2020 年 08 月 16 日

主线明确，不必纠结

——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

王汎炜（联系人）
wangkuangwei@kysec.cn
证书编号：S0790120040033

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

● **退潮之后，主线明晰**

本周（8.10-8.14），市场整体维持震荡格局，前期强势板块继续松动，大金融板块表现强势。**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，**本周市场调整后以金融+周期引领的反弹证实了其在宏观环境变化下的认可度正在提升。

● **市场的方向：信贷“见顶”不等于市场回落**

判断市场，信贷很重要，但还不够。从过去 20 年的历史来观察，能够发现贷款余额增速对市场走向（以上证综指来代表）的指示有效性确实存在过，但在 2013 年之后，我们能够发现两者之间的相关性在减弱。**我们发现历史上复苏期信贷短暂回落并不少见，这意味着简单地根据“信贷”指示器来交易可能会错失复苏期最丰厚的收益。相反我们以中长期贷款余额增速作为信用扩张的代理指标，发现对市场的解释力度更强，而这一指标仍在扩张期。**

● **“不及预期”之外，还有不可忽视的改善**

脱虚入实仍在进行，经济复苏仍在路上：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：**我们以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。

● **顺周期：两种可能性下的占优策略**

草蛇灰线，伏脉千里，即使对货币、信贷的后续走势存疑，顺周期板块仍然是一种攻守兼备的占优策略：第一种情景下，信贷仅是复苏期中正常的短暂回落，随着经济复苏不断验证，金融和顺周期板块将占优，同时市场有总量机会；另一种情景，货币政策收紧，信贷持续回落，由于货币政策“收绳子”是立竿见影的，M2 增速回落将快于信贷和社融，这意味着金融市场流动性收紧，贴现率上行将对部分高估值的板块极为不利。因此，即使两种截然相反的情况下，布局金融+顺周期都是更为可行的策略：推荐顺序为：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**。

● **风险提示：**货币政策收紧，海内外疫情控制不力

相关研究报告

《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

《投资策略周报-顺周期：风雨后的彩虹》-2020.8.9

目 录

1、 退潮之后，主线明晰 3
2、 复苏期，信贷“见顶”不等于市场回落 3
2.1、 判断市场，信贷很重要，但还不够 3
2.2、 此次“不及预期”之外，不能忽视的结构改善 5
2.3、 供需两端来看，信用扩张仍是大概率事件 7
2.3.1、 绳子并未收紧，信用供给仍在持续 7
2.3.2、 经济仍在稳步修复，而全球疫情后的复苏正在贡献正面力量 7
3、 顺周期：两种可能性下的占优策略 9
4、 风险提示 11

图表目录

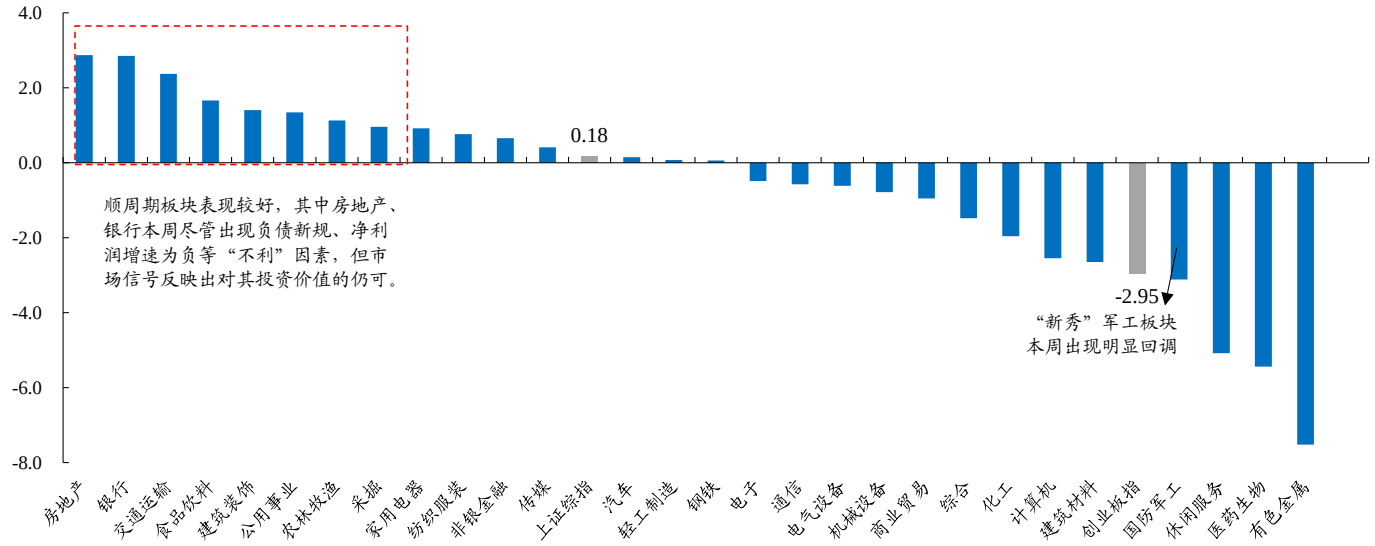
图 1： 本周市场维持震荡，顺周期板块表现强势 3
图 2： 直接融资占社融存量的比例仅 28% 4
图 3： 2013 年以前，信贷对市场的指示更有效 4
图 4： 与信贷总体相比，中长期贷款更能解释市场 4
图 5： 4 次经济复苏期，社融或贷款余额增速回落并不少见 5
图 6： 社融存量与 M2 的增速差继续保持上行，资金脱虚入实仍在强化 6
图 7： M1-M2 同比增速差继续向上，历史经验指示将加速社融传导向企业的盈利复苏 6
图 8： 5 月下旬，与银行信贷更为相关的 3 个月 Shibor 相对于 DR007 的利差在不断上行 6
图 9： 同时可以看到，历史上社融增速提升时伴随着 Shibor 相对 DR007 利差的提升 6
图 10： 信用供给并未收缩 7
图 11： 房地产投资保持韧性 8
图 12： 制造业 PMI 仍在荣枯线上，好于预期 8
图 13： 制造业 PMI 已接近 2019 年平均水平 8
图 14： 防疫物资贡献开始大幅下降，出口结构逐步常态化 9
图 15： 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 9
图 16： 以电子、医药生物、食品饮料为代表的强势板块，受到利率上行的影响大 10
图 17： 利率上行，假设风险溢价不变，各板块估值下行的幅度不同 11

表 1： 四次复苏期，社融或信贷“回落”后，3 次市场仍然上行，金融+周期占优 5
表 2： 从信贷结构上看，中长期贷款仍保持较高增速 7

1、 退潮之后，主线明晰

本周（8.10-8.14），**市场整体维持震荡格局，前期强势板块继续松动，大金融板块表现强势。**上证综指周度表现好于创业板指；从行业上来看，以房地产、银行、建筑装饰为代表的顺周期板块涨幅靠前，休闲服务、医药生物、有色金属调整幅度较大，而“新秀”军工板块在本周暂缓步伐，正如同我们在上周周报《顺周期：市场坚强的理由》中提到的，军工板块的容量和本轮上涨的斜率较高，使其难以完全承接从前期强势板块中迁移的资金，市场需要更明确且更大容量的主线。

图1：本周市场维持震荡，顺周期板块表现强势



数据来源：Wind、开源证券研究所

退潮之后，周期为王。以金融数据定位，我们又回到了复苏的起点，这意味着即使前期可能存在的流动性所带来的估值“水涨船高”的行情难以再持续，而是回归到经济复苏、盈利改善的主线上。4 月以来，社融与 M2 的增速差见底回升，7 月份已经回升到 2.2%，超过 2020 年初疫情前的水平，接近 2019 年年末，这可能暗示了经济已爬出疫情砸出的“深坑”，恢复到原本运行的轨道，换句话说，前期为疫情而实施的“非常规”货币政策已经完成了使命，未来的焦点将从货币和信用的供给端转移至需求端，而目前上市公司中，采掘、化工、钢铁、公用事业、交通运输以及房地产等顺周期板块仍是“信贷需求大户”，宽信用仍然将首先使这些“存量大客户”更为受益，**本周市场分化的表现也从某种程度上证实了该类板块的投资价值开始在经济的边际变化中得到体现。**

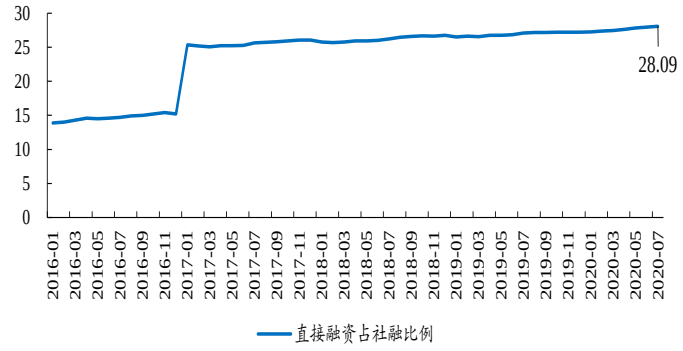
2、 复苏期，信贷“见顶”不等于市场回落

2.1、 判断市场，信贷很重要，但还不够

信贷被认为是一种领先市场的指标，背后的理论依据是信用周期驱动了经济周期。在我国，社会融资规模被认为是经济的先行指标，而信贷仍然占社融中的绝大

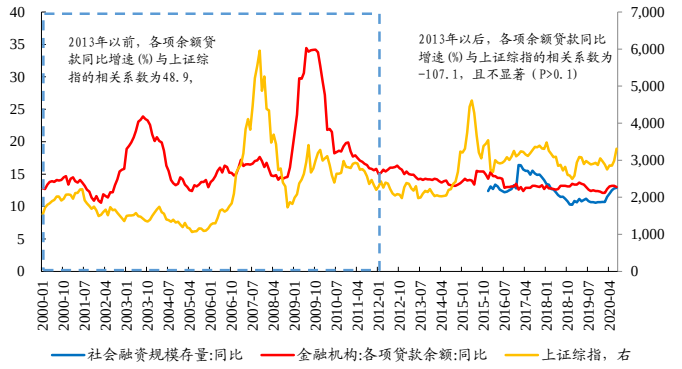
多数，因此当出现贷款回落时，市场会理解为社融也将见顶回落，意味着实体经济所获得的金融支持减少，经济复苏受阻。我们从过去 20 年的历史来观察，能够发现贷款余额增速对市场走向（以上证综指来代表）的指示有效性确实存在过，以各项贷款余额增速对上证综指作回归，**在 2013 年之后，我们能够发现两者之间的相关性在减弱。**我们在专题研究报告《周期轮动：花相似，人不同》中提出过一种解释的思路：即这可能反应了市场在增速下台阶之后，新旧动能转换之际，不再以过去的经验笃定“信贷”回升就意味着经济回升，而是需要结合其它的宏观经济数据进行反复验证，这就造成了信贷数据与市场表现“脱离”。另一个解释则是：信贷中的短期贷款和票据融资其实很难说明实体有“加杠杆”的行为，因而指示不了经济的走向，**我们以中长期贷款余额增速作为信用扩张的代理指标，能够发现对市场的解释力度更强。**

图2：直接融资占社融存量的比例仅 28%



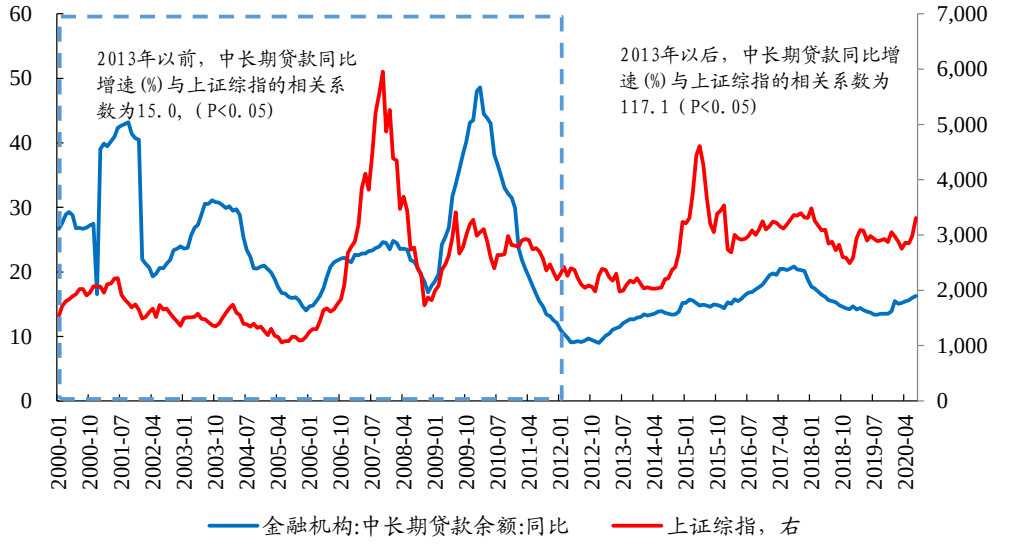
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2013 年以前，信贷对市场的指示更有效



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：与信贷总体相比，中长期贷款更能解释市场

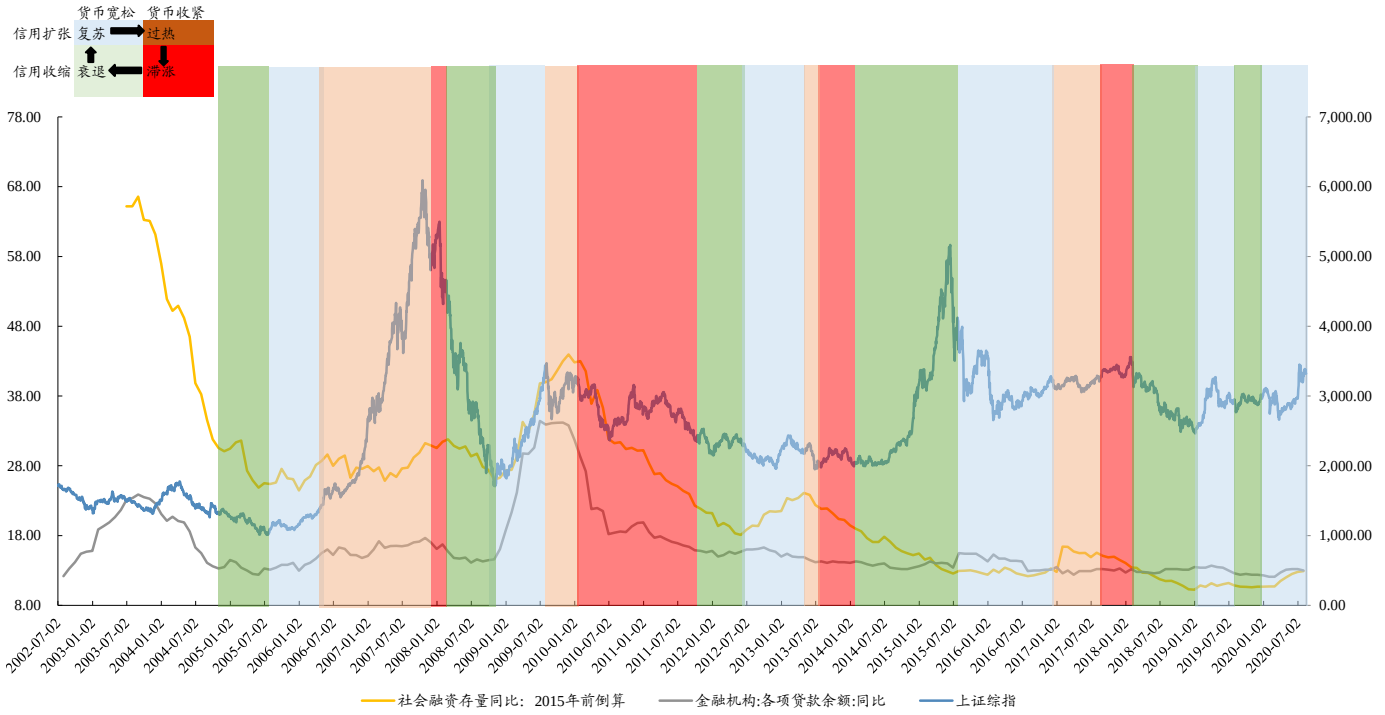


数据来源：Wind、开源证券研究所

另外，从历史的实践上来看，复苏期信贷或社融短暂回落并不少见，这意味着简单地根据“信贷”指示器来交易可能会错失复苏后半程甚至过热阶段的收益。从

2000 年以来，以货币和信用的组合划分衰退、复苏、过热、滞涨四个阶段，我们认为经历过大致 4 个周期，目前正处于新一轮的复苏之中。在过去的 4 个复苏期中，（2005 年 7 月至 2006 年 4 月、2008 年 10 月至 2009 年 7 月、2012 年 7 月至 2013 年 5 月、2015 年 7 月至 2017 年 1 月），社融存量增速（或贷款余额增速）都出现过阶段性的回落，其中除了 2012-2013 年的另外三次，以后视镜的视角来看，社融后续仍继续上升，市场也仍然上行，直至下一次衰退，在这三次复苏期中金融板块表现明显占优；2012-2013 年社融出现第一次下行拐点时，经济快速滑落，走入滞涨，社融未再次上行，市场也随之下行，仅消费和成长风格上涨。**因此，分辨信贷是复苏期中正常的阶段性回落，还是走入滞涨的标志，对于指导后市更为重要。**

图5：4 次经济复苏期，社融或贷款余额增速回落并不少见



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：四次复苏期，社融或信贷“回落”后，3 次市场仍然上行，金融+周期占优

	金融	周期	消费	成长	稳定
2006.1-2006.4	19.17	11.24	9.58	7.74	-2.80
2009.5-2009.7	39.96	17.19	13.03	9.05	9.37
2013.6-2014.1	-15.19	-10.63	5.44	14.60	-11.22
2016.8-2016.11	12.48	9.77	7.83	4.60	19.46

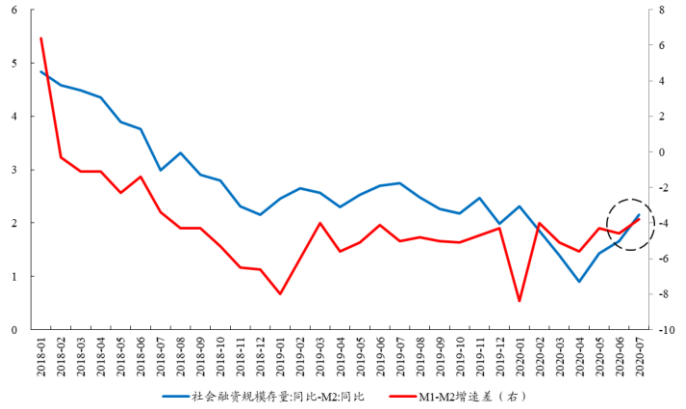
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 此次“不及预期”之外，不能忽视的结构改善

7 月的 M2 及社融被市场认为“不及预期”，但我们却并不因此感到悲观，正如

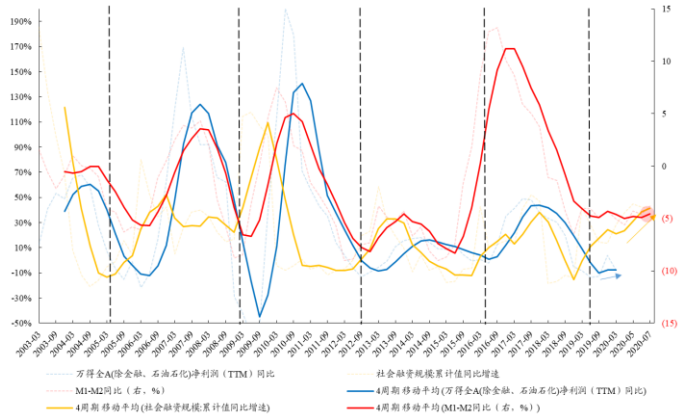
4 月社融首次“超预期”时我们所提到的，更值得关注的是社融与 M2 的增速差在持续缩窄，这是由货币宽松驱动信用回升时期，出现的一个必然特征[1]。8 月 11 日，央行公布了 7 月份的金融数据，M2 同比增速为 10.7%，较 6 月下降 0.4%，预期值为 11.2%; 7 月新增社融 1.69 万亿，市场预期为 1.8 万亿; 市场因此担忧货币政策收紧，经济复苏的持续性较差，次日（8 月 12 日）上证综指出现深 V 走势。但金融数据的结构改善**一方面指示了未来“脱虚入实”将进一步持续，另一方面，随着经济复苏，真实的信贷需求仍将继续被满足，Shibor 与 DR007 之差的走阔指示了经济真实的信贷需求正在不断改善，**利率上行更多由经济复苏下的资金需求所驱动。这一判断也能够在信贷和存款结构中被得到验证：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，意味着消费和投资活跃，有利于企业盈利改善。在目前货币政策基调下，实体需求的恢复将与信用的回升形成正向的循环，这也预示着未来经济基本面将有较好的持续性。

图6：社融存量与 M2 的增速差继续保持上行，资金脱虚入实仍在强化



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：M1-M2 同比增速差继续向上，历史经验指示将加速社融传导向企业的盈利复苏



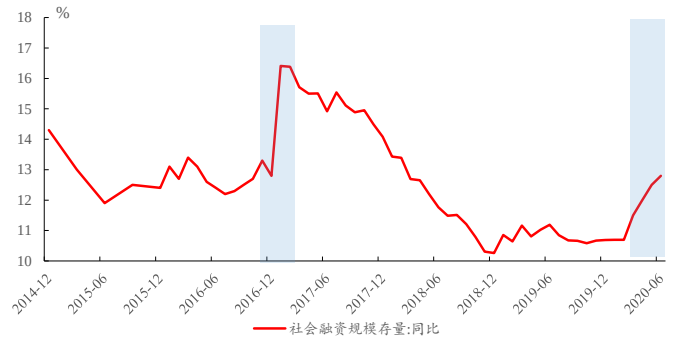
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：5 月下旬，与银行信贷更为相关的 3 个月 Shibor 相对于 DR007 的利差在不断上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：同时可以看到，历史上社融增速提升时伴随着 Shibor 相对 DR007 利差的提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

[1] 详细的论述请见 5 月 17 日报告《时滞与近忧》

表2：从信贷结构上看，中长期贷款仍保持较高增速

7月（亿元）	新增人民币贷款:当月值	住户部门:短期贷款	住户部门:中长期贷款	非金融性公司:短期:当月值	非金融性公司:中长期:当月值	非金融性公司:票据融资:当月值	非银行业金融机构贷款
	9927	1510	6067	-2421	5968	-1021	-270
去年同期（亿元）	10558	695	4417	-2195	3678	1284	2328
YoY（%）	-6.0%	117.3%	37.4%	-10.3%	62.3%	-179.5%	-111.6%
上期（亿元）	9749	3400	6349	4051	7348	-2104	-790
MoM（%）	1.8%	-55.6%	-4.4%	-159.8%	-18.8%	51.5%	65.8%

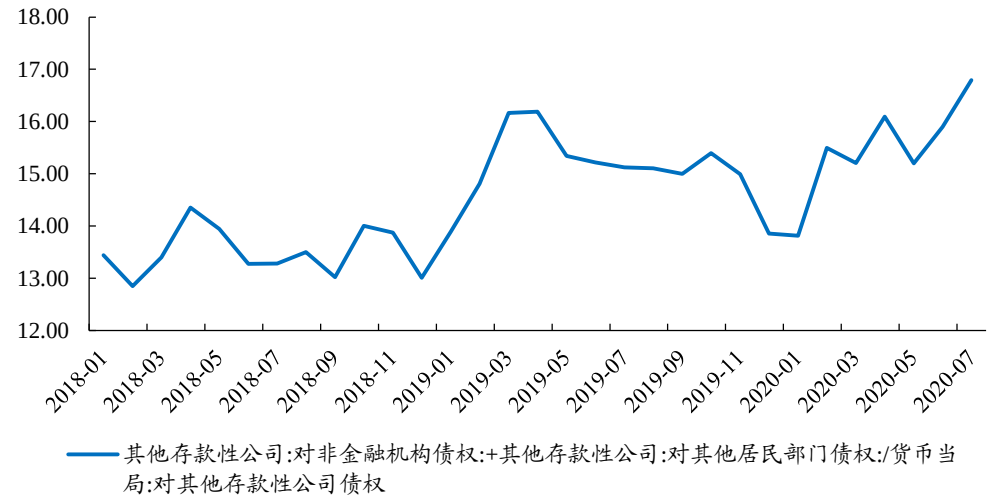
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、 供需两端来看，信用扩张仍是大概率事件

2.3.1、 绳子并未收紧，信用供给仍在持续

凯恩斯曾经用“推绳子”来比喻货币政策的非对称性，即货币政策对通货膨胀效果明显，但对紧缩却效果不明显，**市场将M2与社融的“不及预期”理解为货币政策绳子的收紧**，但我们认为，即使经济的复苏情况较好，但仍未到需要货币政策收紧“绳子”的时刻，7月份调查失业率仍然显示就业压力较大，就业作为2020年的“政策底线”，意味着仍对政策收紧存在掣肘，另外，我们在上周的周报《顺周期：市场坚强的理由》中也提到：**信用收紧为时尚早**，不论是0730政治局会议以及央行二季度货币政策执行报告，都指示货**币政策边际收紧并非抑制实际需求，而是减少无效供给，我们以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，来衡量金融系统作为“信用”的供给方，提供信用的意愿，我们发现这一比值仍在持续扩张中，意味着信用供给并未收缩。**

图10：信用供给并未收缩



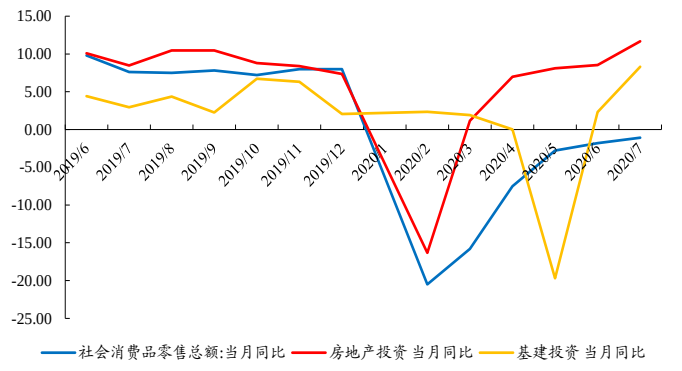
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3.2、 经济仍在稳步修复，而全球疫情后的复苏正在贡献正面力量

从信用的需求端来看，关键在于基建、房地产产业链上能否形成“接力”。我们在此前的多篇报告中提出，信用修复的起点往往是基建和房地产这两大产业链，它们能否带动产业链整体的信贷需求则是决定复苏期社融能否持续的关键，从当前的

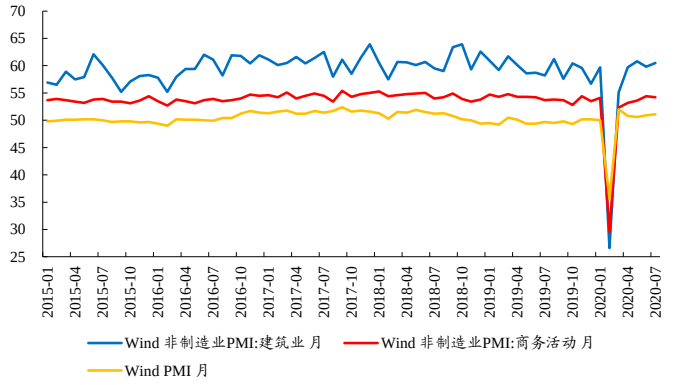
情况来看，房地产仍然保持着超预期的韧性，而基建有望在下半年加大力度发力，7月 PMI 仍然指示制造业处于荣枯线以上，且好于预期，建筑业 PMI 仍然保持强劲，这一定程度上证明两大产业链条的传导仍然在持续。7 月的工业增加值同比在洪涝灾害的条件下仍然维持稳定（4.8%，前值 4.8%，市场预期值 5.2%），而其中制造业增加值同比增长 6.0%，较 6 月提高 0.9 个百分点，接近 2019 年的平均水平，这一定程度上反应了“接力”仍在持续。

图11：房地产投资保持韧性



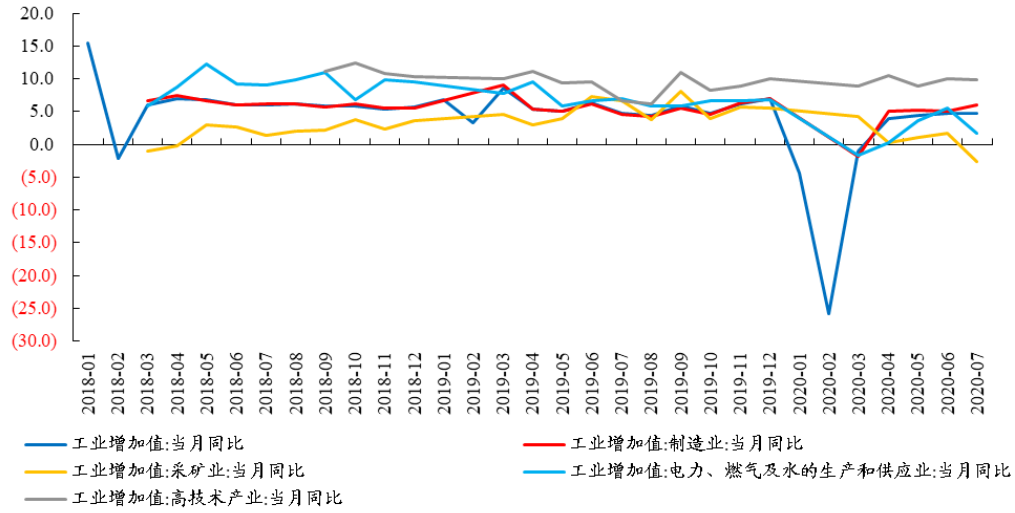
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：制造业 PMI 仍在荣枯线上，好于预期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：制造业 PMI 已接近 2019 年平均水平

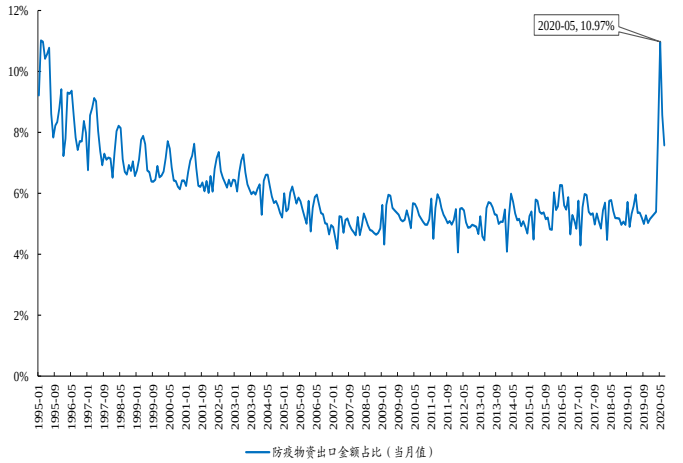


数据来源：Wind、开源证券研究所

制造业的另一重要需求来源——外需，在疫苗研发进度加快和欧洲复苏显著的情况下，已经体现出了超预期，这是后期国内经济复苏的一个有利因素。3 月以来我国出口持续超预期，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。虽然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。同时，我们观察到中国对欧盟的出口显著增长，后续随着欧洲经济复苏步伐加快，将进一步拉动出口增长。

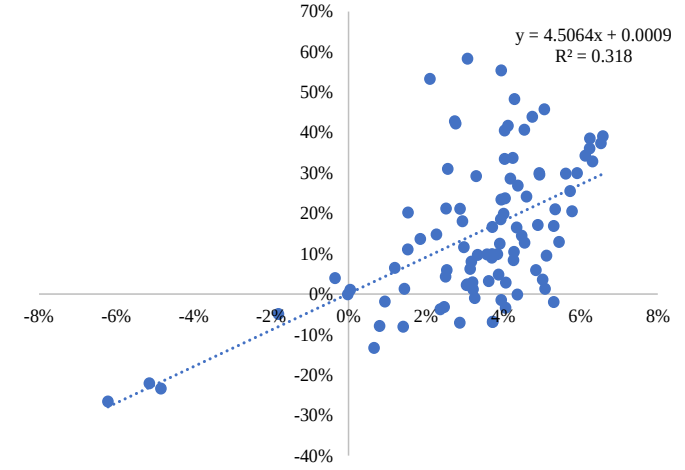
图14：防疫物资贡献开始大幅下降，出口结构逐步常态化



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15：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

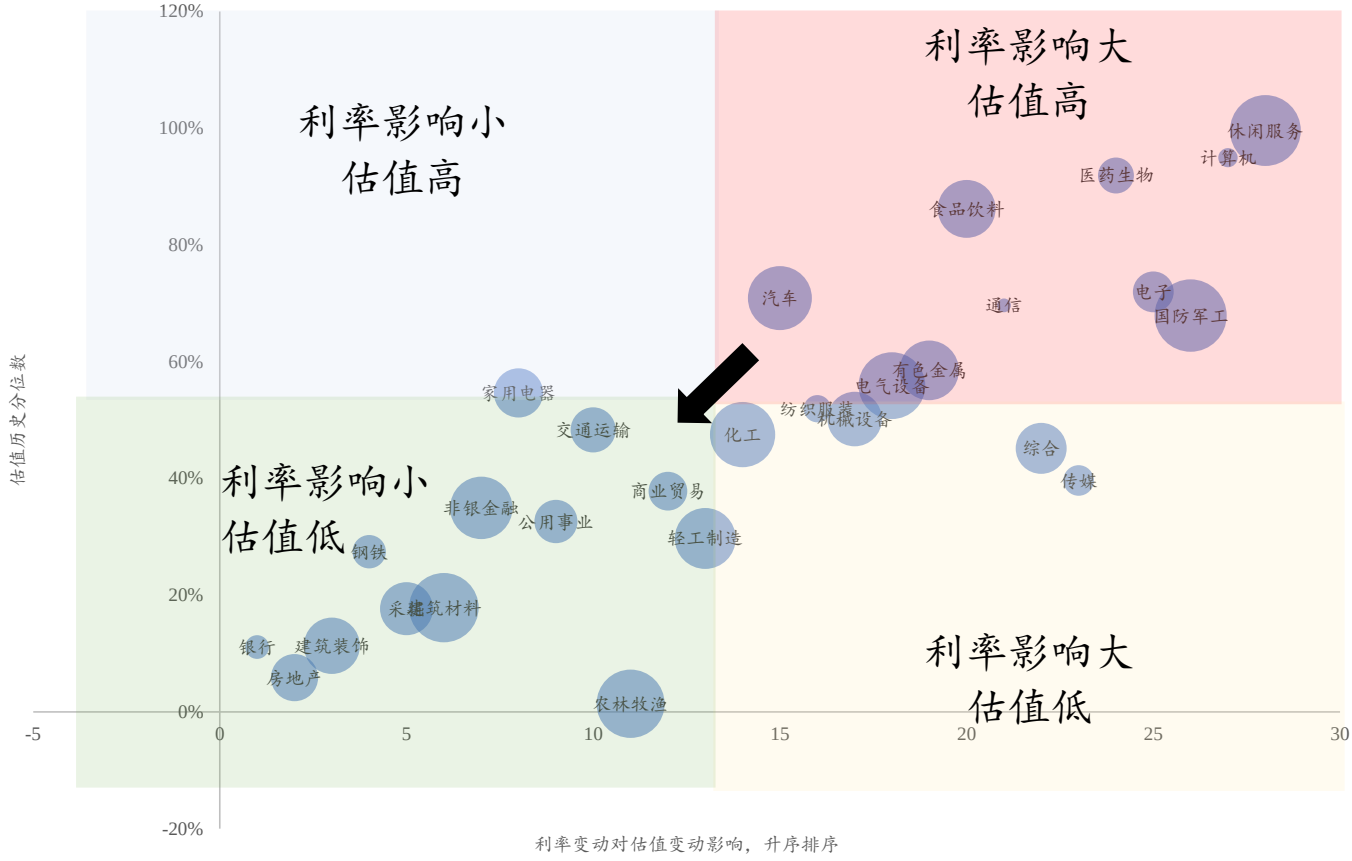
3、 顺周期：两种可能性下的占优策略

草蛇灰线，伏脉千里，种种迹象表明经济持续复苏的概率较大，而在这个过程中顺周期是最具有性价比的板块。我们承认市场对于经济复苏的动能仍然存在较大分歧，尤其是在 7 月货币、信贷数据和工业增加值被认为“并不完美”之后，**即使对货币、信贷的后续走势存疑，顺周期板块仍然是一种攻守兼备的占优策略：**第一种情景下，就如同我们在上文中推演的——货币边际收紧是为减少无效供给，而信贷仅是复苏期中正常的短暂回落，那么进入经济复苏的不断验证期后，利率上行由经济复苏驱动，金融和顺周期板块将占优，同时市场在经济复苏下有总量机会；另一种情景，则是市场目前最为担忧的，货币政策收紧，信贷持续回落，在这种情景下我们认为分歧较小的推论是：由于货币政策“收绳子”是立竿见影的，**M2 的增速回落将快于信贷和社融，这意味着金融市场流动性收紧，短期利率上行由货币政策驱动，考虑到部分板块的估值已经要求新进入的投资者接受较低的收益率，贴现率上行将极为不利。**因此，即使两种截然相反的情况下，布局金融+顺周期都是更为可行的策略：在“可证真”的经济复苏中，选择市场大量低估值或者滞涨的顺周期板块，经济复苏的不确定性需要验证，但基本只面临“上行风险”。真正的差异在于，在第一种情况下，金融股更为占优，第二种情形下，是建材、化工、工程机械和建筑等板块更具有收益优势。

顺周期行业将成为市场乐观的支撑，这也是后续攻守兼备的重要主线，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**。

图16：以电子、医药生物、食品饮料为代表的强势板块，受到利率上行的影响大



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：气泡大小为 7 月 1 日以来涨跌幅。

图17：利率上行，假设风险溢价不变，各板块估值下行的幅度不同

利率上升估值承压		以8.14日收盘价计算	以8.14日国债收益率计算	利率上行的估值			含义为：利率每上升1%，将引起估值下降X%		
		估值(TTM)	风险溢价	利率上行10bp后，保持风险溢价不变的估值	利率上行20bp后，保持风险溢价不变的估值	利率上行30bp后，保持风险溢价不变的估值	估值变动率%/利率变动率% 10BP	估值变动率/利率变动率 20BP	估值变动率/利率变动率 30BP
801010.SI	农林牧渔	23.92	1.23%	23.36	22.83	22.32	0.69	0.67	0.66
801020.SI	采掘	14.21	4.08%	14.01	13.82	13.63	0.41	0.41	0.40
801030.SI	化工	29.79	0.40%	28.93	28.11	27.35	0.85	0.83	0.81
801040.SI	钢铁	12.95	4.77%	12.78	12.62	12.47	0.38	0.37	0.37
801050.SI	有色金属	44.78	-0.72%	42.86	41.10	39.48	1.27	1.21	1.17
801080.SI	电子	60.38	-1.30%	56.94	53.87	51.12	1.68	1.59	1.51
801110.SI	家用电器	22.32	1.53%	21.83	21.37	20.92	0.64	0.63	0.62
801120.SI	食品饮料	46.61	-0.81%	44.53	42.64	40.89	1.31	1.26	1.21
801130.SI	纺织服装	32.62	0.11%	31.59	30.62	29.71	0.93	0.90	0.88
801140.SI	轻工制造	28.33	0.58%	27.55	26.81	26.11	0.81	0.79	0.77
801150.SI	医药生物	58.03	-1.23%	54.85	52.00	49.43	1.62	1.54	1.46
801160.SI	公用事业	22.73	1.45%	22.22	21.74	21.28	0.66	0.64	0.63
801170.SI	交通运输	23.25	1.35%	22.72	22.22	21.73	0.67	0.66	0.64
801180.SI	房地产	10.04	7.01%	9.94	9.84	9.75	0.29	0.29	0.29
801200.SI	商业贸易	27.53	0.68%	26.79	26.09	25.43	0.79	0.77	0.75
801210.SI	休闲服务	108.07	-2.03%	97.53	88.86	81.61	2.88	2.62	2.41
801230.SI	综合	49.46	-0.93%	47.13	45.01	43.07	1.39	1.33	1.27
801710.SI	建筑材料	17.46	2.77%	17.16	16.87	16.59	0.51	0.50	0.49
801720.SI	建筑装饰	10.98	6.16%	10.86	10.74	10.63	0.32	0.32	0.31
801730.SI	电气设备	43.33	-0.64%	41.53	39.87	38.35	1.23	1.18	1.13
801740.SI	国防军工	80.74	-1.71%	74.71	69.51	65.00	2.21	2.05	1.92
801750.SI	计算机	81.41	-1.72%	75.28	70.01	65.43	2.22	2.07	1.93
801760.SI	传媒	51.21	-1.00%	48.72	46.45	44.39	1.44	1.37	1.31
801770.SI	通信	46.76	-0.81%	44.67	42.76	41.01	1.32	1.26	1.21
801780.SI	银行	6.30	12.92%	6.26	6.22	6.18	0.18	0.18	0.18
801790.SI	非银金融	19.71	2.12%	19.33	18.96	18.61	0.57	0.56	0.55
801880.SI	汽车	30.34	0.34%	29.45	28.60	27.81	0.87	0.84	0.82
801890.SI	机械设备	32.97	0.08%	31.92	30.93	30.00	0.94	0.91	0.89

数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 风险提示

货币政策收紧，海内外疫情控制不力。

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R2（中低风险），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C2、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C2、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