2020 年 08 月 19 日

# 如何交易“潜在的”欧洲复苏

## ——投资策略专题

**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

**策略研究团队**

**相关研究报告**

《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

《投资策略点评-周期第二波：一切还来得及》-2020.8.10

● **出口中出现新的变化**

自 3 月之后我国贸易差额以及出口同比增速开始出现向上拐点，迅速从疫情的负面影响中修复，7 月贸易顺差达到了 623.30 亿美元，出口同比增速为 7.2%，持续回升。不可否认的是防疫物资贡献了我国出口的大部分增长，然而我们需要看到防疫物资占出口金额的比重在 5 月达到高点后大幅下降，因此 7 月出口的持续超预期不能单纯地理解为防疫物资的持续高增长，而是随着欧洲、日韩以及东盟等地区的疫情得到逐步控制之后，真正意义上的外需改善。我们可以从出口地区和对应的疫情防控情况来看，欧洲、东盟等疫情控制较好的地区出口同比正增长，而美国则更多地由于疫情反复，我国 1-7 月对美国出口仍处于负增长。

● **欧洲经济复苏确定性更强，后续我国对欧出口改善将更为明显**

出口地区结构上，欧美此消彼长。欧美占我国出口金额的比例稳定在 35%左右，然而具体到欧盟还是美国，则与欧美之间经济的相对强弱存在明显的相关性。典型的时期便是 2001 年互联网泡沫之后我国出口到欧盟的占比大幅提升，同样地在 2008 年金融危机之后出现了欧盟出口占比首次超越美国的情形，并一直延续到 2012 年上半年。另外，近期美元指数大幅走弱背后其实体现的是欧洲经济复苏相比于美国而言更为确定。另一个可以找到印证的视角是，7 月中旬以来花旗美国经济意外指数和欧洲经济意外指数走势出现分歧，美国因疫情反复面临经济再度停滞的风险。相反欧洲疫情进入尾声，经济数据表现亮眼。7 月各项 PMI 数据均站上荣枯线，投资者信心指数继续好转。

● **对欧出口改善对行业的影响测算**

我国对欧盟出口相对于欧盟名义 GDP 同比增速的弹性约为 4.5。从总量上看，在悲观、中性以及乐观假设下，2020 年下半年我国对欧盟出口同比增速的变化区间为[-10.35%，7.65%]。从行业结构上看，2019 年我国全部公司对欧出口商品中主要以电子/计算机、机械设备、纺织服装以及轻工行业为主，合计占比高达 69.71%；2019 年我国企业营业收入来自欧盟地区的占比最高的行业是医疗器械、轻工制造、商业贸易、纺织服装以及计算机/电子/电气设备。经过我们的测算，在乐观情形下有色金属、纺织服装以及计算机/电子/电气设备净利润改善排名靠前，商业贸易、采掘、医疗器械和食品饮料排名靠后。

● **如何提升对欧洲复苏的风险敞口**

欧洲复苏动能需要持续观察，我们认为主要有两条明确的投资主线：从历史行业数据与财务数据推演角度，直接受益于我国对欧出口改善的行业，如**纺织服装、有色金属、计算机/电子/电气设备**（我们梳理了其中有一定业务占比的公司）；间接受益于上述行业营业收入增长带来的原材料需求：**化工**中以涤纶为代表的化纤企业；从贸易的总量逻辑出发，**集装箱航运**从需求端边际受益，并与行业当下供需格局的改善形成共振，支撑行业景气的持续向上。

● **风险提示：**欧洲疫情恶化；测算误差；我国经济超预期恶化

# 目 录

1、 出口持续超预期，外需改善进行中 ..... 3
2、 后续：对欧出口改善将更为明显 ..... 4
2.1、 我国出口地区结构：欧美此消彼长 ..... 4
2.2、 相比于美国，本轮欧洲经济复苏确定性更强 ..... 5
3、 对欧出口改善对行业的影响测算 ..... 6
3.1、 对于出口的总体影响测算 ..... 6
3.2、 对行业的影响测算 ..... 7
3.2.1、 我国对欧出口行业结构 ..... 8
3.2.2、 对上市公司净利润的影响测算 ..... 10
4、 如何在 A 股中提高对欧洲复苏的风险敞口 ..... 14
5、 风险提示 ..... 15

# 图表目录

图 1： 净出口占 GDP 的比重近 10 年一直呈现下降趋势 ..... 3
图 2： 但净出口对经济增长边际贡献率的波动不容忽视 ..... 3
图 3： 我国 5/7 月贸易差额达到 2008 年以来峰值 ..... 4
图 4： 防疫物资贡献开始大幅下降，出口结构逐步常态化 ..... 4
图 5： 欧日韩+东盟的疫情控制远比美国要好 ..... 4
图 6： 1-7 月欧盟与东盟出口金额同比为正，美国负增长 ..... 4
图 7： 欧美经济相对强弱是影响我国出口欧美占比的核心因素 ..... 5
图 8： 近期美元指数大幅走弱背后体现的是欧洲经济复苏预期更强 ..... 5
图 9： 欧元兑人民币和美元在 7 月以来大幅升值 ..... 5
图 10： 欧元区 7 月 PMI 数据均超预期，站上荣枯线 ..... 6
图 11： 欧元区投资信心指数持续回升 ..... 6
图 12： 欧盟 GDP 的增长变化与中国对欧的出口增长变化具有较强的相关性 ..... 6
图 13： 2020 年下半年对欧出口对各个行业净利润同比贡献的测算 ..... 7
图 14： CCFI 欧洲航线指数自 5 月以来伴随着我国对欧出口改善而逐步回升 ..... 15

表 1： 2020 年下半年对欧出口增速有望同比转正 ..... 7
表 2： 2019 年对欧出口商品中电子/计算机、纺织服装以及轻工合计占比高达 69.71% ..... 8
表 3： 2019 年我国对欧出口对应的工业公司部分行业及营业收入 ..... 9
表 4： 2019 年我国企业营业收入中来自欧盟地区的占比最高的行业是医疗器械、轻工制造、商业贸易、纺织服装、机械设备以及电子/计算机/电气设备 ..... 10
表 5： 在中性情形下，大部分行业 2020 年下半年对欧出口带来的营业收入/2019 下半年能够保持正增长 ..... 10
表 6： 中性情形下，上市公司中仅化工、食品饮料及有色金属 2020 年下半年营业收入相比 2019 下半年维持正增长 ..... 11
表 7： 食品饮料和医疗器械的销售净利率稳定且明显高于其他行业 ..... 12
表 8： 销售净利率悲观情形下，2020 年下半年对欧出口带来的净利润增加/2019 年全年-1 为负 ..... 12
表 9： 销售净利率中性情形下，纺织服装净利润改善最为明显 ..... 12
表 10： 销售净利率乐观情形下，纺织服装、有色金属、计算机/电子/电气设备行业的净利润改善排名靠前 ..... 13
表 11： 对欧盟出口营收占比较高或者说明了产品主要销往欧美且海外收入占比较高的个股（剔除 ST） ..... 13

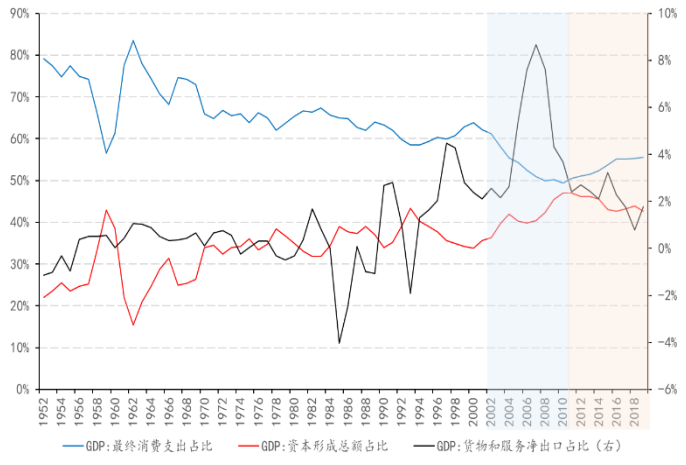
7 月我国出口数据再度超预期，防疫物资依然贡献了大部分的出口增长，但占比开始大幅下降。同时我们需要看到的是 1-7 月我国对于欧盟[1]、东盟[2]等地区的出口同比正增长，而对于美国的出口为负增长。相比之下，美国反而是疫情仍处于反复的国家，这说明我国对欧盟出口的增长更多地是由于欧盟在疫情得到逐步控制之下，复工复产有序进行，经济复苏的节奏相比于美国而言更为确定，对我国出口增长的贡献不可忽视。

我们还可以观察到的一个重要现象是：美元指数的大幅走弱背后也很大程度上反映了欧盟经济复苏的预期强于美国。在欧洲经济存在潜在复苏的可能下，我们认为应该做好对欧洲复苏进行交易的准备：本篇主要讨论对于我国外需的影响以及对应受益的行业和投资机会。

## 1、 出口持续超预期，外需改善进行中

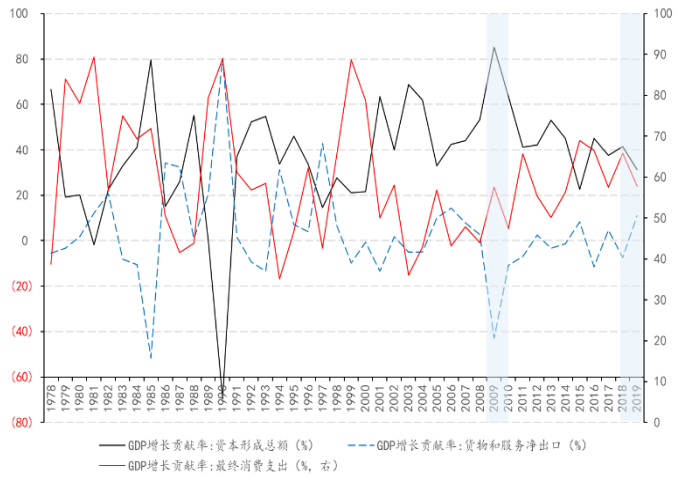
**我国净出口占 GDP 比重虽然在下降，但对于经济增长边际贡献率的波动却不容忽视**。虽然净出口占 GDP 的比重近 10 年一直呈现下降的趋势，但净出口对于 GDP 的贡献率却自 2008 年危机之后一直回升，2019 年我国净出口占 GDP 的比重仅为 1.78%，但其对 GDP 增长的贡献率（△净出口/△GDP）高达 11%，说明净出口的波动较大，对我国经济增长的正负影响很明显。

**图1：净出口占 GDP 的比重近 10 年一直呈现下降趋势**




数据来源：Wind、开源证券研究所

**图2：但净出口对经济增长边际贡献率的波动不容忽视**



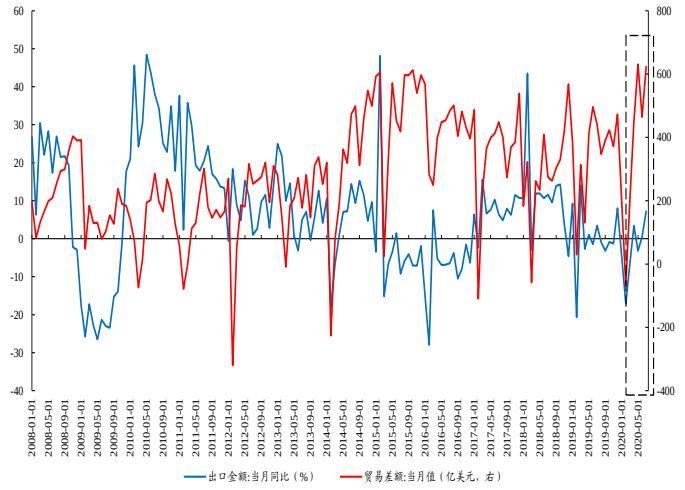

数据来源：Wind、开源证券研究所

**3 月以来我国出口持续超预期，防疫物资贡献大部分增长，但随着欧洲、日韩等国的疫情得到逐步控制，5 月防疫物资占比大幅下降，出口商品结构逐步回归常态化，说明真正意义上的“外需”改善明显**。从我国的进出口数据可以明显看到，自 3 月之后我国贸易差额以及出口同比增速开始出现向上拐点，迅速从疫情的负面影响中修复，其中最近公布的 7 月进出口数据中，贸易顺差达到了 623.30 亿美元，为 2008 年以来当月值第二高（最高值出现在 2020 年 5 月，630.33 亿美元），出口同比增速为 7.2%，持续回升。不可否认的是防疫物资贡献了我国出口的大部分增长，然而我们需要看到防疫物资占出口金额的比重在 5 月达到高点后大幅下降，因此 7 月出口的持续超预期不能单纯地理解为防疫物资的持续高增长，而是随着欧洲、日韩以及东盟等地区的疫情得到逐步控制之后，真正意义上的外需改善。我们可以从出口地

[1] 这里的欧盟指欧盟 27 国。
[2] 东盟指东南亚国家联盟，包括：文莱、缅甸、柬埔寨、印度尼西亚、老挝、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国、越南。

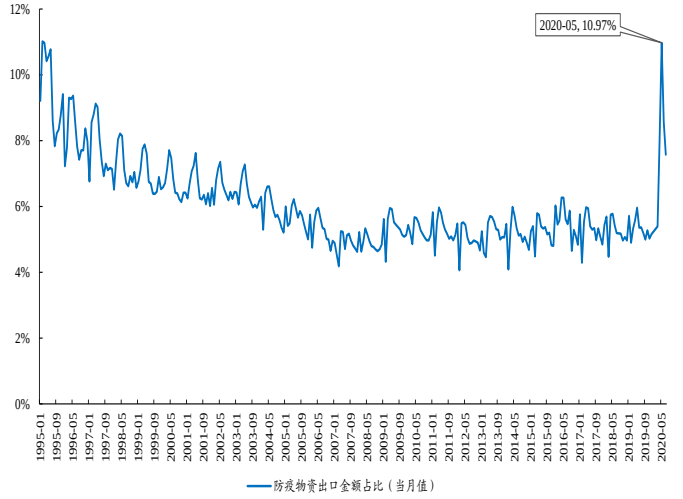
区和对应的疫情防控情况来看，明显欧洲、东盟等疫情控制较好的地区出口同比正增长，而美国则更多地由于疫情反复，我国 1-7 月对美国出口仍处于负增长。

**图3：我国 5/7 月贸易差额达到 2008 年以来峰值**



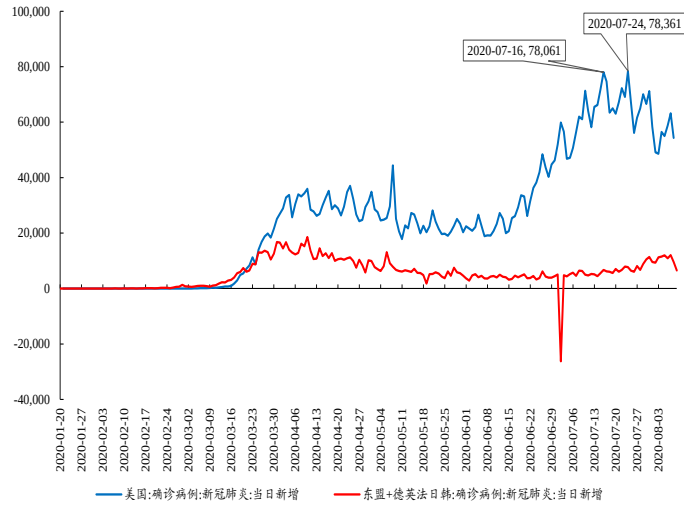

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图4：防疫物资贡献开始大幅下降，出口结构逐步常态化**



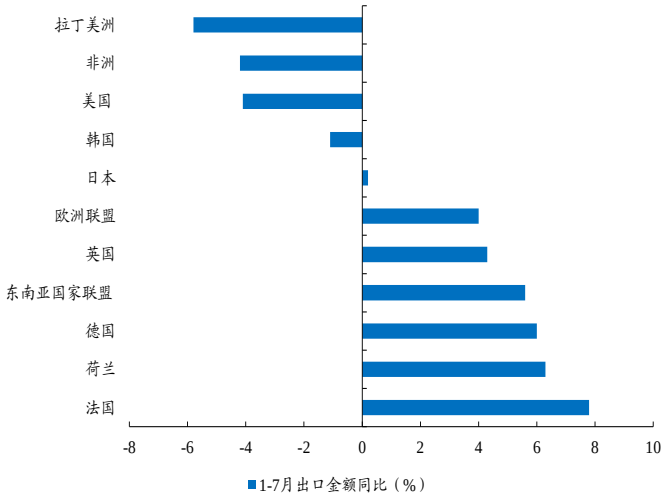

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：这里的防疫物资出口金额=纺织纱线、织物及制品+医疗仪器及器械出口金额

**图5：欧日韩+东盟的疫情控制远比美国要好**




数据来源：Wind、开源证券研究所

**图6：1-7 月欧盟与东盟出口金额同比为正，美国负增长**



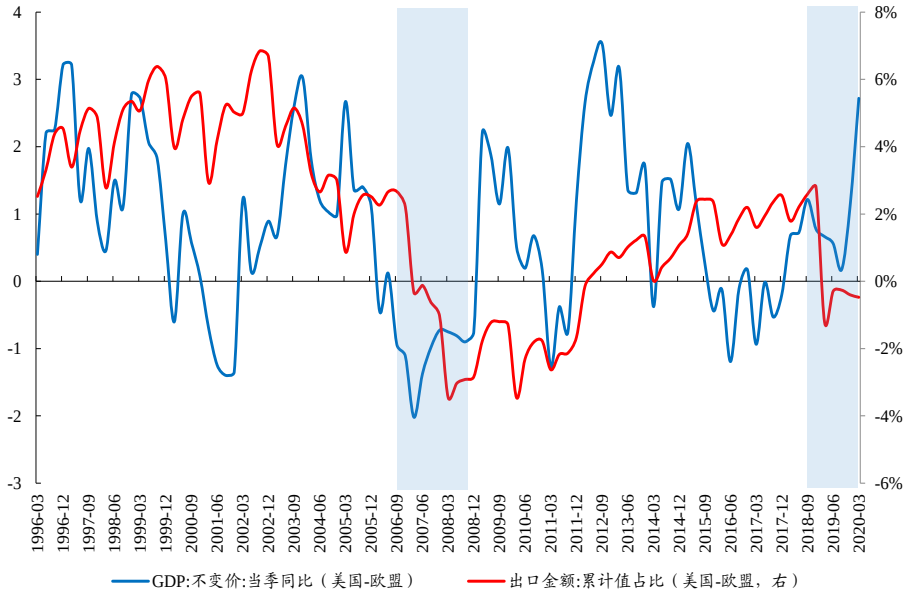

数据来源：中华人民共和国海关总署、开源证券研究所

## 2、 后续：对欧出口改善将更为明显

### 2.1、 我国出口地区结构：欧美此消彼长

**欧美占我国出口金额的比例稳定在 35%左右，然而具体到欧盟还是美国，则与欧美之间经济的相对强弱存在明显的相关性**。1996 年以来我国出口到欧美的金额占比均值为 35.63%，而该比例的波动很小，但欧盟与美国的占比则存在此消彼长的关系，而这种关系与欧美之间经济的相对强弱存在明显的相关性，典型的时期便是 2001 年互联网泡沫之后我国出口到欧盟的占比大幅提升，而出口到美国的占比则有所下降，同样地在 2008 年金融危机之后出现了欧盟出口占比首次超越美国的情形，并一直延续到 2012 年上半年。

图7：欧美经济相对强弱是影响我国出口欧美占比的核心因素

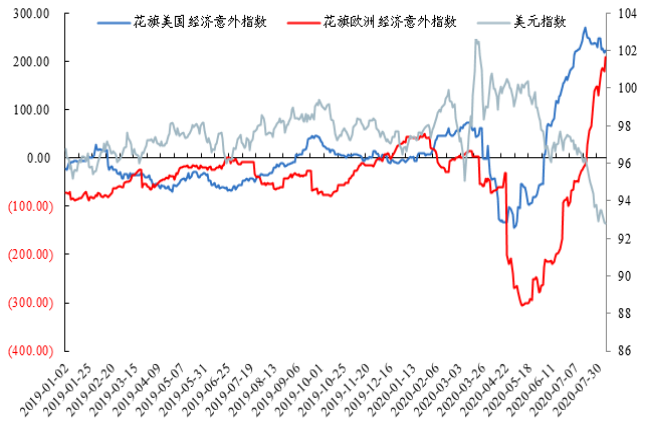



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.2、 相比于美国，本轮欧洲经济复苏确定性更强

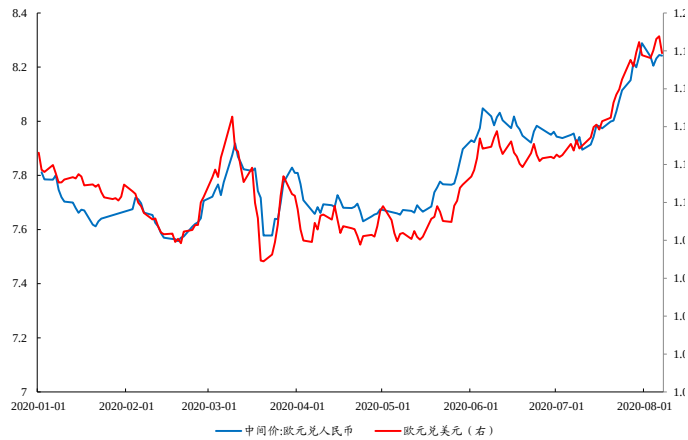
**近期美元指数大幅走弱背后其实体现的是欧洲经济复苏相比于美国而言更为确定**。一个国家主权货币的强弱背后其实反映的是其综合国力的强弱，由于美元指数主要锚定欧元，因此其实近期美元指数大幅走弱背后是欧元的走强，这意味着欧洲经济复苏的预期要明显强于美国。另一个可以找到印证的视角是，7 月中旬以来花旗美国经济意外指数和欧洲经济意外指数走势出现分歧，美国因疫情反复面临经济再度停滞的风险，同时叠加地缘政治摩擦使得其经济复苏前景更为不确定；相反欧洲疫情进入尾声，经济数据表现亮眼：欧元区 7 月制造业 PMI 为 51.1，服务业 PMI 为 55.1，Markit 综合 PMI 为 54.8，三者均超预期站上荣枯线，为 2 月以来首次，同时创两年新高；从投资信心上看，欧元区的 Sentix 投资信心指数继续好转，从 6 月开始投资信心核心预期指数就已经超越疫情前水平，说明投资者对于经济增长的信心不断回升。

图8：近期美元指数大幅走弱背后体现的是欧洲经济复苏预期更强




数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：欧元兑人民币和美元在 7 月以来大幅升值



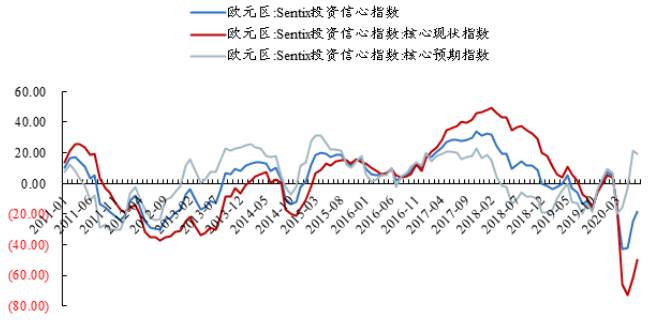

数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：欧元区 7 月 PMI 数据均超预期，站上荣枯线




数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：欧元区投资信心指数持续回升




数据来源：Wind、开源证券研究所

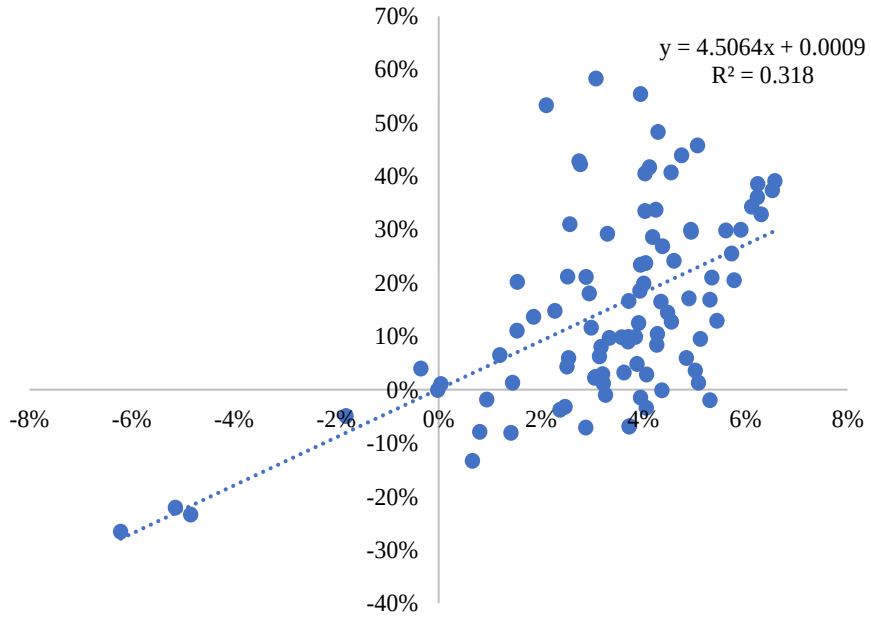
## 3、 对欧出口改善对行业的影响测算

根据上述分析，下半年欧洲经济复苏步伐料将加快，将进一步拉动中国对欧盟的出口增长。下面我们将通过粗略测算中国对欧盟出口与欧盟经济增长之间的相关性以及弹性，从而预估我国下半年出口到欧盟的情况以及对不同行业的影响。

### 3.1、 对于出口的总体影响测算

**我国对欧盟出口相对于欧盟名义 GDP 同比增速的弹性约为 4.5**。选取 1996-2019 年欧盟 GDP 同比增速和我国对欧盟的出口同比增速，我们发现两者具有较强的相关性（相关系数 0.5640）。然后我们对中国对欧盟的出口与欧盟经济增长之间的弹性进行测算，其中 y 表示中国对欧盟的出口变化，x 表示欧盟 GDP 的增长变化，系数 4.5 即为中国对欧盟的出口增长变化与欧盟 GDP 的增长变化的弹性。

图12：欧盟 GDP 的增长变化与中国对欧的出口增长变化具有较强的相关性




数据来源：Wind、开源证券研究所

**经过测算，在悲观、中性以及乐观假设下，2020 年下半年我国对欧盟出口同比**

**增速的变化区间为[-10.35%，7.65%]**。我们选择国际货币基金组织（IMF）对欧盟经济增速的预测作为中性预测，欧盟 2020 年 GDP 同比下滑 7.5%，2021 年将反弹至 4.7%。此外，欧盟统计局在 2020 年 7 月 31 日公布，2020 年第二季度欧元区 GDP 初值同比下降 15%，环比下降 12.1%，同比增幅创纪录最低水平。经过测算，在中性情况下 2020 年下半年欧盟 GDP 增速约为-0.3%，同比降幅大幅收窄。在此基础之上，我们测算我国对于欧盟下半年的出口总量的增长变化。根据我国海关总署的数据，上半年我国对欧盟出口同比增速为-1.5%，再利用我们之前测算的弹性 4.5，我们预估在很悲观（-2.3%）的情况下，2020 年中国对欧盟的出口同比增速为-10.35%，悲观（-1.3%）的情况下为-5.85%，中性（-0.3%）的情况下为-1.35%，乐观（0.7%）的情况下为 3.15%，很乐观（1.7%）的情况下为 7.65%。

**表1：2020 年下半年对欧出口增速有望同比转正**

| | 很悲观（-2.3%） | 悲观（-1.3%） | 中性（-0.3%） | 乐观（0.7%） | 很乐观（1.7%） |
|---|---|---|---|---|---|
| 下半年我国对欧盟出口增速同比变化 | -10.35% | -5.85% | -1.35% | 3.15% | 7.65% |

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 3.2、 对行业的影响测算

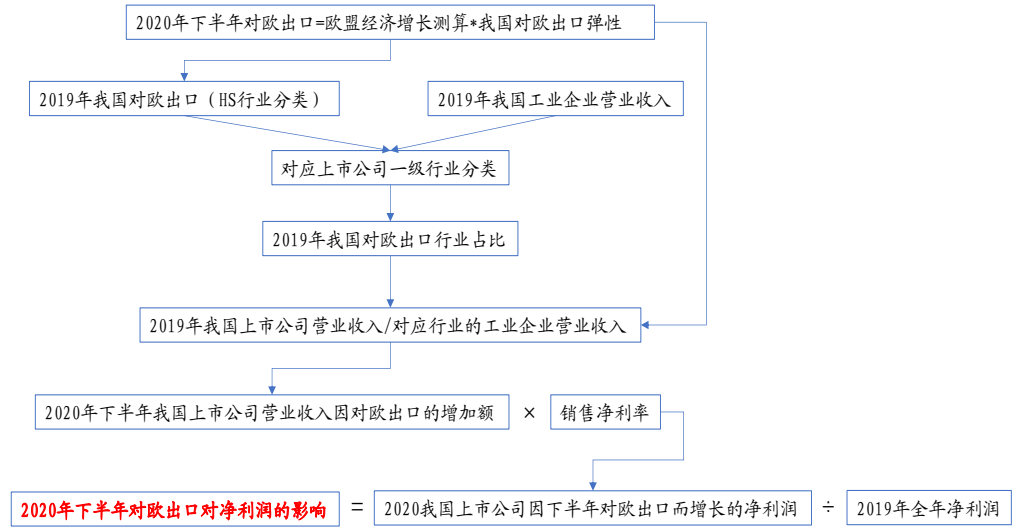
接下来我们测算 2020 年下半年对欧出口对各个行业 2020 年全年净利润的同比贡献，主要分为三个步骤：

（1）首先根据 HS 行业分类以及我国工业公司行业分类，按照上市公司一级行业分类标准进行归类，同时计算行业对欧出口占比；

（2）根据归类结果，计算 2019 年我国上市公司营业收入占全部工业公司营业收入的比重，以此测算 2020 年下半年我国上市公司一级行业营业收入因对欧出口总额增加而增加的部分=欧盟经济增长*我国对欧出口弹性*上市公司一级行业占比*（对应行业的 2019 年上市公司营业收入/工业公司营业收入）；

（3）最后根据计算的营业收入增加额*销售净利率=2020 年我国上市公司因下半年对欧出口而增加的净利润，则对于 2020 年全年净利润同比的贡献=因对欧出口而增加的净利润/2019 年全年净利润-1。

**图13：2020 年下半年对欧出口对各个行业净利润同比贡献的测算**




资料来源：开源证券研究所

### 3.2.1、 我国对欧出口行业结构

**2019 年我国全部公司对欧出口商品中主要以电子/计算机/电气设备、机械设备、纺织服装以及轻工行业为主，合计占比高达 69.71%**。2019 年我国对欧盟出口占比 17.15%，按 HS 商品分类来看，占比前五的行业品类分别是 16 类机电、音像设备及其零件、附件、11 类纺织原料及纺织制品、20 类杂项制品、15 类贱金属及其制品、6 类化学工业及其相关工业的产品，占比分别为 43.79%、10.65%、9.92%、6.36%、4.96%。由于 HS 商品分类不便于后续分析，因此我们对 2019 年中国对欧盟出口的商品总额按照上市公司所属的一级行业标准重新进行归类，我们发现 2019 年我国出口到欧盟的商品中主要集中在电子/计算机电气设备、机械设备、纺织服装以及轻工这六个行业，占比达到 69.71%。

**表2：2019 年对欧出口商品中电子/计算机、纺织服装以及轻工合计占比高达 69.71%**

| 我国对欧盟出口商品 HS 分类 | 对应上市公司行业 | 2019 年对欧出口总额（亿美元） | 占比 |
|---|---|---|---|
| 第 1 类 活动物;动物产品 | 农林牧渔 | 31.07 | 0.76% |
| 第 2 类 植物产品 | 农林牧渔 | 22.99 | 0.56% |
| 第 50-53 章蚕丝、羊毛动物毛及植物纤维 | 农林牧渔 | 16.25 | 0.40% |
| 第 3 类动、植物油、脂、蜡;精制食用油脂 | 食品饮料 | 4.65 | 0.11% |
| 第 4 类 食品;饮料、酒及醋（剔除烟草） | 食品饮料 | 29.71 | 0.72% |
| 第 5 类 矿产品 | 采掘 | 32.58 | 0.79% |
| 第 6 类 化学工业及其相关工业的产品 | 化工 | 212.87 | 5.18% |
| 第 7 类 塑料及其制品;橡胶及其制品 | 化工 | 161.36 | 3.93% |
| 第 54-55 章 化学纤维 | 化工 | 31.25 | 0.76% |
| 第 8 类 革、毛皮及制品;箱包;肠线制品 | 纺织服装 | 77.72 | 1.89% |
| 第 9 类 木及制品;木炭;软木;编结品 | 轻工 | 33.18 | 0.81% |
| 第 10 类 木浆等;废纸;纸、纸板及其制品 | 轻工 | 37.21 | 0.91% |
| 第 11 类 纺织原料及纺织制品（剔除蚕丝、棉花、化学纤维等） | 纺织服装 | 409.55 | 9.97% |
| 第 12 类 鞋帽伞等;已加工的羽毛及其制品;人造花 | 商业贸易 | 141.08 | 3.44% |
| 第 13 类 矿物材料制品;陶瓷品;玻璃及制品 | 建筑材料 | 88.42 | 2.15% |
| 第 14 类 珠宝、贵金属及制品;仿首饰;硬币 | 有色金属 | 12.91 | 0.31% |
| 第 15 类 贱金属及其制品：铜、镍、铅等（剔除钢铁及其他贱金属及贱金属器具及杂项） | 有色金属 | 51.02 | 1.24% |
| 第 15 类 贱金属及其制品：钢铁及钢铁制品 | 钢铁 | 132.82 | 3.23% |
| 第 16 类：84 章核反应堆、锅炉、机械器具及零件 | 机械设备 | 843.92 | 20.55% |
| 第 16 类 85 章电机、电气、音像设备及其零附件 | 电子/计算机/电气设备 | 1034.17 | 25.18% |
| 第 17 类：87 章 车辆及零部件 | 汽车 | 121.44 | 2.96% |
| 18 类：第 90 章 光学、照相、医疗等设备及零部件 | 医疗器械 | 152.21 | 3.71% |
| 第 20 类 杂项制品 | 轻工 | 427.55 | 10.41% |
| 第 21 类 艺术品、收藏品及古物 | —— | 0.80 | 0.02% |

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：第 11 类中纺织原料及纺织制品中蚕丝、棉花、动物毛属于纺织原材料，我们将此细分项归为农林牧渔，化学纤维归为化工；第 15 类中其他贱金属器具及

杂项无法划分，因此我们选择剔除；第 19 类武器弹药及其零部件，由于其整体占比较小（2019 年：0.01%），而且工业行业分类中没有明确的行业与之对应，所以选择剔除。

**表3：2019 年我国对欧出口对应的工业公司部分行业及营业收入**

| 我国工业公司行业分类 | 对应上市公司行业分类 | 2019 年总营收（亿元） |
|---|---|---|
| 采矿业: 营业收入 | 采掘 | 46,162.20 |
| 农副食品加工业: 营业收入 | 农林牧渔 | 46,810.00 |
| 木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业: 营业收入 | 农林牧渔 | 8,485.40 |
| 食品制造业: 营业收入 | 食品饮料 | 19,074.10 |
| 酒、饮料和精致茶制造业: 营业收入 | 食品饮料 | 15302.70 |
| 纺织业: 营业收入 | 纺织服装 | 24,038.10 |
| 纺织服装、服饰业: 营业收入 | 纺织服装 | 16,010.30 |
| 毛革、毛皮、羽毛及其制品 | 纺织服装 | 11672.70 |
| 家具制造业: 营业收入 | 轻工 | 7,117.20 |
| 造纸及纸制品业: 营业收入 | 轻工 | 13,370.10 |
| 印刷业和记录媒介的复制: 营业收入 | 轻工 | 6649.40 |
| 石油、煤炭及其他燃料加工业: 营业收入 | 采掘 | 48,378.30 |
| 化学原料及化学制品制造业: 营业收入 | 化工 | 65,776.20 |
| 化学纤维制造业: 营业收入 | 化工 | 8571.20 |
| 橡胶和塑料制品业: 营业收入 | 化工 | 25426.10 |
| 专用设备制造业: 医疗仪器设备及器械制: 营业收入 | 医疗器械 | 2,814.80 |
| 非金属制品: 营业收入 | 建筑材料 | 53826.30 |
| 有色金属冶炼及压延加工业: 营业收入 | 有色金属 | 56,299.50 |
| 黑色金属冶炼及压延加工业: 营业收入 | 钢铁 | 70724.80 |
| 通用设备制造业: 营业收入 | 机械设备 | 38,264.70 |
| 金属制品业: 营业收入 | 机械设备 | 34322.90 |
| 专用设备制造业: 营业收入 | 机械设备 | 29473.30 |
| 仪器仪表制造业: 营业收入 | 机械设备 | 7242.60 |
| 汽车制造: 营业收入 | 汽车 | 80,846.70 |
| 计算机、通信和其他电子设备制造业: 营业收入 | 电子/计算机 | 113,717.60 |
| 文教、工美、体育文娱用品: 营业收入 | 商业贸易 | 12783.70 |
| 电气机械及器材制造业: 营业收入 | 电气设备 | 65,438.40 |

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：统计局将医疗器械设备归类于专用设备行业，但未公布该细分行业的数据，因此我们选取《2019 年中国医药工业经济运行报告》中的数据代替。

**2019 年我国企业营业收入来自欧盟地区的占比最高的行业是医疗器械、轻工制造、商业贸易、纺织服装、机械设备以及电子/计算机/电气设备。**由于对欧盟出口商品的公司包含上市以及非上市公司，因此为了测算我国上市公司对欧盟出口商品总额中各行业的占比，我们同样需要对我国工业企业行业分类按上市公司所属的一级行业标准重新进行归类，我们发现占比最高的行业是医疗器械（37.31%）、轻工制造（12.66%）、商业贸易（7.61%）、纺织服装（6.50%）、机械设备（5.33%）以及电子/计算机/电气设备（3.98%）。

这里需要说明的是由于我们测算的是欧盟经济复苏对我国出口的影响，而在欧盟经济增长处于不同时期时我国企业营业收入来自欧盟地区的占比也有可能发生变

化，因此参考 2013-2016 年欧盟经济复苏时我国对欧出口行业占比，我们发现其实在复苏时期每年的占比变化均值差异很小，因此我们以 2019 年我国企业营业收入来自欧盟地区的占比进行测算较为合理。

**表4：2019 年我国企业营业收入中来自欧盟地区的占比最高的行业是医疗器械、轻工制造、商业贸易、纺织服装、机械设备以及电子/计算机/电气设备**

| 行业 | 2019 海外欧盟地区收入（亿美元） | 我国工业公司总营业收入（亿美元） | 2019 年出口欧盟收入占比 | 2013-2016 年占比均值 | 2013-2016 年每年占比变化均值 |
|---|---|---|---|---|---|
| 农林牧渔 | 70.31 | 8013.83 | 0.88% | 0.73% | -0.05% |
| 食品饮料 | 34.36 | 4982.14 | 0.69% | 0.52% | -0.03% |
| 采掘 | 32.58 | 13701.52 | 0.24% | 0.13% | -0.01% |
| 化工 | 405.47 | 14459.93 | 2.80% | 1.15% | 0.01% |
| 纺织服装 | 487.28 | 7495.81 | 6.50% | 5.04% | -0.32% |
| 轻工 | 497.95 | 3932.86 | 12.66% | 6.17% | -0.17% |
| 商业贸易 | 141.08 | 1852.71 | 7.61% | 6.27% | -0.55% |
| 建筑材料 | 88.42 | 7800.91 | 1.13% | 1.16% | -0.08% |
| 有色金属 | 63.93 | 8159.35 | 0.78% | 2.37% | -0.13% |
| 钢铁 | 132.82 | 10249.97 | 1.30% | 1.60% | -0.04% |
| 机械设备 | 843.92 | 15841.09 | 5.33% | 4.60% | -0.39% |
| 电子/计算机/电气设备 | 1034.17 | 25964.64 | 3.98% | 3.30% | -0.12% |
| 汽车 | 121.44 | 11716.91 | 1.04% | 1.38% | -0.11% |
| 医疗器械 | 152.21 | 407.94 | 37.31% | 38.09% | -0.69% |

数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3.2.2、 对上市公司净利润的影响测算

基于上述测算结果，我们分别对 2020 年下半年欧盟不同经济增长情形下我国各行业的营业收入影响进行测算。我们发现在乐观情形下，大部分行业 2020 年下半年对欧出口带来的营业收入增加值/2019 年下半年能够保持正增长，排名靠前的行业为**商业贸易（+14.82%）、化工（+12.62%）、医疗器械（12.34%）**；而在很乐观的情形下，2020 年下半年大部分行业的营业收入增长能够在 10%以上。上述结果是对应行业的国内所有公司（包含上市和非上市）营业收入变化情况，我们还需要对其中上市公司进行拆分。我们发现在中性情形下，对于上市公司而言，**仅化工、食品饮料及有色金属行业 2020 年下半年营业收入相比于 2019 下半年维持正增长，分别增长 7.88%、6.07%以及 0.17%；而商贸、纺织服装以及计算机/电子/电气设备则下降较多**。

**表5：在中性情形下，大部分行业 2020 年下半年对欧出口带来的营业收入/2019 下半年能够保持正增长**

| 欧盟 2020 年下半年 GDP | 很悲观（-2.3%） | 悲观（-1.3%） | 中性（-0.3%） | 乐观（0.7%） | 很乐观（1.7%） |
|---|---|---|---|---|---|
| 商业贸易 | -0.21% | 4.80% | 9.81% | 14.82% | 19.83% |
| 计算机/电子/电气设备 | -10.44% | -5.94% | -1.45% | 3.05% | 7.55% |
| 纺织服装 | -45.09% | -42.33% | -39.58% | -36.82% | -34.06% |
| 汽车 | -6.68% | -2.00% | 2.69% | 7.37% | 12.05% |
| 有色金属 | -5.94% | -1.21% | 3.51% | 8.23% | 12.95% |
| 钢铁 | -4.61% | 0.18% | 4.96% | 9.75% | 14.54% |
| 化工 | -2.12% | 2.80% | 7.71% | 12.62% | 17.54% |

| 欧盟 2020 年下半年 GDP | 很悲观（-2.3%） | 悲观（-1.3%） | 中性（-0.3%） | 乐观（0.7%） | 很乐观（1.7%） |
|---|---|---|---|---|---|
| 机械设备 | -3.15% | 1.71% | 6.58% | 11.44% | 16.30% |
| 采掘 | -7.76% | -3.13% | 1.50% | 6.13% | 10.76% |
| 轻工制造 | -7.31% | -2.66% | 2.00% | 6.65% | 11.30% |
| 农林牧渔 | -6.53% | -1.84% | 2.85% | 7.55% | 12.24% |
| 医疗器械 | -2.36% | 2.54% | 7.44% | 12.34% | 17.24% |
| 食品饮料 | -4.21% | 0.60% | 5.41% | 10.22% | 15.02% |

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：因为中国医药管理公司协会只公布年度的医疗器械行业的营收，所以我们以“医疗器械行业营业收入（2019）/2”作为 2019 年下半年医疗器械行业的营业收入，以此为基准做进行测算。

**表6：中性情形下，上市公司中仅化工、食品饮料及有色金属 2020 年下半年营业收入相比 2019 下半年维持正增长**

| 欧盟 2020 年下半年 GDP | 很悲观（-2.3%） | 悲观（-1.3%） | 中性（-0.3%） | 乐观（0.7%） | 很乐观（1.7%） |
|---|---|---|---|---|---|
| 商业贸易 | -48.21% | -45.61% | -43.01% | -40.41% | -37.81% |
| 计算机/电子/电气设备 | -13.80% | -9.47% | -5.15% | -0.82% | 3.51% |
| 纺织服装 | -20.31% | -16.31% | -12.31% | -8.31% | -4.31% |
| 汽车 | -10.32% | -5.81% | -1.31% | 3.19% | 7.69% |
| 有色金属 | -8.97% | -4.40% | 0.17% | 4.74% | 9.31% |
| 钢铁 | -10.59% | -6.11% | -1.62% | 2.87% | 7.36% |
| 化工 | -1.96% | 2.96% | 7.88% | 12.80% | 17.72% |
| 机械设备 | -11.54% | -7.10% | -2.66% | 1.78% | 6.22% |
| 采掘 | -9.70% | -5.17% | -0.63% | 3.90% | 8.43% |
| 轻工制造 | -9.81% | -5.28% | -0.76% | 3.77% | 8.30% |
| 农林牧渔 | -10.97% | -6.51% | -2.04% | 2.43% | 6.90% |
| 医疗器械 | -10.88% | -6.41% | -1.93% | 2.54% | 7.02% |
| 食品饮料 | -3.61% | 1.23% | 6.07% | 10.91% | 15.74% |

数据来源：Wind、开源证券研究所

从营业收入到公司盈利中间还隔着销售净利率，同样我们分悲观、中性以及乐观三种情形进行测算：以过去五年各行业销售净利率的平均值、过去五年各行业销售净利率的最大值、2020 年一季度的销售净利率三者中最高者为乐观情形、最低者为悲观情绪、中间者为中性情形，分别对对应行业的上市公司进行净利润变化测算：

（1）在悲观情形下，所有行业 2020 年下半年对欧出口带来的净利润增加/2019 年全年-1 为负，**这意味着除了出口带来的净利润以外，对其他方面贡献净利润的要求变得更高**；

（2）在中性情形下，**纺织服装**的净利润改善最为明显，获得的安全垫最高，反而是销售净利率稳定且明显高于其他行业的**医疗器械、食品饮料**排名靠后；

（3）在乐观情形下，**纺织服装、有色金属、计算机/电子/电气设备**行业的净利润改善排名靠前，**商业贸易、采掘、医疗器械和食品饮料**排名靠后。

**表7：食品饮料和医疗器械的销售净利率稳定且明显高于其他行业**

| 行业 | 销售净利率（2015，%） | 销售净利率（2016，%） | 销售净利率（2017，%） | 销售净利率（2018，%） | 销售净利率（2019，%） | 销售净利率（2020Q1，%） | 悲观 | 中性 | 乐观 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 采掘 | 1.91 | 1.75 | 4.51 | 5.53 | 5.10 | 4.22 | 3.76 | 4.22 | 5.53 |
| 化工 | 2.78 | 3.69 | 4.16 | 4.20 | 2.65 | 1.73 | 1.73 | 3.50 | 4.20 |
| 钢铁 | -6.39 | 1.49 | 5.96 | 7.08 | 3.83 | 3.58 | 2.40 | 3.58 | 7.08 |
| 有色金属 | 0.03 | 1.75 | 3.39 | 1.60 | 0.95 | 0.66 | 0.66 | 1.54 | 3.39 |
| 机械设备 | 4.43 | 4.69 | 7.24 | 3.91 | 4.19 | 3.74 | 3.74 | 4.89 | 7.24 |
| 汽车 | 6.26 | 6.06 | 5.59 | 4.16 | 3.11 | 2.54 | 2.54 | 5.04 | 6.26 |
| 纺织服装 | 8.73 | 8.38 | 7.43 | 4.90 | 3.11 | 1.89 | 1.89 | 6.51 | 8.73 |
| 轻工制造 | 5.82 | 6.90 | 7.99 | 4.12 | 4.38 | 4.54 | 4.54 | 5.84 | 7.99 |
| 商业贸易 | 1.05 | 2.15 | 2.54 | 3.06 | 2.45 | 1.98 | 1.98 | 2.25 | 3.06 |
| 农林牧渔 | 4.32 | 7.71 | 5.34 | 2.71 | 8.71 | 10.51 | 5.76 | 8.71 | 10.51 |
| 食品饮料 | 13.57 | 13.94 | 15.74 | 17.36 | 17.30 | 17.08 | 15.58 | 17.08 | 17.36 |
| 医疗器械Ⅱ | 12.04 | 12.27 | 12.30 | 12.80 | 15.97 | 15.83 | 13.08 | 15.83 | 15.97 |
| 电子 | 5.49 | 6.32 | 6.66 | 2.83 | 2.98 | 2.88 | 2.88 | 4.85 | 6.66 |
| 计算机 | 8.81 | 8.94 | 7.02 | 3.41 | 3.19 | 2.05 | 2.05 | 6.27 | 8.94 |
| 电气设备 | 5.92 | 6.03 | 6.97 | 3.34 | 4.41 | 4.41 | 4.41 | 5.33 | 6.97 |

数据来源：Wind、开源证券研究所

**表8：销售净利率悲观情形下，2020 年下半年对欧出口带来的净利润增加/2019 年全年-1 为负**

| 欧盟 2020 年下半年 GDP | 很悲观（-2.3%） | 悲观（-1.3%） | 中性（-0.3%） | 乐观（0.7%） | 很乐观（1.7%） |
|---|---|---|---|---|---|
| 商业贸易 | -79.04% | -77.99% | -76.93% | -75.88% | -74.83% |
| 计算机/电子/电气设备 | -59.33% | -57.29% | -55.25% | -53.21% | -51.16% |
| 纺织服装 | -68.17% | -66.58% | -64.98% | -63.38% | -61.78% |
| 汽车 | -61.89% | -59.98% | -58.06% | -56.15% | -54.24% |
| 有色金属 | -67.69% | -66.07% | -64.45% | -62.83% | -61.21% |
| 钢铁 | -70.36% | -68.88% | -67.39% | -65.90% | -64.41% |
| 化工 | -68.24% | -66.65% | -65.06% | -63.46% | -61.87% |
| 机械设备 | -56.36% | -54.17% | -51.97% | -49.78% | -47.59% |
| 采掘 | -64.45% | -62.66% | -60.88% | -59.09% | -57.31% |
| 轻工制造 | -49.26% | -46.72% | -44.17% | -41.62% | -39.08% |
| 农林牧渔 | -68.21% | -66.61% | -65.02% | -63.42% | -61.83% |
| 医疗器械 | -60.02% | -58.02% | -56.01% | -54.00% | -52.00% |
| 食品饮料 | -55.93% | -53.72% | -51.51% | -49.30% | -47.09% |

数据来源：Wind、开源证券研究所

**表9：销售净利率中性情形下，纺织服装净利润改善最为明显**

| 欧盟 2020 年下半年 GDP | 很悲观（-2.3%） | 悲观（-1.3%） | 中性（-0.3%） | 乐观（0.7%） | 很乐观（1.7%） |
|---|---|---|---|---|---|
| 商业贸易 | -76.14% | -74.95% | -73.75% | -72.55% | -71.36% |
| 计算机/电子/电气设备 | -28.34% | -24.74% | -21.14% | -17.54% | -13.95% |
| 纺织服装 | 9.74% | 15.25% | 20.75% | 26.26% | 31.77% |
| 汽车 | -24.34% | -20.54% | -16.75% | -12.95% | -9.15% |

| 欧盟 2020 年下半年 GDP | 很悲观（-2.3%） | 悲观（-1.3%） | 中性（-0.3%） | 乐观（0.7%） | 很乐观（1.7%） |
|---|---|---|---|---|---|
| 有色金属 | -24.71% | -20.93% | -17.15% | -13.37% | -9.59% |
| 钢铁 | -55.78% | -53.56% | -51.34% | -49.12% | -46.90% |
| 化工 | -35.94% | -32.73% | -29.51% | -26.30% | -23.08% |
| 机械设备 | -42.90% | -40.04% | -37.17% | -34.30% | -31.44% |
| 采掘 | -60.08% | -58.08% | -56.07% | -54.07% | -52.07% |
| 轻工制造 | -34.65% | -31.37% | -28.09% | -24.81% | -21.53% |
| 农林牧渔 | -51.92% | -49.50% | -47.09% | -44.67% | -42.26% |
| 医疗器械 | -51.59% | -49.16% | -46.73% | -44.30% | -41.87% |
| 食品饮料 | -51.69% | -49.26% | -46.84% | -44.41% | -41.99% |

数据来源：Wind、开源证券研究所

**表10：销售净利率乐观情形下，纺织服装、有色金属、计算机/电子/电气设备行业的净利润改善排名靠前**

| 欧盟 2020 年下半年 GDP | 很悲观（-2.3%） | 悲观（-1.3%） | 中性（-0.3%） | 乐观（0.7%） | 很乐观（1.7%） |
|---|---|---|---|---|---|
| 商业贸易 | -67.52% | -65.89% | -64.26% | -62.63% | -61.00% |
| 计算机/电子/电气设备 | -1.66% | 3.28% | 8.21% | 13.15% | 18.09% |
| 纺织服装 | 47.20% | 54.59% | 61.98% | 69.37% | 76.76% |
| 汽车 | -5.92% | -1.20% | 3.52% | 8.25% | 12.97% |
| 有色金属 | 65.44% | 73.74% | 82.05% | 90.35% | 98.66% |
| 钢铁 | -12.42% | -8.02% | -3.62% | 0.77% | 5.17% |
| 化工 | -23.10% | -19.24% | -15.38% | -11.52% | -7.66% |
| 机械设备 | -15.51% | -11.27% | -7.02% | -2.78% | 1.46% |
| 采掘 | -47.71% | -45.09% | -42.46% | -39.84% | -37.21% |
| 轻工制造 | -10.65% | -6.17% | -1.68% | 2.80% | 7.29% |
| 农林牧渔 | -41.99% | -39.07% | -36.16% | -33.25% | -30.34% |
| 医疗器械 | -51.18% | -48.73% | -46.28% | -43.83% | -41.38% |
| 食品饮料 | -50.90% | -48.43% | -45.97% | -43.50% | -41.04% |

数据来源：Wind、开源证券研究所

在销售净利率乐观情形下，从净利润改善明显的三个行业（有色金属、纺织服装、计算机/电子/电气设备）中，通过查阅相关上市公司 2019 年年度报告中对于海外收入按地区分布情况的描述（只有少数上市公司公布了具体的对欧出口营收占比，或者会说明公司产品主要销往欧美），筛选出对欧盟出口营收占比较高或者说明了产品主要销往欧美且海外收入占比较高的个股作为投资参考（不构成任何推荐），如下表所示。需要说明的是由于有色金属行业的上市公司并未明确说明对欧出口的情况，而电子行业的上市公司在欧洲的业务也较少涉及，因此无法进行筛选。

**表11：对欧盟出口营收占比较高或者说明了产品主要销往欧美且海外收入占比较高的个股（剔除 ST）**

| 行业 | 股票代码 | 股票名称 | 海外收入/营业总收入 |
|---|---|---|---|
| 计算机 | 300209.SZ | 天泽信息 | 86.36% |
| | 300496.SZ | 中科创达 | 55.54% |
| 电气设备 | 603583.SH | 捷昌驱动 | 72.67% |
| | 002459.SZ | 晶澳科技 | 71.72% |

| | | | |
|---|---|---|---|
| | 002892.SZ | 科力尔 | 68.08% |
| | 600151.SH | 航天机电 | 67.13% |
| | 002733.SZ | 雄韬股份 | 65.75% |
| | 002823.SZ | 凯中精密 | 63.55% |
| | 300763.SZ | 锦浪科技 | 62.56% |
| | 300407.SZ | 凯发电气 | 62.16% |
| | 300118.SZ | 东方日升 | 61.74% |
| | 603489.SH | 八方股份 | 54.89% |
| | 000962.SZ | 东方钽业 | 55.64% |
| 纺织服装 | 603558.SH | 健盛集团 | 87.77% |
| | 603908.SH | 牧高迪 | 70.35% |
| | 002634.SZ | 棒杰股份 | 67.35% |
| | 600156.SH | 华升股份 | 79.17% |
| | 600689.SH | 上海三毛 | 72.05% |

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4、 如何在 A 股中提高对欧洲复苏的风险敞口

**后续需重点跟踪欧洲经济复苏的节奏，欧洲经济复苏进程加快将会促进我国与欧盟之间贸易关系变得越来越密切**。值得注意的是前期悬而未决的欧洲复苏基金计划已经达成，彰显了欧盟积极应对此次疫情带来的经济衰退的决心。复苏基金总额 7500 亿欧元，其中 3900 亿欧元为补贴，3600 亿欧元为贷款形式，由成员国自行决定是否采用。此次复苏基金计划对于欧盟来说远不止于经济复苏计划这一表层涵义，也是未来欧盟从“货币联盟”走向“财政联盟”的重要一步。因此我们认为在欧洲经济复苏趋势向好的情形下，将拉动我国对欧出口增长恢复加快，后续可以重点关注欧洲复苏基金计划的具体实施节奏以及欧洲各项经济数据的表现。

在上述推演以及测算结果下，我们认为主要有两条路径可以增加对欧洲复苏的风险敞口：

（1）直接受益法是投资我国对欧出口改善的行业：**纺织服装、有色金属、计算机/电子/电气设备**在销售净利率乐观的情形下净利润改善较为明显，其中**纺织服装、计算机以及电气设备**的部分上市公司在 2019 年年报中披露了对欧盟出口营收占比的情况或者说明了产品主要销往欧美。

（2）间接法进一步推演主线：

第一，上述行业营业收入增长带来的对上游原材料的需求，主要集中在化工领域：纺织品的上游是以化工为代表的涤纶长丝等化纤行业。

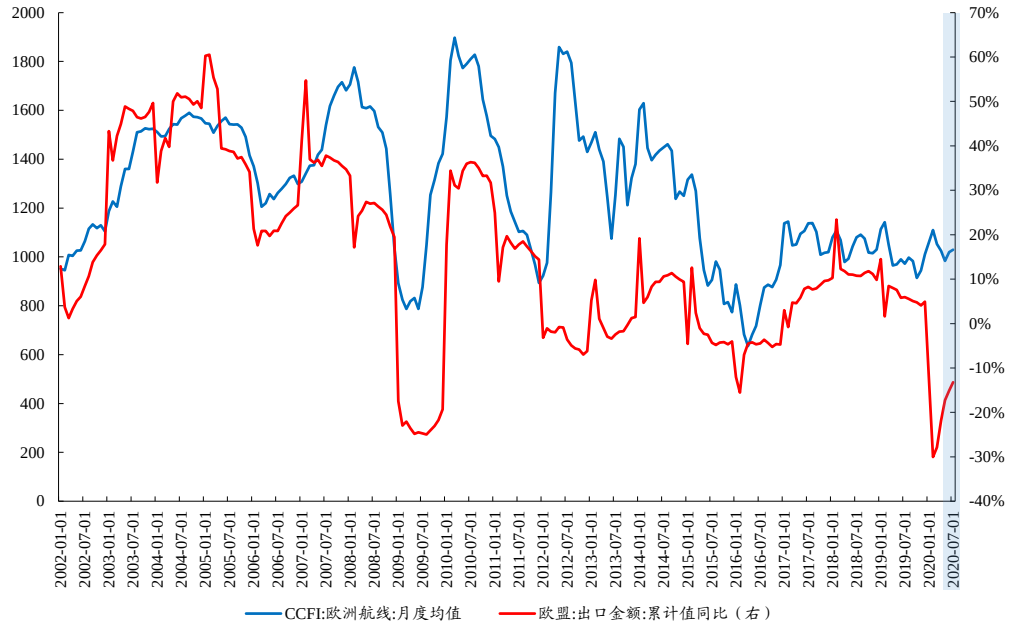
第二，从贸易的总量逻辑出发，**集装箱航运**有望受益，并与行业当下供需格局的改善形成共振：

供给端：出现了周期性底部，价格联盟在 Q2 需求很差时形成。受价格联盟控量涨价的影响，在疫情期间需求萎缩下，行业龙头 Q2 业绩同比改善幅度达到 30%以上。

需求端：Q3 疫情影响逐渐减弱，当下来自于对美出口运力需求的快速增长带来了行业的高景气。而边际上看，欧洲作为另外一条重要航线，欧洲需求的恢复会对行

业景气的延续形成较大支撑。

**图14：CCFI 欧洲航线指数自 5 月以来伴随着我国对欧出口改善而逐步回升**




数据来源：Wind、开源证券研究所

## 5、 风险提示

欧洲疫情恶化；测算误差；我国经济超预期恶化

## 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。

**开源证券股份有限公司**

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835