2020 年 09 月 06 日

最好的进攻，最强的防守

——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

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

● **中美“核心资产”下跌共振的背后**

我们基于数据的研究发现，尽管面临无风险利率上行，但以个人投资者为代表的“最后乐观者”的趋势交易让两个市场依赖估值驱动的核心资产股价继续上行，其结果是最后的多头力量完成了定价。这就指示两个结果：交易结构会相对脆弱，后续对基本面“最不坚信”的人的行为会对价格形成波动；标的公司如果出现业绩不及预期，将会存在较大“纠错成本”。目前来看，风险可能集中在第一个层面，即纯粹交易的扰动，静态看回调比例不用过于悲观。在我们半年报分析中也发现，上述板块半年业绩整体优秀，业绩担忧至少在 3 季度之后。最终结论是：**如果可以接受扰动与未来较低的预期收益率，且对组合中上述类型个股基本面研究极为有信心，仍可以选择持有。**

● **理解北上近期的流出：交易扰动为主，基本面仍支持流入趋势**

从交易层面看，北上连续流出的背后其实更多的是利润的兑现：我们数据显示历史上北上资金在行业 90 日滚动收益率高于 20%区间内有卖出倾向，而 7 月以来的行情让大量行业具备这一特征，这也是 7 月中旬以来，北上交易盘逐步流出 A 股的原因。同时我们需要提醒投资者的是：2019 年以来的配置型资金基本呈现买入持有特征，积累的整体收益率也达到了 36.22%，如果出现类似于主权基金流动性需求或者其他风险规避需求，确实也有较大盈利兑现压力。

乐观因素是疫情以来外资呈现的周期性流入中国的力量仍未改变。拉长看 7-8 月来看北上仍净买入 A 股，而债券市场外资也因中美利差影响在不断增持。结构上看，近期北上资金在连续撤出 A 股期间，北上配置盘/交易盘对部分顺周期板块仍在净买入。上述现象符合了历史规律：热钱流入中国往往发生在中国基本面相对较好时期，最典型特征是呈现“紧货币+宽信用”组合；中美利差扩大是表象，基本面的相对优势是背后驱动，其间外资相应的在各个市场对基本面进行复苏交易，在股票市场上也更偏好与经济周期相关性高的板块。我们认为在中国基本面经济复苏仍然领先全球的当下，热钱的周期性流入将会在较长时间持续。

● **顺周期：进攻也是防守**

投资者当下对市场的担忧集中在流动性收紧和风险偏好下行的估值层面；同时，经济复苏和分子端盈利修复又具备较强方向确定性——经济复苏甚至成为了担心流动性收紧的理由。**估值与盈利的赛跑为以结构回答总量问题提供了条件：无论进攻还是防守，答案都在顺周期**。经济修复动能较强，盈利赛过估值，进攻可以“赢在周期”；经济复苏动能弱，盈利不敌估值，周期板块盈利边际仍有变化，前期估值分化让周期板块估值本来较低，可以至少“立于不败”。我们根据当下资产中的隐含增长率同时结合半年报数据展现出的基本面趋势进行两类建议：**进攻弹性与相对防守策略**考虑估值不高，盈利有较大弹性（如**建材、周期化工、工程机械**），**绝对防守策略**考虑估值相关因素影响已经很小的行业，同时兼顾复苏下的盈利弹性（**银行、房地产、建筑、采掘**）。

● **风险提示：**中美摩擦加剧；疫情超预期恶化；国内经济下行超预期；测算误差

相关研究报告

《投资策略专题-面向中报里的未来——2020 半年报深度分析》-2020.9.5

《投资策略专题-性与价的均衡——2020 中报点评》-2020.8.31

《投资策略专题-开源金股，9 月推荐》-2020.8.31

目 录

1、 中美“核心资产”共振调整的背后 4
2、 如何理解人民币升值+陆股通连续净流出 6
2.1、 不必多虑：未有资本撤出中国的迹象 7
2.2、 来自交易层面的扰动：短期兑现利润 8
2.3、 潜在的顺周期的交易特征 11
3、 热钱流入的趋势仍然存在 12
4、 进攻也是防守 15
5、 风险提示 16

图表目录

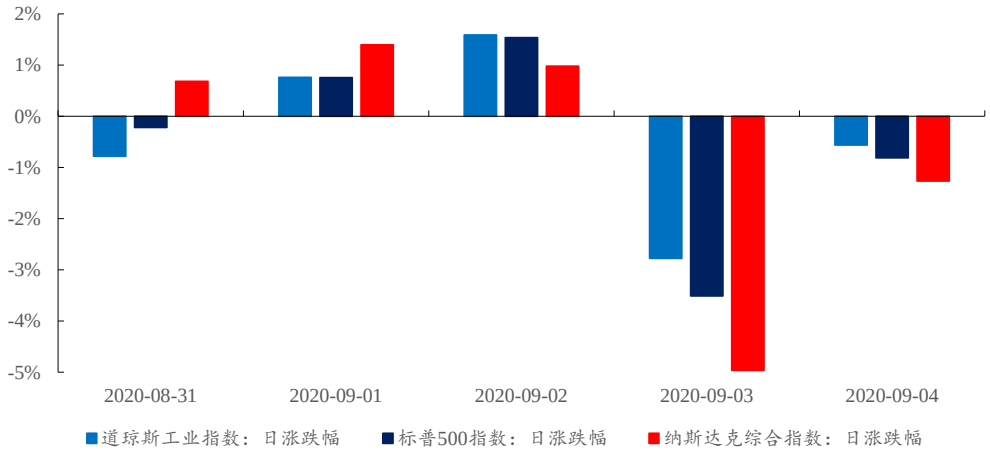
图 1： 9 月 2 日当天，以纳指为代表的科技股开始跑输标普 500 以及道指，并 9 月 3 日和 9 月 4 日美股调整时，纳指跌幅显著高于标普 500 以及道指 4
图 2： 9 月 4 日当天（美股大幅调整的后一交易日），食品饮料板块跌幅最大 4
图 3： 0903 和 0904 两天海天味业连续下跌的背后是 8 月以来，两融逐步成为海天味业定价的主导资金，而北上资金在此期间不断净卖出 5
图 4： 6 月以来，个人高比例组的消费 ETF 累积净买入高于个人低比例组 6
图 5： 8 月 31 日以来，伴随着人民币升值，陆股通连续 5 个交易日净流出 6
图 6： 8 月下旬以来，剔除美联储发声后的 8 月 28 日，陆股通净买入与央行公开市场操作呈现一定正相关性 7
图 7： 同时自 8 月 26 日央行逐步净回笼资金以来，由于短端利率上行较快，期限利差震荡下行 7
图 8： 资本流动并未出现明显流出的迹象 7
图 9： 7 月北上整体净流入，8 月净流出，但 8 月主要是交易型资金在净卖出，配置型资金仍在净买入 8
图 10： 当截至 T 日收盘，某个行业的 90 日滚动收益率超过 20%或亏损 20%~30%时，北上投资者更倾向于在 T+1 日卖出该行业 9
图 11： 对于截至 8 月 31 日的 90 天滚动收益率达到 20%及以上的行业，除轻工制造、化工以及纺织服装外，在 8 月 31 日至 9 月 4 日期间均被卖出 9
图 12： 截至 9 月 4 日，北上交易盘自 7 月以来的累积收益率仍有 24.74%，仍有较大可能选择兑现利润 10
图 13： 科威特和阿联酋主权基金自 7 月以来累积收益率在 20%左右 10
图 14： 2019 年 4 月以来的配置型资金基本呈现买入持有特征，积累的整体收益率也达到了 36.22% 10
图 15： 截至 9 月 4 日，配置型资金在休闲服务、综合、食品饮料以及电气设备等板块的累积浮盈较大 11
图 16： 截至 9 月 4 日，军工、有色、休闲服务、电气设备、农业、汽车以及化工等板块累积收益率仍较高 11
图 17： 从历史上看，外资净买入我国债券的行为与中美利差显著正相关；7 月和 8 月外资较大幅增持我国债券 12
图 18： 历次热钱流入时期往往也是我国从经济复苏走向过热的时期 12
图 19： 历次热钱流入时大多是我国货币政策收紧之时，而信用基本也处于扩张期 12
图 20： 而当下，中美利差处于相对高位且 10Y 美债收益率较低 13
图 21： 且美国国债期货的净空头投机头寸规模达到 2010 年以来的高点 13
图 22： 2020 年 7 月和 8 月，北上配置型资金主要净买入电子、电气设备、机械设备、传媒以及化工等行业，主要净卖出休闲服务、食品饮料以及国防军工等 13
图 23： 2020 年 7 月至 8 月，北上交易型资金主要净买入金融地产、化工、建筑建材、机械设备、采掘以及交运等顺周期板块，主要净卖出食品饮料以及电气设备等板块 14
图 24： 8 月 31 日至 9 月 4 日期间，北上配置型资金仍在净买入化工、钢铁、交运以及建筑建材等顺周期板块，同时化工、钢铁以及交运等板块是北上交易型资金为数不多的净买入的行业 14

图 25: 性价比的均衡 16

1、 中美“核心资产”共振调整的背后

9 月 3 日和 9 月 4 日两天，美股迎来了两天较大幅度的调整，其中以纳指为代表的科技股跌幅显著高于道指以及标普 500。已有大量证据表明，前期大量投资者买入的涨期权推升了科技股的行情（出售科技股看涨期权的券商被动买入标的资产），而期权购买者既有大量个人投资者，也有软银等大型机构。**在以 10 年美债收益率上移背景下，依赖于贴现率的科技股明显受到压制，但前期反而出现了凌厉的涨幅，一定意义上讲可能是：最后的边际乐观者完成了定价。**

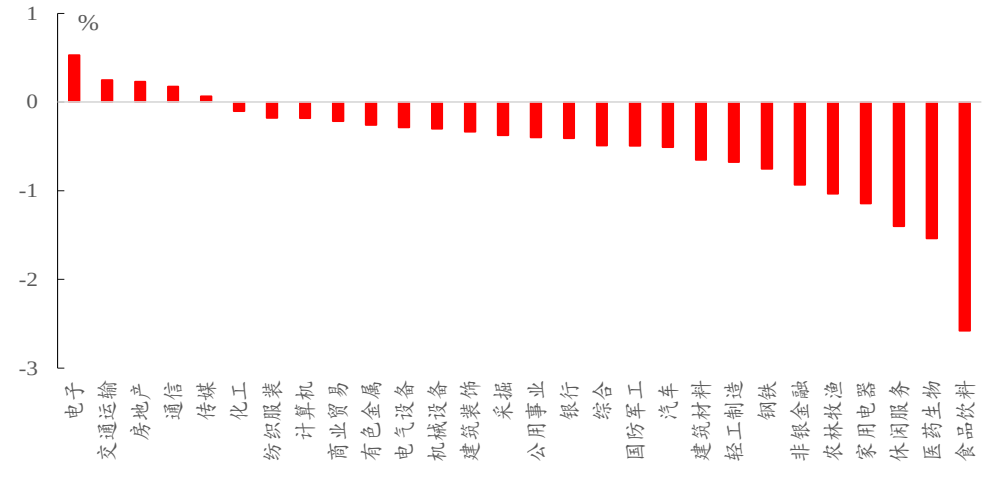
图1：9 月 2 日当天，以纳指为代表的科技股开始跑输标普 500 以及道指，并 9 月 3 日和 9 月 4 日美股调整时，纳指跌幅显著高于标普 500 以及道指



数据来源：Wind、开源证券研究所

中国消费类核心资产在交易特征上与美股 FAAMG 形成了某种程度的共振。从国内资产来看，美股大幅调整的后一交易日，食品饮料板块跌幅最大。为了更好说明交易结构上发生的故事，我们以盈利稳定增长的海天味业的交易结构进行说明。

图2：9 月 4 日当天（美股大幅调整的后一交易日），食品饮料板块跌幅最大



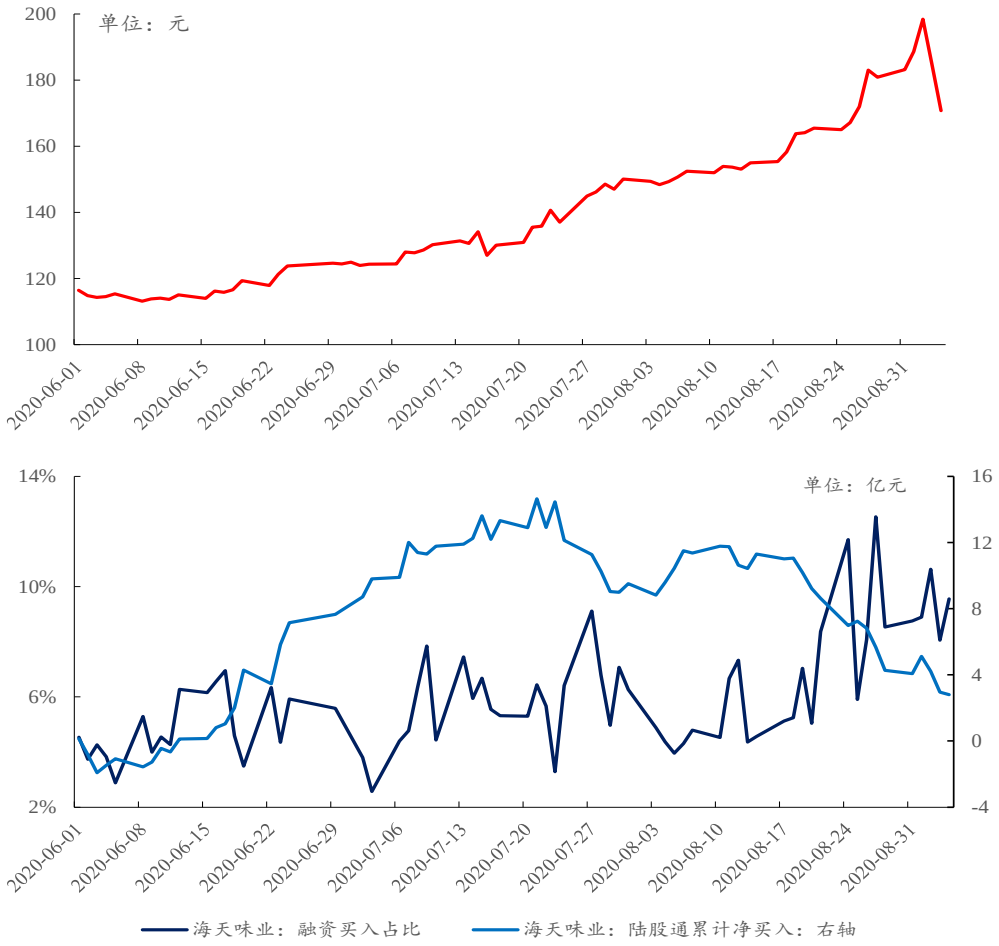
数据来源：Wind、开源证券研究所

在国内国债收益率不断上行时，周期性较弱的消费类“核心资产”却不断创出新高。有一种解释是：由于海外无风险利率仍在低位，带来了边际定价力量的继续买入。在美债收益率已经上行的当下，我们且不用从逻辑上讨论这一因果关系，只需从数据上看：北上资金在过去 1 个月，对于海天味业一直呈现净流出的态势。更有意思的是：反而是以个人投资者、游资为代表的交易型资金对海天味业进行了买入。

侧面的印证是， 6 月以来，个人投资者更偏爱的消费 ETF 比机构参与为主的消费 ETF 获得了更多的申购。

我们认为中美市场这种下跌中的联动效应可能在指示：**对于两个市场公认的“核心资产”，最后的多头力量已经完成了定价。**这就指示两个推论：交易结构会相对脆弱，对基本面“最不懂”的人的行为会对价格形成波动；标的公司的基本面“容错成本”降低，如果出现业绩不及预期，将会存在较大“纠错成本”。目前来看，风险可能集中在第一个层面，即纯粹交易的扰动，回调比例不用过于悲观。在我们半年报《面向中报里的未来》中也发现，上述板块半年业绩整体优秀，业绩担忧是 3 季度之后的事情。最终结论是：**如果可以接受扰动与较低的预期收益率，且对组合中上述类型个股基本面研究极为有信心，仍可以选择持有。**

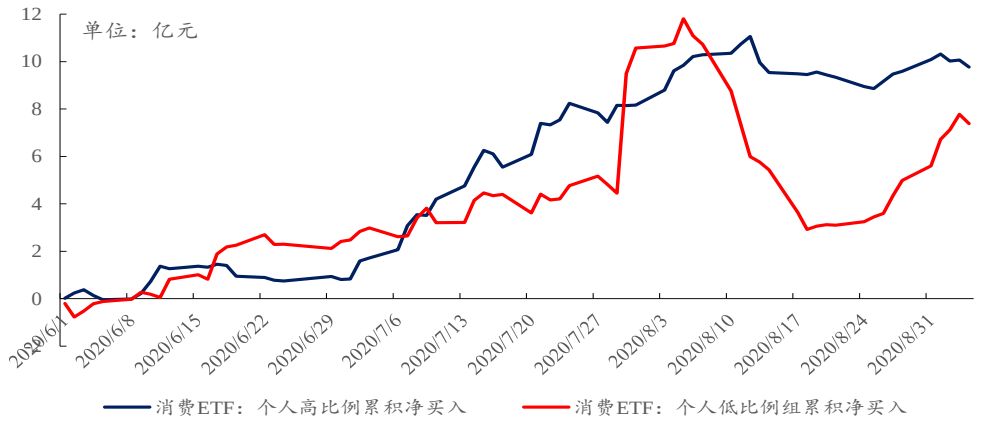
图3：0903 和 0904 两天海天味业连续下跌的背后是 8 月以来，两融逐步成为海天味业定价的主导资金，而北上资金在此期间不断净卖出



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：陆股通累积净买入的起点为 2020 年 6 月 1 日

图4：6 月以来，个人高比例组的消费 ETF 累积净买入高于个人低比例组

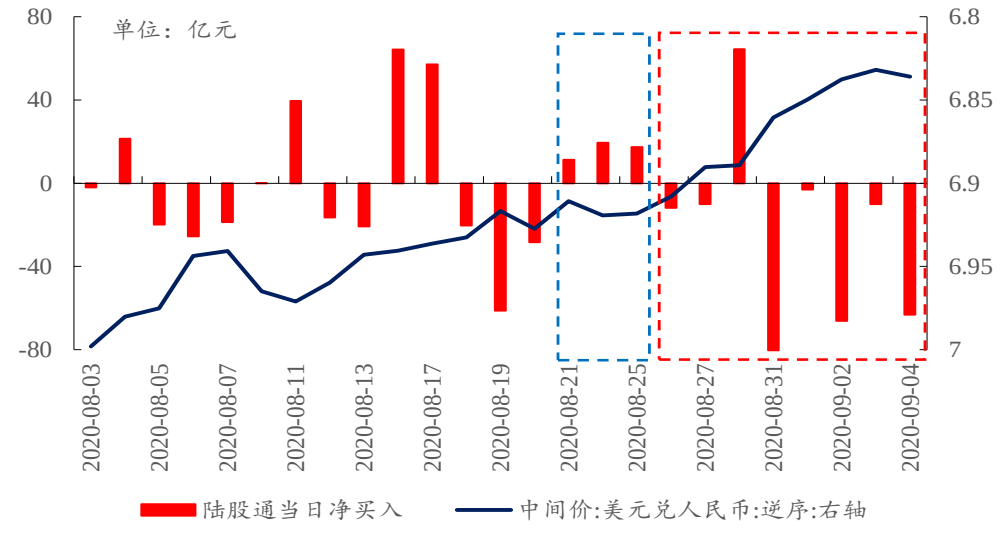


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 如何理解人民币升值+陆股通连续净流出

8 月 31 日以来，伴随着人民币升值，陆股通连续 5 个交易日净流出。部分投资者对这种背离表示困惑，甚至部分投资者担心潜在的外资大幅撤出。我们将对这一问题进行分析。

图5：8 月 31 日以来，伴随着人民币升值，陆股通连续 5 个交易日净流出

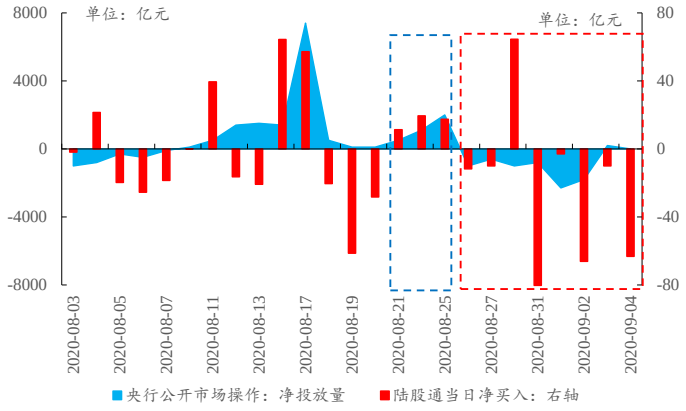


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1、 不必多虑：未有资本撤出中国的迹象

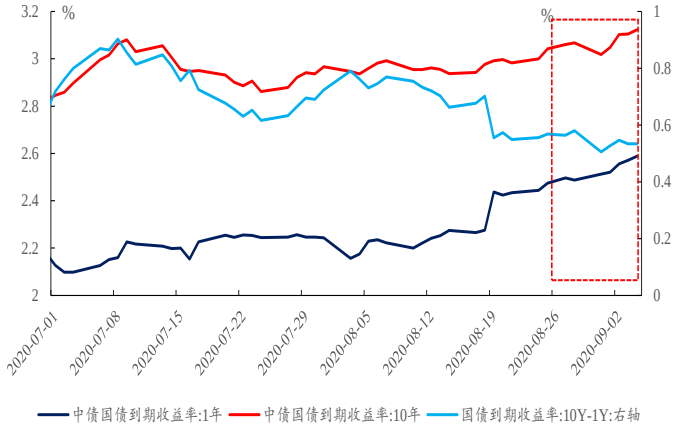
我们注意到：8 月下旬以来，剔除美联储发声后的 8 月 28 日，**陆股通净买入与中国央行公开市场操作呈现一定正相关性：**0821、0824 以及 0825 三个央行净投放货币的交易日，陆股通净买入 A 股，而自 8 月 26 日央行净回笼货币以来（除美联储发声后的 8 月 28 日外，当天北上的净买入更有可能是对美联储声明的反应），北上逐步净卖出 A 股。**这其实也反应了全球投资者对于货币政策的担忧：货币政策的退出可能会带来双重后果，其一是影响股市的流动性和估值扩张，其二可能导致经济复苏受阻。**

图6：8 月下旬以来，剔除美联储发声后的 8 月 28 日，陆股通净买入与央行公开市场操作呈现一定正相关性



数据来源：Wind、开源证券研究所

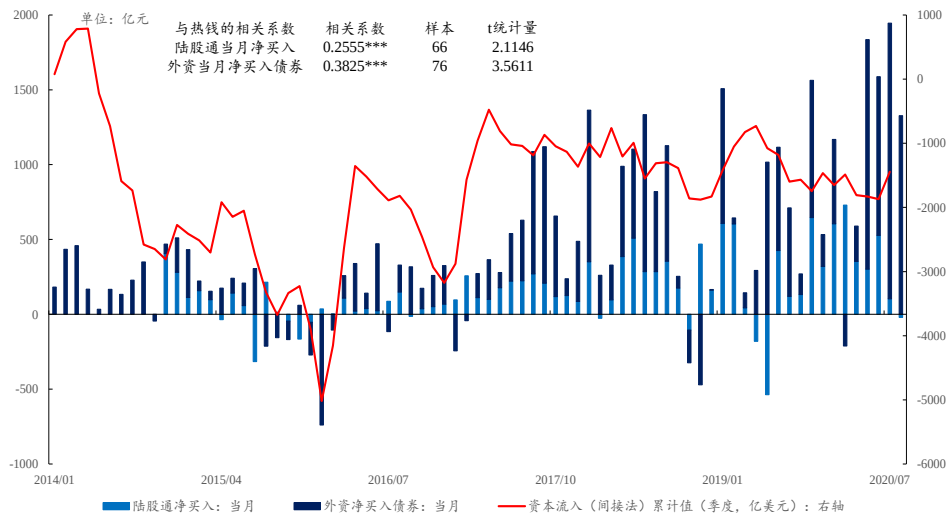
图7：同时自 8 月 26 日央行逐步净回笼资金以来，由于短端利率上行较快，期限利差震荡下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

但是目前来看，我们尚未看到外资开始明显流出中国的证据。历史相关性告诉我们：热钱与陆股通净买入 A 股/外资净买入债券显著正相关，且与外资净买入债券更相关。债券资产不断获得海外热钱的涌入仍然指示：**中国仍然是世界上回报率较为可观的市场。**

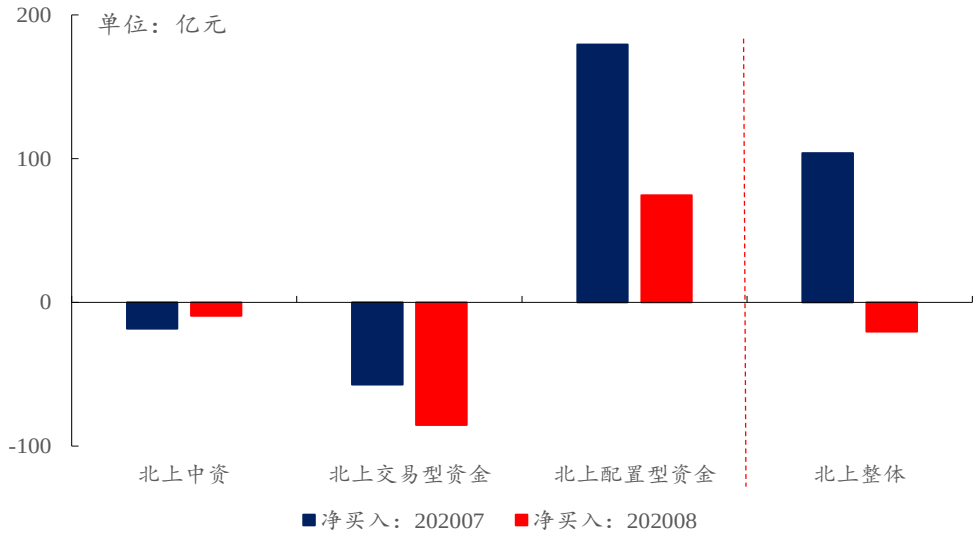
图8：资本流动并未出现明显流出的迹象



数据来源：Wind、开源证券研究所。注：***表示在 1%显著性水平下显著。

而从股票市场本身而言，我们把视角拉回到外资大规模涌入的 7 月初，或许能更好理解这一问题：**7 月以来，北上资金整体仍然净流入；其中，交易型的资金出现了明显的波动（7 月初大量买入后，后续逐步撤出）。这种交易性的特征，我们需要从交易的角度进行理解。**

图9：7 月北上整体净流入，8 月净流出，但 8 月主要是交易型资金在净卖出，配置型资金仍在净买入

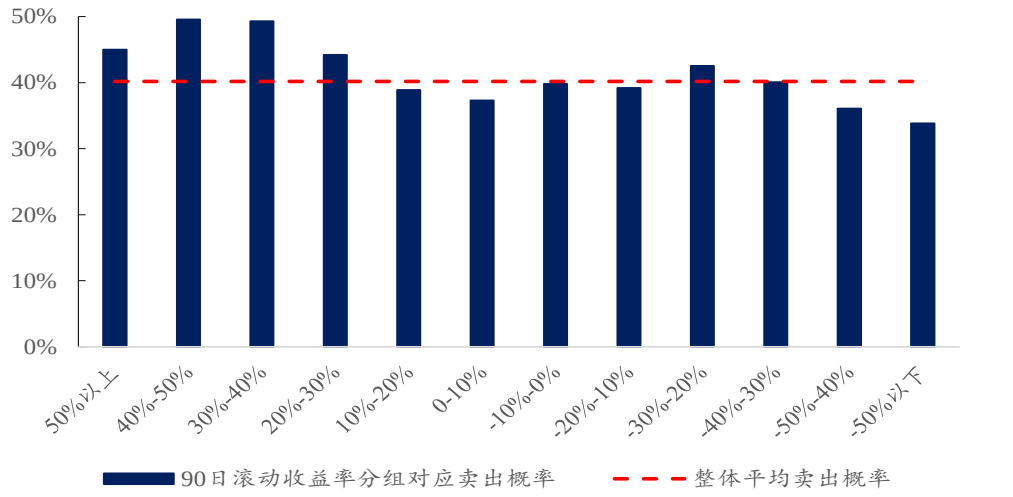


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 来自交易层面的扰动：短期兑现利润

从交易层面来看，我们发现，北上连续调整背后其实更多的是利润的兑现。根据历史数据统计显示：**单纯从交易来看，每当截至 T 日收盘，某个行业的 90 日滚动收益率超过 20%或亏损 20%~30%时，北上投资者更倾向于在 T+1 日卖出该行业。同时，我们发现：对于截至 8 月 31 日的 90 天滚动收益率达到 20%及以上的行业，除轻工制造、化工以及纺织服装外，在 8 月 31 日至 9 月 4 日期间均被卖出，这在一定程度上印证了北上连续调整背后其实更多的是利润的兑现。**

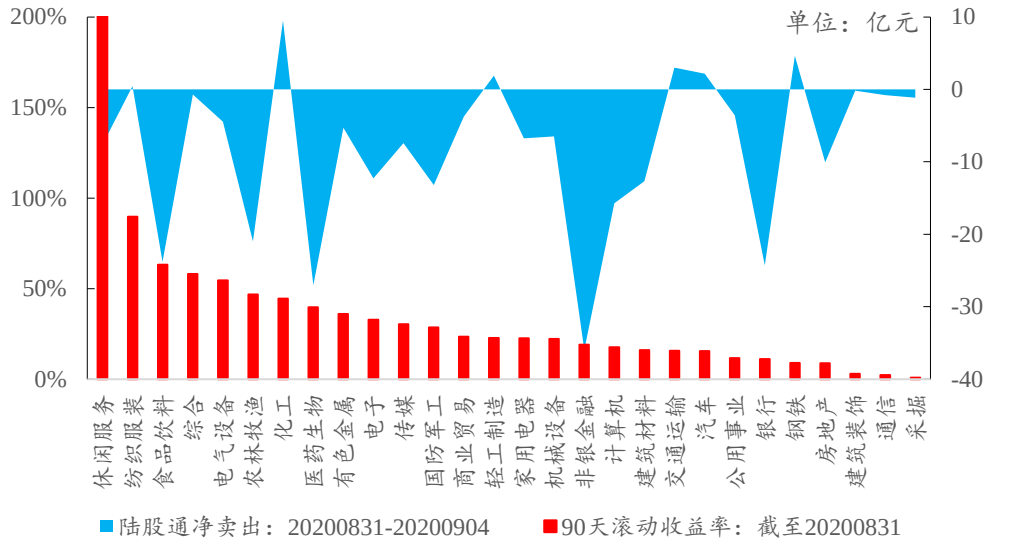
图10：当截至 T 日收盘，某个行业的 90 日滚动收益率超过 20%或亏损 20%~30%时，北上投资者更倾向于在 T+1 日卖出该行业



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：首先将 90 日滚动的累积收益率每 10%为一档，划分为 12 组，统计 2016 年 7 月以来各个分组出现的行业频次以及该行业第 T+1 日被卖出的累积频次，从而计算得到累积收益率该分组被卖出的概率，整体被卖出的概率=考察期内每日被卖出的行业个数加总/（考察交易日*行业总个数）。

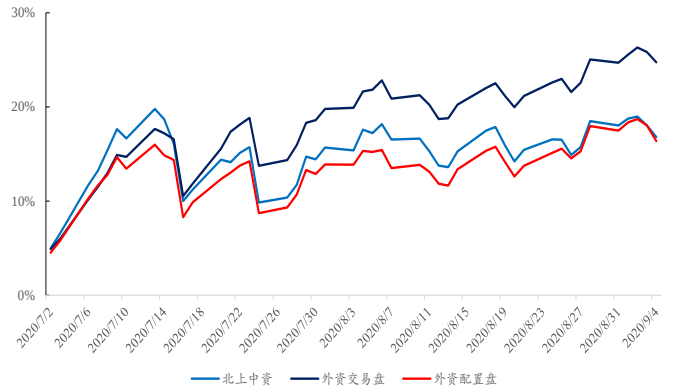
图11：对于截至 8 月 31 日的 90 天滚动收益率达到 20%及以上的行业，除轻工制造、化工以及纺织服装外，在 8 月 31 日至 9 月 4 日期间均被卖出



数据来源：Wind、开源证券研究所

7 月以来，北上交易型资金取得了较高的区间收益，这也成为了交易型资金 7 月中旬逐步流出 A 股的原因。截至 9 月 4 日，北上交易盘自 7 月以来的累积收益率仍有 24.74%，显著高于北上配置型资金和北上中资。与此同时，我们看到以科威特和阿联酋为代表的中东主权基金在 7 月以来同样取得了 20%左右的累计收益，表现好于北上配置型资金，这意味着对于他们而言，当国内面临财政压力时，有动机选择卖出 A 股兑现利润，值得一提的是，**阿联酋主权基金的托管行是汇丰银行，而汇丰同样也是陆股通的托管商。这也指示了北上配置型资金近期流出的一种可能。**

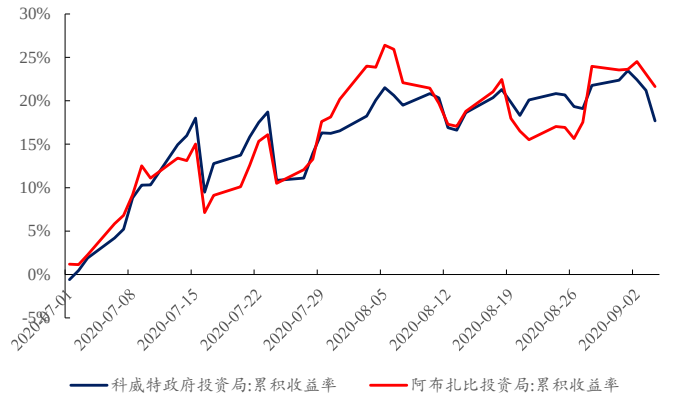
图12：截至 9 月 4 日，北上交易盘自 7 月以来的累积收益率仍有 24.74%，仍有较大可能选择兑现利润



数据来源：Wind、开源证券研究所

区间收益率的计算起点为 7 月 2 日

图13：科威特和阿联酋主权基金自 7 月以来累积收益率在 20%左右

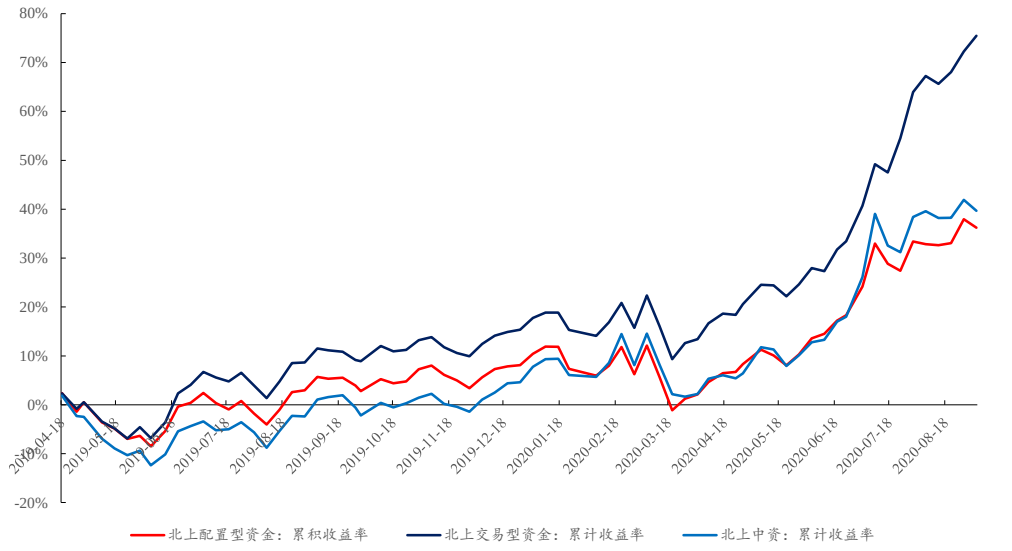


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：按照半年报公布的 QFII 持仓来计算主权基金自 7 月以来的累积收益率，不考虑中途调仓行为

同时我们需要提醒投资者的是：2019 年以来的配置型资金基本呈现买入持有特征，**积累的整体收益率也达到了 36.22%，如果出现类似于主权基金流动性需求或者其他风险规避需求，确实也有较大盈利兑现压力。**

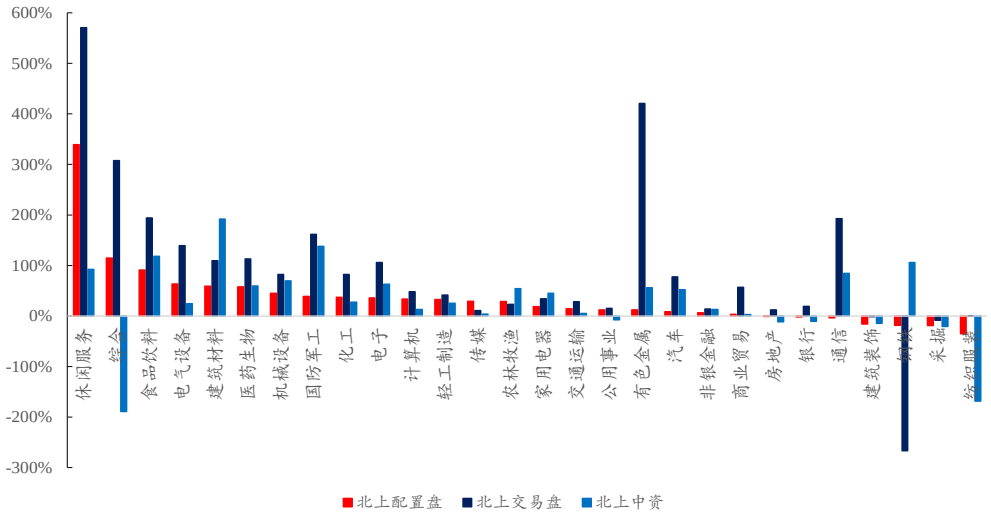
图14：2019 年 4 月以来的配置型资金基本呈现买入持有特征，积累的整体收益率也达到了 36.22%



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：累积收益率计算的起点为 2019 年 4 月 12 日

图15：截至 9 月 4 日，配置型资金在休闲服务、综合、食品饮料以及电气设备等板块的累积浮盈较大



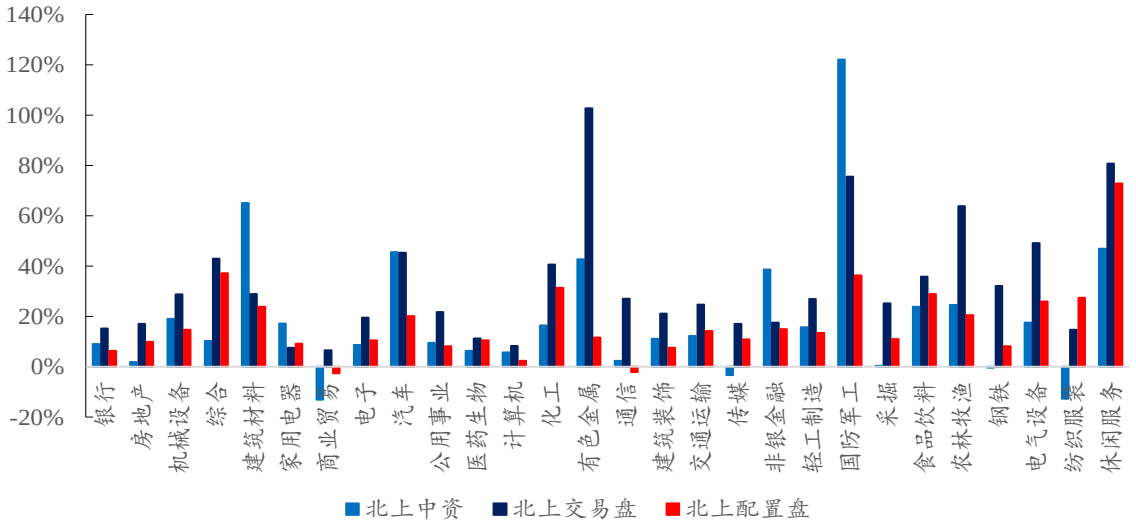
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：累积收益率计算的起点为 2019 年 4 月 12 日

2.3、 潜在的顺周期的交易特征

而当下，截至 9 月 4 日，**军工、有色、休闲服务、电气设备、农业、汽车以及化工等板块累积收益率仍较高，**从交易层面看，北上资金在这些行业仍有兑现利润的需求。但值得一提的是，对于化工以及轻工等顺周期，在 8 月 31 日累积收益率超过 20%时，北上仍选择净买入，这可能意味着在当下经济复苏+利率上行的宏观背景下，北上资金对于顺周期板块的止盈线在提升，对于顺周期板块而言，北上短期兑现利润的压力可能小于其他板块。

图16：截至 9 月 4 日，军工、有色、休闲服务、电气设备、农业、汽车以及化工等板块累积收益率仍较高



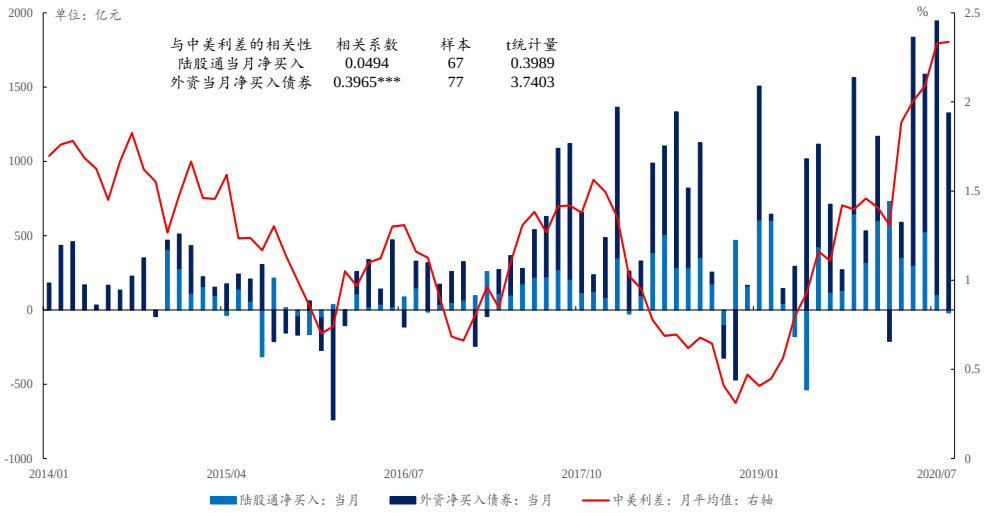
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：累积收益率起始日期为 7 月 2 日

3、 热钱流入的趋势仍然存在

从历史上看：**外资净买入我国债券的行为与中美利差显著正相关，而这也正好对应历次热钱流入我国时的宏观环境（货币收紧+经济复苏）。**同时我们看到：**7 月和 8 月外资较大幅增持我国债券**，而当下中美利差处于相对高位、10Y 美债收益率较低且美国国债期货的净空头投机头寸规模目前达到 2010 年以来的高点。这都为后续热钱流入我国资本市场创造了条件，而背后最大的两大支撑其实是：全球流动性过剩+我国较好的经济基本面。

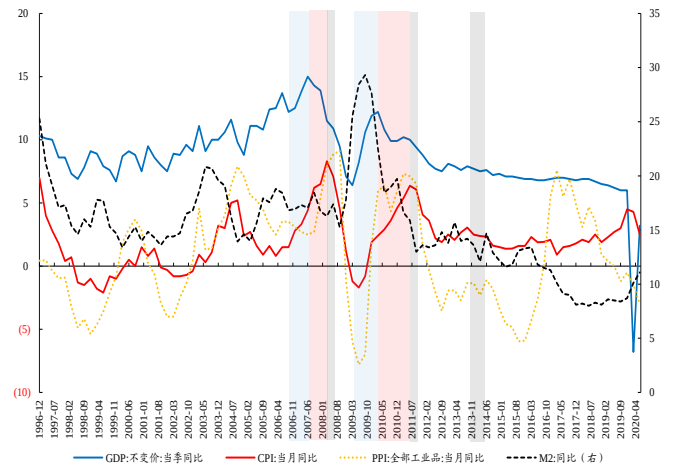
图17：从历史上看，外资净买入我国债券的行为与中美利差显著正相关；7 月和 8 月外资较大幅增持我国债券



数据来源：Wind、开源证券研究所

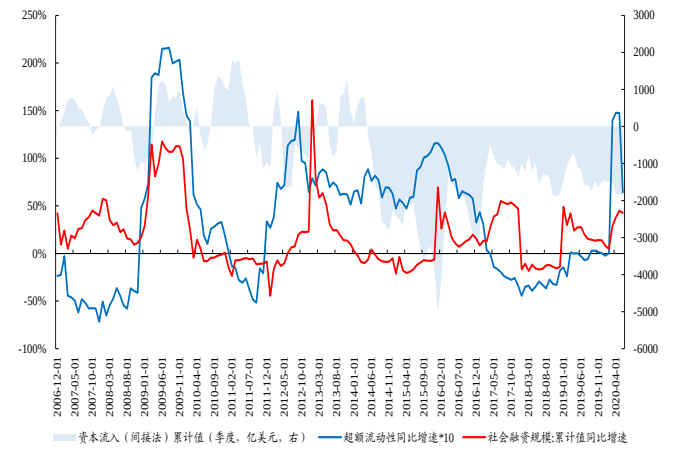
注：***表示在 1%显著性水平下显著

图18：历次热钱流入时期往往也是我国从经济复苏走向过热的时期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：历次热钱流入时大多是我国货币政策收紧之时，而信用基本也处于扩张期



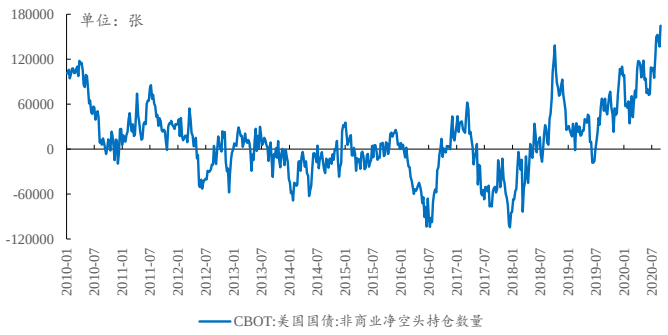
数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：当下中美利差处于相对高位且10Y美债收益率较低



数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：当下美国国债期货的净空头投机头寸规模达到2010年以来的高点

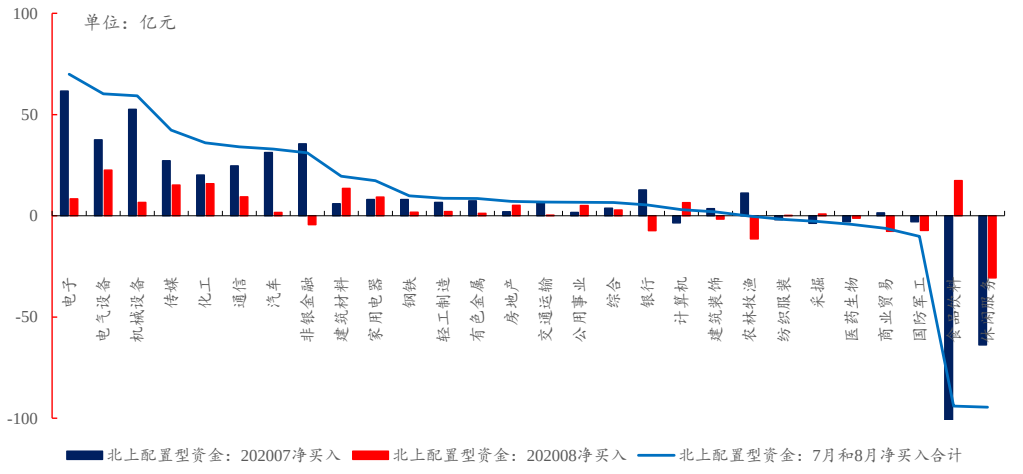


数据来源：Wind、开源证券研究所

这意味着一个浅显的道理：既然外资流入是因为我国更好的经济基本面，那么在股票市场没有理由不做与经济基本面相关的交易。直接把外资流入与核心资产上涨划等号显然不符合逻辑。

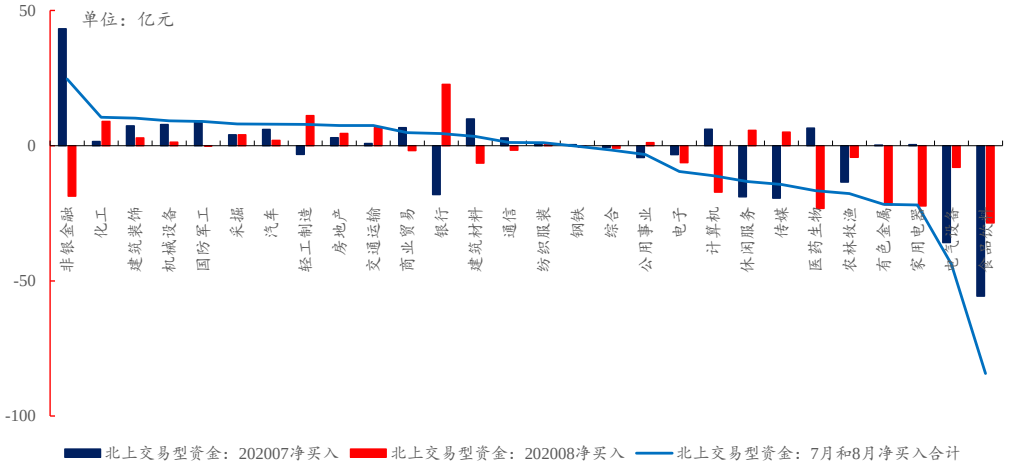
实际情况是：**7月北上整体净流入，8月净流出，但8月主要是交易型资金在净卖出，配置型资金仍在净买入**。从行业配置来看，2020年7月和8月，北上配置型资金主要净买入电子、电气设备、机械设备、传媒以及化工等行业，主要净卖出休闲服务、食品饮料以及国防军工等，北上交易型资金主要净买入金融地产、化工、建筑建材、机械设备、采掘以及交运等顺周期板块，主要净卖出食品饮料以及电气设备等板块，**即北上配置型资金和交易型资金在7月和8月就已经开始积极配置顺周期板块，配置型资金整体较为均衡，交易型资金更加偏好顺周期。**

图22：2020年7月和8月，北上配置型资金主要净买入电子、电气设备、机械设备、传媒以及化工等行业，主要净卖出休闲服务、食品饮料以及国防军工等



数据来源：Wind、开源证券研究所

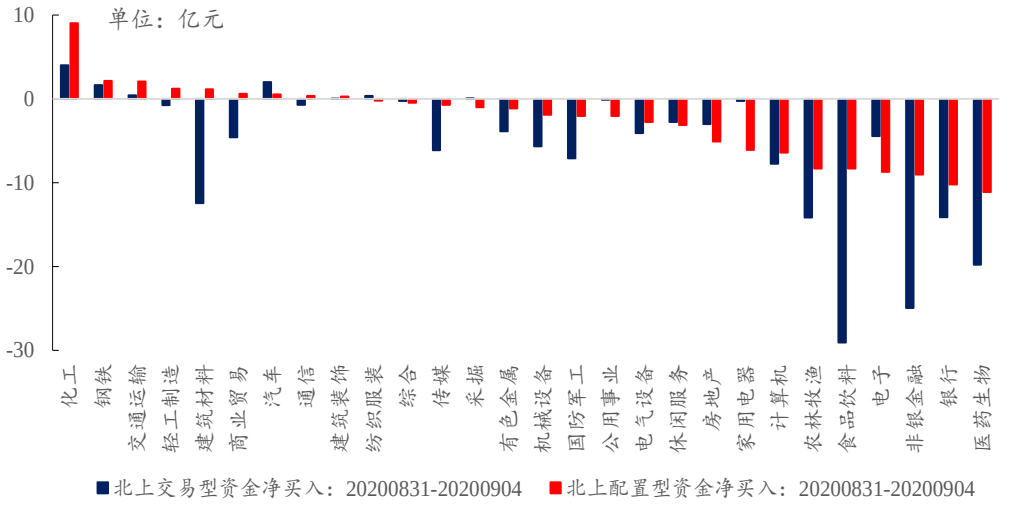
图23：2020 年 7 月至 8 月，北上交易型资金主要净买入金融地产、化工、建筑建材、机械设备、采掘以及交运等顺周期板块，主要净卖出食品饮料以及电气设备等板块



数据来源：Wind、开源证券研究所

更进一步的，8 月 31 日至 9 月 4 日陆股通连续净流出期间，北上配置型资金仍在净买入化工、钢铁、交运以及建筑建材等顺周期板块，同时北上交易型资金仍在净买入化工、钢铁以及交运等板块。**从这一角度来看，即便整体上北上资金在连续撤出 A 股，北上配置型/交易型资金的对部分顺周期板块仍在净买入，这意味着外资对我国经济基本面的认可，且这种认可很大程度来源于对于当下基本面的信心。**

图24：8 月 31 日至 9 月 4 日期间，北上配置型资金仍在净买入化工、钢铁、交运以及建筑建材等顺周期板块，同时化工、钢铁以及交运等板块是北上交易型资金为数不多的净买入的行业



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 进攻也是防守

伴随美股波动与中国“核心资产”的调整，部分投资者开始对市场担忧，关于切入“防御形态”的讨论开始浮现。我们对此的认知是：如何防御，是一个由总量担忧引发的关于结构的讨论。但庆幸的是，由于 A 股前期存在较大的结构问题，反而可以很好的用结构来解决对总量问题的担忧。

目前对于市场的担忧无非集中在：全球货币政策的边际收紧，国内已经确立了脱虚入实的趋势；美国大选将极大抑制市场风险偏好；海外市场的扰动可能带来全球风险敞口下降，外资撤出中国市场。

我们会惊喜的发现，由于前期巨大的估值分化以及其对应的认知分化，让周期性行业并未处在“估值驱动”的状态。同时，从外资持仓来看，大量“低位资产”面对的“做空力量”（持仓）小，但是近期买入量确在不断增加。

唯一的不确定，确实在于中美关系的走势，我们确实需要进一步考量，这是在某个时点需要考虑“防御”的因素。

上述不利因素让传统的防御板块（医药、食品饮料为例）大部分将不具备防御属性。

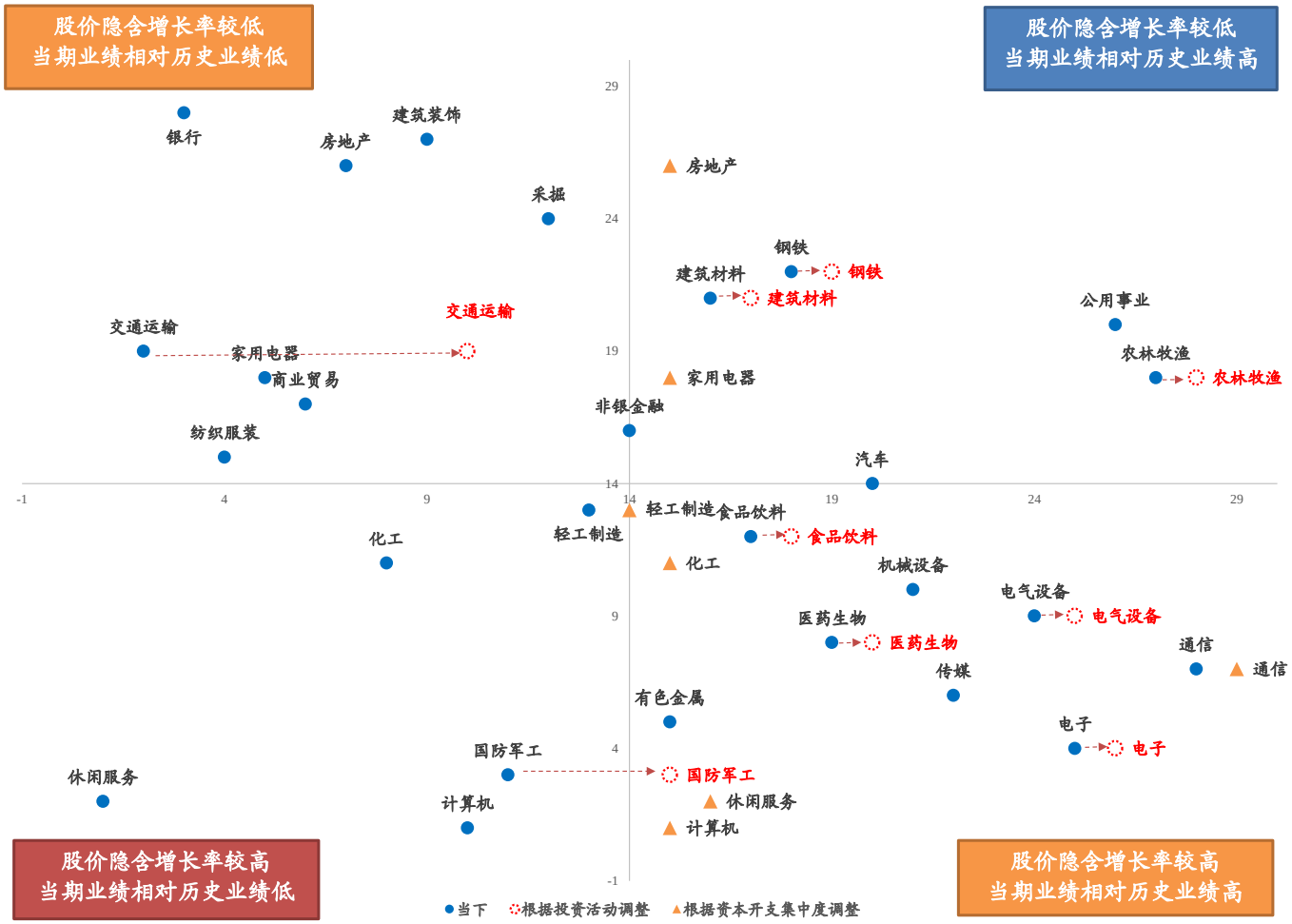
从中期趋势来看，经济基本面带来的盈利改善，又有可能很大程度为市场带来收益。但我们需要提醒投资者的是，判断业绩增长是否会被高估值所抵消将成为下一阶段的重要命题。我们在上期周报中曾强调了 PB-ROE 策略的重要性。中报中我们获取了更多信息，在专题报告《面向中报里的未来——2020 半年报深度分析》中对当期业绩与隐含增长率进行了划分，结论是：**短期业绩是对长期不变增长率预期的起点，当期业绩相对历史较好，意味着目前越匹配市场（甚至高于）对未来增长的要求，而价格隐含的增长率越低，业绩改善所带来的股价弹性就越大。**

第一象限中是静态来看预期收益率最高的区域；第二、四象限中胜率与赔率总有一个不够理想，因此预期收益率一般；第三象限中胜率与赔率均低，预期收益率较低。我们直观地看到：**第一象限中，建材、钢铁、公用事业、农林牧渔**的当前业绩相对历史较好，且价格要求的增长率较低，性价比更高。

因此关于进攻与防守的答案就很明显，**攻守兼备**在第一象限中，估值不高，盈利还有弹性（如**建材、公用事业、农林牧渔**），**纯防守**应该是在第二象限，因为所有估值相关因素影响已经很小（**银行、房地产、建筑、采掘**）。值得一提的是化工、机械和交通运输，其中由于子行业众多，一级行业指数的划分可能会遗漏子行业的分化。具体来讲：**周期性化工品、工程机械**具备当下的进攻属性；**航空、公路**具备一定防御属性。

很快，市场就会出现一个有意思的现象，尽管具体行业不同，顺周期特征是最好的进攻，也有最强的防守。这一切的来源，都是估值分化+经济复苏的共同作用。

图25：性价比的均衡



数据来源：Wind、开源证券研究所

站在当下看未来，我们推荐：第一，考虑攻守兼备，布局低估值+顺周期的大金融：**房地产、银行、保险**；第二，经济复苏下商品价格有望继续上行，周期品种景气有支撑：**化工，煤炭、有色**，下一阶段可新增布局外需受益领域（非受益于疫情）；第三，经济复苏过程中，股价弹性与行情持续性兼备的：**建材、工程机械、建筑**；第四，顺周期消费可适当布局：**家电、汽车**。

5、 风险提示

中美摩擦加剧；疫情超预期恶化；国内经济下行超预期；测算误差

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