2020 年 12 月 19 日

政策“退潮”已定，前路指向“转型”

——宏观经济点评

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

● **“政策退潮”方向已定，“科学精准”实施宏观政策、兼顾托底性和针对性**

中央经济工作会议提出，“积极的财政政策要提质增效、更可持续”，“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度”，表述较 7 月政治局会议的“更加积极有为”、“更加灵活适度”出现明显调整，**政策“退潮”的大方向已经明确。其中，财政“更可持续”，或指向政府债扩张的可持续问题；货币较前期未释放进一步收紧信号。**

会议要求“科学精准”实施宏观政策，保持“必要支持力度”、“不急转弯”等，兼顾托底性和针对性，体现“稳中求进”的工作总基调。伴随经济回暖、政策退潮，政策重心向“调结构”偏移，宏观政策为“调结构”创造平稳的经济环境，反映“稳”的一面；同时，财政要“促进科技创新、加快经济结构调整”，货币要加大对“科技创新”的金融支持等表述，**表明科技、转型才是“进”的方向。**

● **“前路”明确指向经济转型，“科技基础+产业体系”框架下，加快培育新动能**

加快“新经济”培育和新旧动能转换，是当前经济工作的核心重点任务。会议的前两大重点任务便是“强化国家战略科技力量”、“增强产业链供应链自主可控能力”，前者强调科技基础的发展，后者侧重产业体系的构建。相较以往单纯的产业政策，如今更注重“科技基础+产业体系”框架、为新动能的发展提供支撑。

政策加大新动能的支持，投资方向也相应具有明显结构性。会议明确提出“要大力发展数字经济，加大新型基础设施投资力度”，“要扩大制造业设备更新和技术改造投资”。**数字经济（大数据、云计算等）、新型基建（5G、人工智能等）、技术改造（信息化、自动化等）等相关投资，或是政策进一步加大支持的方向。**

● **“扩内需”淡化直接刺激，通过民生保障、基础建设等方式，激发消费潜力**

在“双循环”格局下，扩大内需是战略基点。除了以“经济新动能”为代表的“有效投资”以外，“居民消费”也是需求侧管理的重要内涵。会议提出，扩大消费的根本，在于“促进就业，完善社保，优化收入分配结构，扩大中等收入群体，扎实推进共同富裕”，均指向民生。一定程度上，保民生就是保消费、保内需。

会议要求，“以改善民生为导向扩大消费和有效投资”。和以往通过财政投放来刺激消费不同，政策更加注重激发消费内生动能，比如通过取消“行政性限制”、“建设现代物流体系”、解决“住房突出问题”等，释放消费潜力。**在投资层面，乡村建设、老旧小区改造、新型城镇化等基础建设，都是改善民生的重要领域。**

● **2021 年、“信用收缩”之年，经济从“错位”到“收敛”，结构分化进一步加大**

观点重申：2021 年，政策“退潮”过程中，从“加”杠杆到“稳”杠杆，将带来一定的信用“收缩”。疫情影响下，国内外经济修复本身存在“错位”，政策“退潮”的时间点、意愿和力度也存在明显差异，会使得内需和外需形成鲜明对比。在周期性复苏、前期政策刺激下，外需会非常强；国内“信用收缩”冲击下，代表转型方向的新兴产业、传统行业中完成出清过程的行业龙头，受影响较小。

● **风险提示：**宏观经济或监管政策出现超预期变化。

相关研究报告

《宏观经济点评-“需求侧”的结构转换》-2020.12.15

《宏观经济点评-财政延续积极，民生仍是发力重点》-2020.12.15

《宏观经济专题-信用“收缩”年，再融资压力的结构分化》-2020.12.13

目　录

1、 政策“退潮”已定，前路指向“转型”.....3
2、 中央经济工作会议对比.....4
3、 风险提示.....7

图表目录

表 1： 中央经济工作会议定调政策“退潮”，前路明确指向“经济转型”.....4

1、 政策“退潮”已定，前路指向“转型”

政策“退潮”方向已定，“科学精准”实施宏观政策、兼顾托底性和针对性。

中央经济工作会议提出，“积极的财政政策要提质增效、更可持续”，“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度”，表述较 7 月政治局会议的“更加积极有为”、“更加灵活适度”出现明显调整，**政策“退潮”的大方向已经明确。其中，财政“更可持续”，或指向政府债扩张的可持续问题；货币较前期未释放进一步收紧信号。**

会议要求“科学精准”实施宏观政策，保持“必要支持力度”、“不急转弯”等，兼顾托底性和针对性，体现“稳中求进”的工作总基调。伴随经济回暖、政策退潮，政策重心向“调结构”偏移，宏观政策为“调结构”创造平稳的经济环境，反映“稳”的一面；同时，财政要“促进科技创新、加快经济结构调整”，货币要加大对“科技创新”的金融支持等表述，**表明科技、转型才是“进”的方向。**

“前路”明确指向经济转型，“科技基础+产业体系”框架下，加快培育新动能。

加快“新经济”培育和新旧动能转换，是当前经济工作的核心重点任务。会议的前两大重点任务便是“强化国家战略科技力量”、“增强产业链供应链自主可控能力”，前者强调科技基础的发展，后者侧重产业体系的构建。相较以往单纯的产业政策，如今更注重“科技基础+产业体系”框架、为新动能的发展提供支撑。

政策加大新动能的支持，投资方向也相应具有明显结构性。会议明确提出“要大力发展数字经济，加大新型基础设施投资力度”，“要扩大制造业设备更新和技术改造投资”。**数字经济（大数据、云计算等）、新型基建（5G、人工智能等）、技术改造（信息化、自动化等）等相关投资，或是政策进一步加大支持的方向。**

“扩内需”淡化直接刺激，通过民生保障、基础建设等方式，激发消费潜力。

在“双循环”格局下，扩大内需是战略基点。除了以“经济新动能”为代表的“有效投资”以外，“居民消费”也是需求侧管理的重要内涵。会议提出，扩大消费的根本，在于“促进就业，完善社保，优化收入分配结构，扩大中等收入群体，扎实推进共同富裕”，均指向民生。一定程度上，保民生就是保消费、保内需。

会议要求，“以改善民生为导向扩大消费和有效投资”。和以往通过财政投放来刺激消费不同，政策更加注重激发消费内生动能，比如通过取消“行政性限制”、“建设现代物流体系”、解决“住房突出问题”等，释放消费潜力。**在投资层面，乡村建设、老旧小区改造、新型城镇化等基础建设，都是改善民生的重要领域。**

2021 年、“信用收缩”之年，经济从“错位”到“收敛”，结构分化进一步加大。

观点重申：2021 年，政策“退潮”过程中，从“加”杠杆到“稳”杠杆，将带来一定的信用“收缩”。疫情影响下，国内外经济修复本身存在“错位”，政策“退潮”的时间点、意愿和力度也存在明显差异，会使得内需和外需形成鲜明对比。在

周期性复苏、前期政策刺激下，外需会非常强；国内“信用收缩”冲击下，代表转型方向的新兴产业、传统行业中完成出清过程的行业龙头，受影响较小。

2、 中央经济工作会议对比

表1：中央经济工作会议定调政策“退潮”，前路明确指向“经济转型”

	2019 年 12 月会议	2020 年 12 月会议
经济回顾	面对国内外风险挑战明显上升的复杂局面……**三大攻坚战取得关键进展**，精准脱贫成效显著，金融风险有效防控，生态环境质量总体改善，改革开放迈出重要步伐，供给侧结构性改革继续深化，**科技创新取得新突破**……“十三五”规划主要指标进度符合预期，全面建成小康社会取得新的重大进展。	今年是新中国历史上极不平凡的一年……我国成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体，**三大攻坚战取得决定性成就**，科技创新取得重大进展，改革开放实现重要突破，民生得到有力保障……今年是“十三五”规划收官之年。经过 5 年持续奋斗，我国经济社会发展取得新的历史性成就，“十三五”规划主要目标任务即将完成。
经验总结	**必须科学稳健把握宏观政策逆周期调节力度**，增强微观主体活力，把供给侧结构性改革主线贯穿于宏观调控全过程；必须从系统论出发优化经济治理方式，**加强全局观念，在多重目标中寻求动态平衡**；必须善于通过改革破除发展面临的体制机制障碍，激活蛰伏的发展潜能，让各类市场主体在科技创新和国内国际市场竞争的第一线奋勇拼搏；必须强化风险意识，**牢牢守住不发生系统性风险的底线**。	在统筹国内国际两个大局、统筹疫情防控和经济社会发展的实践中，我们深化了对在严峻挑战下做好经济工作的规律性认识：……**科技自立自强是促进发展大局的根本支撑**，只要秉持科学精神、把握科学规律、大力推动自主创新，就一定能够把国家发展建立在更加安全、更为可靠的基础之上。
形势判断	在充分肯定成绩的同时，**必须清醒认识到，我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期**，结构性、体制性、周期性问题相互交织，**“三期叠加”影响持续深化，经济下行压力加大**。当前世界经济增长持续放缓，仍处在国际金融危机后的深度调整期，世界大变局加速演变的特征更趋明显，全球动荡源和风险点显著增多。我们要做好工作预案。	在肯定成绩的同时，必须清醒看到，疫情变化和外部环境存在诸多不确定性，**我国经济恢复基础尚不牢固**。明年世界经济形势仍然复杂严峻，复苏不稳定不平衡，疫情冲击导致的各类衍生风险不容忽视。要增强忧患意识，坚定必胜信心，推动经济持续恢复和高质量发展。**要办好自己的事，坚持底线思维，提高风险预见预判能力，严密防范各种风险挑战**。要继续高举多边主义旗帜，积极参与全球治理改革完善，推动构建人类命运共同体。
工作思路	紧扣全面建成小康社会目标任务，坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持以改革开放为动力，推动高质量发展，**坚决打赢三大攻坚战，全面做好“六稳”工作**，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、**保稳定，保持经济运行在合理区间，确保全面建成小康社会和“十三五”规划圆满收官**，得到人民认可、经得起历史检验。	坚持稳中求进工作总基调，立足新发展阶段，贯彻新发展理念，构建新发展格局，以推动高质量发展为主题，以深化供给侧结构性改革为主线，以改革创新为根本动力，以满足人民日益增长的美好生活需要为根本目的……**扎实做好“六稳”工作、全面落实“六保”任务，科学精准实施宏观政策，努力保持经济运行在合理区间**，坚持扩大内需战略，强化科技战略支撑，扩大高水平对外开放，**确保“十四五”开好局，以优异成绩庆祝建党 100 周年**。
政策基调	实现明年预期目标，**要坚持稳字当头**，坚持宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底的政策框架，提高宏观调控的前瞻性、针对性、有效性。要积极进取，坚持问题导向、目标导向、结果导向，在深化供给侧结构性改革上持续用力，**确保经济实现量的合理增长和质的稳步提升**。要继续抓重点、补短板、强弱项，确保全面建成小康社会。	明年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，**保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效**。要用好宝贵时间窗口，集中精力推进改革创新，以高质量发展为“十四五”开好局。

	2019 年 12 月会议	2020 年 12 月会议
财政政策	**积极的财政政策**要大力提质增效，**更加注重结构调整**，坚决压缩一般性支出，**做好重点领域保障**，支持基层保工资、保运转、保基本民生。	**积极的财政政策要提质增效、更可持续，保持适度支出强度**，增强国家重大战略任务财力保障，**在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为，抓实化解地方政府隐性债务风险工作，**党政机关要坚持过紧日子。
货币政策	稳健的货币政策要**灵活适度**，保持流动性**合理充裕**，货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应，降低社会融资成本。**要深化金融供给侧结构性改革**，疏通货币政策传导机制，**增加制造业中长期融资**，更好缓解民营和中小微企业融资难融资贵问题。	稳健的货币政策要**灵活精准、合理适度，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，保持宏观杠杆率基本稳定**，处理好恢复经济和防范风险关系，多渠道补充银行资本金，完善债券市场法制，加大对科技创新、小微企业、绿色发展的金融支持，深化利率汇率市场化改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
扩大内需	财政政策、货币政策要同消费、投资、就业、产业、区域等政策形成合力，**引导资金投向供需共同受益、具有乘数效应的先进制造、民生建设、基础设施短板等领域，促进产业和消费“双升级”**。要充分挖掘超大规模市场优势，发挥消费的基础作用和投资的关键作用。	坚持扩大内需这个战略基点。……**扩大消费最根本的是促进就业，完善社保，优化收入分配结构，扩大中等收入群体，扎实推进共同富裕。**要把扩大消费同改善人民生活品质结合起来。有序取消一些行政性限制消费购买的规定，充分挖掘县乡消费潜力。要完善职业技术教育体系，实现更加充分更高质量就业。要合理增加公共消费，提高教育、医疗、养老、育幼等公共服务支出效率。 要增强投资增长后劲，继续发挥关键作用。要发挥中央预算内投资在外溢性强、社会效益高领域的引导和撬动作用。激发全社会投资活力。**要大力发展数字经济，加大新型基础设施投资力度**。要扩大制造业设备更新和技术改造投资。要**实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系**。要加强统一规划和宏观指导，统筹好产业布局，**避免新兴产业重复建设**。
高质量发展	紧紧扭住新发展理念推动发展，把注意力集中到解决各种不平衡不充分的问题上。**要把坚持贯彻新发展理念作为检验各级领导干部的一个重要尺度**。 **以创新驱动和改革开放为两个轮子**，全面提高经济整体竞争力，加快现代化经济体系建设。要深化科技体制改革，加快科技成果转化应用，加快提升企业技术创新能力。 **要支持战略性产业发展**，支持加大设备更新和技改投入，推进传统制造业优化升级。要落实减税降费政策，降低企业用电、用气、物流等成本，**有序推进“僵尸企业”处置**。要健全体制机制，打造一批有国际竞争力的**先进制造业集群**，提升产业基础能力和产业链现代化水平。要大力发展**数字经济**。	加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，**要紧紧扭住供给侧结构性改革这条主线，注重需求侧管理，**打通堵点，补齐短板，贯通生产、分配、流通、消费各环节，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡，提升国民经济体系整体效能。要更加注重以**深化改革开放**增强发展内生动力，在一些关键点上发力见效，起到牵一发而动全身的效果。 要充分发挥国家作为重大科技创新组织者的作用，坚持战略性需求导向，确定科技创新方向和重点，着力解决制约国家发展和安全的重大难题……
产业链培育	要健全体制机制，打造一批有国际竞争力的先进制造业集群，提升产业基础能力和产业链现代化水平。	**增强产业链供应链自主可控能力**。产业链供应链安全稳定是构建新发展格局的基础。要统筹推进补齐短板和锻造长板，针对产业薄弱环节，实施好关键核心技术攻关工程，**尽快解决一批“卡脖子”问题**，在产业优势领域精耕细作，搞出更多独门绝技。要实施好产业基础再造工程，打牢基础零部件、基础工艺、关键基础材料等基础。要加强顶层设计、应用牵引、整机带动，强化共性技术供给，深入实施质量提升行动。

	2019 年 12 月会议	2020 年 12 月会议
社会民生	**要稳定就业总量**，改善就业结构，提升就业质量，突出抓好重点群体就业工作，**确保零就业家庭动态清零**。 民生特别是困难群众基本生活得到有效保障和改善。要发挥政府作用保基本，注重普惠性、基础性、兜底性，做好关键时点、困难人群的基本生活保障。要稳定就业总量，改善就业结构，提升就业质量，突出抓好重点群体就业工作，确保零就业家庭动态清零。要加快补齐民生短板，有效解决进城务工人员子女上学难问题。要兜住基本生活底线，确保养老金按时足额发放，加快推进养老保险全国统筹。……	要充分挖掘国内市场潜力，**以改善民生为导向扩大消费和有效投资**，完善支持社会资本参与的机制和政策，**更加注重民生基础设施补短板，推动新型城镇化和区域协调发展**。要全面推进乡村振兴，抓好农业生产，推进农村改革和乡村建设。要深化重点领域和关键环节改革，推进“放管服”改革，不断优化营商环境。要加强污染防治，不断改善生态环境质量。要做好基本民生保障工作，促进重点群体多渠道就业，持续改善人民生活。
房地产政策	要加大城市困难群众住房保障工作，加强城市更新和存量住房改造提升，做好城镇老旧小区改造，大力发展租赁住房。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实因城施策，**稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制，**促进房地产市场平稳健康发展。	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因地制宜、多策并举，促进房地产市场平稳健康发展。**要高度重视保障性租赁住房建设，加快完善长租房政策**，逐步使租购住房在享受公共服务上具有同等权利，规范发展长租房市场。**土地供应要向租赁住房建设倾斜，单列租赁住房用地计划**，探索利用集体建设用地和企事业单位自有闲置土地建设租赁住房，国有和民营企业都要发挥功能作用。要降低租赁住房税费负担，整顿租赁市场秩序，规范市场行为，对租金水平进行合理调控。
改革开放	要加快国资国企改革，推动国有资本布局优化调整。要完善产权制度和要素市场化配置，健全支持民营经济发展的法治环境，完善中小企业发展的政策体系。要改革土地计划管理方式，深化财税体制改革。**要加快金融体制改革，完善资本市场基础制度，提高上市公司质量，健全退出机制，稳步推进创业板和新三板改革**，……	要深入实施国企改革三年行动，优化民营经济发展环境，健全现代企业制度，完善公司治理，激发各类市场主体活力。要放宽市场准入，促进公平竞争，保护知识产权，建设统一大市场，营造市场化、法治化、国际化营商环境。要健全金融机构治理，**促进资本市场健康发展，提高上市公司质量，打击各种逃废债行为**。 **要积极考虑加入全面与进步跨太平洋伙伴关系协定。**
反垄断等	——	强化反垄断和防止资本无序扩张。反垄断、反不正当竞争，是完善社会主义市场经济体制、推动高质量发展的内在要求。国家支持平台企业创新发展、增强国际竞争力，支持公有制经济和非公有制经济共同发展，**同时要依法规范发展，健全数字规则。**要完善平台企业垄断认定、数据收集使用管理、消费者权益保护等方面的法律规范。要加强规制，提升监管能力，坚决反对垄断和不正当竞争行为。**金融创新必须在审慎监管的前提下进行。**
重点任务	1、坚定不移贯彻新发展理念。 2、坚决打好三大攻坚战。 3、确保民生特别是困难群众基本生活得到有效保障和改善。 4、继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。 5、着力推动高质量发展。 6、深化经济体制改革。	1、强化国家战略科技力量。 2、增强产业链供应链自主可控能力。 3、坚持扩大内需这个战略基点。 4、全面推进改革开放。 5、解决好种子和耕地问题。 6、强化反垄断和防止资本无序扩张。 7、解决好大城市住房突出问题。 8、做好碳达峰、碳中和工作。

资料来源：新华网、开源证券研究所

3、 风险提示

宏观经济或监管政策出现超预期变化。

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。

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