2020 年 11 月 29 日

汇聚“新共识”，重归 ROE

——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

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

● **11 月以来低估值涨幅逐步占优背后：“还旧账”正在发生**

11 月以来低估值标的涨幅逐步占优，近期高 ROE 组合出现占优迹象。我们在此前报告中提到：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”将在接下来的一段时间内由 ROE 的提升与收益率的降低进行同时消化，即“还旧账”。**而当下，“还旧账”的现象可能正在发生**。顺周期板块由于：1）低 PB+高 ROE 的标的数量占比相对较高；2）低 ROE 且 ROE 预期边际改善的标的多为低估值标的，**在配置上具有较高的性价比，将成为机构下一阶段的主要进攻方向**。

● **机构持仓的 PB/ROE 视角：顺周期将成当下配置最优解**

对于主动偏股公募而言，我们同样发现了整体收益向持仓 ROE 长期回归的特征，且短期同样存在“还旧账”的现象。**前 50 重仓股较高的 ROE 是公募基金取得长期回报的源泉**。2008 年以来，主动偏股基金前 50 重仓股 4 次较大幅度的估值下行期，与前 50 重仓股 ROE/PB 之比逐步提升期、“还旧账”期是相一致的，**而此时前 50 重仓股持仓 ROE 往往会提升或维持高位，即公募基金在“还旧账”时期往往倾向于积极寻找高 PB/ROE 匹配度的资产以对冲估值下行带来的压力。**考虑到：1）2019-2020 年主动偏股基金大幅跑赢持仓组合 ROE；2）2021 年流动性收紧，估值承压。寻找更具性价比（高 ROE、低 PB）的资产是当下主动偏股公募的主要目标，实际上，当下具有估值优势且高 ROE 或预期 ROE 提升的资产广泛出现在顺周期板块中，**顺周期将成当下机构配置困局的最优解：顺周期中符合上述特征的板块将成为机构下一阶段的进攻方向，更会成为重仓方向。**

● **部分可选消费或已透支**

A 股 2014 年以前的“行业轮动”框架让投资者有了过热+信用收缩早期会出现“周期搭台，成长唱戏”的错觉。而最近一轮复苏（2016-2018 年）指示，由于周期板块机会开始对基本面滞后反应，复苏初期定价并不充分，未来**只要贷款余额同比或者社融存量同比中有一个仍处于上升阶段，则金融周期板块相比于成长而言均占优。如果基准假设是信贷收缩的节奏和斜率均是缓慢的，则过早地“抢跑”信用收缩反而会错过金融+周期弹性最大的阶段，**投资者更应该关注的是在未来估值压力下行业自身的 ROE 弹性，需注意食品饮料等板块近期的抢跑是否透支了未来收益。我们以历史上宏观环境相似期的市场表现与当下作对比，目前大部分顺周期行业相对表现较弱，部分可选消费抢跑严重。

● **回归 ROE：金融周期占优**

高 ROE 与低 PB 是“还账时刻”的配置方向，而周期板块则为最优解。我们最看重三条主线：（1）在复苏具有方向确定性下，经济复苏带来价值修复，最适合不喜“追涨”的投资者：**金融（银行、保险、房地产）**。（2）把握国内经济动能切换下制造业复苏的投资机会：**化工（大炼化、钛白粉）、集运、机械设备、家电、造纸**。（3）通胀交易处在预期抢跑阶段，未来将“高波动高弹性”，可以布局：**有色（铜、铝），煤炭（焦煤），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。

相关研究报告

《投资策略专题-A 股的“武德”：回归 ROE——2021 年度“新共识”系列（一）》-2020.11.28

《投资策略点评-周期已是“新共识”》-2020.11.23

《投资策略周报-做多“新共识”，深化顺周期》-2020.11.22

目 录

1、 11 月以来低估值涨幅逐步占优背后：“还旧账”正在发生 3
2、 机构持仓的 PB/ROE 视角：顺周期将成当下配置最优解 4
3、 部分可选消费或已透支 6
4、 回归 ROE：金融周期占优 9
5、 风险提示 10

图表目录

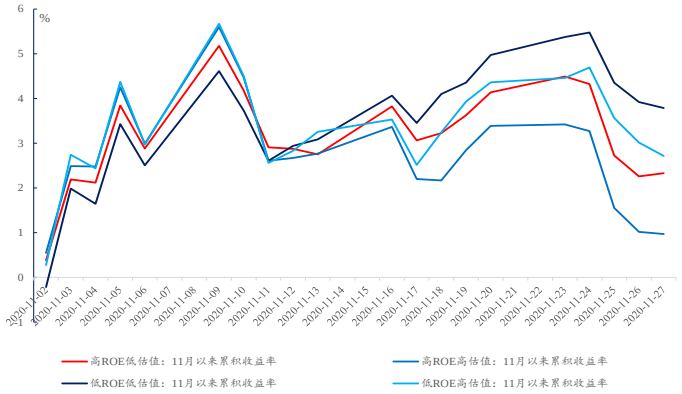
图 1： 11 月以来，在经历高估值标的涨幅短暂占优后，低估值标的逐步占优 3
图 2： 近一周（20201123-20201127），除周二外，低估值股票当日涨跌幅相对占优，周五高 ROE 组合涨幅占优 3
图 3： 分行业来看，顺周期板块中低估值占比较高 4
图 4： 对于地产、钢铁、采掘、建筑、交运以及有色等周期板块中当前处于低 ROE 组且分析师预期明年 ROE 提升的标的，往往同时处于低估值组 4
图 5： Wind 全 A 的滚动年度收益率与 ROE（TTM）之差的趋势与主动偏股基金的滚动年度收益率与 ROE（TTM）之差的趋势大致相同 5
图 6： 通过对比主动偏股基金前 50、前 100 以及全部重仓股的 ROE 来看，前 50 重仓股的加权 ROE 最高 5
图 7： 主动偏股基金的滚动年度收益率与 ROE（TTM）之差与主动偏股基金前 50 重仓股的 ROE/PB 显著负相关 5
图 8： 2008 年以来，主动偏股基金前 50 重仓股共经历 4 次较大幅度的估值下行，与此同时伴随着 ROE 相比于 PB 的提升，此时持仓 ROE 往往会提升或维持高位 6
图 9： 历史上也出现过多次贷款余额与社融存量同比背离的时刻 7
图 10： 2016-2018 年期间贷款余额同比与社融存量同比之间出现过多次背离 7

表 1： 如果信贷收缩的节奏和斜率均是缓慢的，金融周期板块的弹性时刻正在来临 8
表 2： 大部分顺周期板块仍有排名修复的可能 9

1、 11 月以来低估值涨幅逐步占优背后：“还旧账”正在发生

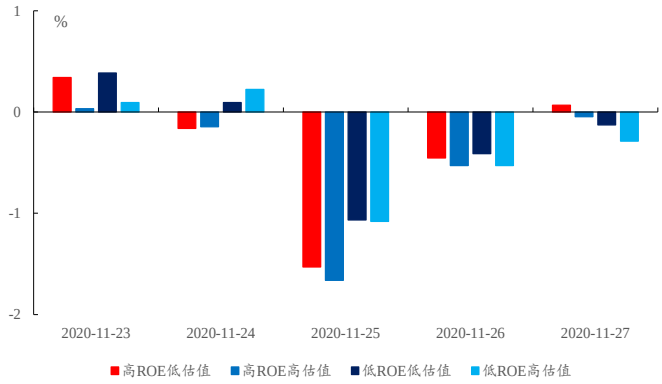
11 月以来低估值标的涨幅逐步占优，近期高 ROE 组合涨幅开始呈现占优迹象。11 月以来，在经历高估值标的涨幅短暂占优后，低估值标的逐步占优，而近一周（20201123-20201127）以来，除周二外，低估值股票当日涨跌幅相对占优，周五高 ROE 组合涨幅占优。我们在此前报告中提到：**无论是站在全部 A 股还是行业的角度看，长期回报均有向 ROE 回归的特征，而估值驱动带来的收益率并不具有较长的持续性，在估值贡献带来的收益率远大于 ROE 之后，这部分的“透支”可能会在接下来的一段时间内由 ROE 的提升与收益率的降低进行同时消化，即“还旧账”。而当下，“还旧账”的现象可能正在发生。**

图1：11 月以来，在经历高估值标的涨幅短暂占优后，低估值标的逐步占优



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：近一周（20201123-20201127），除周二外，低估值股票当日涨跌幅相对占优，周五高 ROE 组合涨幅占优

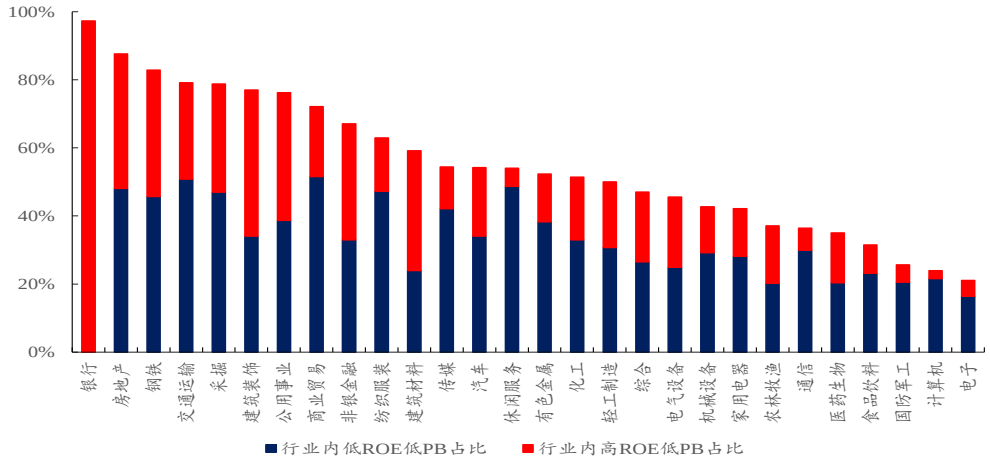


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：我们按照 0930 的 ROE（TTM）以及每日 PB 进行 2×2 分组，高 ROE（PB）与低 ROE（PB）的界定分位数为 50%

分行业来看，顺周期板块中低估值占比较高。其中：金融地产、建筑建材、采掘以及交运等周期板块中属于高 ROE 低 PB 分组的公司数量占比较高；而商贸、交运、休闲服务、地产、纺服、交运以及钢铁等行业中属于低 ROE 低 PB 标的公司数量占比较高。值得一提的是，对于每个行业中处于低 ROE 组且分析师预期 2021 年 ROE 提升的标的，在地产、钢铁、采掘、建筑、交运以及有色等顺周期板块中往往同时为低估值标的，而在军工、医药、电子以及计算机等成长板块中往往为高估值标的。这意味着：**对于顺周期板块而言，1）低 PB+高 ROE 的标的数量占比相对较高；2）低 ROE 且 ROE 预期边际改善的标的多为低估值标的，在配置上具有较高的性价比，顺周期板块将成为机构下一阶段的主要进攻方向。**

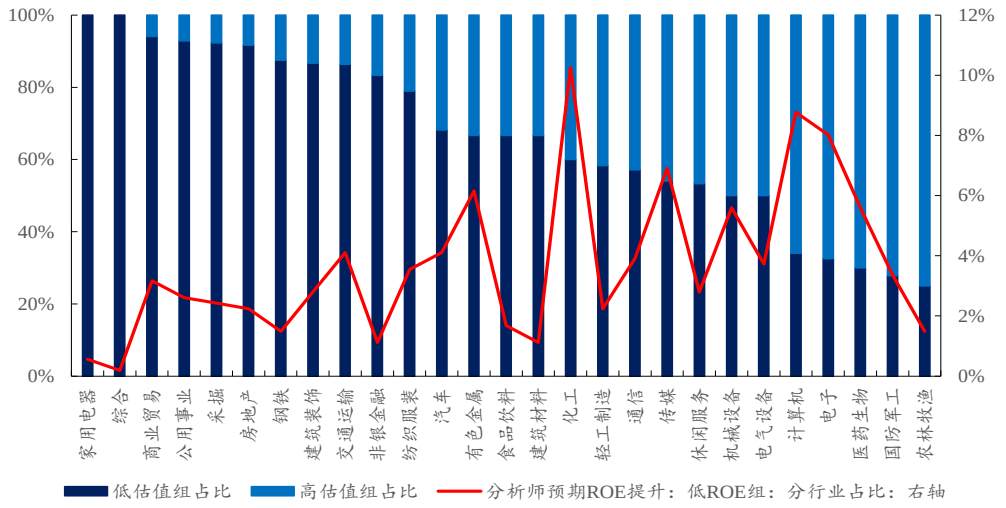
图3：分行业来看，顺周期板块中低估值占比较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：计算的截至日期为 20201127。

图4：对于地产、钢铁、采掘、建筑、交运以及有色等周期板块中当前处于低 ROE 组且分析师预期明年 ROE 提升的标的，往往同时处于低估值组



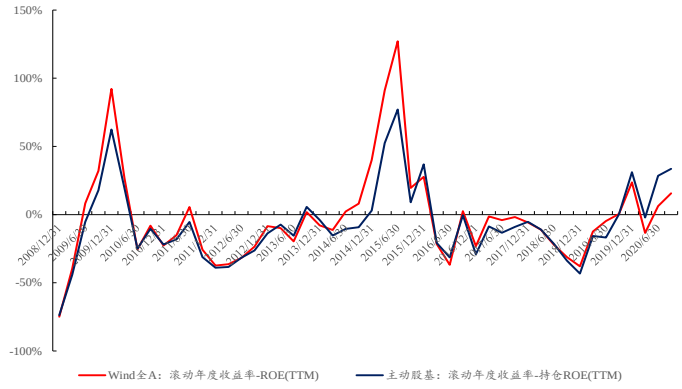
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：分析师预测为采用的是三季报公布之后，截至 11 月 29 日的所有预期样本。

2、 机构持仓的 PB/ROE 视角：顺周期将成当下配置最优解

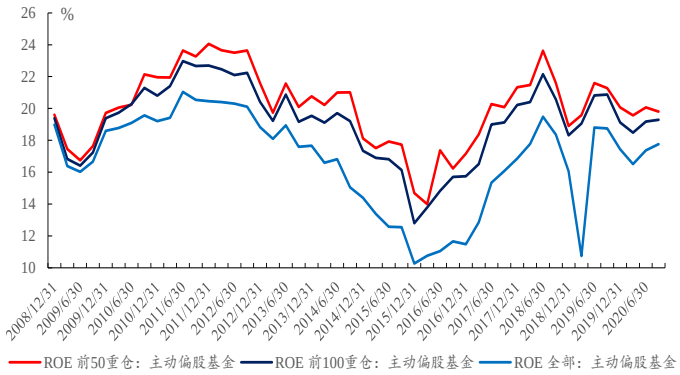
对于主动偏股公募而言，通过对比，我们发现：**Wind 全 A 的滚动年度收益率与 ROE（TTM）之差的趋势与主动偏股基金的滚动年度收益率与 ROE（TTM）之差的趋势大致相同，且当两者相差过大时往往有收敛的可能，而这一时期大概率发生在“还旧账”时期：估值下行期**。同时，我们通过拆分主动偏股基金前 50、前 100 以及全部重仓股的 ROE 发现：前 50 重仓股的加权 ROE 最高。**这意味着：前 50 重仓股较高的 ROE 是公募基金取得长期回报的源泉。**

图5：Wind 全 A 的滚动年度收益率与 ROE（TTM）之差的趋势与主动偏股基金的滚动年度收益率与 ROE（TTM）之差的趋势大致相同



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：通过对比主动偏股基金前 50、前 100 以及全部重仓股的 ROE 来看，前 50 重仓股的加权 ROE 最高

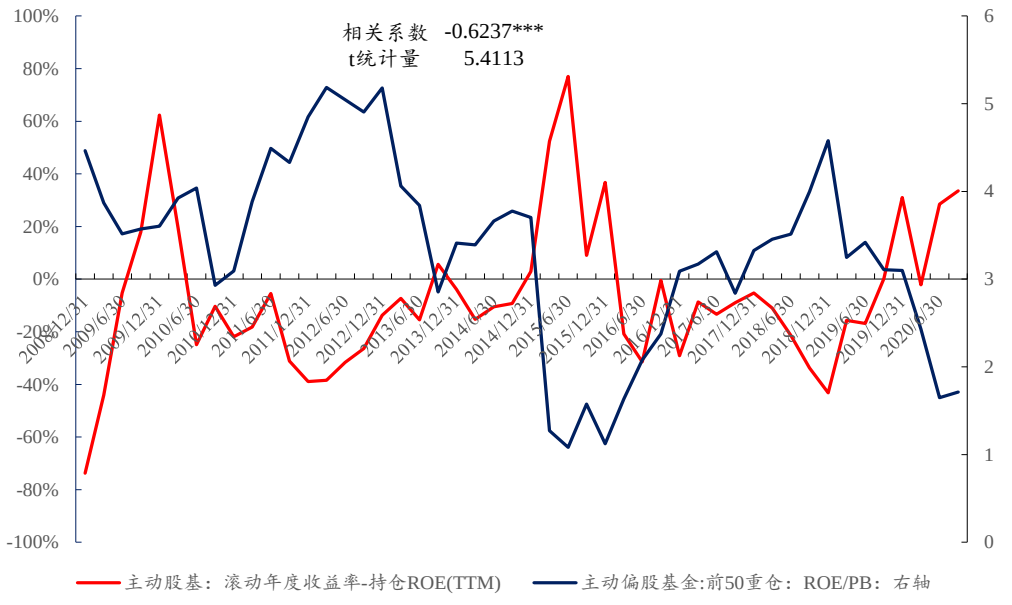


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：加权 ROE 的权重为主动偏股基金持有市值

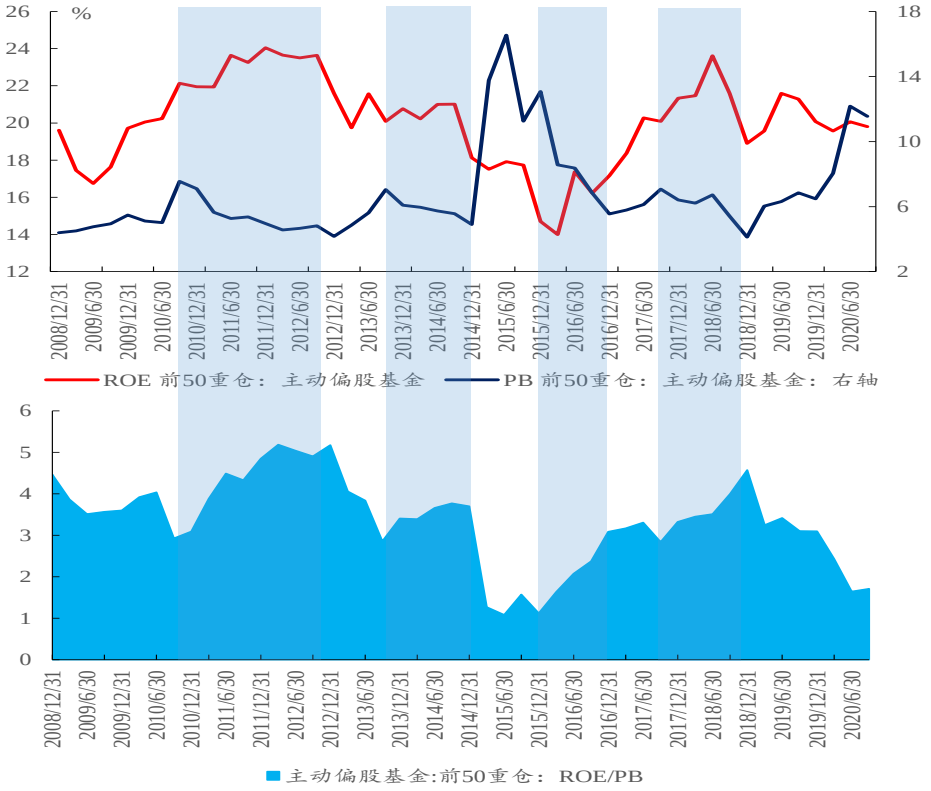
更进一步地，通过测算我们发现：主动偏股基金的滚动年度收益率与 ROE（TTM）之差与主动偏股基金前 50 重仓股的 ROE/PB 显著负相关。这意味着，**在主动偏股基金的收益率大幅跑赢持仓的 ROE 时，其前 50 重仓股的 ROE 相对于 PB 处于阶段低点，估值是收益率的主要驱动力，此时持仓的性价比往往较低**，而随着主动偏股基金的收益率与 ROE 之差从高点回落，前 50 重仓股持仓的 ROE/PB 逐步提升，**这与“还旧账”时期是相一致的**。值得一提的是，2008 年以来，主动偏股基金前 50 重仓股共经历 4 次较大幅度的估值下行，这与前 50 重仓股 ROE/PB 逐步提升的时期、“还旧账”期是相一致的，**而此时前 50 重仓股持仓 ROE 往往会提升或维持高位，即公募基金在“还旧账”时期往往倾向于积极寻找高 ROE 资产以对冲估值下行带来的压力**。

图7：主动偏股基金的滚动年度收益率与 ROE（TTM）之差与主动偏股基金前 50 重仓股的 ROE/PB 显著负相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2008 年以来，主动偏股基金前 50 重仓股共经历 4 次较大幅度的估值下行，与此同时伴随着 ROE 相比于 PB 的提升，此时持仓 ROE 往往会提升或维持高位



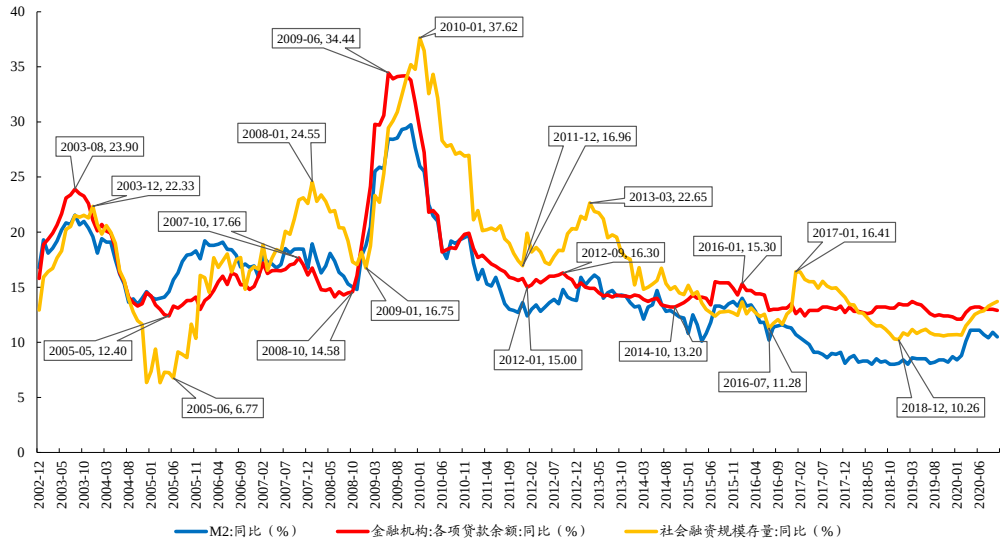
数据来源：Wind、开源证券研究所

考虑到：1）2019-2020 年主动偏股基金大幅跑赢持仓组合 ROE；2）2021 年流动性收紧，估值承压。对于当下而言，寻找更具性价比（高 ROE、低 PB）的资产是当下主动偏股公募的主要目标，实际上，对于当下而言，具有估值优势且具备高 ROE 或预期 ROE 提升的资产已经广泛存在于顺周期板块中，**我们认为，顺周期将成当下配置的最优解：顺周期板块不仅将成为机构下一阶段的进攻方向，更会成为重仓方向。**

3、 部分可选消费或已透支

如果我们以金融机构的贷款余额同比以及社融存量同比作为综合判断信贷状态的指标，则我们会发现其实当前出现的贷款余额同比缓慢回落同时社融存量同比仍在上行的背离，历史上也出现过多次。**因此我们认为即便市场对于明年信贷回落的预期一致，但信贷的回落斜率与节奏却是这其中不能忽视的问题。信用收缩本身的阶段性很重要。**

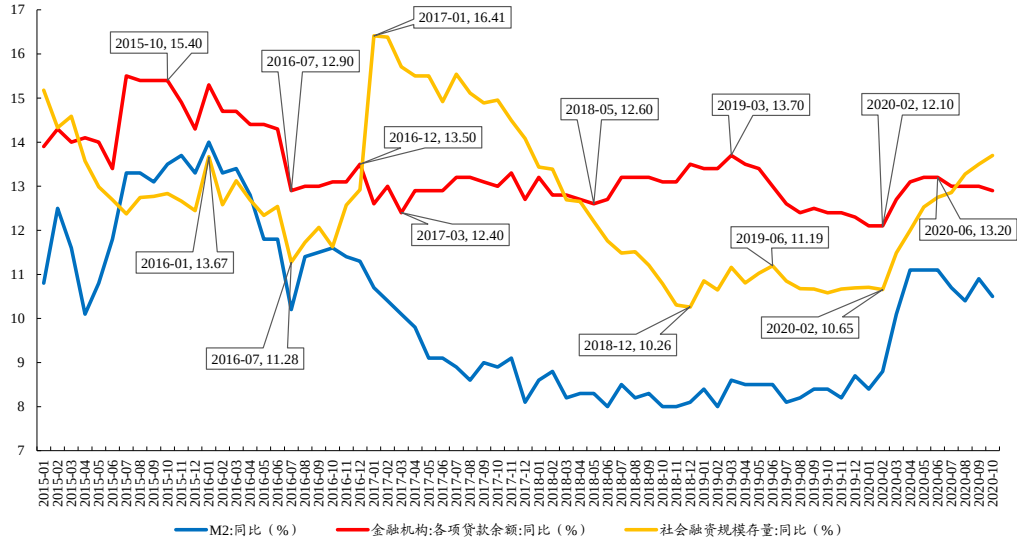
图9：历史上也出现过多次贷款余额与社融存量同比背离的时刻



数据来源：Wind、开源证券研究所

2014 年之后，信贷的波动明显降低，不可与 2014 年之前的信贷较大幅度的波动相提并论，这也就意味着信贷的波动对于经济状态的指示意义需要更进一步地细化分析。典型地如 2016-2018 年经济从复苏到滞胀的时期，这期间贷款余额同比基本维持高位震荡，而社融存量同比由于 2017 年调整口径的原因从高位回落，在这其中出现了多次信贷数据的反复：2016-12 到 2017-03 贷款余额同比下行+社融存量同比高位震荡、2017-03 到 2017-11 贷款余额同比上行+社融存量同比下行、2017-11 到 2018-05 贷款余额和社融存量同比都下行、2018-05 到 2018-12 贷款余额同比上行+社融存量同比下行。

图10：2016-2018 年期间贷款余额同比与社融存量同比之间出现过多次背离



数据来源：Wind、开源证券研究所

在 2014 年以前的宏观轮动中，由于周期股往往经历抢跑并有着亮眼表现，在过热后的信贷收缩期往往呈现周期搭台+成长唱戏；而可选消费的盈利后周期属性也带来了较大的表现空间。

从进入“新常态”后的 2016-2018 年的经验来看，只要贷款余额同比或者社融存量同比中有一个仍处于上升阶段，则金融周期板块相比于成长而言均占优。这也就意味着如果信贷收缩的节奏和斜率均是缓慢的，则过早地“抢跑”消费科技可能会错过周期行情最丰厚的阶段。

更重要的是，投资者更应该关注的是在信贷收缩的环境下行业自身的 ROE 弹性能否抵消此前收益率抢跑的欠账。我们以历史上信贷收缩期的行业表现排名来看，相比于历史均值而言，目前大部分顺周期行业仍有排名修复的需求，但是不少可选消费和科技板块已经“透支”了排名。这与我们在年度专题《回归 ROE——2021 年度“新共识”》系列中的思考一致：2017 年的白酒、家电有一个历史基础是当时过去 3 年收益率并未“透支”ROE，甚至当时白酒还有修复空间，而当下市场对于食品饮料的抢跑，可能来源于“市场记忆”。基于“相关性”而忽视因果性的交易行为，最终会因缺乏盈利基础而进行自我修正。

表1：如果信贷收缩的节奏和斜率均是缓慢的，金融周期板块的弹性时刻正在来临

	2016-12到2017-03贷款余额同比下行+社融存量同比高位震荡	2017-03到2017-11贷款余额同比上行+社融存量同比下行	2017-11到2018-05贷款余额和社融存量同比都下行	2018-05到2018-12贷款余额同比上行+社融存量同比下行	迷你趋势图
起始区间	2016-12-01	2017-03-31	2017-11-30	2018-05-30	
终点区间	2017-03-31	2017-11-30	2018-05-31	2018-12-31	
指数表现					
万得全A	-3.18	3.24	-7.93	-23.61	
沪深300	-2.32	16.57	-6.20	-20.86	
创业板指	-12.63	-6.52	-2.44	-29.49	
行业表现					
农林牧渔	-5.62	-9.72	-5.86	-17.90	
采掘	-2.91	0.70	-17.22	-22.15	
化工	-0.83	-3.97	-6.02	-28.91	
钢铁	4.37	22.98	-20.05	-20.75	
有色金属	-2.11	8.92	-13.21	-32.81	
电子	-1.27	9.22	-15.57	-34.52	
家用电器	4.59	22.69	1.06	-27.99	
食品饮料	6.36	28.14	17.26	-23.89	
纺织服装	-7.28	-20.16	-5.02	-30.81	
轻工制造	-2.80	-11.98	-9.36	-32.14	
医药生物	-5.03	0.76	15.81	-35.77	
公用事业	-1.67	-8.62	-13.01	-21.53	
交通运输	0.47	-1.19	-5.81	-26.67	
房地产	-7.56	1.97	-14.05	-20.59	
商业贸易	-3.90	-10.85	-0.95	-31.29	
休闲服务	-0.82	-9.13	19.55	-20.17	
综合	-5.34	-16.03	-24.76	-24.66	
建筑材料	3.63	1.51	-14.44	-23.00	
建筑装饰	-1.91	-9.90	-18.21	-18.11	
电气设备	-3.18	-8.63	-15.77	-25.72	
国防军工	4.51	-19.04	-16.29	-21.45	
计算机	-12.46	-6.54	-0.67	-28.28	
传媒	-15.12	-17.20	-13.59	-32.41	
通信	-6.42	0.01	-15.32	-23.66	
银行	-0.63	12.01	-8.17	-9.79	
非银金融	-8.59	23.66	-18.57	-14.82	
汽车	-0.16	-4.51	-11.47	-26.76	
机械设备	-3.65	-11.99	-15.51	-26.15	
风格表现					
金融	-5.73	16.28	-13.27	-11.25	
周期	-1.74	-2.51	-12.26	-25.90	
消费	-1.04	5.14	8.10	-28.20	
成长	-7.24	-2.94	-9.93	-31.01	
稳定	0.13	-5.20	-12.15	-13.37	

数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：大部分顺周期板块仍有排名修复的可能

从贷款余额回落到社融存量见顶回落的区间表现	阶段1	阶段2	阶段3	阶段4	阶段5	阶段6	阶段7	阶段8	排名均值	排名均值（不包括阶段8的2020年）	阶段8排名-排名均值（不包括阶段8）
农林牧渔	17	4	5	18		4	1	25	10.57	8.17	16.83
化工	10	7	11	10		2	17	6	9.00	9.50	(3.50)
食品饮料	22	2	1	28		8	2	4	9.57	10.50	(6.50)
建筑材料	11	21	21	4		5	5	15	11.71	11.17	3.83
家用电器	19	10	3	7		26	3	8	10.86	11.33	(3.33)
医药生物	25	6	4	8		18	9	18	12.57	11.67	6.33
汽车	7	23	2	3		13	23	1	10.29	11.83	(10.83)
国防军工	23	16	17	2		7	8	5	11.14	12.17	(7.17)
钢铁	1	20	7	21		3	28	13	13.29	13.33	(0.33)
商业贸易	16	11	8	25		1	21	26	15.43	13.67	12.33
电气设备	3	3	28	16		10	22	3	12.14	13.67	(10.67)
银行	26	9	18	1		11	18	16	14.14	13.83	2.17
交通运输	9	13	23	17		17	7	17	14.71	14.33	2.67
机械设备	12	12	13	14		21	15	9	13.71	14.50	(5.50)
通信	5	1	15	24		19	24	28	16.57	14.67	13.33
公用事业	6	14	26	11		12	19	19	15.29	14.67	4.33
综合	21	22	22	12		6	6	22	15.86	14.83	7.17
非银金融	8	25	14	5		24	16	10	14.57	15.33	(5.33)
采掘	2	28	10	22		16	14	12	14.86	15.33	(3.33)
轻工制造	27	17	9	15		15	13	14	15.71	16.00	(2.00)
计算机	15	5	19	20		28	10	27	17.71	16.17	10.83
电子	14	15	6	19		20	25	11	15.71	16.50	(5.50)
有色金属	4	27	12	23		22	12	7	15.29	16.67	(9.67)
建筑装饰	13	8	27	9		25	26	24	18.86	18.00	6.00
房地产	18	26	25	6		23	11	20	18.43	18.17	1.83
休闲服务	24	24	16	27		14	4	2	15.86	18.17	(16.17)
纺织服装	20	18	20	26		9	20	23	19.43	18.83	4.17
传媒	28	19	24	13		27	27	21	22.71	23.00	(2.00)

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1）阶段 1：20030801-20031231；阶段 2：20071001-20080101；阶段 3：20090601-20100101；阶段 4：20120901-20130301；阶段 5：20160101-20160101；阶段 6：20161201-20170101；阶段 7：20190301-20190601；阶段 8：20200601-至今；

2）阶段 5 为贷款余额和社融存量同时回落期，因此该信用收缩早期时间较短，本文未列出。

4、 回归 ROE：金融周期占优

我们在此前报告中提到，以年为刻度，Wind 全 A 收益率跑赢自身 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。而 2019-2020 年 Wind 全 A 股票回报将大幅跑赢 ROE，相应地，主动偏股基金的整体收益率亦大幅跑赢持仓 ROE，**如果投资者无法对 2021 年的流动性和政策环境给出强于当下的假设，那需要承认估值将呈现负贡献**，当下“还旧账”时刻已经来临，而这种回归并非一定在一年内完成。需要强调的是，**这不意味着我们对于市场的悲观，因为我们看好盈利弹性本身，它将构成 2021 年 A 股重要收益来源。**

高 ROE 与低 PB 是“还账时刻”的配置方向，而周期板块则为最优解。宏观经济复苏带来的并不只是高 Beta 收益，更深刻意义是为系统性价值发现提供了良好基础。我们最看重三条主线：（1）在复苏具有方向确定性下，经济复苏带来价值修复，最适合不喜“追涨”的投资者：**金融（银行、保险、房地产）。**（2）把握国内经济动能切换下制造业复苏的投资机会：**化工（大炼化、钛白粉）、集运、机械设备、家电、造纸。**（3）通胀交易处在预期抢跑阶段，未来将“高波动高弹性”，可以布局：**有色（铜、铝），煤炭（焦煤），油服。**

5、 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

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