2020 年 09 月 20 日

不必留恋不切换

——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

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

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

● 顺周期引领市场反弹，进攻属性开始显现

本周（2020 年 9 月 14 日至 18 日）顺周期板块引领市场反弹，而绝大多数的科技、消费板块则未能跑赢市场。同样地，在美股也正在发生类似的事情。上述现象意味着此前我们在《流动性的变局与破局》中提到的全球流动性预期拐点的形成对于资产价格的影响正逐步显现并形成共振。投资者当下面对的顾虑是，周期只用于防守，反弹还需靠科技。但我们认为，流动性的负向循环或许才刚刚开始，对于科技、消费的“逢跌加仓”的思路需要评估贴现率上行对内在价值的影响与市场的扰动是否真正结束。我们建议投资者做容易的事情：聚焦顺周期。

● 流动性的负向循环：飞刀还未落地

当下市场也面临的一个问题是前期科技、消费的回调是否已经到位，“逢跌加仓”是否成为一种可操作策略。正如我们此前在周报《顺周期：不只是防守》中提到的，全球流动性预期拐点出现后，北上资金“兑现浮盈”仍会存在扰动，同时公募基金持有人也积累较高收益，相对收益的变化会让机构负债端成为下一阶段的“不安定因素”。我们跟踪的高频数据显示，在前期浮盈较大的医药和新能源类的个人投资者为主的 ETF 上已经开始出现净赎回，这或许可以作为部分风格明显的主动管理型产品申购赎回的“代理变量”。 7 月以前的流动性环境的自我强化而形成的“机构牛”的线性认知的底层逻辑正面临重要拐点。

● 逢跌加仓可能“仓又加错了结构”

当下风格切换已经发生，最近一次可参考 2016-2017 年创业板在风格切换过程中的历次反弹，我们发现反弹的力度总是要弱于每次下跌的幅度，这意味着历次反弹收益率并不能很好地补偿下跌带来的回撤风险，作为科技成长股整体高胜率区间已经过去。我们提醒投资者仍坚持把握后续存在的“结构性机会”需要关注两点：第一，历史经验指示宏观环境变化后，科技股内部也会出现分化，前期的强势板块和之后反弹较好的资产之间没有一一对应关系，即使后面涨了科技，可能涨的不是我们现在认为的科技；第二，从个股选择上看，确实通过科技成长股实现战胜市场在任何时刻都是有机会的，但是选股胜率和 7 月以前已经不可同日而语。周期成长股是更好的选项，在 2016-2017 年中被重估的白酒龙头为当下周期成长股提供了一个很好的借鉴：龙头企业在行业下行中实现了转变，在经济复苏中实现重估，并最终在经济转型中逐步找到独立于行业的自身成长逻辑。

● 做“容易的事”，重视顺周期的进攻属性

当下，我们坚持结构调整的意义重于仓位，为投资者提供两类布局思路：进攻把握经济复苏下盈利有弹性的行业（**工程机械、保险、化工（大炼化与周期化工）、汽车、建材、家电**），绝对收益把握所有估值相关因素影响已经很小的行业（**银行、房地产、煤炭、建筑**）。做容易的事，布局顺周期就像 7 月以前买科技和消费那样。不必留恋不切换。

● 风险提示： 国内经济大幅下行；货币政策大幅宽松；行业政策超预期

相关研究报告

《投资策略专题-结构之光：宏微观预期的裂口》-2020.9.17

《——秋季策略会·曲江夜话-顺周期：最强的进攻，最好的防守》-2020.9.17

《投资策略专题-机构重仓股的分化刚刚开始》-2020.9.14

目　录

1、 顺周期引领市场反弹，进攻属性开始显现 3
2、 流动性的负向循环或许刚刚开始 4
3、 逢跌加仓可能“仓又加错” 7
4、 重视顺周期的进攻属性，积极调整结构 9
5、 风险提示 9

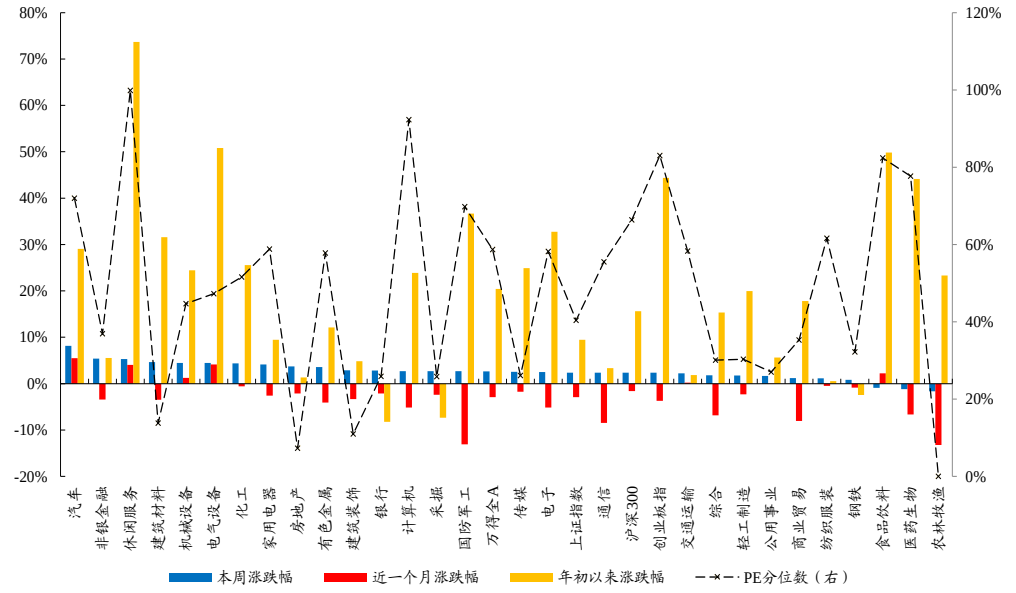
图表目录

图 1: 本周顺周期引领市场反弹，板块表现继续扩散和分化 3
图 2: 标普 500 能源、工业以及材料本周涨幅靠前，消费和科技垫底 3
图 3: 8 月中旬以来顺周期（金融+周期）的防守作用明显，进攻能力也开始显现 4
图 4: 有的“核心资产”调整已经超过 20% 4
图 5: 我国 10 年期国债到期收益率已经突破 3.1%，DR007 近期快速上升 5
图 6: 美联储会议后，美国实际利率反而有所上升，与之相关的 ETF 则继续回落 5
图 7: 截止至 9 月 18 日交易型资金的累计收益率已经达到了 86.51%，配置型资金为 51.30% 5
图 8: 北上配置型资金的前十大重仓股中确实也出现了浮盈较多的开始被净卖出的情况 5
图 9: 从 8 月以来的 ETF 申购赎回情况上看，目前个人高比例组并未出现明显赎回科技的情况，但新能源汽车和医药已经出现不同程度的连续赎回 6
图 10: 9 月以来高估值已经明显跑不赢低估值 6
图 11: 2016-2017 年创业板的历次反弹都很疲软，整体处于下行通道 7
图 12: 2016-2017 年成长的强势板块名单并不稳定 8
图 13: 个股持续强势的概率太低，意味着在不同阶段选择强势个股的胜率并不高 8

1、 顺周期引领市场反弹，进攻属性开始显现

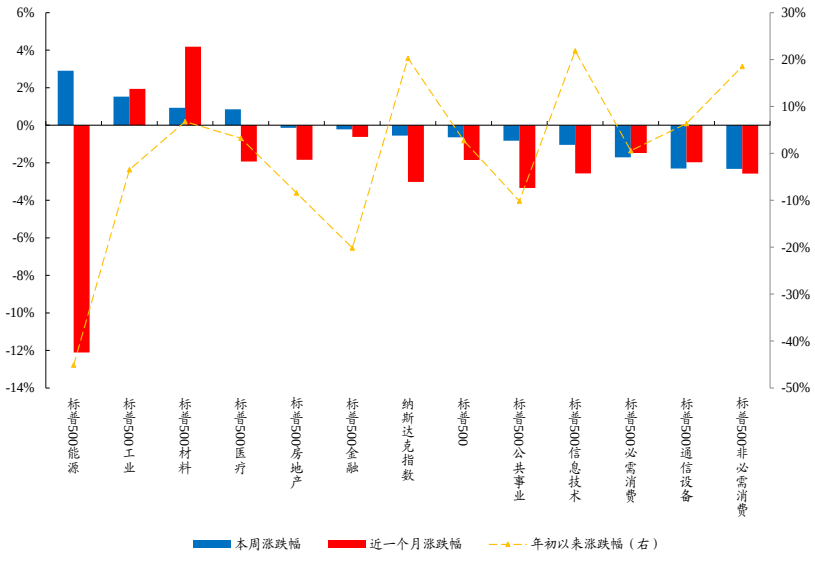
本周（2020 年 9 月 14 日至 18 日）顺周期板块引领市场反弹：万得全 A 收涨 2.65%（其中周五当天涨幅为 1.83%），跑赢万得全 A 的板块集中于顺周期，绝大多数的科技、消费板块则未能跑赢。同样地，在美股也正在发生类似的事情，即顺周期板块——如标普 500 能源、工业以及材料本周涨幅靠前，而消费和科技垫底。上述现象意味着此前我们在《流动性的变局与破局》中提到的全球流动性预期拐点的形成对于资产价格的影响正逐步显现，即在流动性边际收紧到经济复苏的过程中，往往与实体经济需求恢复更相关的资产开始表现地更好。

图1：本周顺周期引领市场反弹，板块表现继续扩散和分化



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：标普 500 能源、工业以及材料本周涨幅靠前，消费和科技垫底



数据来源：Wind、开源证券研究所

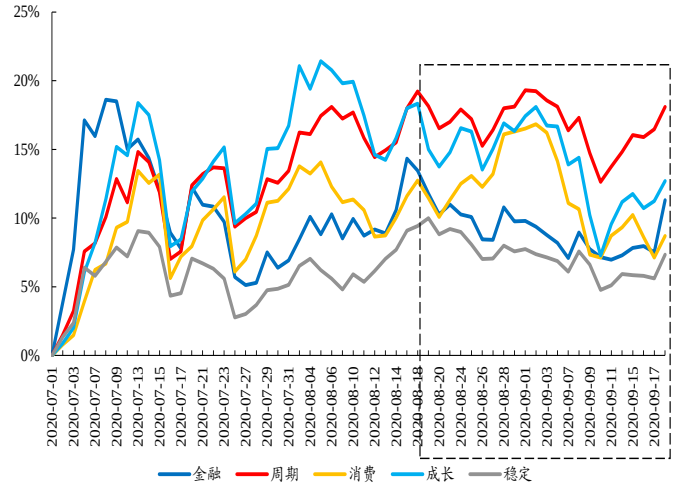
我们曾在 7 月底报告《风雨中抱紧顺周期》中提出，**在流动性边际收紧给市场带来的估值压制中顺周期板块将具有防御作用**，8 月以来顺周期板块的防御作用已经非常明显，从相对收益角度已经跑赢市场。

在 8 月底以来的调整中，我们并不悲观，主张《调的是结构，不是仓位》，提醒投资者应该意识到当经济走向复苏之后顺周期板块的进攻属性，即盈利的确定性改善带来的资产价格的弹性。在 9 月 11 日公布 8 月金融数据之后，继续确立了“紧货币+宽信用”的组合，周期的反弹斜率要比消费和成长更高。

我们发现部分“核心资产”的调整也已经超过 20%。随着周五市场开启了反弹，部分投资者忽视周五反弹已经是周期品种引领的事实，坚持认为顺周期只是震荡中的防守品种，但是反弹还需加仓科技与消费。“逢跌加仓”成为不少投资者的认知。

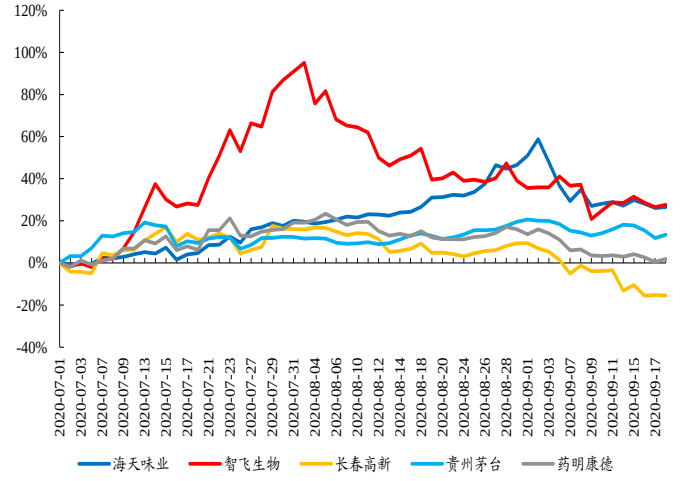
我们认为“逢跌加仓”需要有两个前提：**第一是对于投资者自身而言，其价格开始低于其自身认知的内在价值，我们建议投资者考虑到贴现率上行后再进行重新审视，而不是跌了就要加；第二是市场环境变化后交易结构上的扰动是否已经结束，当然以“时间为朋友”的投资者可以放弃这种思考，但是这是策略分析师的责任，我们需要辨别这是否为“下落的飞刀”。这也是我们本期周报需要关注的。**

图3：8 月中旬以来顺周期（金融+周期）的防守作用明显，进攻能力也开始显现



数据来源：Wind、开源证券研究所。注：纵轴为累计收益率。

图4：有的“核心资产”调整已经超过 20%

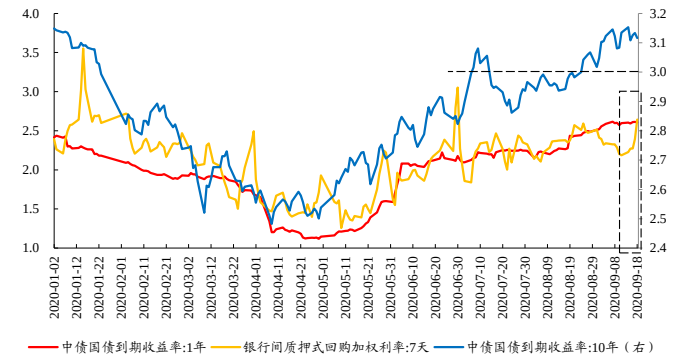


数据来源：Wind、开源证券研究所。注：纵轴为累计收益率。

2、 流动性的负向循环或许刚刚开始

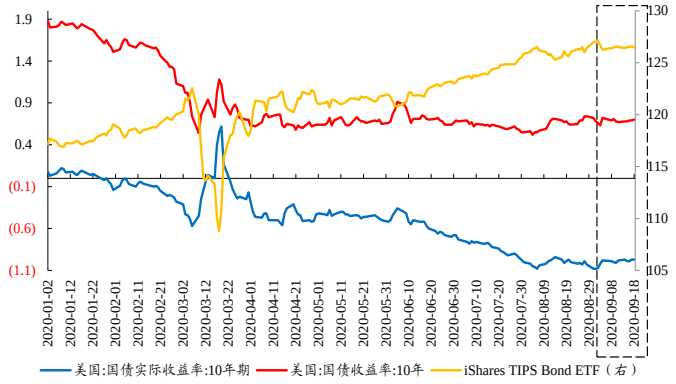
从宏观环境来看，国内流动性收紧已经确然发生，海外流动性拐点的预期逐步形成，而随着经济逐步复苏，这种收紧的趋势根据历史经验来看大概率会持续（除非经济出现大幅衰退）。我们可以看到国内的流动性收紧其实一直在资金脱虚入实的过程中实实在在地发生，这一特征我们在此前多篇报告中均强调了，这里不再赘述，体现到利率上我国 10 年期国债到期收益率已经突破 3.1%，而 DR007 近期也在快速上升。从全球流动性的角度来看，在美联储 FOMC 会议之后，美国实际利率反而有所上升，与之相关的 ETF 则继续回落，这意味着市场对于美联储的货币政策进一步宽松的预期正在逐步消失。

图5：我国 10 年期国债到期收益率已经突破 3.1%，DR007 近期快速上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：美联储会议后，美国实际利率反而有所上升，与之相关的 ETF 则继续回落

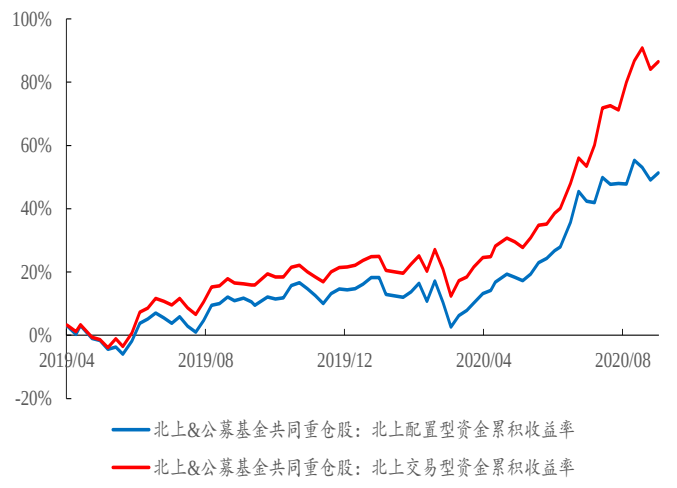


数据来源：Wind、开源证券研究所

因此从对于股市的影响来看，流动性收紧带来的压力主要有两点：投资者兑现浮盈的需求以及估值驱动的减弱。

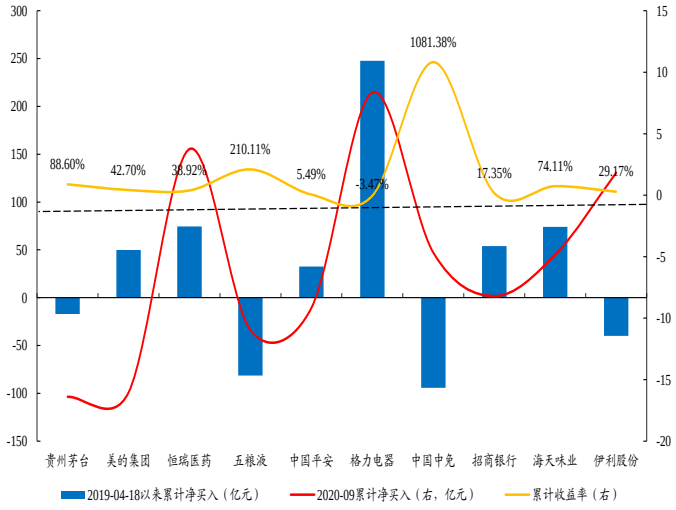
投资者兑现浮盈的需求主要来自北上资金与公募基金的负债端——居民部门的资金。其中北上资金兑现浮盈的交易行为已经自 7 月中下旬以来较为明显，而这也是造成市场波动的主要原因之一，我们可以看到自 2020 年 3 月下旬以来北上资金与公募基金的共同重仓股累计收益率开始大幅攀升，其中交易型资金截止至 9 月 18 日的累计收益率已经达到了 86.51%，配置型资金为 51.30%，**而根据我们此前测算，在累计收益率＞50%时，北上资金“获利了结”的概率为 45%左右。**从北上配置型资金的十大重仓股（根据持仓市值排名）近期交易行为和收益率表现来看，确实也出现了浮盈较多的个股开始被净卖出的情况，比如典型的中国中免、五粮液以及贵州茅台，而仍处于亏损的格力电器反而被大幅净买入。从居民申购赎回 ETF 的情况上看，目前个人高比例组并未出现明显赎回科技的情况，**但新能源汽车和医药已经出现不同程度的连续赎回（意味着高频数据不可得的主动管理型公募可能存在同样情况），这意味着后续居民的赎回压力将会是“达摩克利斯之剑”。**

图7：截止至 9 月 18 日交易型资金的累计收益率已经达到了 86.51%，配置型资金为 51.30%



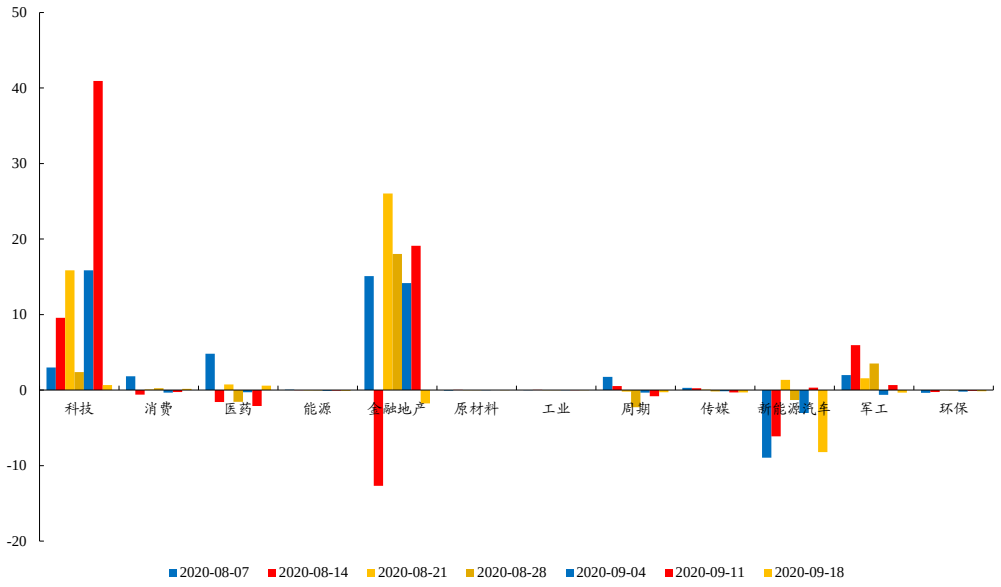
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：北上配置型资金的前十大重仓股中确实也出现了浮盈较多的开始被净卖出的情况



数据来源：Wind、开源证券研究所

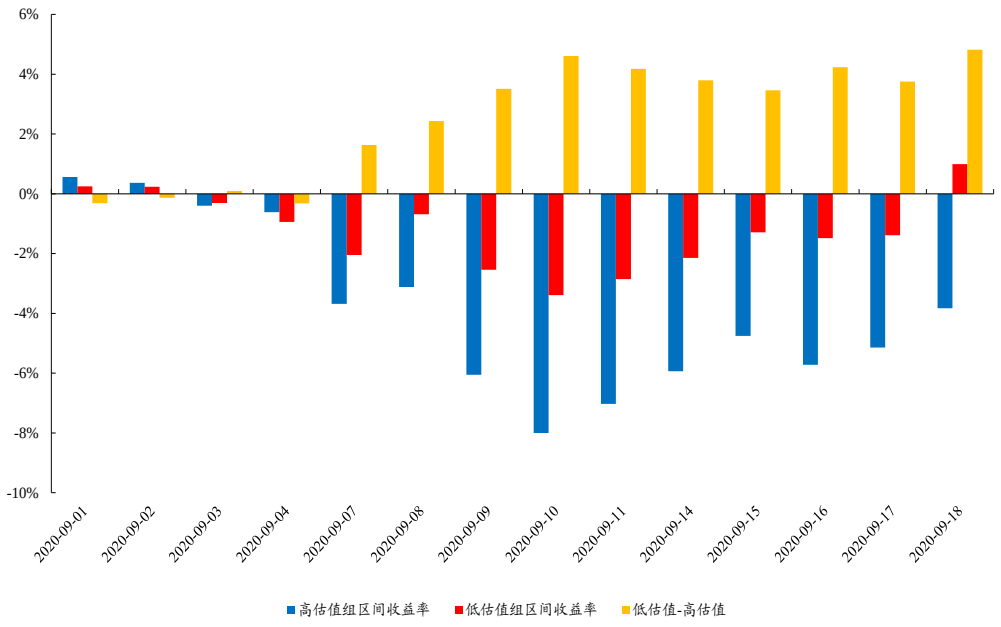
图9：从 8 月以来的 ETF 申购赎回情况上看，目前个人高比例组并未出现明显赎回科技的情况，但新能源汽车和医药已经出现不同程度的连续赎回



数据来源：Wind、开源证券研究所

一个可以印证的视角是 9 月以来高估值已经明显跑不赢低估值。我们将所有个股按照其在行业内部的 PE 分位数进行分组（不包括 PE 为负值的个股），行业内前 90%的个股作为高估值组，而后 10%的个股作为低估值组，按照自由流通市值加权的方式进行计算自 9 月以来的区间收益率，我们发现高估值已经明显跑不赢低估值组。2020 年 7 月以前的估值分化行情中，投资者坚信“便宜有便宜的道理，贵有贵的原因”，其背后仍然是疫情下的流动性与经济特征，**居民对于成长类基金的申购让这一逻辑实现了自我强化。“大分化、机构牛”成为上述市场特征的简单线性外推。当宏观环境变化后，流动性的负向循环已经开始。**

图10：9 月以来高估值已经明显跑不赢低估值

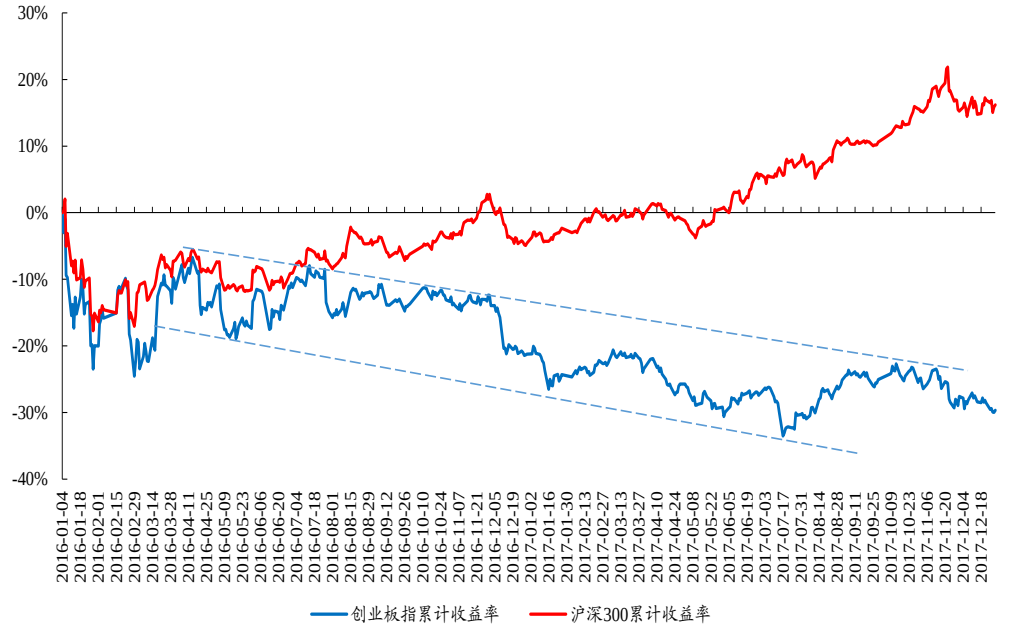


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 逢跌加仓可能“仓又加错”

在华为断供事件落地之后，目前市场上存在对于科技“最坏”的时刻已经过去、出现的任何边际改善都是利好的观点，然而**我们认为“最坏”的事情发生之后只能论证资产价格不会进一步大幅下跌，但不是资产价格大幅上涨的充分条件，甚至不是调整结束完全的充分条件**。当下风格切换已经发生，最近一次可参考 2016-2017 年创业板在风格切换过程中的历次反弹，我们发现反弹的力度总是要弱于每次下跌的幅度，这意味着历次反弹收益率并不能很好地补偿下跌带来的回撤风险，而最终的结果就是创业板整体处于下行通道，区间收益率仅为-29.65%，而同期沪深 300 为 16.19%。**创业板为代表的科技成长股的“高胜率”时代可能已经结束，当然这并不代表结构上没有胜率。**

图11：2016-2017 年创业板的历次反弹都很疲软，整体处于下行通道



数据来源：Wind、开源证券研究所

科技股当下可能面临两类问题：第一，前期确定性的赛道未必是后面表现好的赛道；第二，个股选择的胜率将大幅降低。后续是属于真正优秀的科技成长股投资者的时刻，高容错率的投资区间已经过去。

从选择行业或个股的胜率上看，前期成长的强势板块未必就是后续反弹时期的强势板块，这意味着投资者不仅面临着预期收益率的降低，可能同时也面临着胜率的降低。

我们通过简单复盘 2016-2017 成长板块及个股表现来看，我们发现成长的强势板块前后并不一致，基本遵循了从传媒→电子→医药生物→通信运营→电子→计算机→半导体→医药生物的顺序，因此要从前期强势的成长板块去线性外推后续反弹的强势板块并不合理。

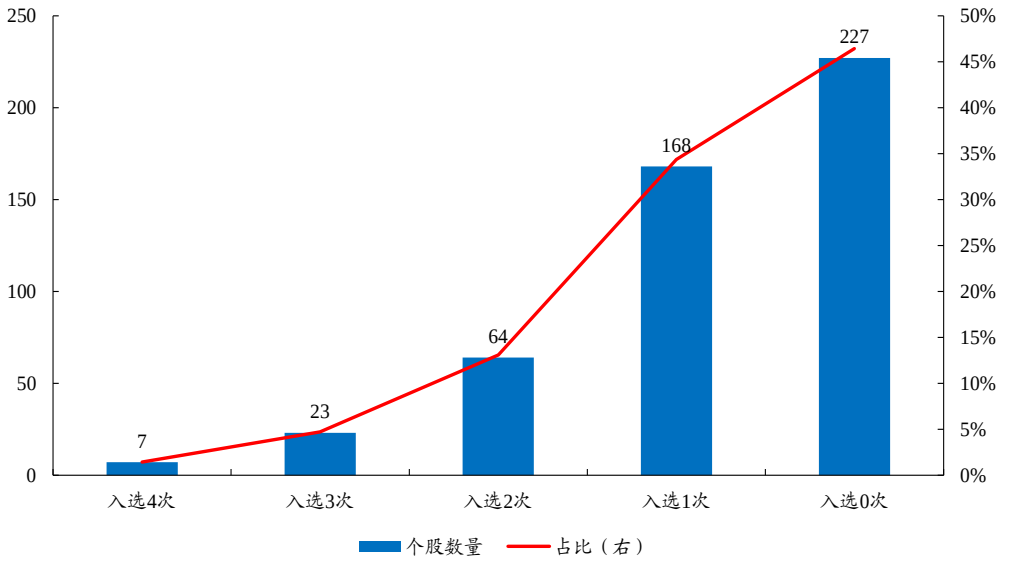
图12：2016-2017 年成长的强势板块名单并不稳定

季度涨跌幅	2016-03-31	2016-06-30	2016-09-30	2016-12-31	2017-03-31	2017-06-30	2017-09-30	2017-12-31
半导体	-21.00%	14.12%	-8.93%	-5.89%	-0.28%	-10.91%	23.33%	8.02%
其他电子Ⅱ	-18.64%	11.24%	-10.33%	-3.23%	0.21%	-5.64%	17.57%	-9.65%
元件Ⅱ	-21.83%	17.05%	-0.80%	0.01%	4.03%	-6.32%	9.85%	-5.43%
光学光电子	-19.00%	8.33%	2.74%	-1.10%	6.44%	3.95%	8.84%	0.65%
电子制造Ⅱ	-19.69%	11.25%	-0.75%	-2.79%	9.97%	5.86%	4.91%	0.08%
计算机设备Ⅱ	-24.12%	2.83%	-2.74%	-5.76%	2.21%	10.46%	3.14%	-9.18%
通信设备	-22.04%	4.29%	3.76%	-5.05%	-1.41%	-4.73%	11.94%	-5.99%
化学制药	-16.74%	0.04%	8.26%	-0.80%	0.34%	-1.13%	4.90%	6.69%
生物制品Ⅱ	-19.35%	5.27%	6.84%	-3.09%	-0.18%	3.02%	4.25%	6.57%
医疗器械Ⅱ	-24.78%	1.95%	3.84%	-6.81%	-5.79%	-2.02%	2.70%	-3.30%
医药商业Ⅱ	-21.25%	4.82%	7.21%	-0.44%	9.13%	4.98%	-6.10%	-2.38%
中药Ⅱ	-20.52%	1.32%	6.84%	1.00%	2.96%	0.48%	-4.86%	-0.91%
医疗服务Ⅱ	-18.20%	0.41%	8.34%	-7.26%	-7.14%	-6.99%	3.94%	21.52%
计算机应用	-24.48%	1.00%	-6.74%	-5.87%	-4.17%	-9.13%	5.32%	-11.14%
通信运营Ⅱ	-32.86%	-7.22%	5.71%	55.84%	3.36%	-0.32%	1.22%	-15.90%
营销传播	-29.83%	1.85%	0.13%	-4.65%	-7.37%	-10.75%	-3.09%	-1.32%
互联网传媒	-15.25%	-5.73%	-4.86%	-10.78%	-5.81%	-3.54%	-3.45%	-10.18%
文化传媒	-27.04%	-7.14%	1.10%	-3.86%	-4.46%	-8.05%	-3.46%	-12.07%

数据来源：Wind、开源证券研究所

从个股的选择上看，我们以创业板综指的成分股（以 2016 年 1 月 1 日为基准，一共 489 只）作为分析样本，以季度涨跌幅入选前 50 名的次数作为衡量是否为持续强势个股的标准，我们发现在 2016-2017 年的 8 个季度中，仅有 7 只个股 4 次入选（占比仅为 1.43%），仅有 23 只个股 3 次入选（占比仅为 4.70%）。因此从结果上看当时创业板综指的个股在 2016-2017 年 8 个季度中持续强势的概率太低，也就意味着在不同阶段选择强势个股的胜率并不高。我们提醒投资者的是：**在 2017 年科技中选出立讯精密收益仍然可观，但选股难度和在银行地产中任选一只的难度是大为不一样的。**

图13：个股持续强势的概率太低，意味着在不同阶段选择强势个股的胜率并不高



数据来源：Wind、开源证券研究所

对于 2016-2017 的白酒板块部分投资者记忆犹新，我们需要提醒投资者的是，2016-2017 年白酒经历的是：

（1）2013 年后因为“塑化剂”和“三公消费”的控制，投资增速的下滑，整个

行业份额已经开始收缩，市场认知是“夕阳行业”、“便宜有便宜的道理”。在 2016 年以前，很多龙头白酒都是价值股+周期股+消费的属性；

（2）2015 年前后，龙头企业已经开始份额提升并价格企稳，供给逻辑正在改善，但是由于经济低迷，行业景气度不足以让市场关注；

（3）在 2016-2017 经济上行周期中，行业景气度大幅回升，北向资金流入，也迎来了市场认知的改变。

（4）2013 年对于行业的认知和担忧大部分仍然正确，现在仍有在 19 倍 PE 左右的“地产酒”，但是龙头白酒企业找到了独立于行业属性的特征，成为中国进入经济转型时期后最早的“周期成长股”。估值水平实现了从价值到成长的过度。

答案显而易见：**白酒龙头已经完成了成长属性的定价，后续弹性不会如 2016-2017 一般；但是当年的白酒，像极了当下部分在化工、工程机械等领域的龙头，它们将成为本轮中被重估的周期股成长股。**

4、 重视顺周期的进攻属性，积极调整结构

当下的市场所有的好消息都来自于经济复苏下的盈利改善（而不是 7 月以前就已经用高估值定价的行业景气趋势），所有的不利都来自于流动性的负向循环。在交流中我们也发现，部分投资者对于周期板块的成见之深，他们对于前期强势板块仍然心怀希冀。策略分析师不能回答市场所有的投资答案，但我们给出以下建议：

（1）最好的机会与最容易的机会在于顺周期，无论进攻或者防守，区别只在于顺周期内部的配置。

（2）如果仍然不愿意参与周期行情，或者对于经济预期仍然悲观，整体上请耐心等待估值消化，而不是盲目对于前期强势资产“逢跌加仓”，尤其不可以前期的“好赛道”来判断未来的“好方向”。

（3）选股能力极强的科技股投资者，会迎来属于自身的“高光时刻”，因为未来不再会像过去半年一样淹没在同类型投资者皆有的高收益中，但请保证您是那样的投资者。

（4）成长股投资还有一个选择是周期成长股，尤其是那些隐藏在传统行业中的龙头公司，它们将不输于 2016-2017 的白酒龙头。

从可操作性的角度上，我们仍然给出最容易的方向。我们在前期论述过，在紧货币宽信用的金融环境下，PB-ROE 策略将具有明显超额收益，从行业配置上看，分为攻守兼备和纯防守的组合，其中攻守兼备的是估值不高，盈利还有弹性的行业（如**工程机械、保险、化工（大炼化与周期化工）、汽车、建材、家电**），绝对收益的是所有估值相关因素影响已经很小的行业（**银行、房地产、建筑、煤炭**）。我们建议随着风格切换不断纵深推进，后续持仓结构可以逐步从绝对收益组合逐步向攻守兼备的组合进行调整，从而享受顺周期盈利贡献带来的收益率弹性。

5、 风险提示

国内经济大幅下行；货币政策大幅宽松；行业政策超预期

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