2020 年 11 月 22 日

做多“新共识”，深化顺周期

——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

● **风格切换，大势已成**

本周（20201116-20201122），顺周期再次领涨市场，涨幅靠前的板块主要是三条主线：（1）通胀交易：主要是钢铁和有色金属制造；（2）海外疫情蔓延下我国制造业的突围：轻工制造、纺织服装和部分新材料（包括“拜登上台”预期下的新能源装备、绿色建材）；（3）市场从周期成长走向周期价值，低估值的代表强周期（钢铁、煤炭、有色）、银行业、房地产也涨幅明显。

● **经济复苏：市场结构看周期后续优于可选消费**

基金的“赚钱效应”改变了方向，在前期阻碍风格切换的力量当前反而成为风格切换的助燃剂。我们统计了净值创新高的基金，发现创新高的基金在其新高之后，风格已经开始切向低估值风格。从行业层面看，可选消费和周期成为近期机构投资者买入经济复苏观点的主要表达形式，但是差别在于：可选消费本已是主要持仓近期又被共同增配，且股价和估值一直处于高位，经济复苏需要让“好的东西变得更好”；**对于低估值周期股来说，市场有了赚钱效应（部分新高基金继续加仓），一部分投资者仍在观望，经济复苏只需继续让“差的东西在改善”，现在正是上车的好时机。**从这个意义上，**周期弹性将大于可选消费。**

● **周期不只有低估值：市场回报向 ROE 回归将成“新共识”**

市场中一部分观点认为前期成长的极致风格并非偶然，背后的逻辑是“好赛道”值得“高估值”，但**我们发现年内表现优异的成长股，即使盈利预期兑现，“市值目标”方法下计算的预期收益率已相对较低，这其中还未考虑贴现率上行带来的估值影响。**如果考虑在“好赛道”中捡漏：年内滞涨或年内下跌的“好赛道”中的个股，即使后续要求的盈利兑现，实现“补涨”能够获得的平均年化收益率也同样相对较低。长期看 **ROE 是股东收益的源泉。类比 2009 年和 2016-2017 两个时期，长期收益率向 ROE 回归在当前的宏观环境下有较大可能发生**，我们计算了分金融、顺周期、消费、成长板块的 ROE 和年化收益率，以及他们之间相对于长期中枢的偏离程度，**基本的逻辑是，年化收益率相对于 ROE 的偏离程度越低（甚至为负），意味着 ROE 提升所带来的的收益率弹性更大，反之则越小。结论是：金融的年化收益率相对于 ROE 修复的弹性>周期>消费>成长。**

● **收益率回归 ROE 的时点就在当下，买入顺周期**

A 股给予投资者的风险补偿已经处于历史的均值水平，历史经验指示未来盈利贡献占据主导，估值贡献反而为负；有利因素是当下全球经济复苏的确定性将为投资者系统性价值发现提供更好的宏观基础。**近期的疫情反复如果带来风格反复，投资者更要珍惜调仓机会。**把握以下三条主线（不分先后）：（1）在复苏具有方向确定性下，经济复苏带来价值修复：**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）通胀交易可以布局：**有色（铜、铝），煤炭（焦煤）。**

● **风险提示：**疫苗的作用证伪，经济复苏不及预期。

相关研究报告

《投资策略点评-RCEP 落地：市场定价从“内循环”走向“双循环”》-2020.11.16

《投资策略周报-信用冲击后的市场主线》-2020.11.15

《投资策略点评-买入复苏，勿再犹豫》-2020.11.9

目 录

1、 风格切换，已成共识 3
2、 周期来临，仍可上车 4
3、 周期不只有低估值，它的 ROE 应被定价 7
3.1、 坚守“好赛道”，不是当下最优策略 7
3.2、 重新认知“传统赛道”，提供股东回报的能力不差 8
4、 收益率回归 ROE 的时点就在当下，买入顺周期 10
5、 风险提示 10

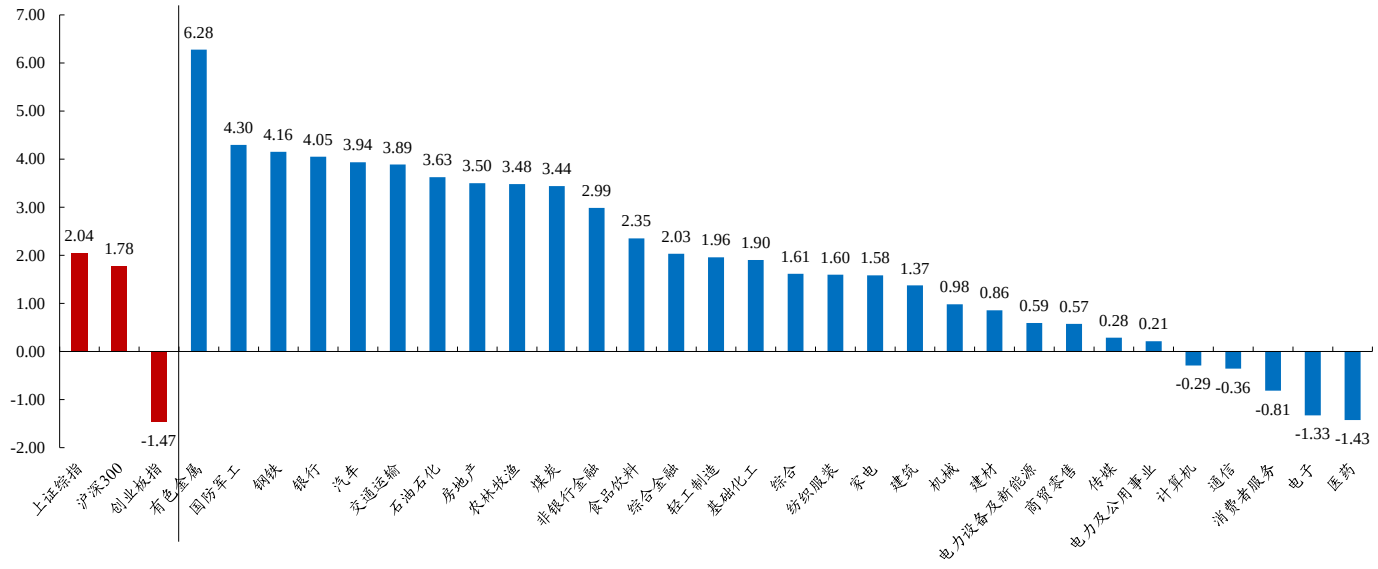
图表目录

图 1: 本周（20201116-20201122），顺周期再次领涨,通胀交易浮出水面 3
图 2: 本周（11.20）及上周（11.13），美股涨幅萎缩，但整月来看，仍然是顺周期较多的道指占优 4
图 3: 本周（11.20）及上周（11.13），FAAMG 在萎缩涨幅，且本月来看未跑赢纳斯达克指数 4
图 4: 周期好于整体，周期之中，价值从 10 月底以来开始跑赢成长（以斜率看） 4
图 5: 大部分基金创新高的时点在 2020 年 Q3 和 2020 年 Q4 5
图 6: Q3 创新高的基金，Q3 达到成长风格高点后切向价值 5
图 7: Q4 新高的基金，Q4 达到成长风格高点后切向价值 5
图 8: Q3 创新高的偏股混合型基金，增配可选，近期减周期 6
图 9: Q4 新高的偏股混合型基金，增配可选，近期小幅减周期 6
图 10: Q3 创新高的普通股票型基金，增配可选 6
图 11: Q4 新高的普通股票型基金，增配可选和周期 6
图 12: “好赛道”=“高估值”也许正确，但也需要审视它所带来的预期收益率是否在可接受范围内 7
图 13: 即使“好赛道”发生扩散，也难以提供合意的收益率水平 8
图 14: 即使“好赛道”发生扩散，也难以提供合意的收益率水平 9
图 15: 金融板块收益率未合理定价，向 ROE 回归动力充足 9
图 16: 周期板块收益率与 ROE 偏离率低于消费和成长 9
图 17: 消费板块收益率与 ROE 偏离度较高 10
图 18: 成长板块收益率与 ROE 偏离度较高 10

1、 风格切换，已成共识

本周（20201116-20201122），顺周期再次领涨市场，经济复苏下，顺周期的盈利和估值优势已经被市场认识到，并逐渐成为共识。上证综指与沪深 300 均获得正的周度涨跌幅（2.04%，1.78%），而创业板指则收为微跌（-1.47%）。行业细分来看，更能发现风格进一步向低估值和顺周期转换，涨幅靠前的板块主要是三条主线：（1）在疫苗的好消息[1]和 10 月经济数据总体表现积极的背景下，所进行的通胀交易：主要是钢铁和有色金属制造；（2）年中以来，出口持续好转，外贸订单回流的消息层出不穷，使市场再度关注海外疫情蔓延下我国制造业的突围，与之相关的是轻工制造、纺织服装和部分新材料（包括“拜登上台”预期下的新能源装备、绿色建材）；（3）由于经济复苏+流动性边际收紧的组合更有利于价值风格占优，市场机会就会从周期成长走向周期价值，低估值的代表银行业、房地产也涨幅明显。

图1：本周（20201116-20201122），顺周期再次领涨,通胀交易浮出水面

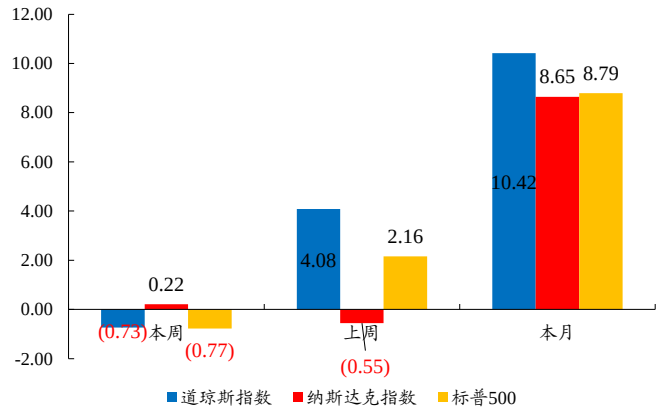


数据来源：Wind、开源证券研究所

经济复苏走向深水期，将发生周期成长向周期价值的切换，全球风格的共振也已经在发生，并继续助推 A 股这一过程。我们此前在多篇报告中，提到 A 股的风格切换其实自 7 月以来就已经发生，而且正在随着我国经济复苏的深化而逐步推进，在《为全球风格共振做好准备》报告中提到，随着美国经济复苏深化与实际利率反弹，美股出现风格切换概率在增大，这意味着：前期我国部分科技板块走势与美股科技股存在的映射关系的正向作用可能会被削弱；全球投资者风格的变化也会影响北上资金行为，后续价值风格的深化也会让顺周期配置更加多元化，我们看到现在这样的变化已经在发生，周期价值在近期开始跑赢周期成长。

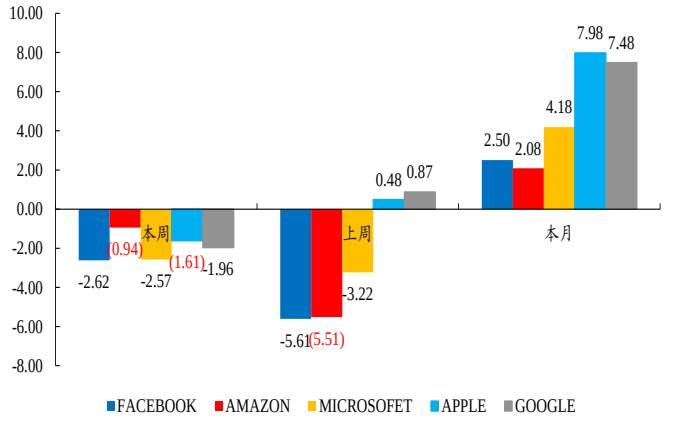
[1] 辉瑞制药和 Moderna 公司各自宣布疫苗有效性超过 94%和 94.5%

图2：本周（11.20）及上周（11.13），美股涨幅萎缩，但整月来看，仍然是顺周期较多的道指占优



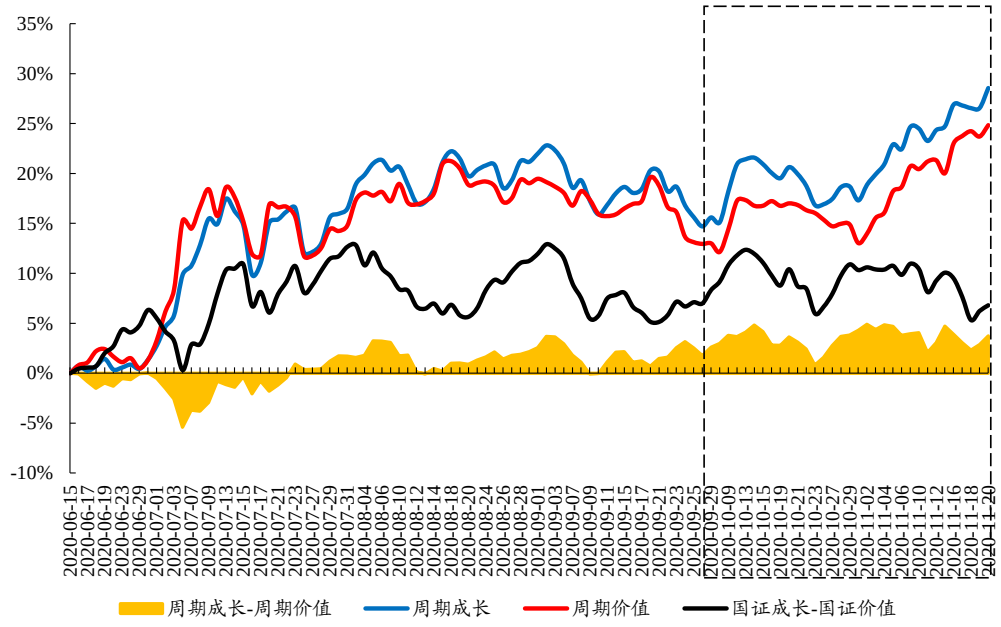
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：本周（11.20）及上周（11.13），FAAMG 在萎缩涨幅，且本月来看未跑赢纳斯达克指数



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：周期好于整体，周期之中，价值从 10 月底以来开始跑赢成长（以斜率看）



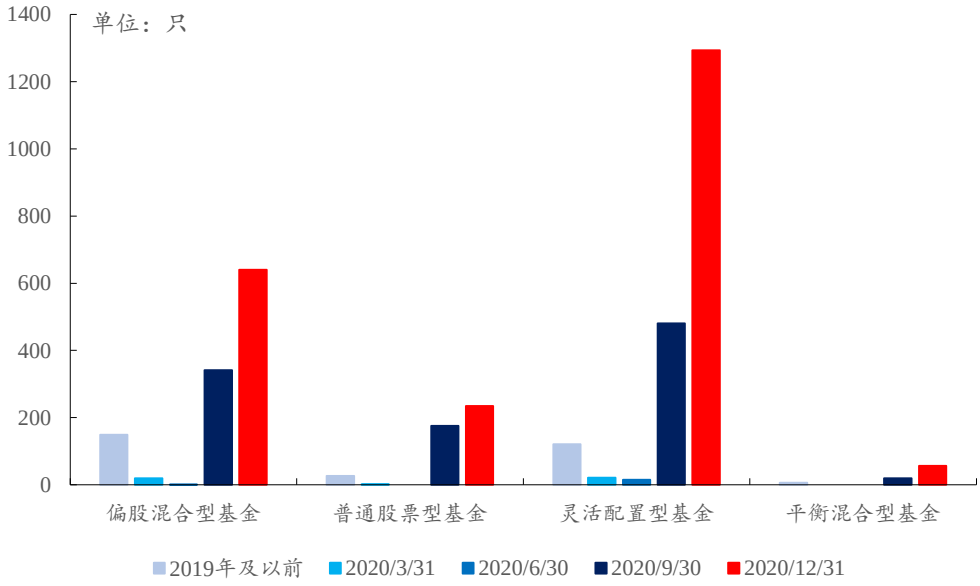
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 周期来临，仍可上车

基金的“赚钱效应”改变了方向，在前期阻碍风格切换的力量当前反而成为风格切换的助燃剂。我们在前期的报告中论述过，上半年极致的成长风格很大程度上来源于机构参与者的集中持股，背后的循环链条是“集中持股于某一板块——板块上涨——赚钱效应吸引资金——基金规模扩大——进一步推动集中持股的板块上涨”，但 7 月风格切换打响第一枪之后，我们在报告《流动性的变局与破局》、《顺周期，不只是防守》中也提到，这种循环可能被打破，甚至“逆向化”，而当前，“逆向化”很可能已经发生。我们统计了在 2019 年以前，以及 2020 年各个季度内单位净值创新高的基金，**能够发现大部分创新高的时点在 2020 年 Q3 和 2020 年 Q4（尤其是在 2020Q4）**，对上述在 2020Q3 以后创净值新高的基金进行了风格系数的计算，我

们能够发现**创新高的基金在其创新高之后，风格就开始切向价值，这种切换的结果就导致了我们现在看到低估值聚集的周期板块的市场表现好于整体，而这种“赚钱效应”可能会像之前的“抱团成长”一样吸引基金进一步配置周期价值板块。**

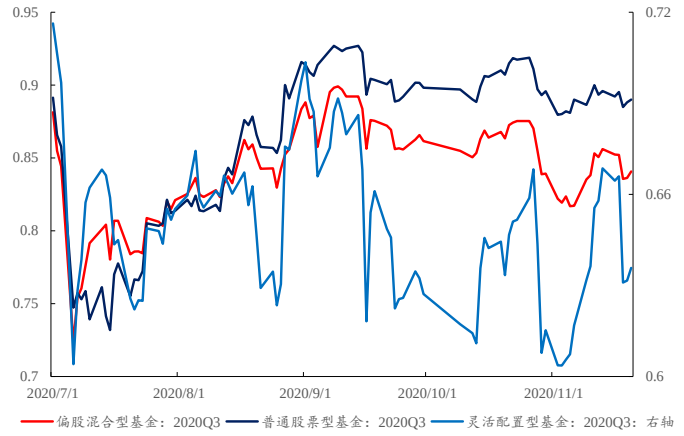
图5：大部分基金创新高的时点在 2020 年 Q3 和 2020 年 Q4



数据来源：Wind、开源证券研究所

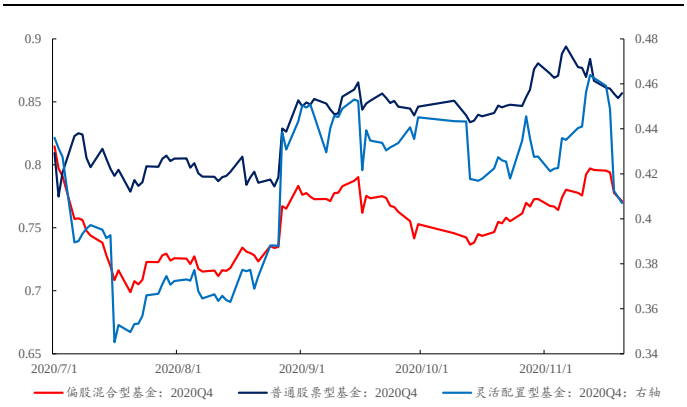
注：基金净值新高是按照复权净值筛选

图6：Q3 创新高的基金，Q3 达到成长风格高点后切向价值



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：Q4 新高的基金，Q4 达到成长风格高点后切向价值



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1、基金收益率的风格系数=成长系数-价值系数；2、成长系数和价值系数为基金净值收益率对国证成长、国证价值以及中债（财富）指数利用二次规划法计算得到的

更进一步，拆解基金对行业的配置仓位，我们可以进行一些有益的推测：**即以金融为代表的周期价值板块很可能成为 2020Q4 机构配置最具有性价比和吸引力的板块,而当下尚处分歧的临界点。**我们对在 2020Q3 和 20204 创新高的偏股混合型基金和普通股票型基金对行业的仓位配置进行了测算，能够发现不论是哪一类基金，进

2020Q4 之后，都增加了对可选消费板块的配置，而在 2020Q4 创新高的普通股票基金对顺周期板块的配置还在增多，其余基金有所回落，其背后的原因可能是：第一，7 月以来顺周期已经有部分板块开始跑赢市场，考虑到以建材、化工和工程机械等周期成长股在 3 季度的良好表现，提前持有顺周期成长板块的基金在 Q3 有兑现浮盈的需求；第二，我们在前期的基金持仓三季报点评《风格切换的根基已牢固》中计算过，三季度基金对顺周期板块有了明显提升，在 10 月以来的低估值板块行情中，部分基金可能获得了较好收益，偏股型基金和股票型基金在周期板块上采取了截然不同的策略。目前来看，可选消费和周期都在指示机构投资者选择买入经济复苏，但是比较来看：**可选消费已经成为所有人的持仓，股价和估值一直处于高位，经济复苏需要让“好的东西变得更好”；对于低估值周期股来说，市场有了赚钱效应（部分新高基金继续加仓），经济复苏只需让“差的东西改善”，现在尚处于部分人刚上车的好时机。**

图8：Q3 创新高的偏股混合型基金，增配可选，近期减周期



数据来源：Wind、开源证券研究所

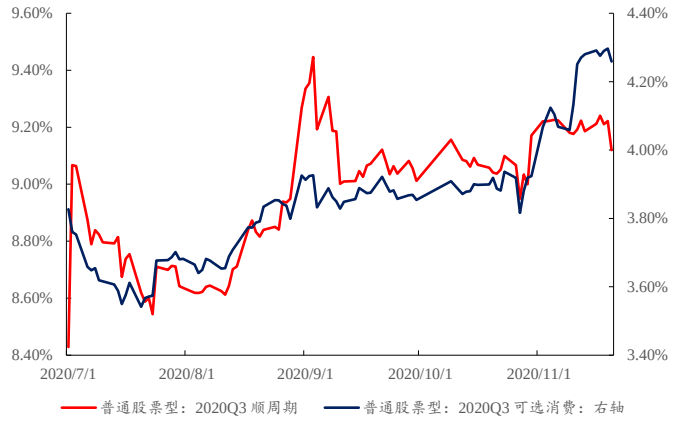
图9：Q4 新高的偏股混合型基金，增配可选，近期小幅减周期



数据来源：Wind、开源证券研究所

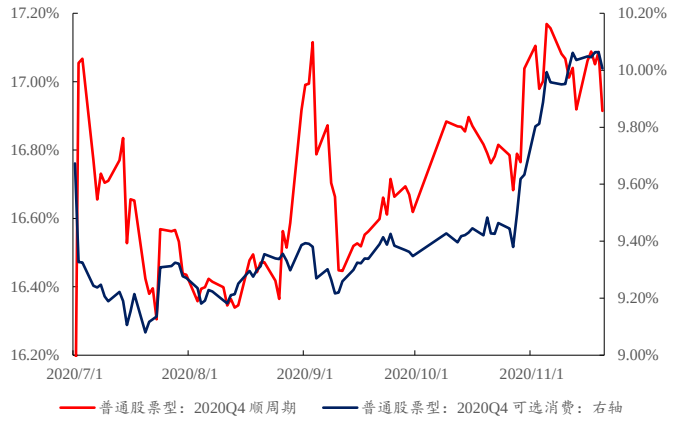
注：顺周期板块包括：银行、非银、地产、建筑装饰、建材、采掘、化工、钢铁、机械设备、有色、交运；可选消费包括：家电、汽车以及轻工（下同）

图10：Q3 创新高的普通股票型基金，增配可选



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：Q4 新高的普通股票型基金，增配可选和周期



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 周期不只有低估值，它的 ROE 应被定价

3.1、 坚守“好赛道”，不是当下最优策略

面对 2019 年下半年开始至 2020 年上半年极致的成长风格，市场中一部分观点认为这种风格的极致并非偶然发生的，也可能不是暂时的而是永续的，背后的逻辑是“好赛道”值得“高估值”，我们同意上述的部分观点，**但是无论多么好的“赛道”，都应当有合适的价格，以及提供给投资者相应的收益率。**我们基于市场上最乐观的业绩预测计算“好赛道”股票（科技、消费、医药）2022 年的目标市值，与最新市值相比，得到未来两年的平均年化预期收益率，得到的结果是：**年内表现优异的成长股，即使盈利预期兑现，未来也能够达到目标市值，预期收益率已相对较低，这其中还未考虑贴现率上行带来的估值影响。**

“好赛道”中是否还能“捡漏”，这可能是对“风格切换”仍然存疑的投资者当前最为关心的为题，本周“小酒”行情波动幅度较大，也体现了部分投资者开始以“好赛道”中的滞涨个股进行补涨这种假设做交易，我们再次计算发现，**年内滞涨（涨幅低于所在行业涨幅）或年内下跌的“好赛道”个股，在未考虑贴现率上行对估值的影响下，即使后续要求的盈利兑现，实现“补涨”达到目标市值，能够获得的平均年化收益率也同样相对较低。**

图12： “好赛道”=“高估值”也许正确，但也需要审视它所带来的预期收益率是否在可接受范围内

表：根据分析师预测，年内涨幅低于所在板块涨幅的个股对应的净利润两年年化增速及可能获得的平均年化收益率

所属行业	2020年预测净利润最大值（亿元）	2022年预测净利润最大值（亿元）	2022年预测最大市值（亿元）	当前最新市值（亿元）	目标市值要求的年化净利润增速	目标市值对应平均年化收益率	股票个数
电子	392	761	14927	11504	39.4%	13.9%	25
计算机	173	336	7473	5698	39.2%	14.5%	30
消费者服务	50	93	2292	1943	36.1%	8.6%	10
传媒	159	253	4117	3509	26.1%	8.3%	14
医药	477	733	16887	14558	24.0%	7.7%	34
通信	339	513	7207	6127	23.0%	8.5%	9
电力设备及新能源	398	600	8378	7137	22.9%	8.3%	26
食品饮料	692	1044	32578	27803	22.8%	8.2%	19
汽车	655	988	11314	9158	22.8%	11.1%	20
家电	309	427	6374	5535	17.5%	7.3%	7

注：基于市场上最乐观的业绩预测计算“好赛道”个股（包括科技、医药、消费）2022年的目标市值，与最新市值相比，得到未来两年的平均年化预期收益率。并将覆盖数超过5家机构，并且股票年初以来涨幅低于所在板块的股票按所属板块汇总构成。（板块涨幅使用中信一级行业指数年内涨幅）

表：根据分析师预测，年内涨幅为负个股对应的净利润两年年化增速及可能获得的平均年化收益率

所属行业	2020年预测净利润最大值（亿元）	2022年预测净利润最大值（亿元）	2022年预测最大市值（亿元）	当前最新市值（亿元）	目标市值要求的年化净利润增速	目标市值对应平均年化收益率	股票个数
消费者服务	7	14	190	144	46.2%	15.1%	2
计算机	98	193	4452	3238	40.3%	17.3%	19
医药	52	95	2091	1541	34.5%	16.5%	5
食品饮料	7	12	402	303	33.5%	15.1%	2
电子	98	164	3296	2539	29.3%	13.9%	8
通信	339	513	7207	6127	23.0%	8.5%	9
传媒	137	204	2998	2600	22.2%	7.4%	11
家电	30	42	830	667	18.6%	11.6%	2
电力设备及新能源	118	155	1645	1378	14.7%	9.3%	3

注：将覆盖数超过5家机构，并且股票年初以来涨幅为负的股票按所属板块汇总构成。（板块涨幅使用中信一级行业指数年内涨幅）

上述两表中，“好赛道”指科技类为通信、传媒、电子、计算机、电力设备及新能源；消费类为消费者服务、食品饮料、家电、汽车；以及医药

数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：即使“好赛道”发生扩散，也难以提供合意的收益率水平

表：根据分析师预测，年内涨幅低于所在板块涨幅的个股对应的净利润两年年化增速及可能获得的平均年化收益率

所属行业	2020年预测净利润最大值（亿元）	2022年预测净利润最大值（亿元）	2022年预测最大市值（亿元）	当前最新市值（亿元）	目标市值要求的年化净利润增速	目标市值对应平均年化收益率	股票个数
电子	392	761	14927	11504	39.4%	13.9%	25
计算机	173	336	7473	5698	39.2%	14.5%	30
消费者服务	50	93	2292	1943	36.1%	8.6%	10
传媒	159	253	4117	3509	26.1%	8.3%	14
医药	477	733	16887	14558	24.0%	7.7%	34
通信	339	513	7207	6127	23.0%	8.5%	9
电力设备及新能源	398	600	8378	7137	22.9%	8.3%	26
食品饮料	692	1044	32578	27803	22.8%	8.2%	19
汽车	655	988	11314	9158	22.8%	11.1%	20
家电	309	427	6374	5535	17.5%	7.3%	7

注：基于市场上最乐观的业绩预测计算“好赛道”个股（包括科技、医药、消费）2022年的目标市值，与最新市值相比，得到未来两年的平均年化预期收益率。并将覆盖数超过5家机构，并且股票年初以来涨幅低于所在板块的股票按所属板块汇总构成。（板块涨幅使用中信一级行业指数年内涨幅）

表：根据分析师预测，年内涨幅为负个股对应的净利润两年年化增速及可能获得的平均年化收益率

所属行业	2020年预测净利润最大值（亿元）	2022年预测净利润最大值（亿元）	2022年预测最大市值（亿元）	当前最新市值（亿元）	目标市值要求的年化净利润增速	目标市值对应平均年化收益率	股票个数
消费者服务	7	14	190	144	46.2%	15.1%	2
计算机	98	193	4452	3238	40.3%	17.3%	19
医药	52	95	2091	1541	34.5%	16.5%	5
食品饮料	7	12	402	303	33.5%	15.1%	2
电子	98	164	3296	2539	29.3%	13.9%	8
通信	339	513	7207	6127	23.0%	8.5%	9
传媒	137	204	2998	2600	22.2%	7.4%	11
家电	30	42	830	667	18.6%	11.6%	2
电力设备及新能源	118	155	1645	1378	14.7%	9.3%	3

注：将覆盖数超过5家机构，并且股票年初以来涨幅为负的股票按所属板块汇总构成。（板块涨幅使用中信一级行业指数年内涨幅）

上述两表中，“好赛道”指科技类为通信、传媒、电子、计算机、电力设备及新能源；消费类为消费者服务、食品饮料、家电、汽车；以及医药

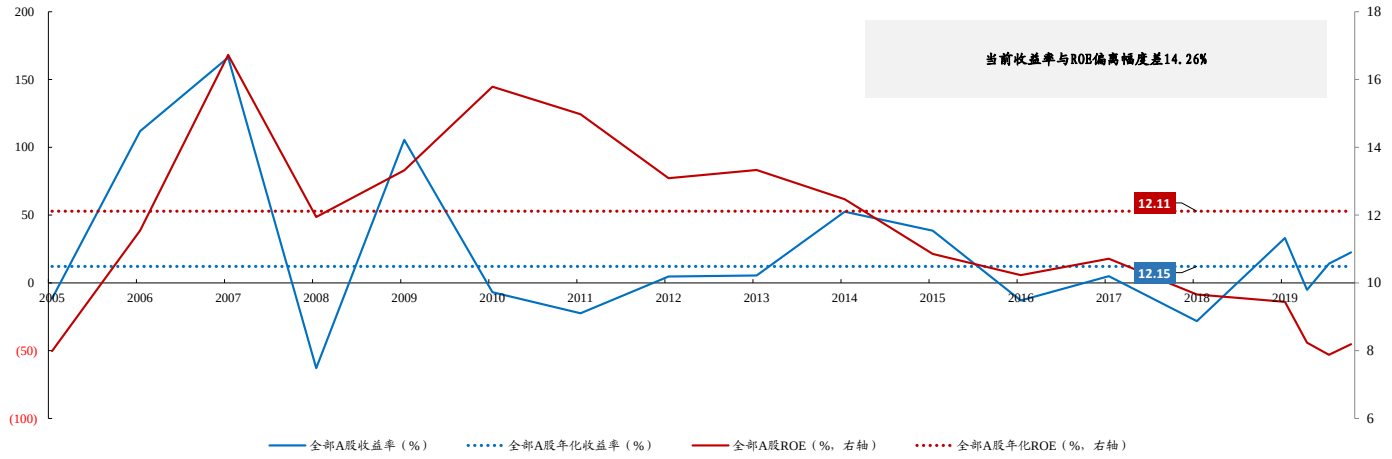
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、 重新认知“传统赛道”，提供股东回报的能力不差

在一个增量市场中，人们自然而然地关心“增长”，这也是为何当我们谈到业绩时，往往指代的是“盈利增速”，但与之相对的是在存量市场中，人们应当关心的是“盈利能力”，即面对有限（或低速增长的需求），通过对成本和费用的管控，最终能够给予股东的回报，**一个最好的衡量指标就是 ROE。**

ROE 是股东收益的源泉。长期收益率向 ROE 回归不是新鲜的理论，**但这种回归在当前的宏观环境下有较大可能发生，根据这种策略，顺周期和其中深度价值的金融板块的较高 ROE 应当被定价。**我们计算了 A 股整体和各风格板块的年化滚动收益率和 ROE（TTM），拉长时间来看，年化收益率与 ROE 差异不大（图 14 中红色横虚线和蓝色横虚线的差异仅仅为 0.04 个百分点），但如果将时间颗粒度变小，收益率和 ROE 是围绕着这个长期中枢在波动，而两者总具有相互“合拢（回归）”的规律，历史上两者回归，即收益率与 ROE 相匹配的时间为 2009 年、2016-2017 年，**与当前的情况存在几点类似：（1）都是经历了经济的复苏期，**2009 年是我国从金融危机走出来之后，强力的逆周期调控政策所带来的的经济 V 字反弹，A 股整体 ROE 水平向上，向收益率回归（金融危机前收益率达到新高，后下跌反弹），2016-2017 年时，国内和国外经济整体复苏，内外需相对强劲，且经过供给侧改革后，企业的产能利用率水平提升，ROE 上升；**（2）都处于前期非常规货币政策逐步退出，财政发力，货币“脱虚入实期”，**2015 年的货币宽松在 2016-2017 年逐渐转换为信用扩张，即我们在此前反复提及的“脱虚入实”，此时股市赚的是盈利的钱，因此 ROE 和年化收益率回归。

图14：即使“好赛道”发生扩散，也难以提供合意的收益率水平

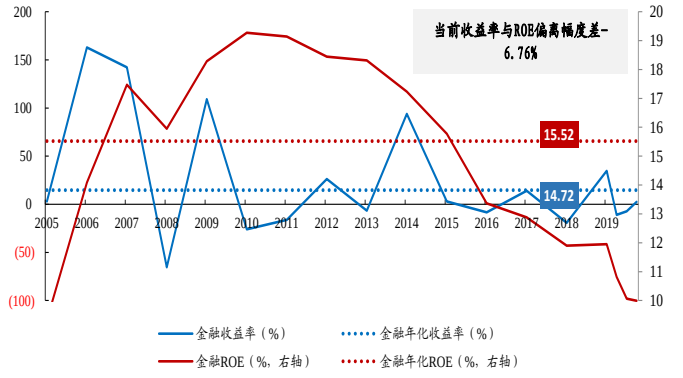


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：备注：当前收益率与 ROE 偏离幅度差 = （当前收益率-年化收益率）-（当前 ROE-年化 ROE）当前收益率与 ROE 偏离幅度差越大，意味着收益率的偏离相较 ROE 更大，即股价相较基本面偏离历史基准较大，大于 0 则存在向下回归的压力，小于 0 则存在向上修复的动力。（下同）

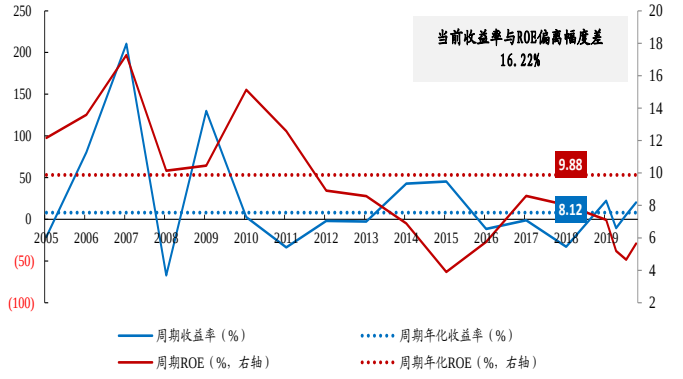
根据上述理论，我们计算了分金融、顺周期、消费、成长板块的 ROE 和年化收益率，以及他们之间相对于长期中枢的偏离程度，**基本的逻辑是，年化收益率相对于 ROE 的偏离程度越低（甚至为负），意味着 ROE 提升所带来的的收益率弹性更大，反之则越小。**金融板块当前收益率与 ROE 偏离度(考虑了长期中枢偏离度)为-6.76%，意味着在当前的 ROE 水平下未对金融板块给予足够的年化收益率，进一步推论就是在未来经济修复过程中银行板块 ROE 水平得不到提升，年化收益率也应当提升 6.76 个百分点，**以此类推，金融的年化收益率相对于 ROE 修复的弹性>周期>消费>成长。**

图15：金融板块收益率未合理定价，向 ROE 回归动力充足



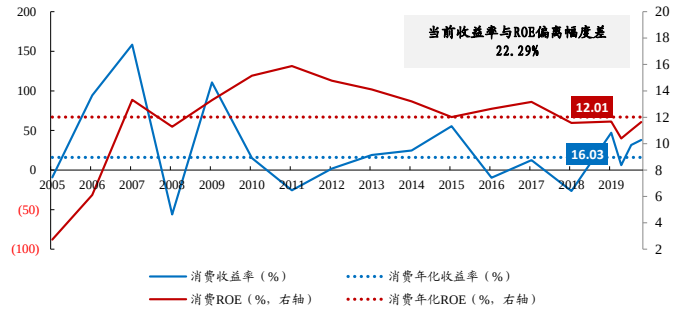
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：周期板块收益率与 ROE 偏离率低于消费和成长



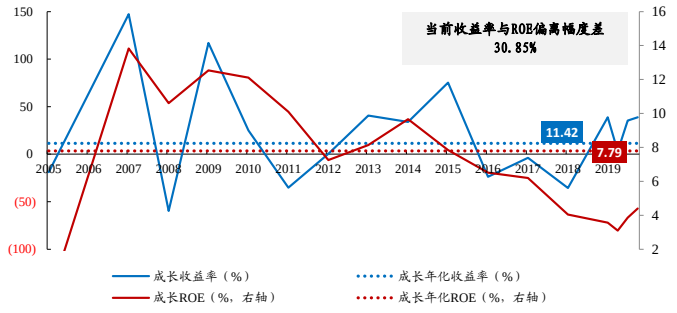
数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：消费板块收益率与 ROE 偏离度较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：成长板块收益率与 ROE 偏离度较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 收益率回归 ROE 的时点就在当下，买入顺周期

A 股给予投资者的风险补偿已经处于历史的均值水平。历史上看风险溢价水平回落到均值时，对应的是经济复苏时期。比较有参考意义是我国经济在 2017 年进入复苏深水区之后，Wind 全 A 指数收益率中盈利贡献占据主导，估值贡献反而为负。如何以盈利弹性对抗估值收缩压力成为 A 股内部任何投资标的都需要面对的命题。此前市场可能仍偏好受益于经济复苏且具有 α 收益的个股，**而当下全球经济复苏的确定性将为投资者系统性价值发现提供更好的宏观基础。**

疫情对经济造成的损害在过去是“疫情交易”的根本，那时投资者所做的是寻找“损失较少”的资产，而当下，疫情如果发生反复，那么它提供的是“复苏交易”的时间窗口和机会。由于前期防控经验的积累、防控措施的实施，并且疫苗研发成功和顺利投产、接种在不断出现积极变化，经济复苏的确定性被不断推高，随着全球风格切换正在发生，与 A 股共振在途，A 股的风格切换将向更深入推进，我们认为当前投资者应当抓紧时间买入复苏，勿再犹豫，把握以下三条主线（不分先后）：（1）在复苏具有方向的确定性下，经济复苏带来价值修复：**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）通胀交易可以布局：**有色（铜、铝），煤炭（焦煤）。**

5、 风险提示

疫苗的作用证伪，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