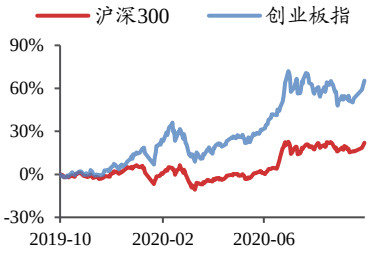
2020 年 10 月 13 日

开源晨会 1013

——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(%)
国防军工	4.06
计算机	4.04
食品饮料	3.95
非银金融	3.83
电气设备	3.63

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
钢铁	1.46
传媒	1.6
家用电器	1.69
交通运输	1.86
公用事业	2.04

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】复苏交易的内涵和外延——投资策略点评-20201012

市场方向是乐观的，但结构调整仍然重于仓位本身的变化。当下全球经济复苏与再通胀的动能正在聚集，尽管大量不确定性仍然需要消除，但我们认为在经历了 9 月的调整后，反而更值得下注。逆周期政策退出并非坏事，这有助于市场更好检验经济自身修复能力。本轮市场反弹中，市场仍然不是全方位的。建议继续布局：进攻（化工（新增钛白粉）、工程机械、汽车、工程类建材），绝对收益与防守也需考虑（银行、房地产、保险、煤炭）。

【宏观】4 季度的财政空间——宏观经济专题-20201012

经济延续修复、政府债融资扩张背景下，4 季度广义财政支出或保持较高增速。

【固定收益】地产的窘境：负向循环可能已经发生——固收专题-20201011

1）对地产行业的管控产生外溢效应，地产获取长期融资的能力在加大。2）地产行业为了对冲融资收紧的压力所动用的高周转策略，随着监管的加严无法为继。建议谨慎对房地产行业做信用下沉，尤其对债务负担过重及融资受限过大的主体。

行业公司

【电气设备】特斯拉降价打开市场，政策、涨价驱动光伏高景气——行业周报-20201011

1）新能源汽车行业：特斯拉降价提升未来市场销售预期，产品力提升是行业向上预期最重要驱动力；中短期国内外景气度共振向上，周期性环节、二线公司的弹性将更加突出。2）光伏行业：国内外政策进一步向好，提升长期预期；短期装机季度增速加速向上，光伏玻璃涨价；行业仍处于较好的投资窗口期。从龙头公司估值看，行业目前仍处于相对较好的位置。投资方面中长期关注隆基股份等龙头，短期关注硅料、逆变器、玻璃等环节的弹性机会，通威股份、阳光电源等受益。

【传媒】新游上线纷至沓来，直播电商风云再起——行业周报-20201011

1、《原神》叠加 Q4 重磅新游带来的增量，或驱动游戏行业收入增速超预期；2、国庆档再次验证电影“内容为王”和渠道集中度提升逻辑，龙头有望长期受益；3、前瞻性布局“双 11”和直播电商领域投资机会。

【房地产：建发国际集团(01908.HK)】建发物业拟分拆上市，协同效应持续加强——港股公司信息更新报告-20201012

建发国际集团背靠控股股东建发房产，在资源、融资、人员上将享受母公司的充分支持。我们维持此前盈利预测，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.79、2.23、2.79 元，当前股价对应 PE 分别为 6.7、5.4、4.3 倍；维持“买入”评级。

【中小盘：佩蒂股份(300673.SZ)】盈利能力持续改善，Q3 业绩超预期——中小盘信息更新-20201012

佩蒂股份公告了 2020 年前三季度业绩预告，公司预计 2020 年第三季度实现归母净利润 3800-4700 万元。按照预计区间中值 4250 万元看，单三季度业绩超预期。

研报摘要

总量研究

【策略】复苏交易的内涵和外延——投资策略点评-20201012

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

市场反弹，交易复苏是核心，仍需重视结构分化

我们曾在 9 月以来的市场调整中重点强调：投资者需要调整的是结构而不是仓位本身。其核心理由是，市场的有利因素全在经济复苏下的盈利回升，不利因素全在部分板块过高的估值。而这种有利和不利却恰恰又呈现极度不均匀的分布，这为我们用结构调整应对市场变化提供了明显的空间。节后市场开启反弹，在市场上涨过程中，我们的观点仍然是：市场方向是乐观的，但是其中结构的分化是更需要关注的问题，结构调整仍然重于仓位本身的变化。

全球在经历 9 月调整后，经济复苏更值得下注

流动性的收紧是可以先验的，但是经济复苏本身需要后验。全球市场在 9 月面临的是流动性预期的拐点，这类似于 2008-2009 年金融危机后美联储流动性收紧后的资产价格表现，这较大程度影响了外资持仓为主的核心资产的定价，我们看到外资开始出现了大量的净卖出。但同样的，2009 年后全球出现了复苏交易，工业大宗商品经历了明显上涨，风险资产整体表现优异，这为未来路径提供了参考。当下全球经济复苏与再通胀的动能正在聚集，尽管大量不确定性仍然需要消除，但我们认为对于复苏的抢跑式交易在经历了 9 月的调整后，反而更值得下注。

逆周期政策退出并非坏事，这有助于市场更好检验经济自身修复能力

对国内市场而言，脱虚入实在 5 月以来就开始逐步发生。宽货币弱信用正不断向紧货币宽信用运行。宏观状态的切换让市场风格切换于 7 月预演，于 8 月确立，9 月开始深化。然而 9 月以来投资者再次出现对经济的担忧，这种担忧基于的是投资者认为我国的货币—信用基于自上而下的体系，经济修复取决于政策对于经济的调控力度。当下我们确实看到了基建、地产产业链动能的减弱，但是同时也看到了消费、制造业投资的回暖和出口链条等更顺周期的改善。这种变化意义重大，市场失去的是未来预期确定悲观的逆周期调节政策带来的经济改善，却换来的是更强持续性预期的经济自身修复的可能性，这对于股票资产无疑是友好的。

布局顺周期的内涵与外延

本轮市场反弹中，市场的机会是多元的，但仍然不是全方位的。我们一如既往的看好顺周期价值股的机遇。我们在《结构之光：制造业的十年之变》中曾论证了制造业的“硬约束”正在面临十年来的变化，这将存在必然的结构性机会，也可能是经济“上行风险”的来源，这是顺周期下一阶段的重点。同时我们关注到经济复苏也带来了部分偏科技属性资产景气的上升，但需要辨别的是这种景气上行在当前估值水平下，是否被低赔率较大程度降低了预期收益。对于 7 月以前明显受益于疫情的板块，我们认为流动性最好和预期最好的阶段已经过去，其当时的价格可能会是全市场参与者的锚，博弈空间变得十分有限。我们建议继续布局顺周期：进攻（化工（新增钛白粉）、工程机械、汽车、工程类建材），绝对收益与防守也需考虑，估值负面因素影响较小同样重要（银行、房地产、保险、煤炭）。

风险提示：国内经济下行超预期；流动性超预期宽松；信用超预期收缩。

【宏观】4 季度的财政空间——宏观经济专题-20201012

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

经济延续修复、政府债融资扩张背景下，4 季度广义财政支出或保持较高增速

7 月以来，受一般财政提振，广义财政支出大幅抬升；经济延续修复背景下，4 季度税收或对一般财政继续形成支撑。7-8 月，广义财政支出明显加快、增速跳升至 15%以上（上半年增速 0.6%），主要受一般财政的提振。2 季度以来，税收快速修复，8 月增速较 3 月提高 39.2 个百分点，增值税、所得税等主体税种均改善明显。在经济持续修复的背景下，4 季度相关税收或对一般财政继续形成支撑。

广义财政方面，大规模政府债融资、疫情带来的支出后移，对 4 季度广义支出增速也形成支持。2020 年全年政府债融资规模 8.51 万亿元，较 2019 年增加 3.6 万亿元。4 季度，尚余 1.7 万亿额度未发行，是往年同期的 2 倍多。前期政府债融资的“沉淀”，以及剩余额度的新发行，将对 4 季度财政支出形成支持。此外，2019 年“前高后低”的支出节奏，在基数上也有利于 4 季度支出增速的提振。

考虑地产政策调整、资金盘活、政府债支出进度等扰动，中性情境下，9-12 月广义支出增速中枢或在 15%左右。7 月以来，伴随房企融资等政策边际收紧，土地成交面积下行，土地出让收入也有所回落。8 月土地出让收入增速 14.9%，较 5-7 月增速中枢下滑超过 5 个百分点。此外，沉淀资金盘活、政府债使用进度等，也可能对支出形成扰动。中性情境下，9-12 月广义财政支出或保持较高增速。

投向来看，一般财政在社保就业等领域发力，政府债以基建投资为主、兼顾棚改等非基建项目；年内基建持续性或受支持，弹性有待观察。一般财政重点发力“六保”，比如社保就业支出增速从上半年的 1.7%，提高到 7-8 月的 60.7%，增幅达 59 个百分点。单是社保就业项下的社保补贴支出，全年预计新增 5000 亿元左右，呈现支出“刚性”。专项债等资金主要投向基建，但棚改、民生等非基建占比超过 40%、比重不低。总体来看，4 季度广义财政对基建持续性仍有一定支持。

高频数据：蔬菜价格持平、猪肉价格回落，人民币对美元升值，商品普遍上涨

【通胀观察】蔬菜价格环比持平，猪肉价格降幅扩大。28 种蔬菜平均批发价持平于 4.91 元/公斤；猪肉平均批发价下跌 3.2%、至 43.96 元/公斤，降幅扩大。

【汇率表现】美元指数下跌，人民币对美元升值。上周美元指数下跌 0.85%，周五收于 93.01；美元兑人民币汇率收于 6.71，人民币对美元周环比升值 1.45%。

【大宗商品】商品价格上涨，农产品指数领涨。南华商品综指上涨 3.0%；细分品种中豆粕涨幅较大，周环比涨幅为 5.7%；黄金小幅下跌，周环比跌幅 0.2%。

风险提示：海内外宏观经济或监管政策出现超预期变化。

【固定收益】地产的窘境：负向循环可能已经发生——固收专题-20201011

杨为敦（分析师）证书编号：S0790520050002

房地产是为数不多的供需双侧都需要加杠杆的行业

1）供给侧上，房地产行业不但有主动负债，还有预收账款。与一般行业类似的是：房地产行业存在主动负债部分，即通过开发贷、信托融资、公司债等形式募集而来的负债；

2）需求侧上，地产企业的销售也是地产企业的变相杠杆。居民部门在通过个人按揭加了杠杆之后，一部分按揭资金也同样流转到房地产企业中去。

当前政策对供需双侧的杠杆限制都在负面影响房地产的流动性

1）在 23 号文发布之后，房地产主动融资与社会融资规模这两个趋势之间就呈现了明显的裂口。

2）而房地产融资的三条红线可能是地产融资的进一步重压。从这三条红线来看，全行业相对没有踩红线的只

有资产负债率这一项指标，未来有息负债的增长速度可能会降到一个极缓的速度（个位数增长）中去。

房地产行业的风险体现在长期融资能力及销售回款

1）对地产行业的管控已经产生了外溢效应，地产获取长期融资的能力在逐级加大。

2）前些年地产行业为了对冲融资收紧的压力所动用的高周转策略，也随着监管的不断加严而无法为继。从一系列的现象来看，房地产通过主动加速期房销售去变相加杠杆的模式已经终结，而后续这种对收入的提前支取可能还会对当前地产行业的销售回款存在不利影响。

地产的负向循环很可能已经开始形成

1）房地产行业的融资难度和融资缺口之间已经逐渐不相匹配，房地产的融资缺口在近年的年化增长速度高达50%左右，但筹资性净现金流却逐步转负。

2）2020 年可能仍然是房地产行业的资金链非常紧张的一年，据我们计算，2020 年地产行业的筹资性现金流入为 205 亿左右（算术平均），融资缺口为 281 亿。

我们建议谨慎对房地产行业做信用下沉

谨慎对房地产行业做信用下沉，尤其要对债务负担过重及融资受限过大的主体。安全性相对充足的可选域包含大华集团、正荣地产、远洋集团、融信集团、卓越商业、蓝光发展、大悦城控股、旭辉集团、建发房地产、都城伟业、招商蛇口、保利集团。

风险提示：政策放松超预期，经济增长超预期。

行业公司

【电气设备】特斯拉降价打开市场，政策、涨价驱动光伏高景气——行业周报-20201011

刘强（分析师）证书编号：S0790520010001

周观点：龙头、政策、价格引领预期再提升

1）新能源汽车行业：特斯拉降价提升未来市场销售预期，进一步验证我们的观点：产品力提升是行业向上预期最重要驱动力；展望中短期，国内外景气度共振向上，周期性环节、二线公司的弹性将更加突出，比如电解液、正极产业链。板块仍是资本市场的主线，长期的投资方向，核心是特斯拉、宁德时代产业链。2）光伏行业：国内外政策进一步向好，提升长期预期；短期装机季度增速加速向上，光伏玻璃涨价；行业仍处于较好的投资窗口期。从龙头公司估值看，横向比，行业目前仍处于相对较好的位置。投资方面，中长期关注具有全球核心竞争力的公司，隆基股份等龙头受益，短期关注硅料、逆变器、玻璃等环节的弹性机会，通威股份、阳光电源等受益。

国产 Model 3 降至 24.99 万元，看好国产 Tesla 供应链

10 月 1 日，特斯拉中国官网显示国产 Model 3 标准续航升级版补贴后售价为 24.99 万元，续航里程升至 468km，我们预计此款车型即为宁德时代供应 LFP 电池的车型；另外，磷酸铁锂热稳定性较好、但耐低温性能偏弱，不排除新款 Model 3 热管理系统 ASP 更高（预计新增热泵），三花智控或直接受益。另外，特斯拉计划收购德国电池模组、Pack 制造商 ATW Automation，布局模组、Pack 环节。鉴于特斯拉短期内对电池需求庞大，且目前量产经验缺乏，预计短期内仍高度依赖于外部电池供应。

部分省份十四五规划光伏装机超预期，光伏玻璃继续涨价

近期部分省份出台十四五光伏装机规划，其中河北、广东和四川规划超预期，同比增速或将分别达69%/101%/1553%，广东与四川规划大超预期。从产业链来看，玻璃价格再度上调，3.2mm 玻璃价格由 30 元/平米上涨至 35 元/平米，2.0mm 玻璃价格由 24-25 元/平米调涨至 28 元/平米。目前光伏玻璃供求关系紧张，另一方面，

双玻组件刺激薄玻璃需求，结构性供求失衡状况或将加剧。展望 2021 年，光伏玻璃供求紧张状况有望缓解，但是依然保持紧平衡，光伏玻璃价格大概率维持较高水平

板块和公司跟踪

新能源汽车行业层面：欧洲电动车 1-9 月注册量同比+38.2%。

新能源汽车公司层面：赣锋锂业以自有资金不超过 30 亿元人民币投资建设高端聚合物锂电池研发及生产基地建设项目。

光伏行业层面：天合光能、太阳能扩产明确。

光伏公司层面：晶澳科技、东方日升、隆基解除股权质押。

风电公司层面：中材科技投建新项目。

风险提示：新技术发展超预期、疫情导致需求低于预期、新能源市场竞争加剧。

【传媒】新游上线纷至沓来，直播电商风云再起——行业周报-20201011

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 陈俊希（分析师）证书编号：S0790520080002 | 余倩莹（联系人）证书编号：S0790120040010

《原神》叠加 Q4 重磅新游带来的增量，或驱动游戏行业收入增速超预期

根据 Sensor Tower 数据，米哈游大作《原神》于 9 月 28 日全球首发后，截至 10 月 7 日全球下载量超过 1300 万次，AppStore+Google Play 预估收入近 9000 万美元，均创造二次元游戏新纪录；其中中国地区下载量占比 24%，收入占比 40%，考虑到中国地区第三方安卓市场数据不在统计中，《原神》中国地区上线后 10 天收入或超过 2.5 亿人民币。《原神》与 10 月有望上线的腾讯首款自研 3D 武侠题材 MMORPG《天涯明月刀》及祖龙研发、腾讯代理的沙盘 SLG《鸿图之下》(定档 10 月 21 日)，以及 Q4 有望上线的吉比特代理的经典 IP 模拟经营手游《摩尔庄园》、完美世界自研自发的 3D 回合制 RPG《梦幻新诛仙》等多款大作有望推升手游行业 2020Q4 及 2021Q1 增速。由于游戏板块整体估值与行业预期增速的正相关度较高，在国内疫情逐步得到控制以及高基数下，市场普遍预期行业收入同比增速从 2020Q2 到 2021Q1 不断走低，导致游戏板块在调整中估值不断消化，而我们认为 Q4 重磅新游的陆续上线或打消市场疑虑，当前估值性价比较高且具备提升空间，继续建议加大配置新游上线有望推升业绩增速的龙头，重点推荐完美世界、姚记科技，其他受益公司包括腾讯控股、吉比特、网易、三七互娱、心动公司、创梦天地、中手游、掌趣科技、世纪华通、游族网络、富春股份等。

国庆档再次验证电影“内容为王”和渠道集中度提升逻辑，龙头有望长期受益

根据猫眼数据，取国庆档 10 月 1-7 日与 2019 年同期对比，观影人次下降 22%，票房下降 18%，在 2019 年创造史上最强国庆档、2020 年面临“报复性旅游”竞争情况下，我们认为 2020 年国庆档票房符合预期且再次验证人们观影意愿恢复良好，疫情影响基本消散。《我和我的家乡》凭借更佳的口碑反超《姜子牙》成为国庆档票房冠军，再次验证“内容为王”；而 Top10 院线票房合计市占率同比提升，渠道集中度提升也得到验证；另外 IMAX 电影票房及市场份额同比均明显提升，验证观影体验和影院技术升级日趋重要。我们认为，短期来看，电影板块底部修复第三阶段或基本确立，院线、影院广告公司业绩有望从 Q2、Q3 至 Q4 持续反转；长期来看，内容为王和工业化仍将成为出品方的长期指引，疫情带来的部分影院退出、市场集中度提升也将成为渠道的长期方向，内容和院线龙头有望充分受益疫情后的行业长期发展；受益公司包括万达电影、中国电影、上海电影、横店影视、金逸影视、IMAX CHINA、分众传媒、华谊兄弟、光线传媒。

前瞻性布局“双 11”和直播电商领域投资机会

随着各方“双 11”准备工作开启、芒果超媒大力布局电商业务以及 10 月 9 日“第三方来源的商品将不再支持进入直播间购物车”这一政策正式在抖音施行，直播电商领域竞争加剧，抖音、快手、芒果为代表的视频系崛起，

将为品牌方、代运营商、Saas 服务商等打开增量空间。重点推荐芒果超媒、值得买、元隆雅图。

风险提示：疫情的发展及对线上线下娱乐时长的影响仍存在不确定性；直播电商竞争格局变化存在较大不确定性。

【房地产：建发国际集团(01908.HK)】建发物业拟分拆上市，协同效应持续加强——港股公司信息更新报告-20201012

齐东（分析师）证书编号：S0790520060001 | 陈鹏（联系人）证书编号：S0790120060038

资源禀赋优越，销售、融资、布局优势明显，维持“买入”评级

建发国际集团背靠控股股东建发房产，在资源、融资、人员上将享受母公司的充分支持。我们维持此前盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润 21、26、33 亿元，同比增长 22.4%、24.7%、25.2%，EPS 分别为 1.79、2.23、2.79 元，当前股价对应 PE 分别为 6.7、5.4、4.3 倍；维持“买入”评级。

建发物业业绩处于高增长阶段。

9 月 30 日，建发国际集团公告拟以介绍方式，分拆建发物业在港交所单独上市。根据建发物业招股说明书，2020 年上半年建发物业实现营收 4.52 亿元，同比增长 30%；归母净利润 0.61 亿元，同比增长 102%。从营收结构看，公司物业管理服务、社区增值及协同服务、非业主增值服务占比分别为 62.3%、9.4%、28.3%。从营收来源看，建发物业从建发集团、独立第三方项目获取的收入占比分别为 30.4%、69.6%，独立第三方贡献的收入占比持续提升。

合同管理面积充沛，有效锁定未来收入增长。

截至 2020 年上半年，建发物业合同管理建面 3959 万平米，在管面积 2165 万平米，二者比例达 1.83 倍，自 2017 年开始该比例持续提升，未来随着项目逐渐进入交付期，在管面积逐渐释放，推动公司收入端增长确定性强。从项目来源结构看，在管面积中有 44%来自独立第三方。

分拆利于持续提效，增强业务协同效应

建发物业分拆完成后，将不再为公司的子公司，而是联营公司；公司产品持续定位高端改善，同时建发物业的服务品质优越，客户满意度达 96%，未来有利于充分发挥二者之间的协同效应；同时分拆利好不同平台获取更独立的筹资平台，提升管理运营效率。

风险提示：行业销售波动；政策调整导致经营风险。

【中小盘：佩蒂股份(300673.SZ)】盈利能力持续改善，Q3 业绩超预期——中小盘信息更新-20201012

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 孙金钜（分析师）证书编号：S0790519110002| 丁旺（联系人）证书编号：S0790120040007

单三季度归母净利润同比增长 364.46%-474.47%，业绩超预期

佩蒂股份公告了 2020 年前三季度业绩预告，预计公司 2020 年前三季度实现归母净利润 8128.04 万元-9028.04 万元，同比增长 161.24%-190.17%。其中公司预计 2020 年第三季度实现归母净利润 3800 万元-4700 万元，同比增长 364.46%-474.47%。按照预计区间中值 4250 万元看，公司单三季度业绩超我们预期。佩蒂股份作为功能性宠物食品龙头，海外市场业绩持续增长，同时国内宠物食品业务加速拓展。随着鸡肉等原材料价格的逐渐下行、关税边际影响下降，公司四季度盈利能力有望进一步改善。我们维持公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.25/1.76/2.40 亿元，对应 EPS 为 0.74/1.04/1.41 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 53/38/28 倍，维持“买入”评级。

多重利好共振，公司盈利能力继续改善

我们预计公司 2020Q3 销售毛利率高于 30%，同比 2019Q3 的 21.96%以及环比 2020Q1/2020Q2 的 20.24%/29.01%均出现大幅改善，主要原因有：（1）占原材料成本约 25%的鸡肉价格下行；（2）海外产能加速布局、中美贸易摩擦对公司的边际影响减小；（3）产品结构改善，毛利率更高的植物咬胶等产品在海外业务中占比持续提升。我们预计公司 2020Q3 净利率超 10%，环比 2020Q2 进一步提高，且国内业务规模扩张将使销售费用率等持续下降，预计 Q4 盈利能力继续改善。

国外市场构成公司盈利基本盘，快速扩张的国内业务将成长期增长点

中期看，公司海外业务发展成熟，盈利能力高于国内且仍维持较快增长，构成公司盈利的基本盘。2020H1 公司国外市场收入同比增长 41.91%，我们预计 2020Q3 仍能实现 30%以上的增长。长期看，国内宠物市场规模增长空间广阔，且竞争格局远未稳定。公司凭借强大的产品研发和供应链优势，在国内宠物市场快速崛起，2020H1 国内营收同比增长 67.84%，我们预计 Q3 继续维持高增。目前公司海外在建项目进展顺利，主粮产能逐渐释放后，佩蒂国内业务有望实现更快的扩张。

风险提示：海外产能扩张低于预期；自主品牌建设不及预期；汇率大幅波动等。

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