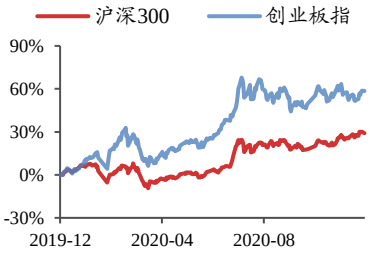
2020 年 12 月 08 日

开源晨会 1208

——晨会纪要

市场快报

沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
休闲服务	3.26
农林牧渔	1.47
电气设备	1.17
食品饮料	0.74
机械设备	0.14

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
银行	-2.25
非银金融	-1.82
采掘	-1.49
房地产	-1.49
交通运输	-1.26

数据来源：贝格数据

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

观点精粹

总量视角

【策略】红旗半卷：走向“新共识”——2021 年年度策略-20201207

展望 2021，以 ROE 衡量的当期业绩弹性将重回市场定价的核心。未来一年机构投资者倾向于维持整体组合 ROE 不变同时降低组合的估值水平。在信用收缩前期与经济周期相关板块表现优异，不可在当下退缩。全球经济供需错配将贯穿 2021 年，中国制造业经历了 10 年供给调整和产业升级后将迎来历史性机遇时刻。推荐：第一，银行、保险、房地产；第二，工业机械，电子（覆铜板、照明、功率半导体、面板），电气设备（仪器仪表），化工（大炼化、钛白粉、氟制冷剂），集运，家电，家居；第三，铝、铜、硅、化纤、涂料、氟制冷剂以及油服。

【固定收益】信用债发行量大幅减少，净融资额大幅上升——固收定期策略-20201207

上周（2020.11.30-2020.12.6）发行量大幅减少，净融资额大幅上升。推迟或取消发行债券规模大幅减少。2 家主体评级下调，1 家主体评级上调 。

行业公司

【计算机】积极变化正在发生，拥抱科技创新浪潮——行业投资策略-20201207

重点把握两大科技趋势：其一为 5G 建设进程加速，产业应用不断丰富。其二为国产化全面提速。

【房地产】格局愈发稳固，毛利率迎来触底，行随事迁——格局愈发稳固，毛利率迎来触底，行随事迁-20201207

展望 2021 年，预计行业整体格局以稳为主；总量数据会维持稳定，政策会不断微调烫平周期。房企逆周期拿地难度加大，而高效运营、产品优势将更加重要。建议重点关注地产板块机会，维持行业看好评级。重点推荐金地集团、保利地产、新城控股、金科股份、中南建设、旭辉控股集团、建发国际集团、金地商置。

【石油化工】油价复苏主旋律，石化掘金正当时——石化行业 2021 年度策略报告-20201207

2021 年油价复苏主旋律，布局政策支持、成本优势、规模增长型标的。

【钢铁】黎明远航，聚焦成长类周期投资机会——行业投资策略-20201207

2021 年钢铁行业盈利大概率仍然呈现震荡回落状态，考虑到上半年产能置换规模较大，且多数集中在建材领域，我们认为后期螺纹钢盈利下行压力将更为明显。钢铁股更多寻找阶段性的修复机会，届时可关注板材类企业投资机会。

研报摘要

总量研究

【策略】红旗半卷：走向“新共识”——2021 年年度策略-20201207

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001 | 梅锴（联系人）证书编号：S0790120070044 | 王况炜（联系人）证书编号：S0790120040033 | 方智勇（联系人）证书编号：S0790120040049

2021 的命题：市场回报向 ROE 回归，寻找新核心资产

无论是高增长企业还是低增长企业，净资产回报率应该成为股东长期回报来源。历史上 A 股长期年化收益率与年化 ROE 呈现匹配关系。以年为刻度，Wind 全 A 收益率跑赢 ROE 超过 2 年后都会面临“还账时刻”：即未来 1 年以上收益率将跑输 ROE。2019-2020 年万得全 A 股票回报将大幅跑赢 ROE，如果投资者无法对 2021 年流动性和政策环境给出强于当下的假设，那需要承认估值将是负贡献。过去 2 年市场对于成长性给出了充足的溢价，这也透支了短期收益的空间。展望 2021，以 ROE 衡量的当期业绩弹性将重回市场定价核心。预计未来一年机构投资者倾向于维持整体组合 ROE 不变同时降低组合估值水平，宏观环境变化为机构投资者进行更广维度的价值发现提供了基础，“新核心资产”将浮出水面。

“信用收缩”前期：延续顺周期思维，积极做多

当前市场对于信用收缩的担忧更多地集中于基数效应和政策退出，但复盘历次信用收缩的特征：在政策退出导致信用数据回落属于信用收缩前期，经济往往出现过热，此时股票的回报大概率为正且弹性较大，与经济周期相关板块表现优异。真正的“信用收缩”导致市场下跌往往出现在经济出现过热或通胀后的信用收缩后期。历史上看，信用数据回落到真正信用紧缩导致市场下跌之前，市场通常上行且最长持续三个季度以上。当下通胀尚处在“预期”阶段，我们建议投资者以考虑了政策退出与基数效应后的社融与信贷增速为指标判定真正信用收缩。当下与经济周期相关资产风险补偿充足，投资者不应过早顾虑而错失丰厚回报。

全球疫情后时代开启：复苏中的产业格局重塑

全球经济恢复中的供需错配将贯穿 2021 年，中国制造业经历了 10 年的供给调整和产业升级后，将迎来历史性机遇。从供给格局改善的视角来看，有两类行业正在走出：行业在长期需求下行中实现了自发出清：纺织制造、皮革制造、运输设备、仪器仪表；行业有政策壁垒，稳固了格局，龙头通过资本开支构建壁垒优势并实现对内替代和对外突围：民营大炼化、有色金属。需求端看，海外生产补库存与美国地产后周期共同构成了确定性的需求来源，未来机遇将广泛出现于工业机械、电子产品、建筑材料、卫浴电工、照明、家电以及家具等行业中，而其对应的原材料和中间品：铝、铜、硅、化纤、涂料、氟制冷剂值得重点把握。

“新共识”开启，沪深 300 领衔市场

预测上证综指/沪深 300/创业板指在 2021 年的收益率区间为[4.27%, 5.52%] ，[8.21%，10.00%]，[-1.39%, 9.67%]。市场将走向“新共识”，投资者可布局三条主线：第一，价值重估组合（银行、保险、房地产）；第二，出口制造业供需突围：工业机械，电子（覆铜板、照明、功率半导体、面板），电气设备（仪器仪表），化工（大炼化、钛白粉），集运，家电，家居；第三，通胀交易把握原材料和中间品：铝、铜、硅、大宗类化工品以及油服。

风险提示：国内经济下行超预期；货币超预期宽松；海外经济复苏不及预期

【固定收益】信用债发行量大幅减少，净融资额大幅上升——固收定期策略-20201207

杨为敦（分析师）证书编号：S0790520050002 | 梁岩涛（分析师）证书编号：S0790520070003

一级市场：净融资额大幅上升

1、上周（2020.11.30-2020.12.6）发行量大幅减少，净融资额大幅上升。信用债发行量达到 1713.17 亿元（环比减少 29.98%），净融资量达到 565.74 亿元（环比增加了 927.64 亿元）。细分来看，中期票据发行了 163.7 亿元，短期融资券发行了 465.5 亿元，公司债发行了 358.61 亿元，企业债发行了 30.3 亿元，定向工具发行了 67.55 亿元。

2、推迟或取消发行债券规模大幅减少。上周（2020.11.30-2020.12.6）有 64 只债券推迟或取消发行，计划发行金额为 225.4 亿元，规模上相较前一周 356.6 亿大幅减少。

二级市场：信用债成交量缩量，收益率整体下行

1、成交量下降。上周（2020.11.30-2020.12.6）信用债二级成交量 6718.73 亿元，环比下降 7.31%。企业债上周成交 213.83 亿元（环比下降 30.73%），公司债上周成交 144.14 亿元（环比上升 7.97%），中期票据上周成交 2365.71 亿元（环比下降 14.15%），短期融资券上周成交 1816.45 亿元（环比上升 1.8%），定向工具上周成交 371.3 亿元（环比下降 22.24%），资产支持债券上周成交 143.1 亿元（环比下降 14.13%），可转债上周成交 2002.06 亿元（环比下降 3.38%），可交换债上周成交 33.45 亿元（环比上升 20.67%）。

2、产能过剩行业信用利差小幅收窄，上游原材料价格涨跌互现。

截至 2020 年 12 月 3 日，采掘、钢铁、有色金属行业信用利差（中位数）分别为 106.5bp、138.87bp、84.76bp。主要城市螺纹钢、线材、热卷板螺纹钢库存环比减少 5.31%、7.81%、6.67%。

评级调整：2 家主体评级下调，1 家主体评级上调

上周（2020.11.30-2020.12.6）2 家主体评级下调，1 家主体评级上调。

债市要闻：首批跨市场债券——ETF 上报，或打通交易所和银行间市场

12 月 4 日，共 4 家基金公司——博时中债 5-10 年国开行债券 ETF、广发中债 7-10 年国开行债券 ETF、汇添富中证 5 年恒定久期政策性金融债 ETF、华富中证 5 年恒定久期国开债 ETF，集体上报了债券 ETF，这是业内首次上报联通银行间和交易所两个市场的跨市场债券 ETF 产品。自 2019 年 6 月证监会、央行联合发布《关于做好开放式债券指数证券投资基金创新试点工作的通知》以来，这是跨市场债券 ETF 产品取得的一次重要进展。

风险提示：经济复苏低于预期，政策支持力度不及预期。

行业公司

【计算机】积极变化正在发生，拥抱科技创新浪潮——行业投资策略-20201207

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 |刘逍遥（分析师）证书编号：S0790520090001

建议紧跟产业趋势，把握高景气赛道。网络安全：推荐深信服、安恒信息、奇安信、绿盟科技、美亚柏科、启明星辰、迪普科技；其他受益标的包括天融信、拓尔思、中新赛克。云计算：推荐金山办公、用友网络、广联达；其他受益标的包括浪潮信息、致远互联、新开普、泛微网络、福昕软件、石基信息。工业软件：推荐中控技术、鼎捷软件、宝信软件；其他受益标的包括中望软件（拟上市）、赛意信息等。信创行业：推荐中科曙光、金山办公、华宇软件、超图软件；其他受益标的包括中孚信息、神州数码、中国长城、中国软件、诚迈科技、北信源等。智能网联汽车：受益标的包括中科创达、德赛西威、千方科技、道通科技。金融 IT：受益标的包括恒生电子、长亮科技、宇信科技、神州信息、同花顺。医疗 IT：推荐卫宁健康、创业慧康、久远银海，其他受益标的包括思创医惠、万达信息。

风险提示：上游行业 IT 支出不及预期；疫情影响全年业绩；人才流失风险。

【房地产】格局愈发稳固，毛利率迎来触底，行随事迁——行业投资策略-20201207

齐东（分析师）证书编号：S0790520060001 | 陈鹏（分析师）证书编号：S0790520100001

预计 2021 行业以稳为主，维持看好评级

展望 2021 年，预计行业整体格局以稳为主；总量数据会维持稳定，政策会不断微调烫平周期。房企逆周期拿地难度加大，而高效运营、产品优势将更加重要。我们认为未来地产股的估值会拉开差距，我们看好那些“资产质量高、融资成本低、持续收入高”的标的，符合上述特征的标的我们相信其估值将被市场重估。地产仍是当前财政和投资的重要托底工具，政策将会处于当前“房住不炒+因城施策”框架下，但方向和力度则会相机而变。建议重点关注地产板块机会，维持行业看好评级。重点推荐金地集团、保利地产、新城控股、金科股份、中南建设、旭辉控股集团、建发国际集团、金地商置。

政策：长效机制逐步确立，因城施策有序实施

2020 年 7 月，中共中央政治局召开会议，继续强调房住不炒定位。回顾近十年的中共中央政治局会议，对于房地产着墨颇多，但是关键词是在发展和变迁的。2012-2013 年，会议中提到最多的是“调控”；2014 年，“城镇化”；2015-2016 年，“去库存”；2017 年至今，则是“长效机制”。2020 年，政策整体呈现前松后紧态势。上半年疫情影响下，为扶持房地产市场稳定健康发展，政策环境较为宽松，2020 年下半年，调控略有转向，多地开始收紧。展望未来，调控成果来之不易，我们判断政策仍将保持一致性。

展望 2021，行业供需格局趋于稳定

1）强者恒强、运营红利时代来临。强者恒强：政策约束下行业格局将更为稳定，优质房企凭借自身资金、规模、操盘等方面优势，将更具竞争力。多重曲线：随着行业从增量时代慢慢进入存量时代，持续性收入将成为房地产企业下半场的核心分化点。2）新开工：复盘 2015 至 2019 年，我们采用“当年新开工跟当年上半年拿地、上年下半年拿地”进行比较，我们发现：本轮小周期以来，房屋新开工规模和拿地量的比值与溢价率密切关联。房企潜在开工意愿或下行，预计 2021 年 0 增速；3）投资：预计 2021 年施工面积仍能够维持 2.8%左右增长，同时单位施工强度同比增长 2%；土地购置费预计将稳中略升，最终测算出 2021 年房地产开发投资规模同比增长 4.9%。4）竣工：将迎来快速放量，预计同比增长 10%；5）销售：一二线表现更佳，预计销售金额同比增长 2.8%，销售面积同比下降 2.1%。

关注行业毛利率趋势和竞争格局变动

1）从趋势看，2016-2017 年房企获取的高价地确实给房企经营带来较大困扰；2018 年后，房企对于后市房价更理性的预期推动土地市场表现平和，毛利率有望触底回升。2）“三道红线”政策对房企而言，将是一次信贷资源分配规则的调整。新政使得行业格局更为固定，弯道超车难度持续加大，集中度提升逻辑得到巩固。

风险提示：行业销售规模下滑；按揭贷款利率大幅上行；融资环境全面收紧。

【石油化工】油价复苏主旋律，石化掘金正当时——石化行业 2021 年度策略报告-20201207

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

2021 年油价复苏主旋律，布局政策支持、成本优势、规模增长型标的

（1）民营大炼化：景气底部低成本优势已验证，油价复苏将受益于库存增值，看好政策支持的成长性龙头，受益标的：桐昆股份、恒逸石化、东方盛虹；（2）煤头气头制烯烃：非油路线受益油价上行成本优势更为凸显，产能释放提供成长空间，受益标的：宝丰能源、卫星石化、东华能源、金能科技；（3）油气开采：国家能源保供政策支持且受益油价上涨带来的资本开支扩大，受益标的：中海油服；（4）管网改革：“十四五”助力天然气消费升级，且国家管网公司行业受益改革，受益标的：中油工程、新奥股份、深圳燃气；（5）加油站：看好未来站点布局扩张，受益标的：和顺石油。

原油：新减产协议落地&疫苗有望普及，油价中枢将整体抬升

供给端，OPEC+达成的 2021 年新减产协议以及补偿减产计划，奠定 2021 年整体供给端产量释放有序可控的基调，拜登清洁能源执政理念或许会压制页岩油的产出。需求端，OPEC 及 EIA 两大机构于 10 月海外二次疫情发生之际预测 2021 年全球需求量为 9626-9880 万桶/日，随着 11 月份全球疫苗相继获得重大进展，乐观预测全球原油需求有望接近或突破 1 亿桶/日，恢复至疫情前水平。综合判断，2021 年油价有望抬升至 55~60 美元/桶。

炼化化纤产业链：一体化优势凸显，享受油价上行利好

一体化优势凸显：2020 年初，炼厂经历库存减值、成品油需求下滑，行业进入历史景气底部，然而民营大炼化通过产能释放与一体化优势，实现逆周期盈利增长 50%。炼化方面，民营炼化具有显著的成本优势，在化工品收率、原油适应能力、装置规模等方面都领先于国有企业；在当前民营炼厂仍在享受国家政策支持的红利下，龙头企业仍能享受到产能增长的利好；当前油价处于复苏期，民营炼厂有望享受库存收益，并获得超额利润。化纤方面，上游环节 PX、PTA 未来两年正在迎来产能扩张期，PX、 PTA 价格涨幅可能会受到压制，化纤长丝产能投放有序，价格有望在需求和油价复苏带动下涨幅扩大，未来 PX-PTA-化纤产业链利润有望向化纤环节转移；此外，RCEP 贸易协议签订有望提振化纤需求。

烯烃产业链：供需格局毋须过度担忧，看好气头煤头路线

进口替代仍是主旋律：未来两年国内 PE 和 PP 产能确实处于较快增长期，但对外依存度也分别约为 50%和 15%，未来供给端的释放将更多进行进口替代，而且 PE 和 PP 的需求高增长，供需格局并不必过度担忧；此外高端聚烯烃也是进口替代的关注点。看好气头煤头路线：当油价处于较高水平时（50 美元以上），煤头和气头路线成本优势更为突出，基于我们对油价上涨的判断，这两条路线将有更强的竞争优势；此外近两年尤其是煤头路线享受国家能源战略政策的支持，龙头企业有望受益产能扩张的利好。

天然气产业链：当下确定性最强能源赛道，管网公司助力改革

根据《“十四五”天然气发展路径》的预测，我国未来五年天然气消费增速将维持在 8%以上。国家管网公司成立将助力行业运营机制的变革，拥有 LNG 接收站资源与下游客户资源的企业最为受益。

风险提示：疫苗普及进度低预期、地缘政治风险、原油大幅波动风险。

【钢铁】黎明远航，聚焦成长类周期投资机会——行业投资策略-20201207

赖福洋（分析师）证书编号：S0790520100002

回顾：2020 年绝境之中迎生机

2020 年的疫情冲击导致钢铁行业被动累积了大量库存，但由此引发的一系列财政与货币刺激性政策最终推升钢铁需求迎来强劲增长。由于过去两年细分产品产能投放力度迥异，2020 年板材盈利改善幅度要远优于长材。

2021 年钢铁需求预计以稳为主

钢铁下游需求主要来自于基建和房地产领域，同时会拉动工程机械、重卡以及家电等间接用钢，直接和间接建筑业占钢铁需求 75%。由于现阶段政府对经济复苏判断较为积极，后疫情时代的 2021 年面临着前期刺激性政策逐步退出的局面，受此影响基建和地产销售可能出现回落。但由于当前地产库存处于低位，传导的滞后效应决定了投资端支撑力度较强，内需弱稳。考虑到受益于海外经济复苏钢材出口大概率将迎来修复，综合内外需影响我们预计 2021 年钢铁需求以稳为主。

产能持续扩张，盈利波动下行

虽然钢铁协会数据显示，2021 年产能置换量级要小于 2020 年，但考虑到 2020 年大量产能置换于年底投放（2021 年年底置换量较少），这实际形成 2021 年供应增量。综合考虑以上因素，我们预计 2020-2021 年产能置换量分别在 3240 万吨、6528 万吨，因此 2021 年将是实际产能置换大年，粗略估计带来供应增量约 1960 万吨。综合供需来看，2021 年由于供给再次扩张，钢铁盈利或仍将下行，尤其是增量供应更多的建筑类钢材，钢铁股投资以捕捉阶段性修

复机会为主。

聚焦成长类周期投资机会

锂电板块：碳酸锂价格自 2020 年 10 月份以来出现的触底回升只是开启了行业景气上行的序幕，未来随着下游需求加速复苏，锂电价格有望持续上涨，主要受益标的有赣锋锂业、永兴材料、雅化集团等；

高温合金：过去一直掣肘国产战机的航空发动机已经获得了长足进步。未来随着国产航发开始大面积更新替换，每年所带来的量变就已经足以对行业订单起到快速的推动作用，预计高温合金材料企业订单将迎来告诉增长，主要受益标的有 ST 抚钢、西部超导、钢研高纳等；

铝材加工：我国铝材行业产能投资高峰已过，大企业盈利远好于中小企业，行业龙头效应开始突显。而铝材下游需求常年维持 6%-7%的稳定增长，呈现较强的抗周期属性。供需格局好转之下，我们建议关注龙头企业的投资机会，受益标的有明泰铝业、南山铝业等；

高端铜合金：“新基建”已成为我国高质量发展的新动力，为高端铜合金材料发展提供了充足的成长动能。随着国内企业不断加大研发投入，高端产品国产化有望加速突破，具备产业化优势、技术研发为核心驱动力的国内企业有望充分受益，主要受益标的有博威合金、海亮股份等。

风险提示：钢铁产能释放超预期；地产投资和新开工大幅回落；新能源汽车销售不及预期；国产航发研发进展缓慢；国内高端铜合金技术进步低于预期。

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