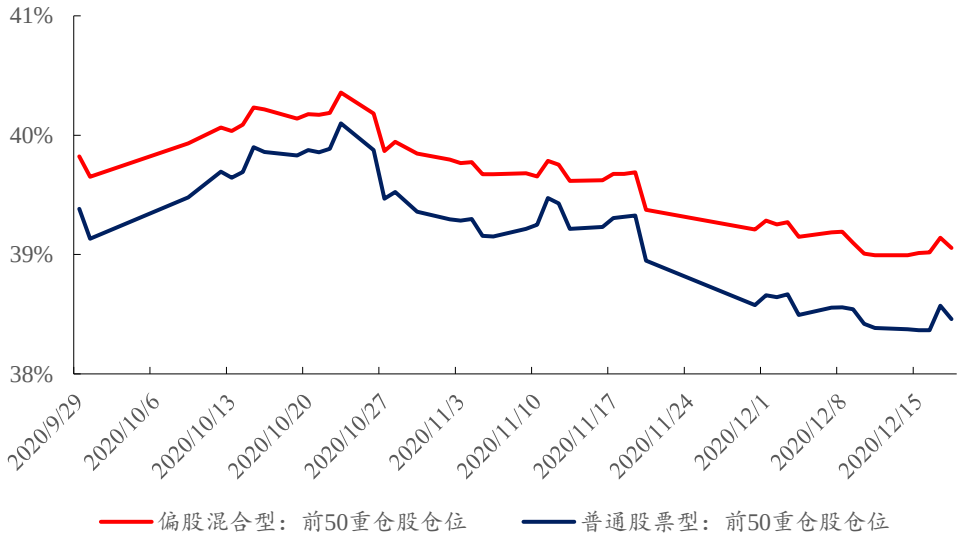
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：基金仓位整体在 11 月中旬达到高点后出现降低



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：重仓股仓位自 10 月下旬达到高点后逐步下降，近期反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

统计上看前期新发基金规模较大更像是近期重仓股表现强于 HS300 的理由，让投资者在宏、微观层面相信“愿意相信的事”。截至 2020 年 12 月 18 日，无论是整体持仓还是前 50 重仓股仓位均相比于 Q3 下降，但发行基金规模维持高位，这意味

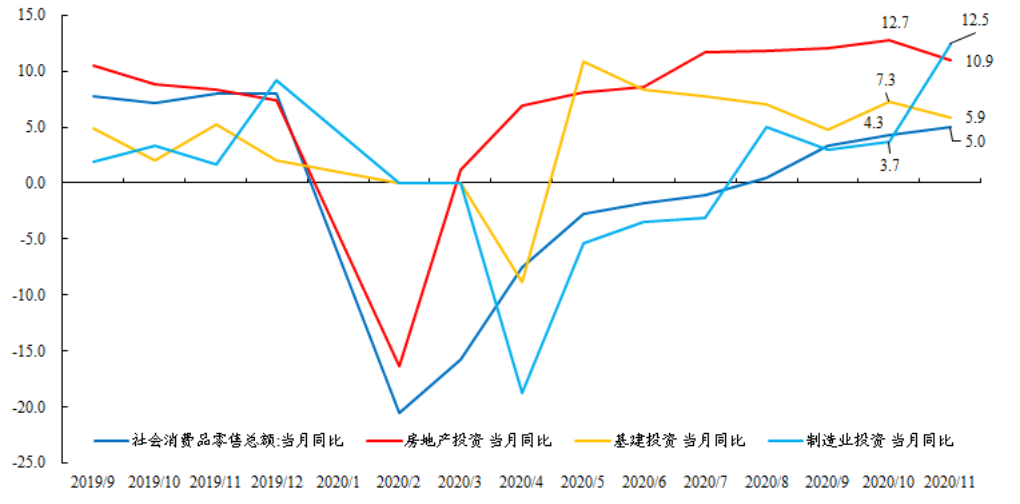
着新发基金更有可能是近期重仓股表现强于 HS300 的理由：在 10 月中旬以来，基金规模总量升，而结构降（整体仓位和前 50 重仓股仓位下降），潜在逻辑可能是由于对于宏观变化的不适应，对于“好而贵”与“便宜”的资产同时难以下手。**而 12 月以来临近年底，投资者更倾向于相信“年底结果有利”的逻辑，因此近期数据测算呈现对重仓股加仓行为。**

3、 自下而上为主导的市场即将感受经济回暖的“水温”

基本面并没有市场想的那么快就陷入过热之后的沼泽，经济动能、通胀情况、宏观政策方面在过去一周都出现了明显向好的信号，其中不乏引起关注的全国性时间，这将帮助一个以自下而上为主的市场感受宏观经济与供需错配的温度。

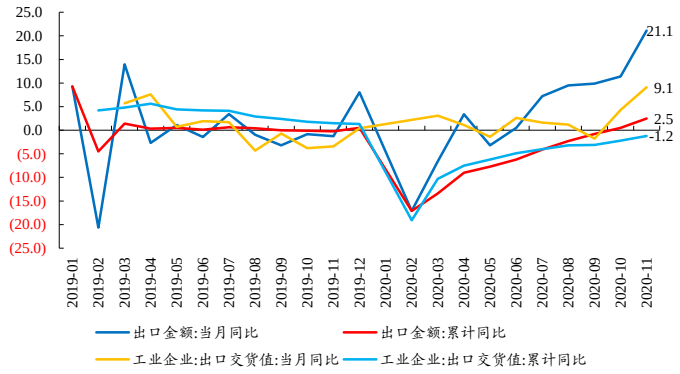
经济层面，在本周（12.14-12.18），固定资产投资数据发布，再次验证了经济修复已从逆周期调控转变为内生动能迸发，且内生动能具有持续性。11 月制造业固定资产投资大幅上行，以累计值折算的当月同比来看，从 10 月的 3.5%上行至 11 月的 12.5%，同期基建和房地产开发投资均有所下滑，基建投资（7.3%→5.9%），房地产开发投资（12.7%→10.9%）。制造业投资高增在出口“小比大好”的情形下，具有较高的持续性，我们发现出口增速自 4 月国内大规模复工复产后就快速反弹，并在至今的时间段中都维持强势，但更关键的信息蕴藏在“整体好于规模以上”中：从 7 月开始出口金额累计同比超越出口交货值累计同比，由于出口金额是整体的出口，而工业企业出口交货值仅包含营收规模在 2000 万以上的企业，“小比大好”的现象反映出口部门进入强复苏阶段，当前制造业的盈利修复已经开始传导至投资的上行，而同时海外企业却在经历破产和产能缩减，这就使疫情下的供需错配从一个“暂时性替代”升级为“长期甚至永久性替代”成为可能。此外，**全国多地区限电则进一步让市场感知到工业生产的强势复苏，这种感知也快速地反映在市场上，本周的最后一个交易日，煤炭行业收涨 5.6%，钢铁行业收涨 2.14%，成为涨幅最高的两个行业。**

图9：11 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



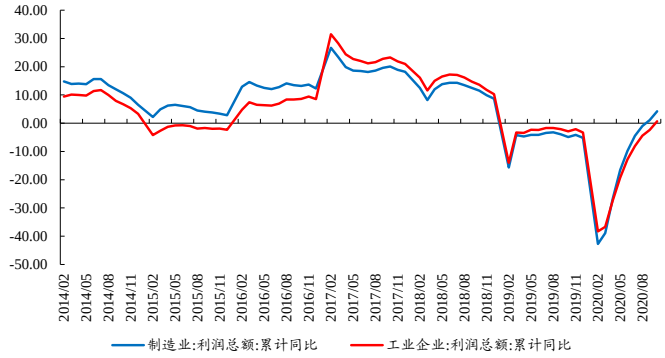
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：7 月以来，整体出口好于规模以上企业出口



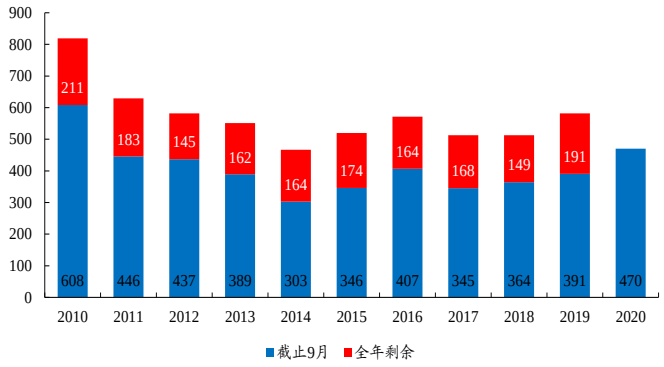
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：制造业利润修复好于工业企业



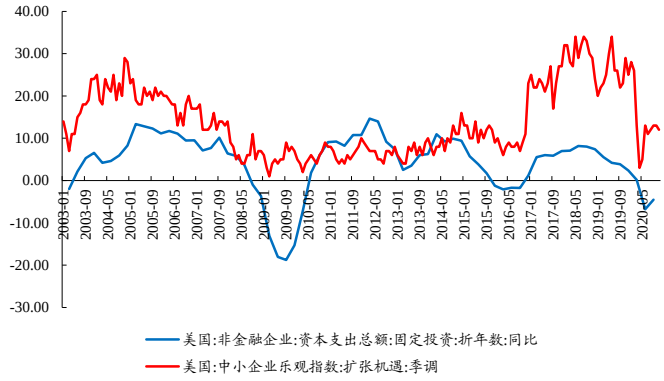
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：截止 9 月，美国破产企业数达到 10 年来最高



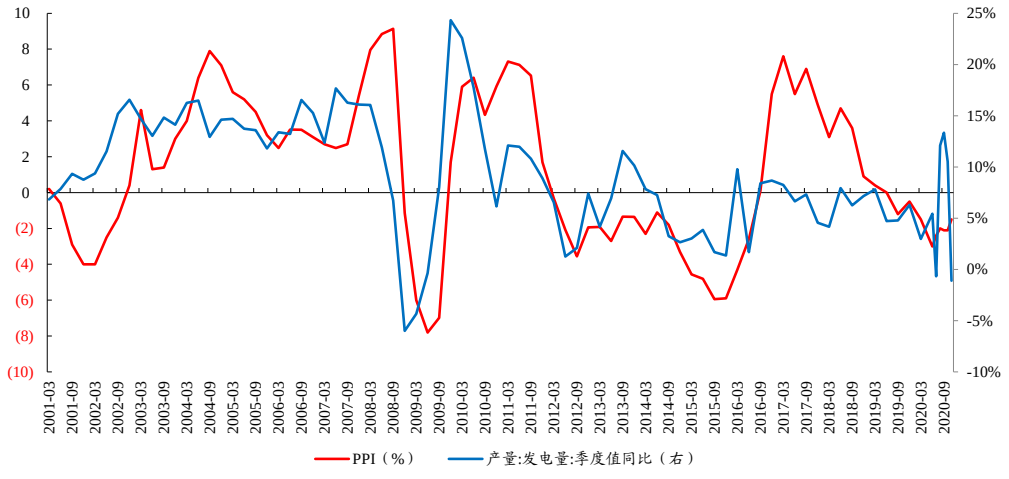
数据来源：S&P、开源证券研究所

图13：美国企业扩张意愿和行为都有限



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：11 月发电量季节性下滑，但全国限电显示供应不足

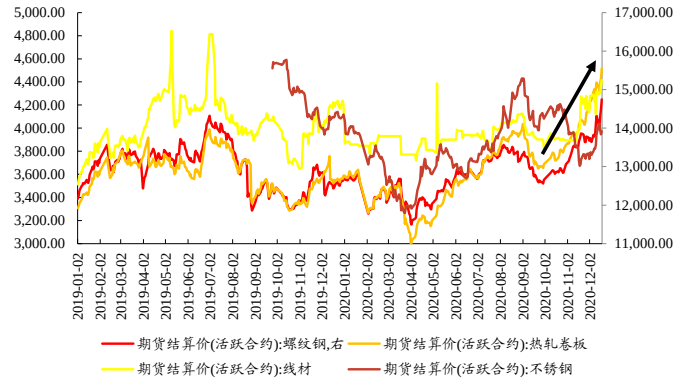


数据来源：Wind、开源证券研究所

通胀层面，市场此前一致认可有色金属的通胀逻辑，但当前通胀出现了更为明

显的信号，那就是在国内房地产和基建投资下行的同时，**与国内需求更加相关的黑色系也出现价格上的全球共振，这意味着全球补库存的动力是超乎此前预期的。**

图15：钢材进入 12 月之后上涨速度更快



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：炼钢原材料自 11 月之后上涨速度加快



数据来源：Wind、开源证券研究所

政策层面，中央经济工作会议表态中显示政策退出是缓慢的，没有预期想象的那么紧，信用仍然是整体宽松的。通稿中写到“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”，相比之前央行提及的货币供应与“潜在增速”相匹配的措辞，由于 2021 年名义经济增速由于基数效应可能会达到 10-11%，而以 2019 年两者匹配的规律来看，意味着社融同比会比市场之前预期的 10%要好。我们在年度策略中也进行过测算，如果不考虑基数效应，政策“完全退出”下，即使内生的信贷需求增长较高，表现在信贷余额增速和社融同比上，也会出现较大程度的下滑，因此我们反复强调不单单以数字的变动来判断“信用是否收缩”，更不应以数字的变动来判断市场的走向。我们认为当前信用指标的下滑，实际上更可比的是面对的环境是信用收缩前期，而信用收缩前期中，市场还有较大的机会，金融和周期往往表现较好。

表1：信用收缩前期 A 股主要指数的表现均要比收缩后期要好

	起始区间	终点区间	万得全 A	沪深 300	创业板指
信贷收缩前期					
阶段 1	2003-08-01	2003-12-01	-7.24%	-4.44%	
阶段 2	2007-10-01	2008-01-01	-3.25%	-4.35%	
阶段 3	2009-09-01	2010-01-01	28.35%	26.34%	
阶段 4	2012-09-01	2013-03-01	17.34%	21.04%	25.23%
阶段 5	2016-12-01	2017-10-01	1.48%	8.44%	-14.48%
阶段 6	2019-03-01	2019-06-01	-0.37%	-1.08%	-3.39%
信贷收缩后期					
阶段 1	2003-12-01	2005-05-01	-24.39%	-18.42%	
阶段 2	2008-01-01	2008-10-01	-56.30%	-57.97%	
阶段 3	2010-01-01	2011-12-01	-20.33%	-27.74%	-14.71%
阶段 4	2013-03-01	2014-10-01	22.01%	-8.32%	78.94%
阶段 5	2016-01-01	2016-07-01	-17.10%	-15.46%	-18.53%
阶段 6	2017-10-01	2018-05-01	-8.84%	-2.08%	-3.29%

数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：从风格的表现来看，在信用收缩前期往往金融/消费/周期表现更好，而在信用收缩后期，金融/消费表现更好

阶段	起始区间	终点区间	金融	周期	消费	成长	稳定
信贷收缩前期							
阶段1	2003-08-01	2003-12-01					
阶段2	2007-10-01	2008-01-01	-4.45%	-6.61%	2.65%	-1.22%	-1.33%
阶段3	2009-09-01	2010-01-01	27.99%	30.97%	37.34%	30.60%	15.77%
阶段4	2012-09-01	2013-03-01	33.59%	15.36%	9.67%	19.01%	16.04%
阶段5	2016-12-01	2017-10-01	5.45%	0.05%	2.74%	-5.23%	-0.62%
阶段6	2019-03-01	2019-06-01	-1.33%	-3.35%	8.21%	-3.20%	-2.41%
信贷收缩后期							
阶段1	2003-12-01	2005-05-01	-3.85%	-12.16%	-7.55%	-19.11%	-5.40%
阶段2	2008-01-01	2008-10-01	-57.65%	-59.14%	-52.57%	-56.63%	-50.17%
阶段3	2010-01-01	2011-12-01	-34.16%	-19.19%	-0.31%	-4.02%	-25.29%
阶段4	2013-03-01	2014-10-01	-4.34%	17.40%	30.37%	62.96%	18.20%
阶段5	2016-01-01	2016-07-01	-13.55%	-16.34%	-15.96%	-19.55%	-24.11%
阶段6	2017-10-01	2018-05-01	-6.37%	-14.38%	0.47%	-11.42%	-14.09%

数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 长夜已明，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，建议投资者布局三条主线：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。**上述板块仍然是年度推荐的重点。

本周，经济动能、通胀、政策均出现了积极信号，预期扭转下应积极调整结构。经济层面内生动能强劲，从全球大宗商品价格来看，全球补库的动力超乎此前预期，同时，政策层面“踩刹车”的动作没有市场此前想象的那么迅速和猛烈，因此，三大预期同时发生了向上修正的信号，市场有望走出分歧，形成对经济修复持续性的共识，而交易层面的诉求将逐渐退去主要地位，重新为修正后的经济基本面逻辑服务。我们认为当下周期行业已经出现了基本面持续向上的信号，而这种信号在本周五的市场层面已经得到了认知，接下来应当沿着这一思路配置三条主线：（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

通胀超预期上行，货币政策超预期收紧

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。

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