2020 年 10 月 25 日

金融成为当下市场的最优解

——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

王汎炜（联系人）
wangkuangwei@kysec.cn
证书编号：S0790120040033

梅锴（联系人）
meikai@kysec.cn
证书编号：S0790120070044

● 进入盈利验证期，估值驱动转弱

本周（2020 年 10 月 19 日至 2010 年 10 月 23 日），仅银行及汽车实现涨幅，**几个重要的市场指数均下跌，且估值越高的指数跌幅更大。**我们复盘了 10 月 23 日当天公募基金重仓前 100 中下跌幅度超过 5%或本周跌幅超过 10%的股票，**发现核心原因在于：**进入三季报发布期后，盈利预期存在被证伪的风险，投资者有动机卖出已经出现证伪迹象的股票；对于未出现证伪迹象的股票，由于将面临业绩真空期，兑现浮盈成为重要因素，此类股票往往是公募与北上共同重仓。这意味着并非所有“闪崩”个股都会继续调整，我们对于其中“周期成长股”并不悲观。

● 复苏进一步推进，上行风险概率性存在

经济随疫情修复过程中，**市场担心的就是出现“逆周期退出，但内生动能不足”的情形，**这种担忧在近期的宏观数据中得到了部分的支持，例如三季度的经济增速减慢，不及预期。就宏观数据来看，制造业投资和消费、出口数据持续强势，但在复苏前期起到主要作用的基建投资和房地产开发投资逐渐转弱，背后是逆周期向内生动能的切换正在发生，也意味着投资向消费、出口的切换变得可能。全球疫情后的复苏可能会对中国以制造业为主的产业链形成支撑，甚至形成“上行风险”。这种概率事件需要被投资者考虑到对于未来的情形假设中。

● 复苏推进，价值深化

10 月 23 日部分基金重仓股调整幅度较大，但在大量顺周期行业中公募基金重仓股表现却好于所在行业非重仓股（建筑、银行、基础化工、房地产、非银等）这意味着：**低配置比例板块的机构重仓股正在形成抱团的新方向。**从更具有绝对收益特征的南下资金来看，近期也对港股金融板块大幅流入，说明“防御”也不是金融上涨的唯一逻辑。根据我们风格切换与行业轮动框架的系列研究，**这符合随着经济复苏的推进，深度价值品种迎来明显价格弹性的历史规律。**同时，海外市场逐步走出疫情，我们此前提示的全球风格切换共振的情形可能正在发生。

● 无论对经济持有何种观点，金融都是当下最优选择

以金融为代表的周期价值股与成长（科技、消费）并不形成宏观上的对立，当下可能的未来是：（1）全球复苏，信贷数据大幅扩张，经济持续修复，**金融领涨，后期需要转向与通胀交易更加相关的顺周期品种；**（2）信贷数据如预期的在 4 季度回落高位震荡，但经济修复**持续性逐步被认可，以银行为代表的金融板块资产质量逐级改善，修复估值带来股价弹性，周期成长股同样具有机会；**（3）信贷数据不及预期，向下拐点型回落，出现类似 2018 年的“杀估值”行情，金融板块由于低估值具有防御属性。**当下的宏观状态下，并不存在经济弱买科技消费，经济强买周期的选择题，金融股是应该是当下对经济持有不同观点投资者的共同选择**：第一顺位推荐当下宏观不确定性下的期权品种：**银行、保险、房地产**；第二顺位推荐行业景气度上行的：**化工（大炼化、钛白粉等）、汽车、集运**。

● 风险提示：疫情导致经济再次大面积封锁，宏观政策超预期收紧

相关研究报告

《投资策略周报-为全球风格共振做好准备》-2020.10.18

《投资策略专题-三季报预告：复苏交易的加速器》-2020.10.17

《投资策略点评-神秘的力量（二）：暗流再现，交易复苏》-2020.10.14

目 录

1、 市场进入盈利验证期，估值驱动转弱 3
2、 复苏推进，理解“上行风险” 4
2.1、 国内走进复苏深水区：宏观环境变化成为重要矛盾 4
2.2、 潜在上行风险：国内外疫情不同步，但复苏走向共振 5
3、 价值深化的趋势正在形成 6
4、 金融成为不确定未来下的最优解 8
5、 风险提示 9

图表目录

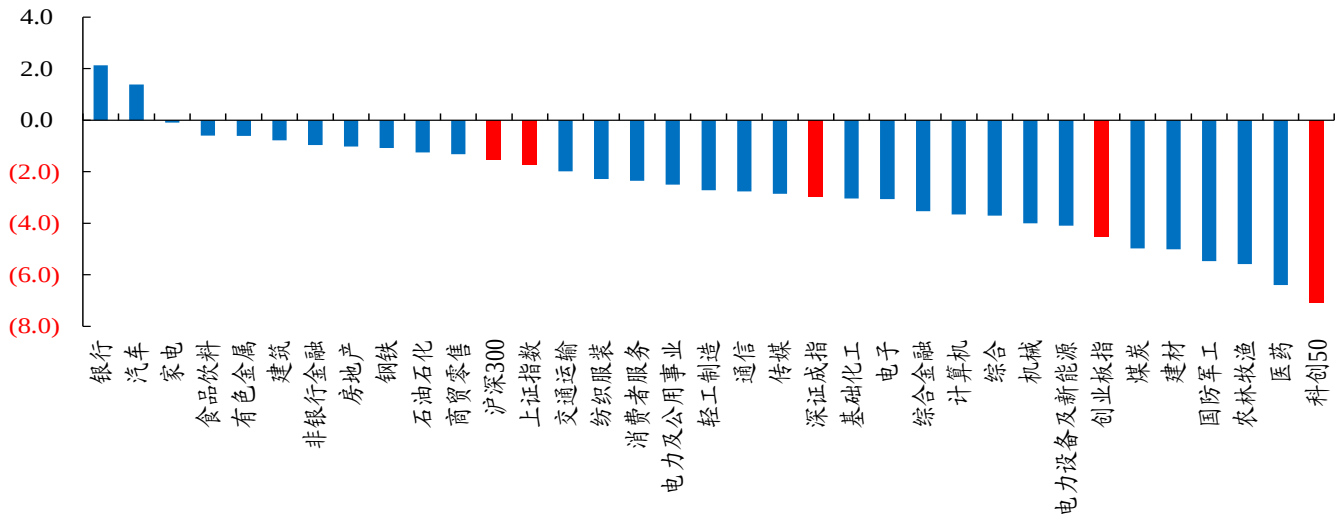
图 1: 行业及主要市场指数表现（2020 年 10 月 19 日至 2010 年 10 月 23 日） 3
图 2: 主要市场指数中，估值越高跌幅越大 3
图 3: 社零同比已经转正，经济修复由逆周期调控政策驱动转向自发动能 5
图 4: 3 季度 GDP 同比增速的斜率较 2 季度放缓 5
图 5: 海外每日新增病例创历史新高 5
图 6: 美国实际利率上行 5
图 7: 美国通胀预期升温 6
图 8: 美联储购买国债速度放缓 6
图 9: 美国制造业订单与库存之间缺口达到了历史新高 6
图 10: 疫情以来，美国商业企业破产申请超过历年同期 6
图 11: 公募基金港股行业配置比例，金融板块较低 7
图 12: 重仓股内部行业分化、重仓与非重仓股分化 7
图 13: 近日，南下资金更多买入金融行业 7
图 14: 7 月以来，南下净买入港股超过 400 亿人民币 7
图 15: 以中报数据来看，公募基金持有港股不足 2000 亿 8
图 16: 公募基金对 A 股金融行业配置为低配 8
图 17: 利率走势，决定了是漂移还是切换 9
图 18: 2012 年末、2017 年下半年 PPI 出现向上拐点，而其余三个时期，PPI 都持续下行 9

表 1: 调整幅度大的个股复盘，盈利预期扰动是关键，交易层面是触发 4

1、 市场进入盈利验证期，估值驱动转弱

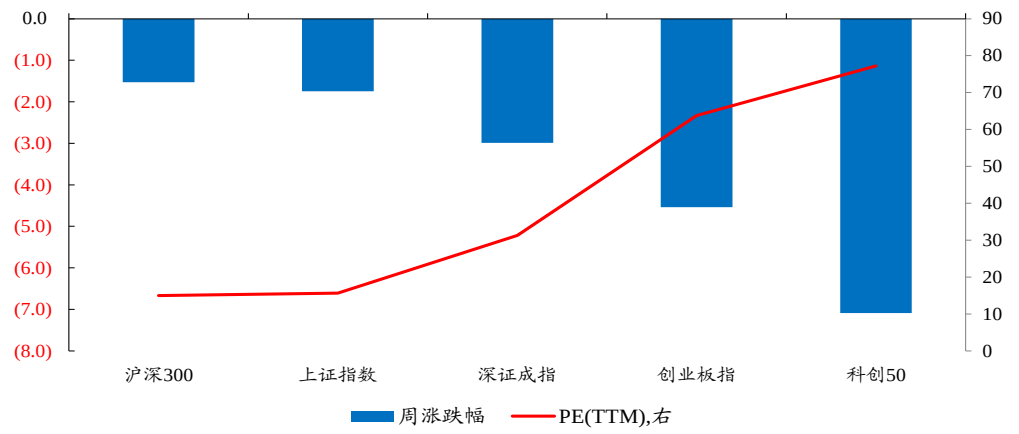
本周（2020 年 10 月 19 日至 2010 年 10 月 23 日），A 股市场整体窄幅调整，仅银行及汽车实现涨幅。沪深 300、上证指数、深证成指、创业板指、科创 50 等几个重要的市场指数均下跌，且估值越高的指数跌幅更大。

图1：行业及主要市场指数表现（2020 年 10 月 19 日至 2010 年 10 月 23 日）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：主要市场指数中，估值越高跌幅越大



数据来源：Wind、开源证券研究所

另外，本周内，多支“白马股”出现较大幅度调整，成为市场讨论和关注的重点，我们复盘了 10 月 23 日当天公募基金重仓前 100 中下跌幅度超过 5%或本周跌幅超过 10%的股票，发现均与盈利预期下调有关：**（1）三季报或预告发布，业绩不及预期；（2）与行业相关的宏观数据不及预期或出现其它影响盈利预期的事件。**如果单独从估值层面来看，上述重仓股中仍然有估值位于 50%分位数以下的个股，难以得出“太贵就要跌”的结论，但结合盈利预期可以得出的解释是，**交易层面的扰动是一定存在**

的：进入三季报业绩发布期后，此前较高的盈利预期存在被证伪的风险，因此投资者有动机卖出已经出现证伪迹象的股票；对于未出现证伪迹象的股票，接下来将要面对的是长达 6 个月的业绩真空期，投资者则选择兑现浮盈，规避风险。我们不难发现，大部分出现“闪崩”的重仓股，大部分也为与北上资金共同持有品种，这意味“做空”力量不一定需要来自于抱团瓦解。**值得一提的是，并非所有重仓股都会持续调整，只要中期业绩趋势继续改善，该类股票的扰动可能只是交易层面。基于经济复苏仍在继续的基准假设下，我们对其中周期成长股仍然保持乐观。**

表1：调整幅度大的个股复盘，盈利预期扰动是关键，交易层面是触发

名称	行业	是否与北上共同重仓	公募基金持有市值（截至20200630，亿元）	2020 年以来涨跌幅	当日(20201023)涨跌幅	当周(20201019-20201023)涨跌幅	三季报或预告（归母净利润同比增速）	行业动态
长春高新	医药生物	是	417.50	47.87%	-8.84%	-12.83%	预增 85%	1、 英国阿斯利康新冠疫苗试验中，一名受试者死亡； 2、 韩国流感疫苗注射启动后，850 万人接种，其中 36 人死亡；
华兰生物	医药生物	是	113.25	91.18%	-4.40%	-15.12%	——	
康泰生物	医药生物	是	186.18	79.52%	-7.05%	-11.35%	预增 4.45%	
智飞生物	医药生物	是	127.87	190.29%	-6.08%	-11.27%	同比增长 40.59%	
山东药玻	医药生物	否	105.88	74.36%	-5.37%	-3.93%	同比增长 21,46%	
沃森生物	医药生物	是	102.11	50.55%	-8.04%	-15.68%	同比增长 261.8%	
双汇发展	食品饮料	是	83.33	67.83%	-4.83%	-11.21%	——	1、36 个城市猪肉价格继续下跌至 29.58 元/500g；全国批发价（白条猪）下降至 40.29/kg，环比下降 8.1%。
海大集团	农林牧渔	否	123.44	56.83%	-5.40%	-7.69%	——	
东方雨虹	建筑材料	是	118.23	91.35%	-2.29%	-11.23%	公司应收账款引发关注	1、地产“三道红线”下，精装修交付逻辑受到质疑，
广联达	计算机	是	144.74	113.62%	-9.78%	-11.12%	——	
金山办公	计算机	否	147.99	83.23%	-7.09%	-10.51%	——	
深信服	计算机	是	88.53	73.42%	-1.90%	-11.49%	——	
三一重工	机械设备	是	191.68	48.06%	-6.60%	-9.20%	——	1、基建投资累计增速不及预期，当月同比逐月下跌
隆基股份	电气设备	是	300.05	175.38%	-3.62%	-10.97%	——	
三七互娱	传媒	是	173.60	13.62%	-6.08%	-15.32%	——	1、 吉比特发布三季度业绩报告不及预期，游戏行业的“买量增长”模式受质疑
完美世界	传媒	否	138.97	-5.36%	-5.13%	-10.91%	预增 23.4%	

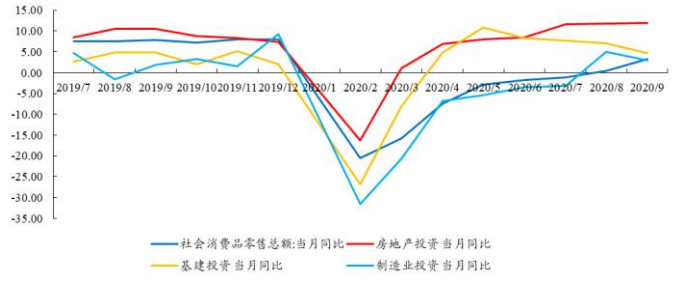
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 复苏推进，理解“上行风险”

2.1、 国内走进复苏深水区：宏观环境变化成为重要矛盾

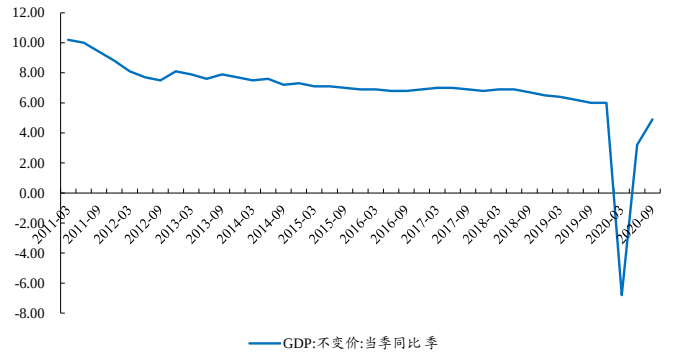
经济随疫情修复过程中，市场担心的就是出现“逆周期退出，但内生动能不足”的情形，这种担忧在近期的宏观数据中得到了部分的支持，例如三季度的经济增速减慢，不及预期。就宏观数据来看，制造业投资和消费、出口数据持续强势，但在复苏前期起到主要作用的基建投资和房地产开发投资逐渐转弱，背后是逆周期向内生动能的切换正在发生，也意味着投资向消费、出口的切换变得可能。

图3：社零同比已经转正，经济修复由逆周期调控政策驱动转向自发动能



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：3 季度 GDP 同比增速的斜率较 2 季度放缓



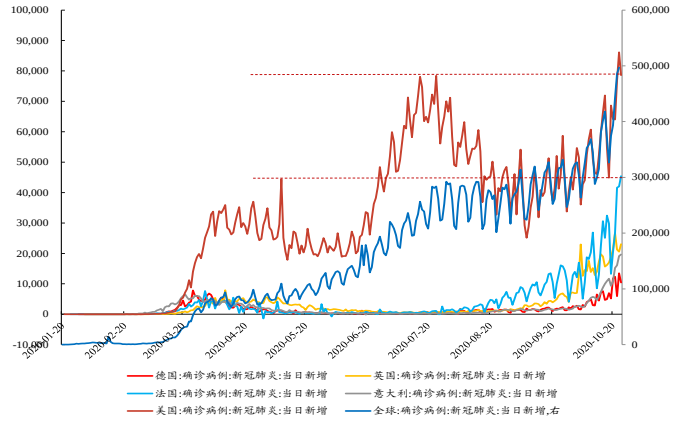
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：当月同比由累计值相减计算当月值，再做同比得出

2.2、 潜在上行风险：国内外疫情不同步，但复苏走向共振

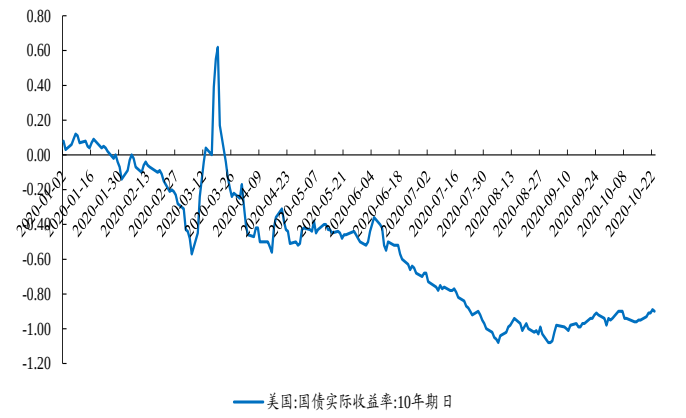
10 月以来，新冠疫情在我国控制依然较好，但在美国及欧洲病例数仍进一步增强，尤其是在欧洲日均新增病例数已经超过了 3 月份的第二波波峰。疫情的不同步造成了两个结果，**一是为我国发挥产业链完备的优势造就了良好的环境，**5-10 月份以来出口数据的持续强势正是这一结果的表现；另一方面，疫情终会过去，对经济的影响将越来越小，**在我国逆周期政策逐步退出的同时，海外出现经济刺激由货币政策逐渐转向财政政策的趋势，在这个过程中由于疫情造成的损害，必然面临本国中需求与供给的错配。**经济下行冲击下，供给退出会慢于需求，由于本轮疫情冲击过于强烈，且海外持续时间较长，这导致了海外的库存、产能出现了大量去化，这在未来复苏过程中，供给恢复将一定程度慢于需求，为国内制造业带来机遇。以上情形并不一定发生，但它需要被投资者考虑到对于未来的情形假设中，具体应对我们会在随后讨论。

图5：海外每日新增病例创历史新高



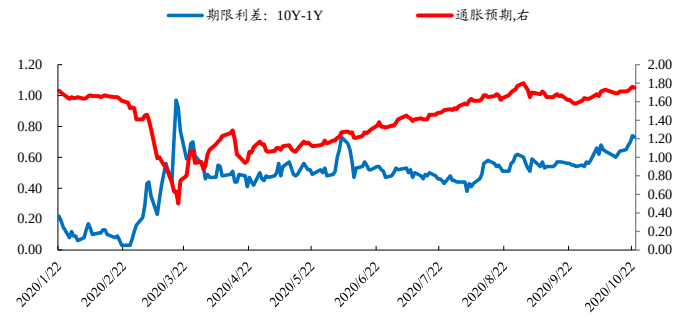
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：美国实际利率上行



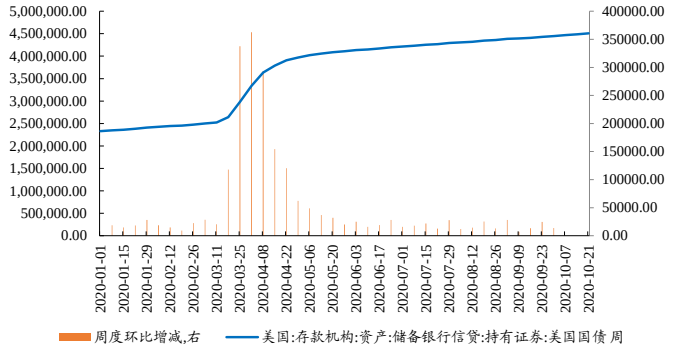
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：美国通胀预期升温



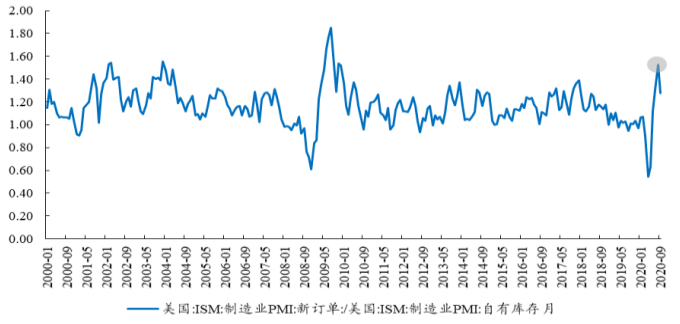
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：美联储购买国债速度放缓



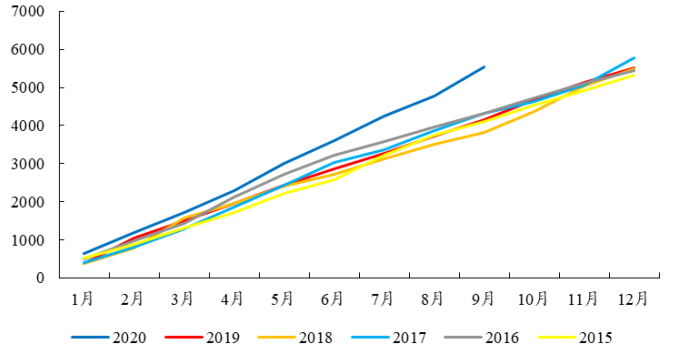
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：美国制造业订单与库存之间缺口达到了历史新高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：疫情以来，美国商业企业破产申请超过历年同期

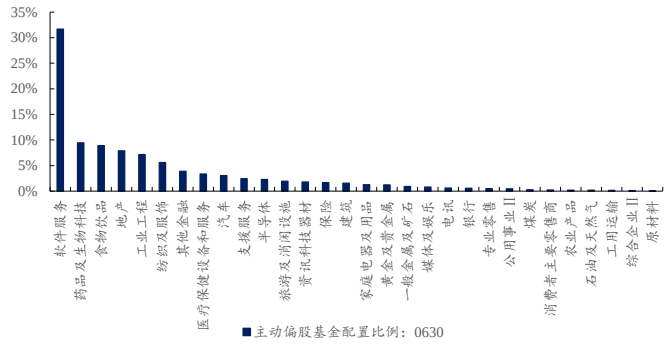


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 价值深化的趋势正在形成

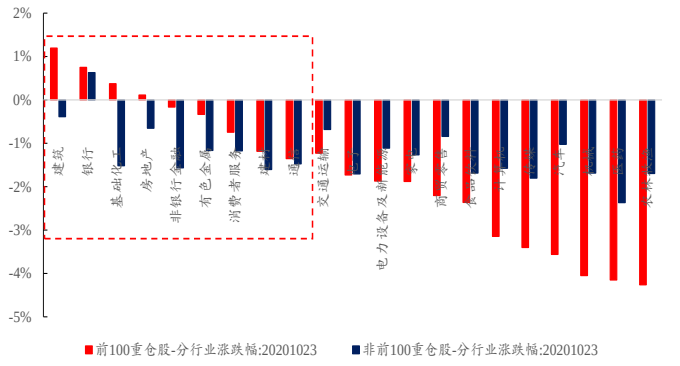
10 月 23 日部分基金重仓股调整幅度较大，我们对 10 月 23 日当天公募基金的前 100 重仓股和非前 100 重仓股的涨跌幅进行对比，能够明显发现，除建筑、银行、房地产等顺周期价值板块有正向涨幅以外，其余重仓及非重仓股均实现了跌幅，同时，**更值得关注的是，在一些行业中重仓股表现好于非重仓股：建筑、银行、基础化工、房地产、非银、有色、消费者服务、建材、通信等行业，而在另一些行业中重仓股反而成了“重灾区”。**公募基金对金融板块的配置较低，而在上述重仓股跌幅大于非重仓股的效应下，低配置比例的板块的重仓股正在形成抱团的新方向。

图11：公募基金港股行业配置比例，金融板块较低



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：重仓股内部行业分化、重仓与非重仓股分化

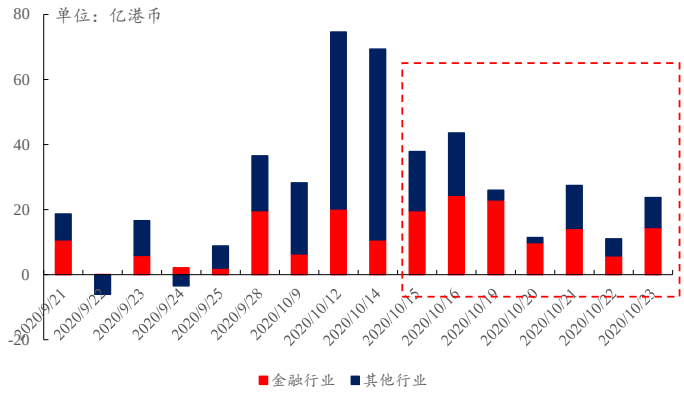


数据来源：Wind、开源证券研究所

部分投资者习惯以单纯的“防御”属性理解银行为代表的金融板块上涨。**但我们发现，**自十月下旬以来，南下资金购买港股也偏好金融板块，**南下资金净买入金融行业的比例在不断提升，保险资金在其中可能起到了较大的作用：**自 2020 年 7 月以来，港股通累计净买入金融板块超过 400 亿元人民币，但以公募基金中报数据来看，公募基金持有港股总市值不足 2000 亿，且金融行业少于标准配置 15 个百分点，因此近期大部分的金融板块净买入贡献可能并不来源于公募基金，而具有相应购买规模的资金则大概率是保险。**如果从绝对收益者的视角，并不存在“防御”的必要，如果单纯以“防御”理解金融股当下的行情，可能会错失部分机遇。**

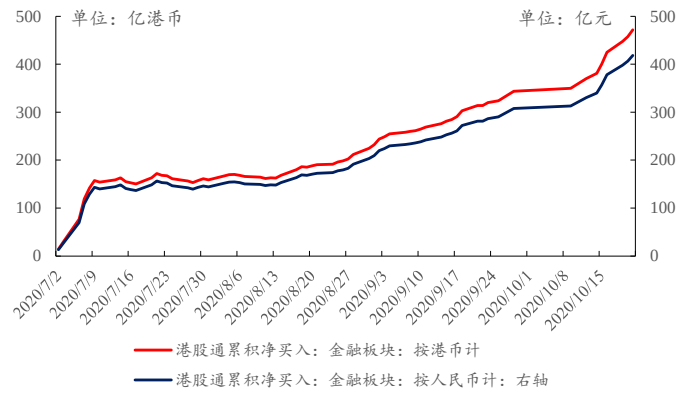
其实这背后的一个历史规律是：伴随经济复苏向前推进，低估值型周期板块将迎来弹性阶段在我们此前《周期价值：身在黑暗，心向光明》，《为全球风格共振做好准备》以及行业轮动体系中曾有详细讨论。

图13：近日，南下资金更多买入金融行业



数据来源：联交所、开源证券研究所

图14：7 月以来，南下净买入港股超过 400 亿人民币



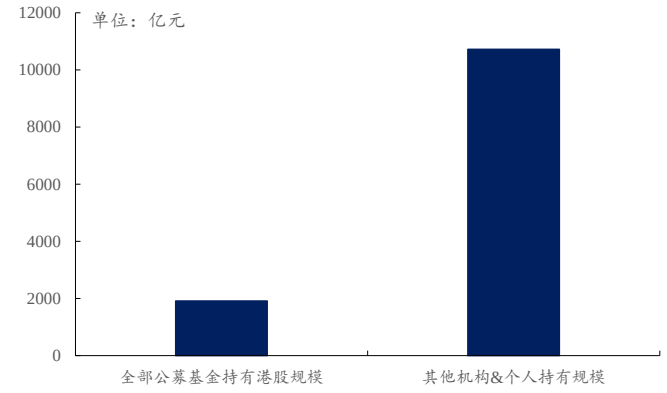
数据来源：联交所、开源证券研究所

注：港股通为 T+2 交收，因此 1023 持股量变化反映的是 1021 的交易；对于 1022 和 1023 交易日的港股通买卖，我们仅分析了前 10 大成交股。

当然海外复苏还有可能在金融市场上也会出现风格的共振。我们在 10 月 18 日的周报《为全球风格共振做好准备》中也进行了论证，我国部分科技板块的走势与美股科技股存在某种程度的映射关系，其次，于海外投资者而言，如果美股出现风格切

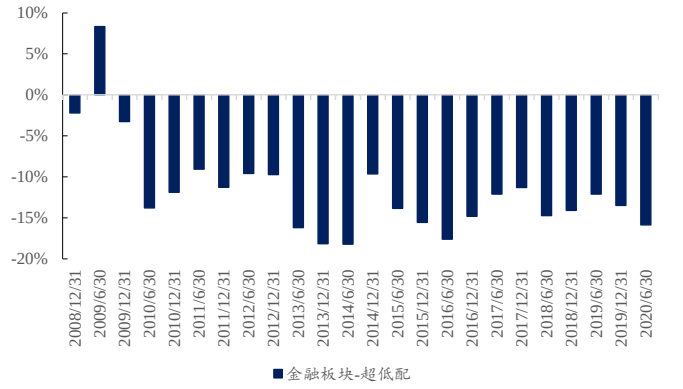
换，则也将会影响其股票配置风格，最后的结果就是北上资金交易的风格从顺周期走向强周期。**重要的是，我们在过去一个周已经看到了类似迹象。**

图15：以中报数据来看，公募基金持有港股不足 2000 亿



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：公募基金对 A 股金融行业配置为低配



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 金融成为不确定未来下的最优解

随着 9 月社融数据确认了经济复苏的深化，它必然带来盈利的复苏和流动性的边际收紧（央行表态中以重提货币政策的“总闸门”）。当前时点经济未来的走势有较大不确定性，但是当下的经济复苏+利率上行的状态又开始影响到市场资产定价中。这就让投资者不得不需要理解当下的宏观环境的变化。

金融股或者说周期价值股并非站在以科技、消费为代表的宏观对立面。从当下状态看，并非是简单的经济好才买周期，经济差就买成长的选择题。从更实际的情况看是，经济运行与市场状态更多是向系统运行，当前处于动能由逆周期调节向内生修复切换的过程中，市场对后续经济修复的斜率具有分歧，我们以信用扩张作为观察经济修复的指标，假设存在三种情形：

（1）**信贷数据大幅扩张，经济持续修复，斜率及持续性都保持在预期以上，**这种情形可能伴随的是美国财政刺激政策的顺利推出，由于疫苗的推进疫情对经济影响逐步恢复，美国地产复苏、制造业补库存，同时贸易摩擦的弱化并不对出口形成明显负向影响。这可能是外需继续大幅回升，带来我国的消费和制造业投资也大幅回暖。类似 2005-2007 和 2009 年的复苏交易将会发生。

（2）**信贷数据如预期的在 4 季度回落，但经济修复持续，斜率如 3 季度一样趋缓，**同时还伴随着的是逆周期调节政策的有序退出，基建和地产投资逐步回落；这可能是类似 2017 的弱复苏市场。

（3）信贷数据不及预期，出现向下拐点，可能伴随的是疫情再次导致海外经济封锁、美国大选后出现混乱局面，宏观政策的退出导致而国内基建和地产投资大幅下行。此时经济下行过程中必然面临货币政策不会立即充分相应，同时风险偏好下降，全市场面临杀估值的情形，类似于 2018 年。

对于以上三种情形，我们都认为金融由于其盈利滞后性和低估值的属性，都是当前阶段最好的选择，区别只在于当经济的持续复苏被证真或证伪后，后续如何调整配置。我们在 7 月 5 日的报告《风格切换，牛市逼人》中详细复盘了 2010 年以来的 5 次金融领涨时期（分别是 2012 年 11 月至 2013 年 2 月、2014 年 11 月至 2015 年 4 月、2017 年 5 月至 2017 年 11 月、2018 年 1 月单月、2019 年 1 月至 2019 年 4 月），

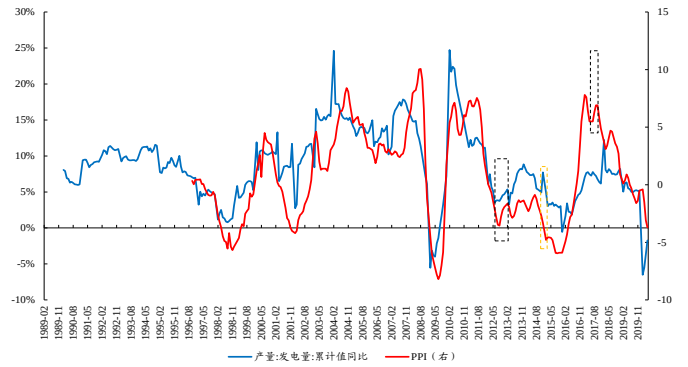
我们发现金融板块取得超额收益的几个关键因素，当前已经全部达成：一个重要的影响因子即是投资者面临的无风险利率，即使流动性整体并未收紧，但资金开始“脱虚入实”，那么投资者也会预期利率上行，从而进行高低估值之间的切换；**第二个重要因素是，经济复苏已经在之前得到了确认，**包括周期成长股在内的成长板块已经得到了定价，此时由于金融板块的盈利滞后性，市场也对其滞后定价。

图17：利率走势，决定了是漂移还是切换



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：2012 年末、2017 年下半年 PPI 出现向上拐点，而其余三个时期，PPI 都持续下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

情形一，超预期的复苏，那么在我们的框架中，由于经济复苏的持续性和斜率都得到证实，周期价值股具有低估值所带来的弹性，银行板块历史上在“新周期”开启后，往往开启金融领涨模式。**需要注意的是，此时由于复苏的强劲，商品价格超预期上涨，后期需要转向与通胀更加相关的顺周期品种，**例如 2006 年至 2007 年时的煤炭、有色金属；

情形二，如果经济维持现在的修复速度，虽然弹性略小，但持续性被认可，**那么以银行为代表的金融板块资产质量改善，仍然能够修复估值，尤其是在当下，公募基金配置金融的比例仍然较低，保险为代表的长期投资者正在进入。**

情形三，如果经济转头向下，那么如同 2018 年及 2019 年春季之后，市场将整体回落，而金融板块由于低估值，下跌幅度有限。这一次由于银行板块前期几乎并无积累涨幅，甚至因为配置原因有绝对收益。

对于上述情形，我们认为科技股的机会应该需要等到情形一完全发生后，例如 2007 年后半段，或者情形三中经济回落见底后，当下都不是占优策略。而在情形二的弱复苏下，周期成长股则是更好策略。

当前，国内进入了经济复苏的深水区，逆周期调节和内生动能的切换下，虽然对市场对经济前景可能认为不明朗。但无论未来走向何方，金融板块在当下都成为最优解，而正是因为如此，未来 1 季度金融板块将吸引全市场对于宏观经济持有不同观点的投资者，成为市场最大的合力所在。第一，我们从上周开始将金融作为我们第一顺位推荐，当下仍是我们坚持的方向：**银行、保险、房地产**；第二，投资者可以布局行业景气度在复苏中上行的：**化工（大炼化、钛白粉等）、汽车、家电、集运**。

5、 风险提示

疫情导致经济再次大面积封锁，宏观政策超预期收紧。

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