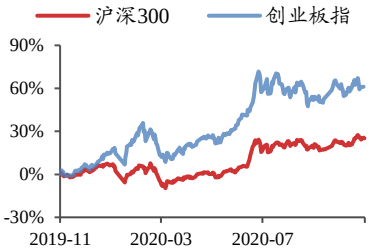
2020 年 11 月 18 日

开源晨会 1118

——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(%)
房地产	1.92
银行	1.29
交通运输	1.13
汽车	1.05
家用电器	0.88

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
医药生物	-2.25
电气设备	-1.9
国防军工	-1.85
计算机	-1.64
综合	-1.34

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

【宏观】10 月经济释放的“信号”——宏观经济点评-20201116

工业生产延续 3 月以来的改善态势，其中改善最显著、持续性最强的多为中上游行业，主要集中于 3 类逻辑链：① 疫情背景下，国内稳增长及“外溢效应”带动基建和地产投资快速修复，对上游黑色和非金属制造、中游通用设备等行业形成明显拉动；② 2020 年中以来，外贸链快速回暖，对纺织、电气机械及器材等形成提振；③ 部分行业自身逻辑在疫情背景下进一步强化，以医药制造为典型代表。

【金融工程】国债期货的假期效应——开源量化评论系列（12）-20201117

近年来国债期货发展迅速，成为投资者套保与交易的重要工具。通常，交易者在假期前出于对风险、突发信息等多方面因素的考虑，其行为可能会有一定变化。本文以运行时间较长、流动性较好的五年期（TF）与十年期国债期货（T）为考察对象，探讨国债期货的假期效应，并在此基础上构建 CTA 交易策略。

行业公司

【房地产】量价齐升推动销售靓眼，开竣工全面复苏、投资表现靓眼

我们认为，地产仍是当前财政和投资的重要托底工具，目前行业温和向好，对基本面形成支撑。维持行业看好评级，我们认为四季度地产将取得超额收益。

【食品饮料】双十一电商渠道分析：龙头优势稳固，细分领域新品牌异军突起

投资建议：食品饮料景气度较高，把握细分行业龙头

行业内龙头领先优势稳固，增长前景较好，我们建议关注食品饮料行业的龙头企业：白酒行业的贵州茅台和五粮液、乳制品行业的伊利股份、燕麦行业的西麦食品、粮油调味行业的金龙鱼。

【食品饮料：恒顺醋业(600305.SH)】吹响改革号角，百年恒顺再起航——公司首次覆盖报告-20201117

公司产品力强，生产工艺领先，品牌底蕴深厚，地理标志保护为镇江恒顺香醋构筑了天然品牌壁垒，过往多年公司受制于国企体制的约束和多元化发展的阵痛，调味品主业发展相对同行较为缓慢，新一轮改革有望重新激发内在动能，释放品牌潜力。

【传媒：芒果超媒(300413.SZ)】阿里创投或成第二大股东，多业务协同可期——公司信息更新报告-20201117

1、阿里创投意向受让公司 5.26%股权，协同效应可期，维持“买入”评级

2、筑牢内容自制壁垒，或强化与优酷双联播合作模式，拓宽平台护城河

3、或借助阿里巴巴供应链等优势，轻装上阵助推“小芒电商”起步

研报摘要

总量研究

【宏观】10 月经济释放的“信号”——宏观经济点评-20201116

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002 | 张蓉蓉（分析师）证书编号：S0790520070006| 段玉柱（联系人）证书编号：S0790120070013

工业生产：中上游制造业生产多数改善，3 条逻辑链上生产活跃度总体较高

10 月经济数据总体不错，主要指标均持平或较前值进一步改善，其中工增、投资数据好于市场预期。具体来看，10 月工业增加值同比增速 6.9%、持平 9 月，好于市场平均预期（6.5%）；1-10 月固定资产投资累计同比 1.8%、较前值抬升 0.2 个百分点，也高于市场平均预期（1.6%），对应当月同比增速 9.3%，较 9 月进一步抬升 1.7 个百分点，其中基建、地产、制造业三大投资分项增速均进一步改善。

工业生产延续 3 月以来的改善态势，其中改善最显著、持续性最强的多为中上游行业，主要集中于 3 类逻辑链：① 疫情背景下，国内稳增长及“外溢效应”带动基建和地产投资快速修复，对上游黑色和非金属制造、中游通用设备等行业形成明显拉动；② 2020 年中以来，外贸链快速回暖，对纺织、电气机械及器材等形成提振；③ 部分行业自身逻辑在疫情背景下进一步强化，以医药制造为典型代表。

投资需求：基建和地产好于“预期”，稳增长余温仍在、支持投资短期“韧性”

基建年底加快施工，或受财政支出加快落地提振；稳增长余温仍在，支持投资短期“韧性”。10 月，固定资产投资估算当月同比 9.3%（9 月 7.6%）。其中，基建投资增速抬升 2.3 个百分点至 7.1%，虽部分受低基数扰动，但环比增长力度也好于季节性规律，或反映施工进度有所加快；主要分项中，电热燃、水利环境和公共设施管理增速均明显抬升。广义财政支出加快落地，对基建投资形成一定支撑。

房地产投资“超预期”抬升，短期增速或将维持在较高水平。10 月，地产投资当月同比 12.2%，较前值上升 0.3 个百分点。考虑到 2019 年底土地成交价款基数快速抬升、对近期土地购置费产生扰动，剔除土地购置费后的建安投资增速或在 13%附近、持平 9 月，均低于 8 月的高点（14.4%）。结合玻璃价格、水泥库存等中观高频指标来看，交付逻辑、高周转等对地产投资的阶段性支持仍在逐步体现。

居民消费：消费随就业和收入继续改善，线下服务消费改善的弹性相对较大

居民消费继续修复，线下服务消费修复较快、餐饮收入增速首次回正。10 月，服务消费继续修复，餐饮收入同比增速 0.8%、年内首次回正，旅游住宿等线下服务消费活动基本恢复至 2019 年同期 8 成上下；商品消费增速 4.8%、较前值抬升 0.7 个百分点，改善幅度放缓，化妆品、服装和家电增速抬升幅度较大，或与电商促销节奏错位等有关。就业形势总体向好下，居民消费还将随就业和收入继续改善。

向后展望，居民消费还将随就业和收入继续改善；线下服务消费改善幅度较大、后续弹性值得关注。10 月失业率 5.3%，已基本降至疫前水平，单月新增就业人数同比增长 16%、为近年最高水平，就业形势总体向好。未来一段时间，伴随就业和收入继续改善，居民消费或将继续改善，其中线下服务前期受疫情压制较多，后续改善空间和弹性或相对较大，如文娱教、旅游餐饮等线下生活服务消费等。

风险提示：海外宏观经济或监管政策出现重大调整；疫情出现超预期变化。

【金融工程】国债期货的假期效应——开源量化评论系列（12）-20201117

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 苏俊豪（联系人）证书编号：S0790120020012

国债期货存在假期效应

近年来国债期货发展迅速，成为投资者套保与交易的重要工具。通常，交易者在假期前出于对风险、突发信息等多方面因素的考虑，其行为可能会有一定变化。本文以运行时间较长、流动性较好的五年期（TF）与十年期国债期货（T）为考察对象，探讨国债期货的假期效应，并在此基础上构建 CTA 交易策略。

研究发现 T 与 TF 在持仓与收益的变动上存在着相似的假期效应，假期前的两个交易日，持仓量有一定程度下降，同时收益率偏正；而假期后的首个交易日，持仓上升，收益率偏负。我们认为，持仓与收益的变化暗示了国债期货交易者的一系列行为。假期前后持仓变动方向与收益率的背离，很可能来源于空头方在假期前后的离场与进场。

进一步研究发现，假期后首个交易日的负收益率主要体现在日内，从持仓与价格的互动来解释，这说明空方在假期之后的返场并不是集中在开盘，而是在一天甚至更长时间内完成的（假期后第二个交易日的隔夜收益也偏负）。

假期效应很大程度上就是周末效应，但在出现长于 2 天的连续假期时，假期后首个交易日的隔夜收益有所不同。

基于假期效应的国债期货 CTA 策略

基于国债期货的假期效应，我们提出了一个简单的国债期货交易策略：

（1）根据交易日历，判断当前交易日是否为假期前最后一个交易日，若是，则进一步判断随后假期是否属于长假（假期长于 2 天）。

（2）若随后的假期属于长假，则于长假之后的第一个交易日以开盘价做空，持有至假期后的第二个交易日，以开盘价平仓；若随后的假期属于周末，则以当日的收盘价做空，持仓过节，持有至假期后的第二个交易日，以开盘价平仓。

（3）其余时间段做多。

策略在 T 与 TF 的主力合约上表现良好，在 T 合约上表现尤其优秀，日均收益 2.3bp，交易次均收益可达 5bp 以上。

风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。

行业公司

【房地产】量价齐升推动销售靓眼，开竣工全面复苏、投资表现靓眼——行业点评报告-20201117

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

单月销售面积增速创 2017 年 7 月以来新高，需求景气度仍处高位

国家统计局发布 2020 年 10 月商品房投资和销售数据，2020 年 10 月，商品房销售面积单月同比增长 15.3%（9 月 7.3%），单月销售面积增速创 2017 年 7 月以来新高，需求景气度仍处高位。销售面积累计增速为 0%，较前值提升 1.8 个百分点，自 2 月以来持续好转。10 月，商品房销售额单月同比增长 23.9%（9 月 16.0%）；累计增速+5.8%，增幅较前值提升 2.1 个百分点。从区域看，东部、中部、西部、东北区域单月住宅销售面积增速分别为 20%、11%、18%、-8%，较前值分别提升 9.2、提升 8.8、提升 8.8、下降 2.2 个百分点，除东北区域，其他区域复苏明显。我们认为，地产仍是当前财政和投资的重要托底工具，目前行业温和向好，对基本面形成支撑。维持行业看好评级，我们认为四季度地产将取得超额收益。

单月开竣工增速回正，竣工端修复较为明显

2020 年 10 月，房屋新开工面积单月同比增长 3.5%，较前值提升 5.5 个百分点；累计增速-2.6%，较前值提升 0.7 个百分点；受益于需求端景气度持续高位，房企新开工意愿有所回升，但考虑到融资新政影响，我们继续对开工维持“短多长空”判断。10 月，房屋竣工面积同比增长 5.9%，较前值提升 23.5 个百分点，在 2019 年同期高基数基础上实现正增长；累计增速-9.2%，较前值提升 2.4 个百分点。年内竣工数据表现一般，但 10 月复苏迹象明显，

同时高竣工是前两年高开工的必然推演，我们继续维持全年高竣工判断。

施工力度回落，土地市场热度依旧，地产投资增速靓眼

2020 年 10 月，房地产开发投资额同比增长 12.7%，较前值继续提升 0.7 个百分点；累计增速 6.3%，较前值提升 0.8 个百分点；投资增速靓眼主要依赖土地端的拉动，10 月购置土地面积、土地成交价款累计增速分别为-3.3%、14.8%，较前值分别下降 0.4 个百分点、提升 1.0 个百分点。公司施工端表现平稳，10 月施工面积单月增速-1.9%，较前值提升 2.7 个百分点；累计增速 3.0%，略有回落。

回款可观，房企到位资金表现靓眼

2020 年 10 月，房地产开发企业到位资金同比增长 14.5%，较前值持平；累计增速+5.5%，较前值提升 1.0 个百分点。分结构看，国内贷款、自筹资金、定金及预收款、个人按揭贷款当月增速分别为 18.5%、11.8%、16.2%、13.1%，较前值分别提升 14.2、下降 7.8、提升 1.5、下降 2.2 个百分点；国内贷款、定金及预收款增速改善较为明显。

风险提示：行业销售波动；货币政策大幅收紧。

【食品饮料】双十一电商渠道分析：龙头优势稳固，细分领域新品牌异军突起——行业深度报告-20201116

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 叶松霖（联系人）证书编号：S0790120030038

双十一需求旺盛，平台销售额创新高

2020 年双十一天猫、京东销售额创新高，其中天猫同周期、同口径 GMV 同比增 26%；京东同比增 32.8%。双十一平台销售规模扩大主因：（1）市场持续下沉，三四线城市增速较快；（2）预售时间及活动时间拉长，总体售卖时间长至 22 天；（3）直播电商较为火热，可为平台引流；（4）活动多以满减方式呈现，力度大且参与方式更为简单。

2020 年双十一期间热销品类为家用电器、手机数码、男女服装，食品饮料销售额排名第 8，与 2019 年持平。天猫双十一期间食品饮料大部分行业量价齐升，呈现三个特点：（1）食品饮料行业前五大销售品牌多为龙头品牌，排名变动较小，龙头企业领先优势稳固；（2）一些注重营销、具备网红属性、用户消费体验感强、满足消费者多样化需求的新兴品牌在细分领域表现较为优异。（3）美团外卖、京东到家等新零售渠道快速崛起，热销品类多为食品饮料品类。

品类表现一：龙头品牌领先优势明显，地位稳固

双十一活动期间，食品饮料行业的龙头品牌地位稳固：（1）休闲食品：三只松鼠、百草味、良品铺子等头部品牌地位基本不变。双十一期间，三只松鼠线上、线下齐发力，大单品销售较好。（2）奶粉：爱他美销售额排名稳居第一。国产奶粉品牌中国飞鹤排名前进 3 名。（3）常温液态奶：双十一全网常温液态奶销售中蒙牛乳业、伊利股份位居行业前二，领先优势稳固。（4）保健食品：天猫双十一期间 Swisse、汤臣倍健、益节稳居行业前三，排名未变。（5）白酒：白酒中茅台、五粮液、泸州老窖稳居行业前三，行业前三名排名未发生变化。

品类表现二：细分行业中新兴品牌表现优异，具备先发优势

双十一活动期间，新兴品牌在饮品和辅食行业中切入细分市场，表现优异。（1）辅食：宝宝零食、宝宝辅食中兼具好吃、好看、好玩元素的新兴品牌宝宝馋了、小鹿宝宝崛起。（2）乳制品：认养一头牛采用认养模式，与消费者深度互动，销售额快速增长。（3）麦片：王饱饱、欧扎克线上发力较早，具备先发优势，排名较为稳固，销售额排名连续两年为前二。

投资建议：食品饮料景气度较高，把握细分行业龙头

双十一期间消费需求旺盛，消费升级趋势延续，其中乳制品、麦片、保健食品、粮油调味行业量价齐升；酒类、休闲食品均价稳步提升。行业内龙头领先优势稳固，增长前景较好，我们建议关注食品饮料行业的龙头企业：白酒

行业的贵州茅台和五粮液、乳制品行业的伊利股份、燕麦行业的西麦食品、粮油调味行业的金龙鱼。

风险提示：宏观经济波动风险、消费复苏进度低于预期风险、原材料价格波动风险。

【食品饮料：恒顺醋业(600305.SH)】吹响改革号角，百年恒顺再起航——公司首次覆盖报告-20201117

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 方勇（分析师）证书编号：S0790520100003

百年恒顺醋业，洗尽铅华，拥抱改革

预计 2020-2022 年公司归母净利为 3.45 亿、4.24 亿、5.20 亿元，EPS 分别为 0.34、0.42、0.52 元，当前股价对应 PE 分别为 61.5、50.0、40.8 倍。公司是食醋行业龙头，新一轮国企改革将带动公司迈入快速发展新车道，公司首次覆盖给予“增持”投资评级。

聚焦主业、不断进阶的香醋龙头

恒顺醋业是镇江香醋的代表企业，拥有 180 年的历史，是我国食醋行业的龙头。恒顺醋业的发展历程可以分为四个阶段：品牌沉淀和发展阶段、多元化布局和加码阶段、阵痛调整和逐渐剥离阶段、品牌扩张和渠道深耕阶段以及发力餐饮和渠道变革阶段，恒顺醋业的发展历程是不断回归初心、聚焦主业的过程。发展至今已形成食醋、料酒和酱类协同发展的良好产品布局，产品高端化、品类多样化。

吹响改革号角，醋业龙头再起航

恒顺醋业作为镇江市国资委下辖企业，是镇江地方文化的名片。但过去多年以来，公司受制于国企体制的约束和多元化发展的阵痛，调味品主业发展相对同行较为缓慢。自新管理层到任以来，肩负政府推动国改重任，首先调整激励机制，激发企业内在经营活力；经营目标加码，层层传导提升经营效率；加快省外市场布局，为醋类全国化打下坚实基础。公司产品力强，生产工艺领先，品牌底蕴深厚，地理标志保护为镇江恒顺醋业香醋构筑了天然品牌壁垒，新一轮改革有望重新激发内在动能，释放品牌潜力。

分散竞争、亟待整合、快速成长

食醋行业处于快速成长期，市场规模约为 170 亿，伴随量价齐升，未来仍将持续扩容。食醋行业地域竞争明显，集中度较低，CR5 仅 22%，恒顺醋业、水塔等传统醋企市场份额领先，海天、千禾也相继入局，市场竞争激烈。对标日本以及发展相对成熟的其他调味品子行业，食醋行业集中度将进一步提升。

风险提示：渠道扩张不及预期风险，改革进度放缓风险，食品安全风险

【传媒：芒果超媒(300413.SZ)】阿里创投或成第二大股东，多业务协同可期——公司信息更新报告-20201117

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 余倩莹（联系人）证书编号：S0790120040010

阿里创投意向受让公司 5.26%股权，协同效应可期，维持“买入”评级

公司控股股东芒果传媒拟通过公开征集受让方的方式协议转让公司 5.26%股权，转让价格不低于 66.23 元/股，截至公开征集截止时间，仅杭州阿里创业投资有限公司 1 家意向受让方以有效形式提交申请材料。我们认为，若公司成功引入阿里创投作为战略投资者，一方面，有利于公司加强与优酷的内容合作，强化内容优势；另一方面，有利于公司依托阿里巴巴电商供应链优势，助力“小芒电商”业务和公司内容电商战略推进，提升变现能力，业绩有望持续高增长。我们维持此前盈利预测不变，预测公司 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 18.32/21.80/25.66 亿元，对应 EPS 分别为 1.03/1.22/1.44 元，当前股价对应 PE 分别为 68/57/49 倍，维持“买入”评级。

筑牢内容自制壁垒，或强化与优酷双联播合作模式，拓宽平台护城河

公司此前公告拟定增募集资金，主要投入内容资源库扩建，用于 6 部 S 级影视剧的网络独家版权采购、11 部 A 级影视剧自制（定制）、18 部 S 级综艺自制，有利于公司自身扩大优质剧集及综艺产能，丰富内容产品层次，进一

步实现用户出圈，增加会员和广告收入。此外，若成功引入阿里创投，在内容层面，有利于公司强化与优酷的战略合作，基于双方在《我好喜欢你》《三千鸦杀》《琉璃》等成功合作经验，或锁定“芒果 TV+优酷”双联播合作模式，共享内容资源；在用户层面，芒果 TV 或借力优酷在悬疑剧集、电影、动漫等内容领域的比较优势，突破以年轻女性为主的用户结构，实现破圈；在会员层面，芒果 TV 或有望加入淘宝“88VIP”会员矩阵，依托阿里系产品导流，进一步扩大会员规模。

或借助阿里巴巴供应链等优势，轻装上阵助推“小芒电商”起步

公司发力打造基于长视频内容的“小芒”垂直电商，若成功引入阿里创投，一方面，有利于公司探索内容电商的运作模式，阿里强大的品牌商家与头部主播资源或助力公司实现“IP+KOL+品牌”催化反应，兼具品牌传播和效果营销双重价值。另一方面，公司有望借助阿里巴巴强大的电商供应链，减少前期投入，降低运营风险，更聚焦于自身擅长的内容领域，实现与阿里电商业务的协同效应。

风险提示：行业竞争加剧的风险；平台用户增长不及预期的风险；广告收入受宏观经济等影响或存在波动性；阿里创投能否成为最终受让方存在不确定性。

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（underperform）	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（underperform）	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