2020 年 08 月 23 日

“复苏交易”的信号与噪声

——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

● **全球复苏交易的反复：只是抢跑，并非误判**

近期美元走强，商品走弱以及部分数据不及预期等因素引发了投资者对于“经济复苏”这一问题的担忧。我们发现，8 月 18 日当天美元指数期货的非商业净空头寸规模为 2017 年 11 月底以来的高点，同时欧元对美元的非商业净多头头寸创造了 2006 年 1 月以来的新高。因此对于当下更好的解释是：**对于弱美元+经济复苏这一趋势由于流动性的宽松存在一定意义的“抢跑”，但是并非出现误判。如果区分海外和国内两个市场来看，抢跑现象可能只存在于海外市场。**

● **国外：过度的流动性成为复苏交易“抢跑”的原因**

美股总市值相对 GDP 的比重达到历史高点，但美股总市值与 M2 的比重仍处于相对低位：这指示着流动性很大程度推升了美股的估值水平，但是由于全市场估值水平上升仍需要基本面盈利增长预期作为支撑，基本面也约束了美股吸引更高比例的流动性进场。同样的证据发生在商品市场：8 月前大宗商品的上涨体现出的“复苏交易”，其实是流动性宽松和名义利率下行所推动的抢跑。在近期，由于流动性预期的转变，但同时通胀预期开始抬头（幅度还不够），导致全球大宗整体调整，但更偏工业属性的铜和铝体现出一定韧性。我们认为，**前期被流动性推动抢跑的海外“复苏交易”需要等待基本面的跟进，而基本面确实也在好转。**

● **国内：被基本面推着走**

8 月以来周期股的全面跑赢形成市场共识，但部分投资者担心预期是否抢跑，我们尝试从其他资产中寻求答案：**利率中隐含的经济预期可能并未过度抢跑于基本面本身**；螺纹钢负基差在现货价格小幅上升驱动下收窄，指示尽管**对于需求回暖的交易或早已存在，但并未过度抢跑。另一方面：8 月以来经济整体中观景气度较好，经济复苏继续得以验证为基本面驱动提供基础。**我们同时发现，**北上配置型资金持续净买入周期板块，**即使在外围市场由于过度抢跑而不断修正的情况下，仍在不断净买入建材、化工、采掘、钢铁等周期板块，**这意味着，全球投资者一方面修正前期对于全球复苏的抢跑，另一方面却在基本面驱动下对 A 股进行复苏交易。从这个意义上，A 股周期板块的定价并不应该被外围变化所困扰。**

● **珍惜当下：积极布局顺周期**

经济复苏/利率上行的大趋势下，顺周期+低估值仍然是后续主旋律。风格切换已成既定事实，第一阶段驱动力将是开工旺季带来的景气上行。同时，我们提示投资者关注后续由于全球复苏+国内制造业投资复苏带来的“上行风险”。当下，我们建议积极布局顺周期，推荐顺序为：第一，方向模糊期，考虑攻守兼备，布局低估值的**大金融：银行、房地产、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**。

● **风险提示：**中美摩擦升级；疫情超预期恶化；国内经济下行超预期

相关研究报告

《投资策略专题-如何交易“潜在的”欧洲复苏》-2020.8.19

《投资策略周报-主线明确，不必纠结》-2020.8.16

《投资策略专题-A 股机构化的理想与现实——重构的博弈之二》-2020.8.11

目 录

1、 全球经济复苏的预期是否扭转 3
2、 国外复苏交易：抢跑于基本面 5
2.1、 被过度交易复苏的美股 5
2.2、 藏于商品价格与美债收益率中的超复苏交易 7
3、 国内的复苏交易：被基本面推着走 9
3.1、 债券与商品并未过度抢跑 9
3.2、 中观数据显示基本面强势上行 10
3.3、 海外投资者交易中国复苏 12
4、 珍惜当下：积极布局顺周期 13
5、 风险提示 13

图表目录

图 1： 7 月以来，美元指数走弱，欧元走强，8 月 19 日以来有所调整 3
图 2： 欧洲疫情先于美股得到控制，但 8 月以来，欧洲疫情有反复之势 4
图 3： 截至 8 月 18 日，美元指数期货的非商业净空头寸规模为 2017 年 11 月底以来的高点，同时欧元对美元的非商业净多头头寸规模创造了 2006 年 1 月以来的新高 4
图 4： 7 月下旬，在面对紧张的国际局势时，欧股较美股表现较差，而在局势缓解后则相较于美股表现更好 5
图 5： 8 月以来，道指逐步表现强于纳指，0817-0821 当周出现反转 6
图 6： 但剔除 FAAMG 后，8 月中旬以来纳指表现较弱 6
图 7： 截至 8 月 21 日，美股总市值相对 GDP 的比重达到历史高点，但美股总市值与 M2 的比重仍处于相对低位 6
图 8： 美国 7 月成屋年化销售数量达到 2006 年 12 月以来的高点 7
图 9： 5 月以来，白银相对于金价不断上行，铜相对于金价亦出现了小幅上涨，而 8 月 19 日以来，银相对于金跌的更多，铜铝则较少 8
图 10： 8 月 19 日以来，美国 10Y 实际利率小幅上行，8 月 21 日有所回落 8
图 11： 截至 8 月 18 日，黄金 ETF 规模达 2013 年 3 月以来高点，COMEX 黄金非商业净多头头寸虽有所下降但仍未近年来高点 8
图 12： 8 月 19 日以来，美债 10Y-1Y 期限利差有所收窄，但仍为 6 月下旬以来的相对高点 9
图 13： 8 月 19 日以来，国债期限利差有所收窄，但更多的是由于 1Y 国债利率上行所致 10
图 14： 8 月以来，螺纹钢负基差收窄，现货价格小幅上升，现货需求逐步释放 10
图 15： 8 月以来高炉开工率不断上行，重点企业日均粗钢产量维持高位 11
图 16： 8 月以来，螺纹钢、热轧板、冷轧板以及线材等现货价格上行 11
图 17： 8 月以来，全国水泥价格上行，长江和华东地区涨幅较好 11
图 18： 8 月以来，汽车轮胎生产的开工率震荡上行 11
图 19： 8 月以来，大型焦化企业开工率持续上行，同时煤炭运价上行 11
图 20： 7 月以来，北上配置型资金持续买入 A 股，8 月 21 日当周虽有扰动，但仍净买入 A 股 12
图 21： 7 月以来，北上配置型资金持续净买入周期板块 12
图 22： 0819 至 0821 三天，北上配置型资金在买入医药生物的同时，仍青睐建材、化工、采掘、钢铁等顺周期板块，并净买入汽车以及家电等顺周期消费板块 12

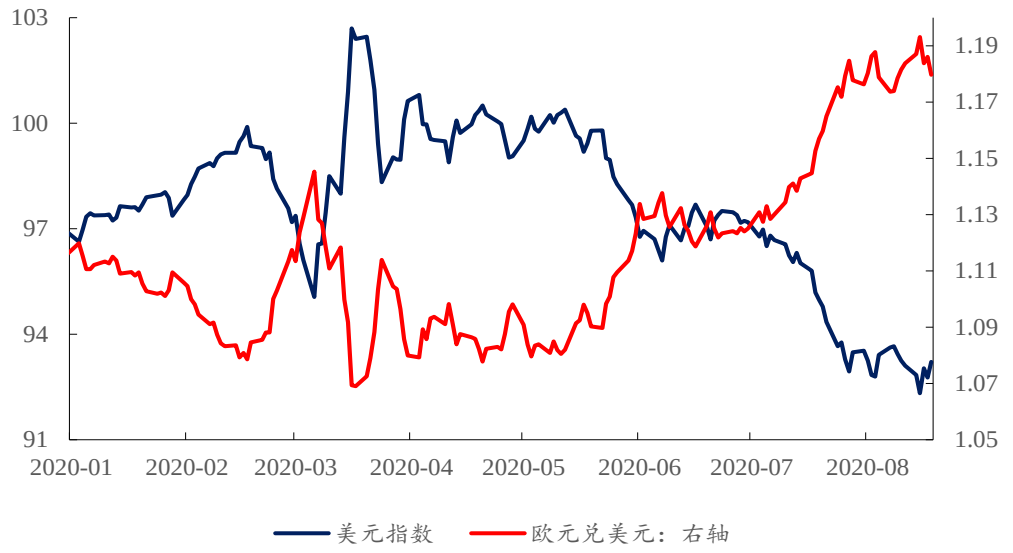
1、 全球经济复苏的预期是否扭转

近期美元走强，商品走弱以及部分数据不及预期等因素引发了投资者对于“经济复苏”这一问题的担忧。我们将系统性讨论这一问题。

8 月 19 日以来欧元走弱，美元指数小幅反弹，其背后的驱动事件是：一、8 月 19 日美联储公布的 7 月会议纪要并未提及更加宽松的货币政策，同时表达了对通缩风险的担忧；二、8 月 21 日公布的欧美 PMI 数据：8 月美国制造业 PMI 相对欧元区更加强劲，同时欧元区服务业 PMI 相较于美国表现疲软，7 月欧元区相对强劲的复苏表现并未延续。

部分投资者担心的是：美元趋势性走弱，全球经济（欧洲+新兴市场）复苏强于美国——流动性从美国流向全球——进一步推动新兴市场的繁荣这一逻辑链条似乎在近期被打破。

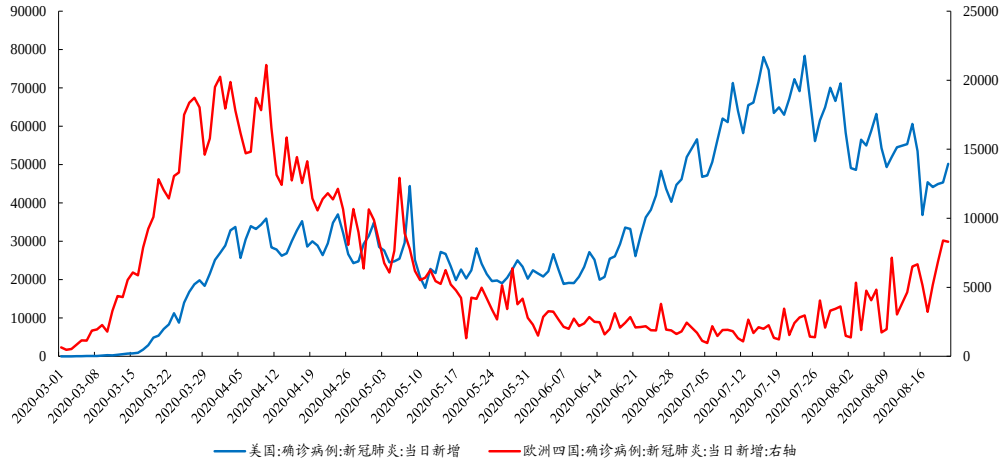
图1：7 月以来，美元指数走弱，欧元走强，8 月 19 日以来有所调整



数据来源：Wind、开源证券研究所

前期欧洲疫情先于美国得到控制，以及 7 月 21 日欧盟成立复苏基金以部分实现“财政一体化”成为本轮投资者看好欧洲经济复苏强于美国的主要理由，7 月欧洲经济复苏强于美国也确实得以验证。

图2：欧洲疫情先于美股得到控制，但 8 月以来，欧洲疫情有反复之势



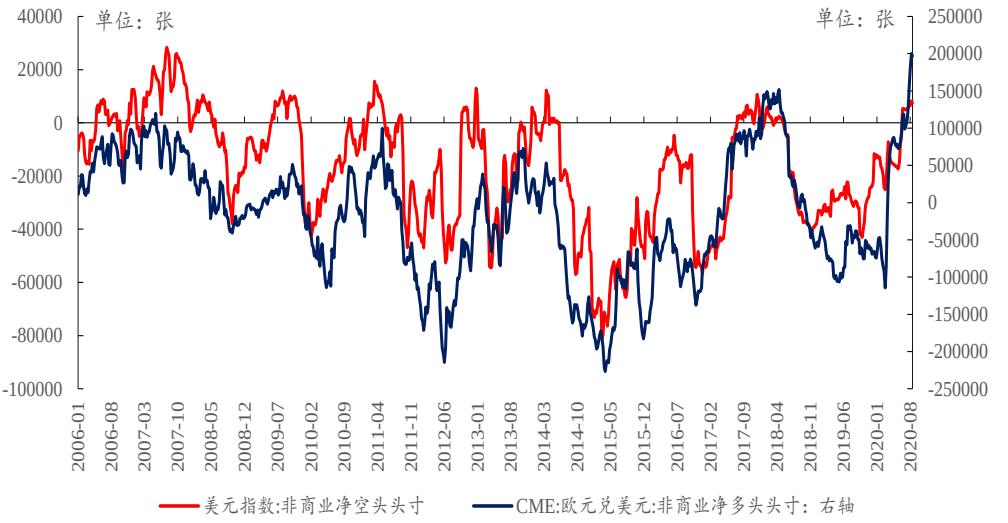
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：欧洲四国为：英国、法国、德国以及意大利

我们发现，截至 2020 年 8 月 18 日，美元指数期货的非商业净空头寸规模为 2017 年 11 月底以来的高点，同时欧元对美元的非商业净多头头寸创造了 2006 年 1 月以来的新高。这意味着：**由于投资者过度透支“美元走弱”和“欧洲复苏强于美国”的预期，8 月 18 日当天，做空美元/做多欧元的交易可能已经相当拥挤，而之后的美联储会议以及欧洲相对疲软的 PMI 数据成为美元指数上行/欧元贬值的触发点。**

如果从交易角度去理解可能更好的解释近期的变化：并非因为基本面出现了重大的扭转，反而是因为前期“过度抢跑”导致了交易拥挤，在基本面出现小的反复下的适当调整。

图3：截至 8 月 18 日，美元指数期货的非商业净空头寸规模为 2017 年 11 月底以来的高点，同时欧元对美元的非商业净多头头寸规模创造了 2006 年 1 月以来的新高



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 国外复苏交易：抢跑于基本面

海外市场因为疫情控制缓慢+流动性的过度泛滥，对于经济复苏存在抢跑的特征。我们将详细说明。

2.1、 被过度交易复苏的美股

通过计算 7 月 10 日以来，美国、德国、英国以及法国股指的 5 日滚动收益率发现：即使是在 8 月 19 日之前、投资者认为欧洲经济复苏强于美国的认知下，欧股相对于美股也并非始终有更高的收益，反而在欧洲复苏基金落地以及公布 7 月欧洲经济数据的 7 月下旬，面对紧张的国际局势时有着较差的收益，而在局势缓解后则相较于美股表现更好，**这意味着，欧股本身对于基本面的定价可能并未过度抢跑，而美股更有可能是被过度定价。**原因可能是美国更为宽裕的流动性环境。

图4：7 月下旬，在面对紧张的国际局势时，欧股较美股表现较差，而在局势缓解后则相较于美股表现更好

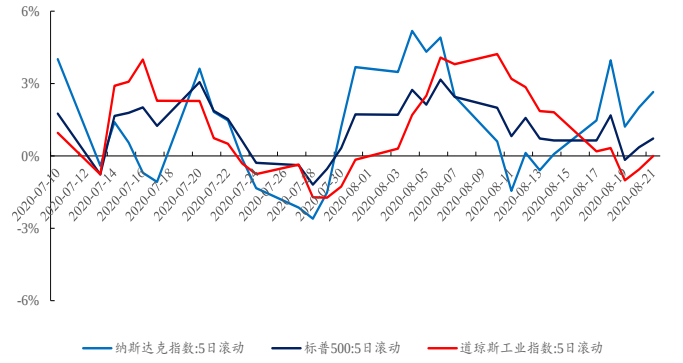


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：本图中的收益率为 5 日滚动累计收益率

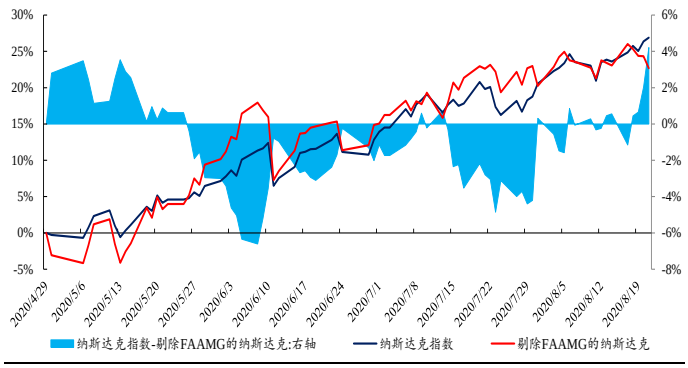
而 8 月以来，道指逐步表现强于纳指，虽然 0817-0821 当周出现反转，但纳指更多的是在 FAAMG 的带动下上涨，而并非整个科技板块的上涨，剔除 FAAMG 后的纳指反而在下跌。这意味着：**8 月以来美股正在交易疫情后的经济复苏。**

图5：8 月以来，道指逐步表现强于纳指，0817-0821 当周出现反转



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：但剔除 FAAMG 后，8 月中旬以来纳指表现较弱

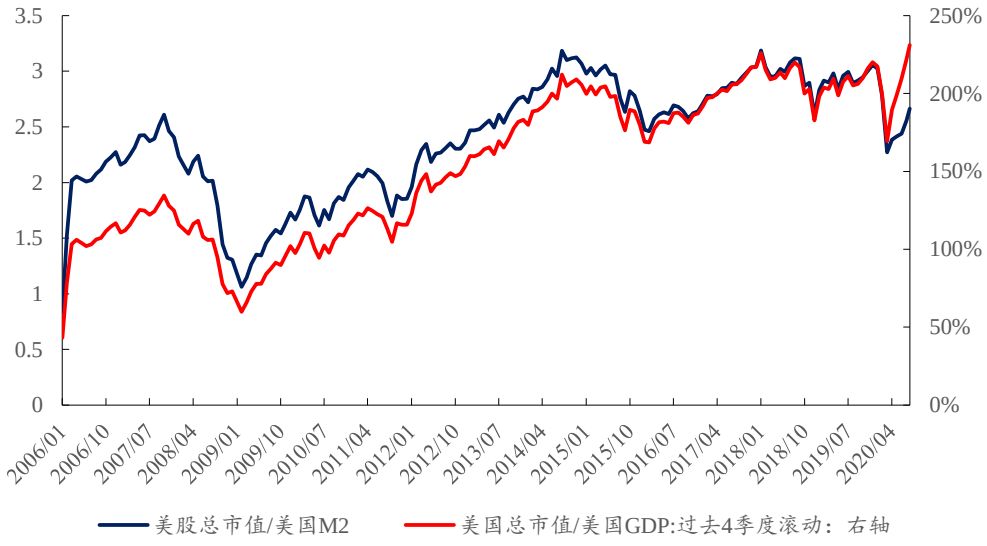


数据来源：Wind、开源证券研究所

从美股本身来看，截至 8 月 21 日，美股总市值相对 GDP 的比重达到历史高点，但美股总市值与 M2 的比重并未达到历史高位。这意味着，**在充裕的流动性背景下，资金并未等比例进入股票市场。一个**例证的是，我们看到美国 7 月成屋年化销售数量达到 2006 年 12 月以来的高点，说明货币超发的效应影响了整个大类资产，不单是股票市场。当然值得反思的是本轮疫情中，主要国家房地产市场都出现了“高景气特征”，我们可以更好理解我国房地产市场为何总是“超预期”。

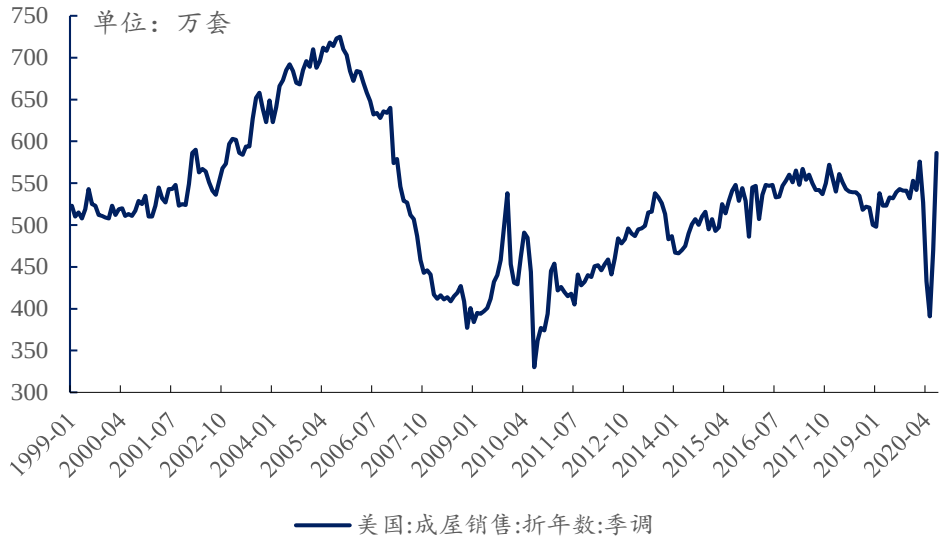
更值得反思的一点是，美股 8 月以来明显滞涨，背后可能始终面临一个约束：过高的美股总市值相对 GDP 的比值。换个角度来理解，即使货币超发推升了 P/E，但高 P/E 下隐含的对于基本面增长的预期，从全市场范围来看，始终需要配合的经济增速进行匹配。美股现阶段的特征是：**复苏交易远早于复苏本身，市场需要等待基本面。**

图7：截至 8 月 21 日，美股总市值相对 GDP 的比重达到历史高点，但美股总市值与 M2 的比重仍处于相对低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：美国 7 月成屋年化销售数量达到 2006 年 12 月以来的高点



数据来源：Wind、开源证券研究所

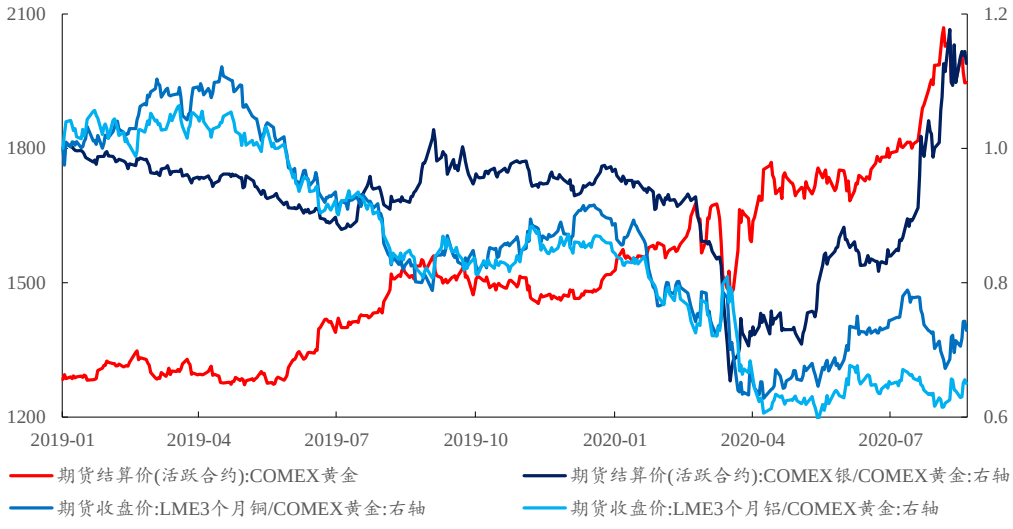
2.2、 藏于商品价格与美债收益率中的超复苏交易

8 月 19 日以来，应声而下还有黄金，其背后是美国实际利率上行以及黄金头寸的拥挤交易。此外，白银以及铜等大宗商品同样也出现下跌，值得一提的是：5 月以来，具工业属性的白银、铜和铝相对于金价不断上行，而 8 月 19 日以来，虽然金银铜铝等大宗商品出现不同程度的下跌，但银相对于金跌的更多，铜铝则较少：我们认为这种背离可以以一种逻辑解释比较合理：

1、黄金为代表的贵金属在中期价值更多由实际利率决定；银除了工业属性外，还有对贵金属的强贝塔属性，同时一般于贵金属后半段上涨。**这意味着，8 月前大宗商品的上涨体现出的“复苏交易”，在前期更多受益于流动性宽松和名义利率下行所推动的抢跑。**

2、在近期，由于流动性预期的转变，但同时通胀预期开始抬头（幅度还不够），导致全球大宗整体调整，但更偏工业属性的铜和铝体现出一定韧性。商品中开始隐含对复苏和通胀的交易行为。近期商品价格虽然开始下跌，我们认为讲述的故事是：**前期被流动性推动抢跑的“复苏交易”需要等待基本面的跟进，而基本面确实也在好转。**

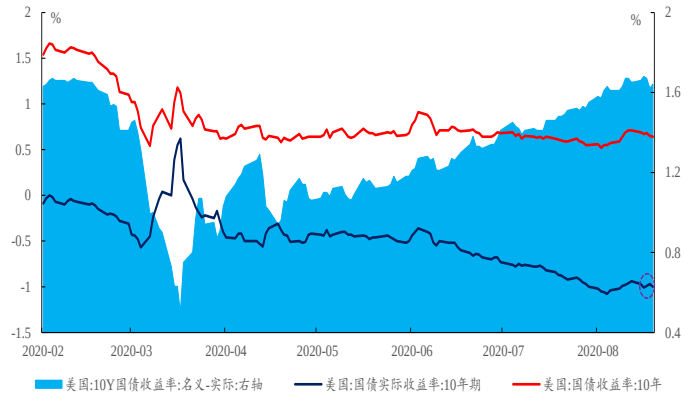
图9：5 月以来，白银相对于金价不断上行，铜相对于金价亦出现了小幅上涨，而 8 月 19 日以来，银相对于金跌的更多，铜铝则较少



数据来源：Wind、开源证券研究所

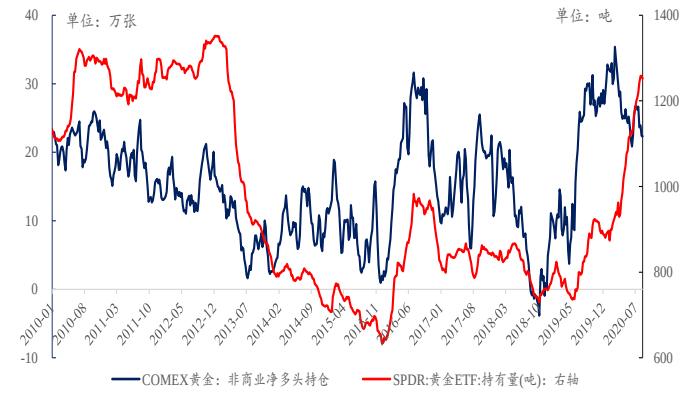
注：我们将 COMEX 银、LME 铜以及 LME 铝对 COMEX 金价比值的初始值进行了归一处理。

图10：8 月 19 日以来，美国 10Y 实际利率小幅上行，8 月 21 日有所回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

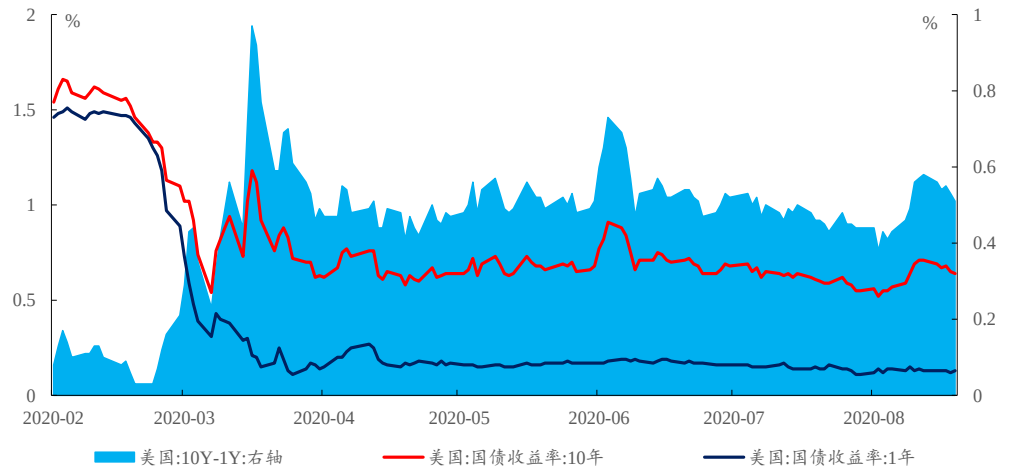
图11：截至 8 月 18 日，黄金 ETF 规模达 2013 年 3 月以来高点，COMEX 黄金非商业净多头头寸虽有所下降但仍未近年来高点



数据来源：Wind、开源证券研究所

对于美债而言，自 8 月 13 日以来，10Y 美债相对于 1Y 利差不断收窄，但仍为 6 月下旬以来的相对高点。我们认为，**本轮收窄更多的是对前期较大的期限利差的修正，8 月 19 日美联储以及美欧经济数据本身并未产生显著影响，而前期较大的期限利差正是对复苏过度交易的结果。抢跑正在等待基本面跟进。**

图12：8 月 19 日以来，美债 10Y-1Y 期限利差有所收窄，但仍为 6 月下旬以来的相对高点



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 国内的复苏交易：被基本面推着走

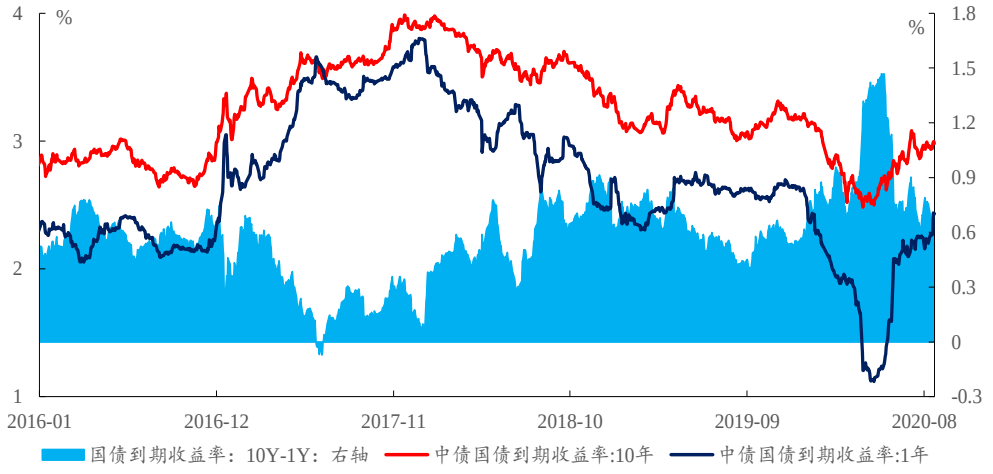
国内 8 月以来周期股的强势表现已经被市场认知，我们不浪费篇幅做过多复盘。我们认为投资者的争论点可能在于：对于周期的预期上升是否有基本面基础。对此，我们尝试从资产价格和投资者行为中寻找答案。

3.1、 债券与商品并未过度抢跑

对于国债而言，8 月 19 日以来，国债期限利差有所收窄，但更多的是由于 1Y 国债利率上行所致，主要受流动性因素影响，而并非对经济预期的修正。**5 月以来的利率上行隐含的经济预期除了部分时间受到股市影响有所波动，但可能并未过度抢跑于基本面本身。**

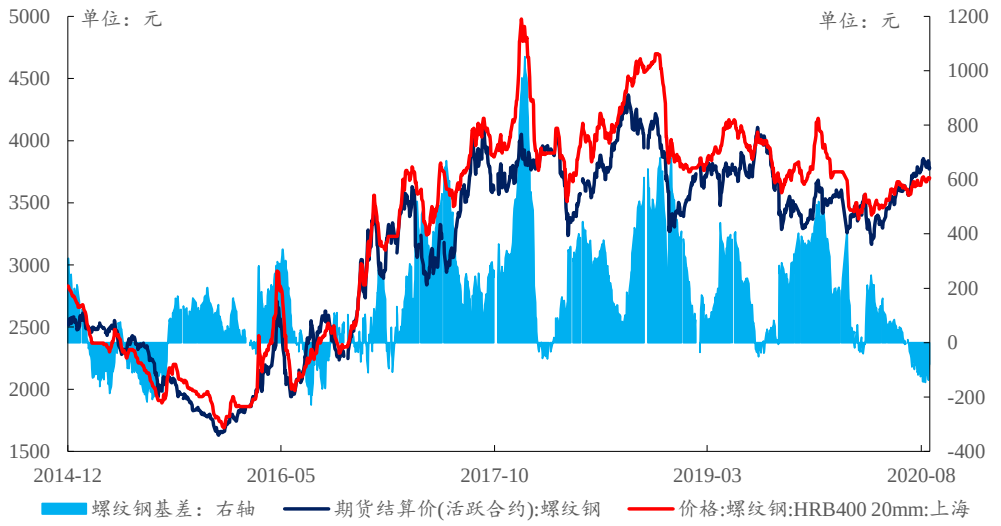
在商品市场上，对于螺纹钢而言，8 月以来，螺纹钢负基差收窄，同时现货价格小幅上升，这意味着，**现货需求正在逐步释放**。而 8 月之前，期货相比于现货涨幅更大。上述价格表现隐含的是：**在商品期货市场上，由于季节性因素容易判断，对于需求改善的交易已有预期，但并未过度抢跑，当下交易更多的是受基本面本身所驱动。**

图13：8 月 19 日以来，国债期限利差有所收窄，但更多的是由于 1Y 国债利率上行所致



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：8 月以来，螺纹钢负基差收窄，现货价格小幅上升，现货需求逐步释放

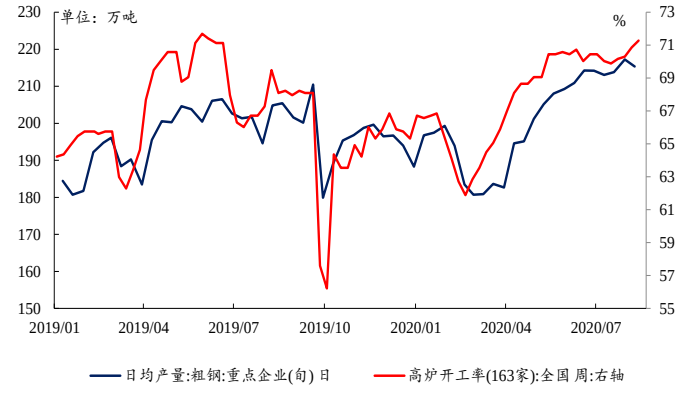


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、 中观数据显示基本面强势上行

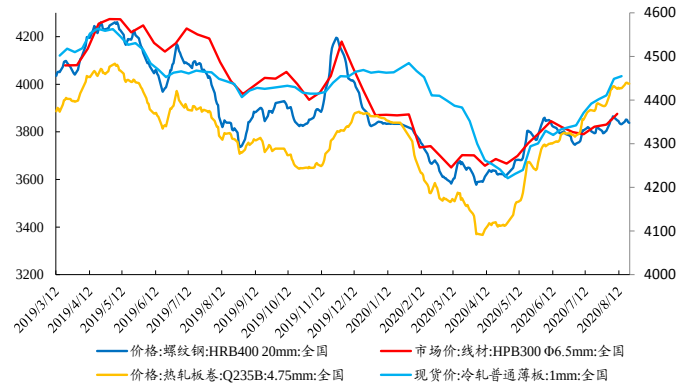
从中观数据来看，7 月受洪灾影响，经济修复有所放缓，但 8 月以来，经济整体中观景气度较好。8 月以来高炉开工率不断上行，重点企业日均粗钢产量维持高位，同时，螺纹钢、热轧板、冷轧板以及线材等现货价格上行。对于水泥， 8 月以来，全国水泥价格上行，长江和华东地区涨幅较好；同时，8 月以来，汽车轮胎生产的开工率震荡上行。对于大型焦化企业，8 月以来开工率持续上行，同时煤炭运价上行，即 8 月煤炭的供给和需求迎来双复苏。

图15：8 月以来高炉开工率不断上行，重点企业日均粗钢产量维持高位



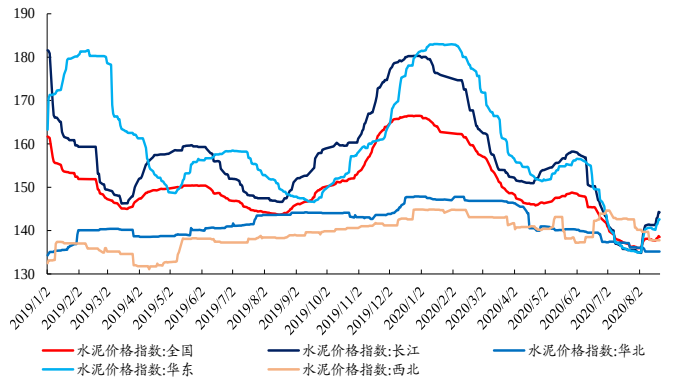
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：8 月以来，螺纹钢、热轧板、冷轧板以及线材等现货价格上行



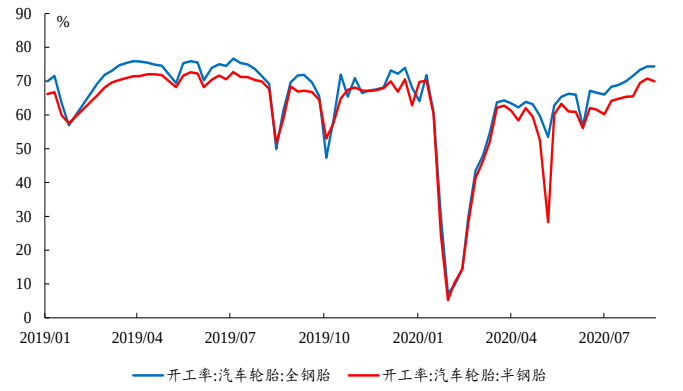
数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：8 月以来，全国水泥价格上行，长江和华东地区涨幅较好



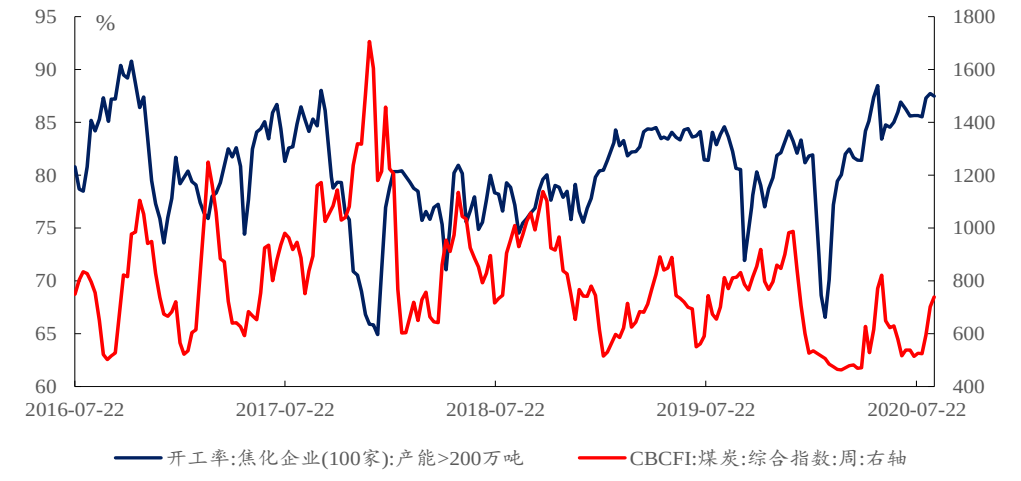
数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：8 月以来，汽车轮胎生产的开工率震荡上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图19：8 月以来，大型焦化企业开工率持续上行，同时煤炭运价上行

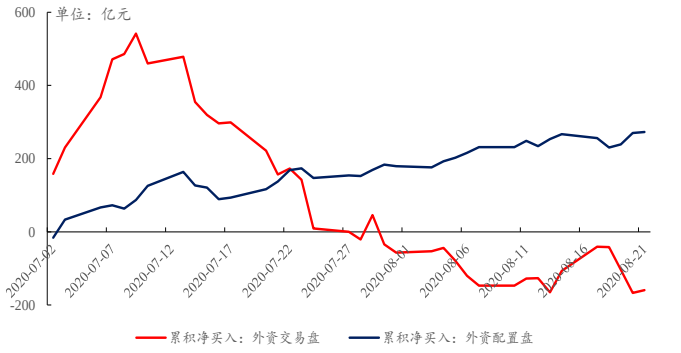


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、 海外投资者交易中国复苏

从配置型资金的行为角度看，7 月以来，北上配置型资金持续买入 A 股，8 月 21 日当周虽有扰动，但仍净买入 A 股，同时北上配置型资金持续净买入周期板块。这意味着，**当下我国基本面复苏正在被配置型资金交易**。更进一步地，通过测算 8 月 19 日至 8 月 21 日三天，北上配置型资金的行为，我们发现：即使在外围市场由于过度抢跑复苏预期而不断修正的情况下，配置型资金仍在不断净买入 A 股中的建材、化工、采掘、钢铁等顺周期板块，**这意味着，中国基本面的领先复苏，开始得到全球投资者的认可并开始买入。形成鲜明对比的是，当下海外对于自身基本面复苏却还处于抢跑的等待时刻。**

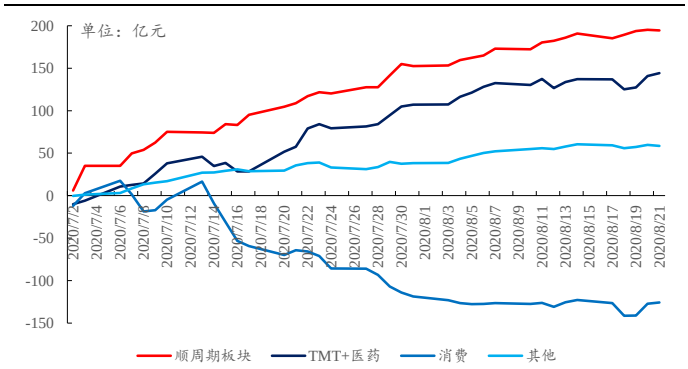
图20：7 月以来，北上配置型资金持续买入 A 股，8 月 21 日当周虽有扰动，但仍净买入 A 股



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：累积净买入的起点为 20200702

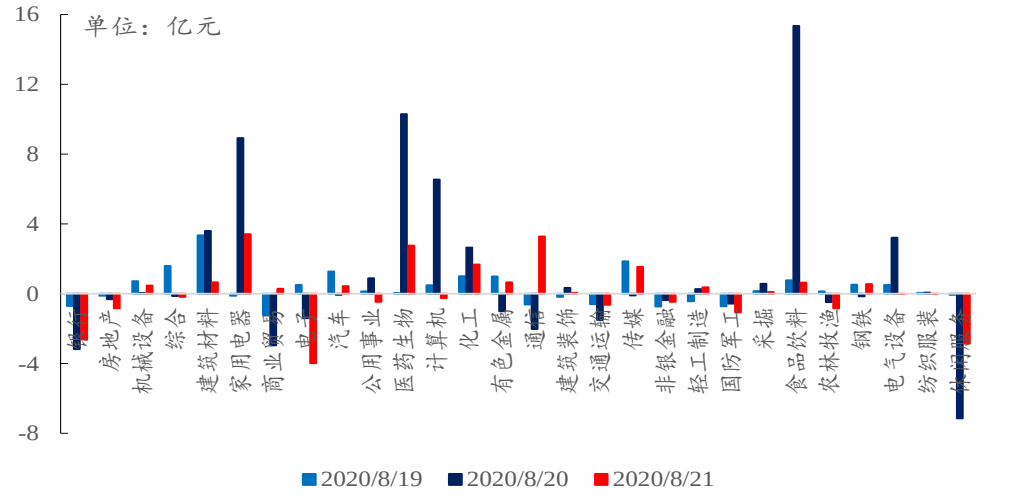
图21：7 月以来，北上配置型资金持续净买入周期板块



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：顺周期板块包括：金融地产，建筑建材，化工，有色，钢铁，采掘，工程机械，公用事业以及交通运输；其他包括：综合、国防军工以及电气设备

图22：0819 至 0821 三天，北上配置型资金在买入医药生物的同时，仍青睐建材、化工、采掘、钢铁等顺周期板块，并净买入汽车以及家电等顺周期消费板块



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：累积净买入的起点为 20200702

4、 珍惜当下：积极布局顺周期

我们在此前的研究报告中反复强调了当下顺周期板块正迎来 U 型复苏：基建投资及其产业链是当下经济基本面复苏的主要驱动力，基建超预期+地产投资平稳在秋季复工后足以支撑周期型行业半年以上的景气。而前期较大的估值分化，为周期型行业提供了较高的收益率补偿。经济走出疫情迈向“正常化”，这个过程中股票市场的“风格切换”已经发生，投资者不应更多争议。

同时我们需要提醒投资者的是，经济可能还存在两层“上行风险”：

1、欧美当下正处于复苏途中，虽然过程中反复，但从 2021 年来看，实际上都是外需的边际改善，而当下由于我国制造业复工较快，出口型制造业将受益于外需改善，而该类公司由于 2018 年贸易摩擦抑制了扩大投资的意愿，但当下这一因素的不确定性减弱（中美之间随着其他问题升级，贸易关税问题反而下降为次要矛盾），出口型制造业被压抑的投资需求可能在这一过程中释放，伴随信贷政策更加有利于制造业，制造业再投资可能出现明显改善。

2、2016 年供给侧改革以来，国有企业和民营企业因为实体去杠杆和金融去杠杆，不同程度经历了小周期的“资产负债表衰退”，但这一现象在 2019 年均出现了明显的好转（详见半年度策略《新复苏之路》）。

上述因素构成了中国基本面出现持续性改善的可能。当然，即使上述因素无法全部兑现，**随着我国经济基本面改善依然领跑全球，A 股中的周期性资产在全球一轮资产价格上行后却又处于相对低位，后续将成为最具吸引力的资产之一。**

我们建议投资者趁一切还来得及，积极布局顺周期，推荐顺序为：第一，方向模糊期，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

中美摩擦升级；疫情超预期恶化；国内经济下行超预期

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