2020 年 08 月 31 日

开源金股，9 月推荐

——投资策略专题

策略研究团队

牟一凌（分析师）
mouyiling@kysec.cn
证书编号：S0790520040001

● **策略：积极布局顺周期，重启 PB/ROE**

1）货币边际上收紧趋势已经确立，但是信用扩张仍在继续。A 股估值驱动已经放缓，盈利驱动成为核心变量。2）PB-ROE 策略可能因宏观环境变化而回归。较为合理的估值水平匹配以经济复苏时期较好的盈利弹性都可能成为当下较好的选择。3）建议投资者回归紧货币、宽信用的宏观环境下的投资思维：自上而下把握顺周期，自下而上注意估值与近期业绩弹性的匹配，我们推荐：第一，低估值+顺周期的大金融：**房地产、银行、保险**；第二，需求回暖，后续可能叠加全球通胀预期：**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**。

● **金工：基于行业轮动模型的 9 月行业多头**

基于行业轮动模型，9 月行业多头为：**公用事业、轻工制造、国防军工、综合、农林牧渔、非银金融、采掘、建筑装饰、交通运输**。

● **石油化工：桐昆股份（601233.SH）**

景气回暖趋势出现或带动终端需求，价量齐升值得期待。

● **化工：三友化工（600409.SH）、恒力石化（600346.SH）**

粘胶纤维短纤 1.5D*38mm 产品提价迅猛，秋季“金九银十”行情开启在即。恒力石化先于其他七大石化产业基地投产，拥有成本/配套/规模化优势；

● **煤炭开采：神火股份（000933.SZ）**

主业盈利能力已呈现改善趋势，业绩整体向好，电解铝板块积极进行低成本布局。

● **房地产：保利地产（600048.SH）**

业绩稳健，销售复苏，拿地积极，持续深耕中心城市+城市群。

● **传媒：芒果超媒（300413.SZ）**

看好公司突出的内容制作能力从综艺复刻至剧集，叠加场景化内容营销模式。

● **食品饮料：五粮液（000858.SZ）**

商务消费逐渐活跃，经销商库存低位，受益于消费复苏；全年业绩增长确定性较强；随着市场逐渐回暖，估值大概率修复向贵州茅台靠拢。

● **纺织服装：南极电商（002127.SZ）**

GMV 高增长，本部业绩增长稳健，韧性较强，公司完成全年激励目标概率高。

● **国防军工：中航机电（002013.SZ）**

军品民品空间广阔，航空机电系统专业化整合，有望进一步整合相关资产。

● **新能源与电力设备：中材科技（002080.SZ）**

2020H1 业绩大超市场预期，三大业务全面向好。

● **风险提示：**疫情出现反复；中美摩擦超预期恶化

相关研究报告

《投资策略周报-顺周期确立，PB/ROE 回归》-2020.8.30

《投资策略周报-“复苏交易”的信号与噪声》-2020.8.23

《投资策略专题-如何交易“潜在的”欧洲复苏》-2020.8.19

目 录

1、 开源金股，9 月推荐 3
2、 核心观点 3
2.1、 策略：积极布局顺周期，重启 PB/ROE 3
2.2、 金工：基于行业轮动模型的 9 月行业多头 4
2.3、 石油化工：桐昆股份（601233.SH） 4
2.3.1、 桐昆股份（601233.SH） 4
2.4、 化工：三友化工（600409.SH）、恒力石化（600346.SH） 4
2.4.1、 三友化工（600409.SH） 4
2.4.2、 恒力石化（600346.SH） 5
2.5、 煤炭开采：神火股份（000933.SZ） 5
2.5.1、 神火股份（000933.SZ） 5
2.6、 房地产：保利地产（600048.SH） 5
2.6.1、 保利地产（600048.SH） 6
2.7、 传媒：芒果超媒（300418.SZ） 6
2.7.1、 芒果超媒（300418.SZ） 6
2.8、 食品饮料：五粮液（000858.SZ） 6
2.8.1、 五粮液（000858.SZ） 6
2.9、 纺织服装：南极电商（002127.SZ） 7
2.9.1、 南极电商（002127.SZ） 7
2.10、 国防军工：中航机电（002013.SZ） 7
2.10.1、 中航机电（002013.SZ） 7
2.11、 新能源与电力设备：中材科技（002080.SZ） 7
2.11.1、 中材科技（002080.SZ） 7
3、 风险提示 7

图表目录

图 1： 开源金股，9 月推荐 3
图 2： 行业选择视角下的 ETF，策略&金工 9 月联合推荐 4

1、 开源金股，9 月推荐

图1：开源金股，9 月推荐

★9月金股推荐★												
所属行业	股票代码	股票简称	投资评级	2020/08/31 收盘价	EPS（元）			PE			ROE	PB
					2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E		
石油化工	601233.SH	桐昆股份	买入	16.13	1.56	1.67	2.50	10.34	9.66	6.45	12.27	1.54
化工	600409.SH	三友化工	买入	6.19	0.33	0.07	0.63	18.76	88.43	9.83	0.22	1.20
化工	600346.SH	恒力石化	买入	21.03	1.42	1.85	2.18	14.81	11.37	9.65	29.42	3.78
煤炭开采	000933.SZ	神火股份	买入	5.31	0.71	0.30	0.52	7.48	17.70	10.21	16.41	1.29
房地产	600048.SH	保利地产	买入	16.10	2.34	2.77	3.27	6.88	5.81	4.92	17.29	1.35
传媒	300413.SZ	芒果超媒	买入	71.00	0.65	0.95	1.14	109.23	74.74	62.28	15.00	13.02
食品饮料	000858.SZ	五粮液	买入	240.00	4.48	5.26	6.10	53.57	45.63	39.34	24.70	12.16
纺织服装	002127.SZ	南极电商	买入	18.53	0.49	0.63	0.81	37.82	29.41	22.88	25.01	9.10
机械军工	002013.SZ	中航机电	买入	10.33	0.27	0.3	0.35	38.26	34.43	29.51	9.72	3.93
新能源与电力设备	002080.SZ	中材科技	买入	19.93	0.82	1.17	1.25	24.24	17.08	15.98	13.69	3.05

数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 核心观点

2.1、 策略：积极布局顺周期，重启 PB/ROE

1）以金融数据定位，货币与信用的关系回到 2019Q4 复苏的起点，货币政策将步入“正常化”，这解释了 7 月以来的风格变化，更意味着后续主线将回归到经济复苏、盈利改善的效果上。值得关注的是社融与 M2 的增速差在持续缩窄，新增人民币贷款中居民及企业中长期贷款多增，而短期贷款及票据融资少增，非银贷款少增；M1-M2 差值扩大，意味着消费和投资未来将走向活跃，有利于企业盈利改善。从供需两端来看，信用扩张仍是大概率事件：从央行对金融机构的债权，以及金融机构对实体的债权之间的比值，以及 SHIBOR 与 DR007 的相对变化来看，信用的供需两方都未见弱化。而从经济自身状态来看，不均衡的复苏依然需求更为宽松的政策支持。当下制造业出现结构性复苏迹象，而我们发现以欧洲为代表的疫情后的复苏正在贡献正面力量。未来经济可能走向信用扩张——需求回升——信用进一步扩张的正向循环。

2）重视风格切换并非忽视投资的“Alpha”，恰恰相反，这正是对微观选股的一种思维映射，即不同“好的公司”成为“好的股票”需要部分系统性条件。6 月以来宏观环境完成了从疫情中的宽货币、宽信用向紧货币、宽信用过渡，风格切换也因此发生。2017 年中曾大放异彩的 PB-ROE 策略可能会因为宏观环境变化而强势回归。这同时也从另外一个自下而上的角度提供了对于顺周期这一概念的理解：较为合理的估值水平匹配以经济复苏时期较好的盈利弹性都可能成为当下较好的选择。当然，大量周期性价值股确实更符合上述逻辑，同时我们认为前期有一定涨幅的周期龙头或优势行业（建材+工程机械等），只要未来 1-2 年业绩弹性匹配估值水平，仍可以成为优质选择。同时从历史经验来看，“紧货币”+“宽信用”时期，境外资本往往呈现大幅流入，并一定程度强化上述特征。

3）我们建议投资者回归紧货币、宽信用的宏观环境下的投资思维：自上而下把握顺周期，自下而上注意估值与近期业绩弹性的匹配，我们推荐：第一，布局低估值+顺周期的大金融：**房地产、银行、保险**；第二，经济复苏下需求回暖，后续可能叠加全球通胀预期升温：**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**。

风险提示：疫情出现反复；中美摩擦超预期恶化

2.2、 金工：基于行业轮动模型的 9 月行业多头

开源证券金工组于 2020 年 3 月 2 日发布专题报告:《A 股行业动量的精细结构》，从纵向和横向两个维度对行业动量进行切割。该报告提出的核心问题是：行业的动量效应这么微弱，应该怎么办呢？黄金律模型的回答是，在时间轴上进行纵向切割，拆分出两个矛盾的成分：日内动量、隔夜反转，取“日内收益-隔夜收益”作为新的代理变量。龙头股模型的回答是，在成分股中进行横向切割，拆分出两个矛盾的成分：龙头股动量、普通股反转，取“龙头股收益-普通股收益”作为新的代理变量。根据黄金律因子和龙头因子，等权对一级行业指数进行打分，每月选择分数最高的 9 个行业作为行业多头组合，基准组合为 28 个行业等权组合。基于截至 7 月 24 日的数据，测算得到的行业多头为：**公用事业、轻工制造、国防军工、综合、农林牧渔、非银金融、采掘、建筑装饰、交通运输**。

风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化

图2：行业选择视角下的 ETF，策略&金工 9 月联合推荐

★9月ETF★							
序号	ETF代码	ETF名称	2020/08/31份额	2020/08/31单位净值	2020/08/31总净值（亿元）	8月复权净值增长率	2020年以来复权净值增长率
1	512710.OF	军工龙头ETF	32.6833	1.5124	49.43	5.06%	44.94%
2	515850.OF	证券ETF富国	1.8579	1.3972	2.60	3.73%	39.72%
3	515150.OF	一带一路ETF	10.4470	1.0682	11.16	3.71%	4.36%
4	518680.OF	上海金ETF	0.8976	4.1708	3.74	-2.47%	4.14%
5	515220.OF	煤炭ETF	3.2759	1.1258	3.69	2.76%	12.58%
6	510160.OF	小康指数ETF	6.7006	0.6594	4.42	5.47%	12.33%
7	512040.OF	价值100ETF	1.6286	1.5309	2.49	4.74%	30.31%

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、 石油化工：桐昆股份（601233.SH）

2.3.1、 桐昆股份（601233.SH）

公司是民营长丝龙头，产业链 PX-PTA 环节产能爆发，利润有望向长丝环节转移；景气回暖趋势出现或带动终端需求，价量齐升值得期待。浙石化 2020 年或贡献收益约 20 亿元，洋口港项目将打开未来成长空间。

催化剂：经济复苏。

风险提示：原油价格大幅波动；终端服装需求复苏不及预期；项目不及预期

2.4、 化工：三友化工（600409.SH）、恒力石化（600346.SH）

2.4.1、 三友化工（600409.SH）

公司是粘胶短纤及氯碱双龙头，现有粘胶短纤、纯碱、PVC、烧碱、有机硅单体产能分别为 78、340、50.5、53 和 20 万吨，产业链高度循环。经过长期底部徘徊，我们预计粘胶、氯碱行业或迎来周期拐点，公司作为龙头有望迎来业绩的边际改善。逻辑：1、粘胶短纤行业亏损时间已长达 22 个月，导致如今高达 31%的粘胶短纤行业产能停滞，行业供给大幅收缩。而公司作为粘胶短纤行业 TOP2 企业，仍处于满产状态。目前下游纺织业订单有所增长，纺织业有回暖迹象，公司粘胶短纤产品亦开始

提价。根据百川盈孚数据，公司粘胶纤维短纤 1.5D*38mm 产品已由历史低点的 8,600 元/吨，提高至 9,000 元/吨。随着下游纺织出口逐渐复苏、秋季“金九银十”行情开启以及棉花-粘胶短纤价差处于历史高位，我们预计公司粘胶短纤价格有望进一步上涨，止亏为盈。若以粘短销量 78 万吨计，若粘短年均价格（税前）上涨 1,000 元/吨，将增厚公司归母净利润 5.87 亿元。2、纯碱行业方面，由于终端房地产景气上行，下游玻璃需求向好，玻璃日熔量有所提高，带动纯碱行业需求增长，价格上行。若以公司纯碱销量 340 万吨计，若纯碱税前年均价格上涨 100 元/吨，则有望增厚公司归母净利润 2.46 亿元，业绩弹性较大。而 PVC 行业方面，40 万亿新基建有望催生 PVC 需求不断增长，PVC 糊在手套行业带动下价格也自 2020 年 6 月以来不断上涨，PVC 行业景气上行。目前 PVC 与纯碱行业总体处于供需紧平衡状态，未来行业产能扩张均较为有限。若未来 PVC 与纯碱行业景气上行，公司作为氯碱龙头业绩有望迎来边际改善。

催化剂：1、公司粘胶纤维短纤 1.5D*38mm 产品已由历史低点的 8,600 元/吨，提高至 9,000 元/吨。秋季“金九银十”行情开启在即；2、下游玻璃行业持续景气。

风险提示：宏观经济复苏不及预期、下游需求大幅下滑、安全环保生产等

2.4.2、 恒力石化（600346.SH）

我们认为，站在当前时点，恒力石化作为石化级航母的价值仍被低估，公司未来成长空间的瓶颈或将被打破。恒力石化作为八大石化产业基地中率先投产的民营大炼化行业龙头，当前已全面进入业绩释放期和低成本原油红利期，具有较强的业绩确定性，且拥有突出的产业链一体化优势、规模优势和成本优势，公司 150 万吨/年乙烯项目已于 7 月正式转固，自三季度起将为公司贡献业绩，我们看好恒力石化的价值将被继续发掘。

催化剂：继续享受低成本原油红利，随下游需求持续回暖，具有较强的业绩确定性；150 万乙烯项目、PTA 新产线将陆续贡献业绩。

风险提示：油价大幅下跌、产能投放不及预期、下游需求放缓、企业安全生产、短期因负债比例较高有较大财务风险等

2.5、 煤炭开采：神火股份（000933.SZ）

2.5.1、 神火股份（000933.SZ）

公司是河南省重点国企，聚焦煤、铝两大核心主业，构建了“煤电铝一体化”经营模式。近年来公司本部煤炭和电解铝落后产能有序退出，主业盈利能力已呈现改善趋势，业绩整体向好。电解铝板块积极进行低成本布局，凸显业绩弹性与成长性：河南本部高成本产能全部退出；新疆项目通过电力自给受益低价电煤显著降低吨铝成本；云南水电铝项目享受低价水电及政策优惠，投产后将实现电解铝产能翻倍，增长潜力十足。随着煤、铝行业在供改深化、基建发力的供需改善下，公司或将在煤、铝价格修复过程中率先受益。

催化剂：经济复苏。

风险提示：煤、铝产品价格下跌超预期；煤矿停减产风险；云南水电铝项目建设进展不及预期

2.6、 房地产：保利地产（600048.SH）

2.6.1、 保利地产（600048.SH）

业绩稳健释放，毛利率高位略有回落

保利地产发布 2020 年半年报：2020 年上半年，公司实现营业总收入 737.1 亿元，同比增长 3.61%；利润总额 174.5 亿元，同比增长 1.65%；归母净利润 101.2 亿元，同比增长 1.69%；EPS 为 0.85 元，公司业绩稳健增长，销售毛利率 35.7%，净利率 18.1%，同比分别下降 4.1、0.1 个百分点，仍处于高位。

销售持续改善，投资更为积极，持续深耕中心城市+城市群

2020 年上半年，公司实现销售金额 2245.36 亿元，同比下降 11.12%；销售面积 1492.24 万平米，同比下降 8.81%，销售规模位列行业第四。公司上半年在 38 个核心城市销售贡献达 76%，拿地积极，上半年拿地金额 820 亿元，同比增长 54%；拿地面积 984 万平米，同比增长 19%；拿地金额是销售金额的 37%，同比提升 16 个百分点；平均楼面均价 8328 元/平米，是当期销售均价的 55%，公司继续坚持重点城市深耕战略，在核心 38 个城市拿地金额占比达 86%，较 2019 年提升 7 个百分点。公司土储充沛，2020 年上半年，公司待开发面积 6727 万平米，在建面积 13048 万平米。

资产负债结构稳健，降低融资成本

2020 年上半年，公司资产负债率 77.66%，净负债率 87.54%，同比分别下降 1.6 个百分点、提升 4.8 个百分点；公司有息负债 3021 亿元，同比增长 11%；有息负债综合成本仅约 4.84%，较 2019 年年末降低 0.11 个百分点。

催化剂：下半年销售表现持续改善。

风险提示：行业销售波动；政策调整导致经营风险；企业运营风险

2.7、 传媒：芒果超媒（300418.SZ）

2.7.1、 芒果超媒（300418.SZ）

我们基于用户规模和用户价值两个维度，认为迪士尼成长路径有望在芒果超媒重现：随着多元化内容矩阵及渠道的深入构建，实现用户规模的持续增长；随着公司精耕细作内容、深入挖掘 IP 价值及线上线下全方位“粉丝化”运营，有望实现用户付费收入的三级跨越。不同于迪士尼的是，芒果生态有其独特基因，我们看好公司突出的内容制作能力从综艺复刻至剧集，叠加场景化内容营销模式及全媒体融合发展背景下的主流媒体地位，公司将成为全球独特的融媒体集团。

催化剂：精品内容《下一站是幸福》、《锦衣之下》、《乘风破浪的姐姐》等驱动用户付费，有效会员数达 2,766 万人，未来会员数或进一步提升。

风险提示：行业竞争加剧的风险；视频平台用户增长不及预期的风险；广告业务收入增长不及预期的风险；内容行业政策变化对公司的影响存在不确定性

2.8、 食品饮料：五粮液（000858.SZ）

2.8.1、 五粮液（000858.SZ）

1、商务消费逐渐活跃，高端白酒动销逐渐有起色。经销商库存低位，受益于消费复苏；

2、五粮液传统经销商缩量，转为团购。通过经销与直营分开方式，即保证批价

稳定，又保证销售增长；

3、五粮液估值与贵州茅台差距明显，在白酒公司中也处于偏低位置，随着市场逐渐回暖，估值大概率修复向贵州茅台靠拢。

催化剂：经销商有大规模回款动作。

风险提示：宏观经济下行、公司量价政策失衡、食品安全问题等

2.9、 纺织服装：南极电商（002127.SZ）

2.9.1、 南极电商（002127.SZ）

作为以品牌授权和产业链服务为主的消费品创新型公司，南极电商依靠独特的商业模式与先发优势形成了规模及流量护城河，竞争优势明显。近年来，公司顺应电商流量趋势推行大店政策成效显著，核心指标 GMV 维持高增长，保理业务持续收缩，时间互联业务质量逐渐改善，整体发展趋势良好。因此，未来公司南极人主品牌增长空间依然宽广，新品类新渠道有望推动公司业绩持续较快增长。

催化剂：2020H1 公司 GMV 疫情下逆势高增长，本部业绩增长稳健，韧性较强，预计公司完成全年激励目标的概率较高。

风险提示：新品类与渠道扩张速度不及预期；服务费率下降及平台规则变化等

2.10、 国防军工：中航机电（002013.SZ）

2.10.1、 中航机电（002013.SZ）

1）军品持续受益于新机列装和存量飞机系统升级，民品有望承担更多国产民机配套工作，军民市场空间广阔；

2）集团航空机电系统专业化整合及产业化发展平台，有望进一步整合相关资产。

催化剂：改革超预期。

风险提示：军品订单不及预期、民品市场不及预期、研发进度不及预期等

2.11、 新能源与电力设备：中材科技（002080.SZ）

2.11.1、 中材科技（002080.SZ）

2020H1 归母净利润同比增长 40.9%，大超市场预期，三大业务全面向好。（1）叶片量利齐升，预计 2020 年销量有望达 9.3GW；（2）玻纤销量逆势增长，盈利能力修复，预计下半年玻纤价格有望触底；（3）隔膜放量拐点已至，海外市场突破显著。

催化剂：下半年风电抢装行情有望延续，玻纤价格有望触底回升，隔膜出货量有望进一步增长。

风险提示：海外疫情恶化导致出口受影响、叶片原材料价格上涨、玻纤价格持续走低、隔膜价格持续走低

3、 风险提示

疫情出现反复；中美摩擦超预期恶化

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R4（中高风险），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。

开源证券股份有限公司

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