2020 年 08 月 02 日

8 月策略：周期的第二波攻势

——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

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

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

● **7 月回顾：风格切换，市场反复**

7 月 A 股三大股指均以上涨收关，然而市场的波动率却从 7 月初以来不断上升，大部分时间段都接近海外疫情爆发时，同时市场风格也出现了反复。从 7 月整体板块表现来看，TMT 与银行地产排名靠后，抱团继续松动；同时，从周度板块轮动上看，存在明显的“此起彼伏”的特征。7 月市场如此“纠结”的核心原因在于尽管宏观环境较疫情期间出现了较大的变化，天平已向周期板块倾斜，但由于投资者对周期板块的认知中的“成长属性”逐步变弱，导致市场表现对基本面的上行往往呈现“怀疑”态度。类似的情况出现于 2016 年，当时成长的反攻来源并非是自身的边际改善，而是主要来自于周期“证真”过程中的反复。

● **7 月交易结构：并不支持增量资金推升估值的逻辑**

从 7 月后半段开始，代表性的增量资金：个人、北上资金、受监管关注的杠杆资金都出现了不同程度的回落，这说明了在一个流动性边际收紧的宏观背景下，股票市场并不存在估值广泛抬升的基础。从行业配置上看，各路资金分化严重，机构组的 ETF、北上资金、两融买入和个人组的 ETF 对于科技、消费与周期呈现明显分歧，这与 6 月前的抱团风格大相径庭，这也使得市场的波动放大。值得关注的是，北上资金的风格漂移大概率会延续，基于 2019 年的历史经验线性外推的北上资金持续买入“核心资产”的假设在本轮行情中已经失效。

● **8 月展望：分子主导，复苏验证**

8 月的胜负手仍是分子端的盈利。从中央政治局会议的内容可以判断下一阶段货币政策进一步宽松的概率并不高，这将不支持名义利率下行以推升估值的假设；反而是资金脱虚入实的节奏将会因为财政政策在下半年加强落地而加快；短期来看“国内国际双循环”的具体政策尚未出台，对市场的意义更多在于“风险偏好”，但当前“风险溢价”相对水平、流动性水平和外部局势并不支持风险偏好的大幅抬升。反而投资者应该重点关注 8 月中旬将迎来的数据验证期：7 月经济数据以及秋季开工情况。7 月份的 PMI 与房地产销售数据已再度超预期，经济复苏的趋势将得到持续验证，而房地产和基建的开工旺季或在 8 月中之后。

● **备战金秋：周期攻势第二波**

在经济复苏期周期性行业仍是最具性价比的板块。我们认为，本轮复苏相比 2016-2017 年不同，疫情的特殊性将缩短复苏验证的空档期，从 N 型复苏走向 U 型复苏。在顺周期基本面景气传导的基础上，我们从“弹性”和“持续性”两个维度来选择占优的行业，推荐顺序为：第一，股价弹性与行情持续性兼备的：**建材、工程机械、建筑**；第二，子行业间景气周期有轮动，建议跟踪价格布局的：**化工**；第三，“弹性”和“持久性”至少占其一的：**有色、非银、房地产、煤炭、钢铁**；第四，顺周期消费可适当布局：**家电、汽车**。

● **风险提示：**经济数据超预期恶化；中美摩擦加剧；海外疫情超预期恶化

相关研究报告

《投资策略专题-周期轮动：花相似，人不同》-2020.7.31

《投资策略专题-开源金股，8 月推荐》-2020.7.30

《投资策略专题-“北上”暗涌：谁主沉浮——重构的博弈之一》-2020.7.28

目 录

1、 7 月回顾：风格切换，市场反复 3
1.1、 7 月市场表现：波动率加大，风格反复 3
1.2、 7 月“纠结”背后：新主线尚在孕育 4
2、 7 月交易结构：并不支持增量资金推升估值的逻辑 6
2.1、 总量看：并无增量资金支持系统性估值抬升 6
2.2、 结构看，并不支持对个别板块估值的“水涨船高” 6
3、 8 月展望：迎接周期第二波攻势 8
3.1、 基本面仍将是关键的胜负手 8
3.2、 经济复苏：持续验证期正在到来 9
4、 备战金秋：周期攻势第二波 10
5、 风险提示 10

图表目录

图 1： 7 月市场的波动率接近海外疫情爆发时 3
图 2： 7 月市场风格出现了明显的反复 3
图 3： 7 月涨跌幅 TMT 与银行地产靠后，前期抱团特征继续松动 3
图 4： 7 月周度板块轮动十分迅速且“此起彼伏” 4
图 5： 7 月公布的经济数据超预期确实也带来了周期板块的“复苏”，但仍存在较大的反复 5
图 6： 经济复苏的持续性要得到市场的“认可”仍需进一步地验证 5
图 7： 2016 年风格切换过程中出现的反复并非因为成长自身的边际改善，而是周期复苏的预期出现反复 5
图 8： 近三周北上资金净流出总额达到 463.10 亿元 6
图 9： 融资买入占比自 7 月 13 日之后大幅下降 6
图 10： 个人低比例主要赎回主题和宽基 ETF 6
图 11： 个人高比例组近期也开始赎回，主要为宽基 ETF 6
图 12： 融资买入占比较高的行业仍集中于电子、非银金融、医药生物和计算机，但除医药生物之外占比均有所降低 7
图 13： 个人低比例（机构）组开始申购消费 ETF，小幅赎回金融地产 ETF，但大幅撤出军工 ETF 7
图 14： 个人高比例组继续申购金融地产 ETF，赎回科技 ETF、军工 ETF 7
图 15： 北上资金的波动达到历史高点，伴随着 A 股市场的波动 8
图 16： 北上资金的行业轮动也很快，值得注意的是休闲服务和食品饮料一直被大幅净卖出 8
图 17： 中央政治局会议召开后，7 月 31 日市场板块表现科技居前，但消费表现不佳 9
图 18： 当前风险溢价水平已经接近-1x 标准差水平，远低于 2019 年 4 月时的水平 9

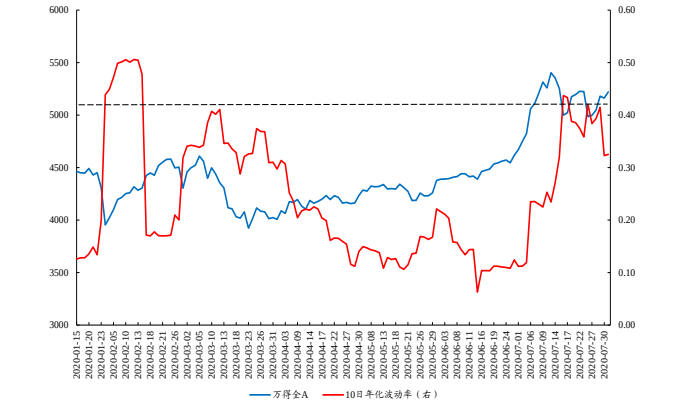
表 1： 从 PMI 的结构上看，制造业好于非制造业，建筑业好于服务业 9

1、 7 月回顾：风格切换，市场反复

1.1、 7 月市场表现：波动率加大，风格反复

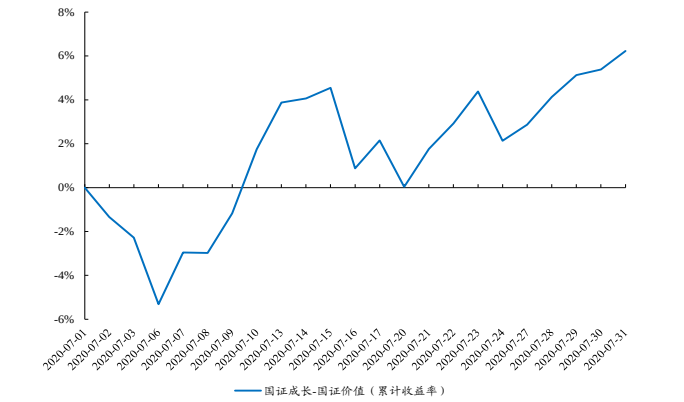
7 月 A 股三大股指均以上涨收关，上证指数、深证成指以及创业板指的涨跌幅分别为 10.90%、13.72%以及 14.65%，然而市场的波动率却从 7 月初以来不断上升，大部分时间段都接近海外疫情爆发时，同时市场风格也出现了反复。

图1：7 月市场的波动率接近海外疫情爆发时



数据来源：Wind、开源证券研究所

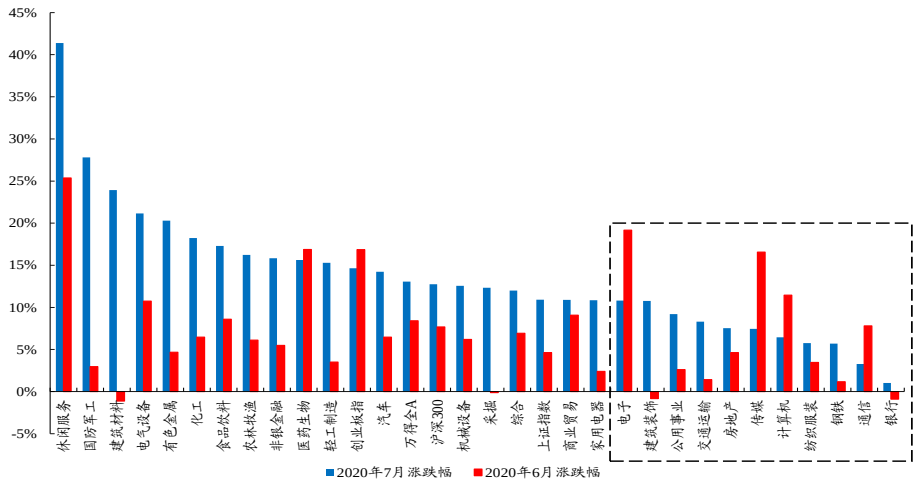
图2：7 月市场风格出现了明显的反复



数据来源：Wind、开源证券研究所

从 7 月整体板块表现来看，TMT 与银行地产排名靠后，抱团继续松动；同时，从周度板块轮动上看，存在明显的“此起彼伏”的特征。7 月涨跌幅排名前五的行业分别是休闲服务(41.39%)、国防军工(27.80%)、建筑材料(23.92%)、电气设备(21.16%)以及有色金属(20.29%)，而排名后五的行业分别是计算机(6.44%)、纺织服装(5.76%)、钢铁（5.69%）、通信（3.28%）以及银行（1.02%），我们可以发现相比于 6 月而言，7 月的板块表现继续体现了抱团松动的特征，大部分科技消费板块的涨跌幅排名相对于 6 月而言均明显下降。同时，从板块轮动的特征上看，“此起彼伏”的特征十分明显：市场上涨的前两周，先后经历了从顺周期板块→科技消费板块的轮动；而第三、四周市场调整时表现较好的或抗跌的板块集中在前两周排名靠中间的板块；第五周则出现了科技消费和部分顺周期板块一同上涨。

图3：7 月涨跌幅 TMT 与银行地产靠后，前期抱团特征继续松动



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：7月周度板块轮动十分迅速且“此起彼伏”

	第一周7.01-7.03	第二周7.06-7.10	第三周7.13-7.17	第四周7.20-7.24	第五周7.27-7.31
非银金融	14.35%	9.73%	-8.18%	-2.03%	2.62%
休闲服务	14.33%	10.58%	-3.99%	3.34%	12.71%
房地产	9.25%	6.57%	-7.16%	-0.86%	0.35%
采掘	7.94%	5.63%	-5.18%	1.30%	2.58%
银行	7.08%	2.89%	-5.51%	-2.96%	0.00%
沪深300	6.14%	7.55%	-4.39%	-0.86%	4.20%
建筑材料	6.04%	5.36%	3.08%	1.10%	6.43%
上证指数	5.63%	7.31%	-5.00%	-0.54%	3.54%
汽车	5.29%	8.29%	-3.96%	0.67%	3.60%
建筑装饰	5.07%	6.12%	-3.05%	0.21%	2.25%
食品饮料	4.93%	9.19%	-2.05%	-1.70%	6.31%
有色金属	4.69%	12.72%	-5.25%	2.81%	4.65%
万得全A	4.49%	9.03%	-4.51%	-0.72%	4.69%
交通运输	4.37%	7.24%	-4.97%	-1.05%	2.90%
商业贸易	4.28%	16.43%	-8.55%	-2.64%	2.58%
通信	3.57%	8.59%	-8.12%	-3.99%	4.09%
机械设备	3.52%	7.06%	-2.93%	1.01%	3.59%
轻工制造	3.44%	7.84%	-1.08%	-0.61%	5.12%
家用电器	3.31%	2.89%	-1.31%	0.72%	4.91%
化工	3.17%	8.95%	-1.58%	0.76%	6.06%
钢铁	3.15%	6.53%	-5.12%	-0.45%	1.83%
公用事业	3.08%	5.11%	-0.40%	-1.86%	3.11%
综合	2.75%	12.65%	-3.79%	-1.00%	1.59%
纺织服装	2.42%	6.94%	-5.01%	-0.72%	2.40%
国防军工	2.36%	18.73%	-1.98%	7.97%	-0.64%
电气设备	2.23%	11.09%	-3.19%	2.76%	7.25%
电子	2.15%	12.65%	-8.53%	-2.90%	8.43%
传媒	2.08%	10.54%	-6.54%	-2.41%	4.41%
计算机	1.86%	13.40%	-9.16%	-2.54%	4.09%
农林牧渔	1.41%	7.71%	1.05%	-0.43%	5.76%
创业板指	1.00%	12.83%	-4.18%	-1.30%	6.38%
医药生物	-0.39%	8.45%	-1.65%	0.80%	7.96%

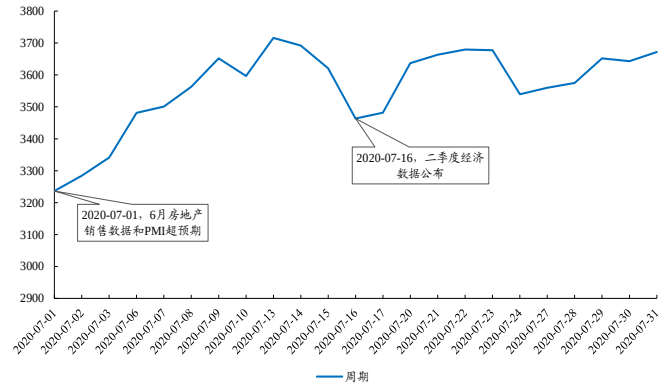
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、7月“纠结”背后：新主线尚在孕育

我们认为，7月的市场之所以如此“纠结”的原因主要有以下2点：

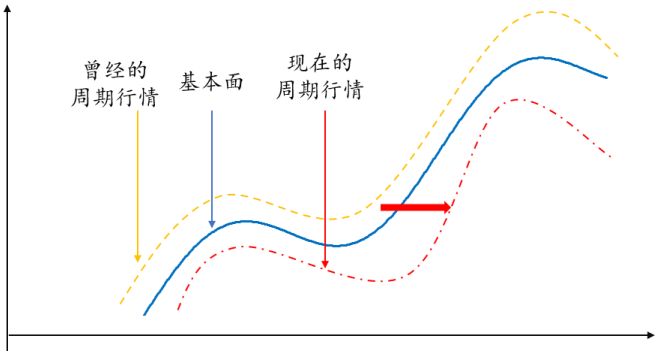
（1）**核心的原因在于宏观环境出现了较大的变化，但新的主线尚需持续验证。**当前利率中枢已经明显上移，这对长久期的成长性资产更为不利，使得投资者开始重新平衡盈利与估值之间的性价比；另一方面，我们看到的是6月经济数据超预期确实也带来了顺周期板块在7月初的全面“爆发”，但后来也出现了较大的反复。背后原因我们在《周期轮动：花相似，人不同》报告中有过论证：投资者对周期板块的认知中的“成长属性”逐步变弱，导致往往对基本面上行反应滞后，**这意味着经济复苏的持续性仍需进一步地验证**，投资者才愿意进一步进行定价。

图5：7月公布的经济数据超预期确实也带来了周期板块的“复苏”，但仍存在较大的反复



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：经济复苏的持续性要得到市场的“认可”仍需进一步地验证

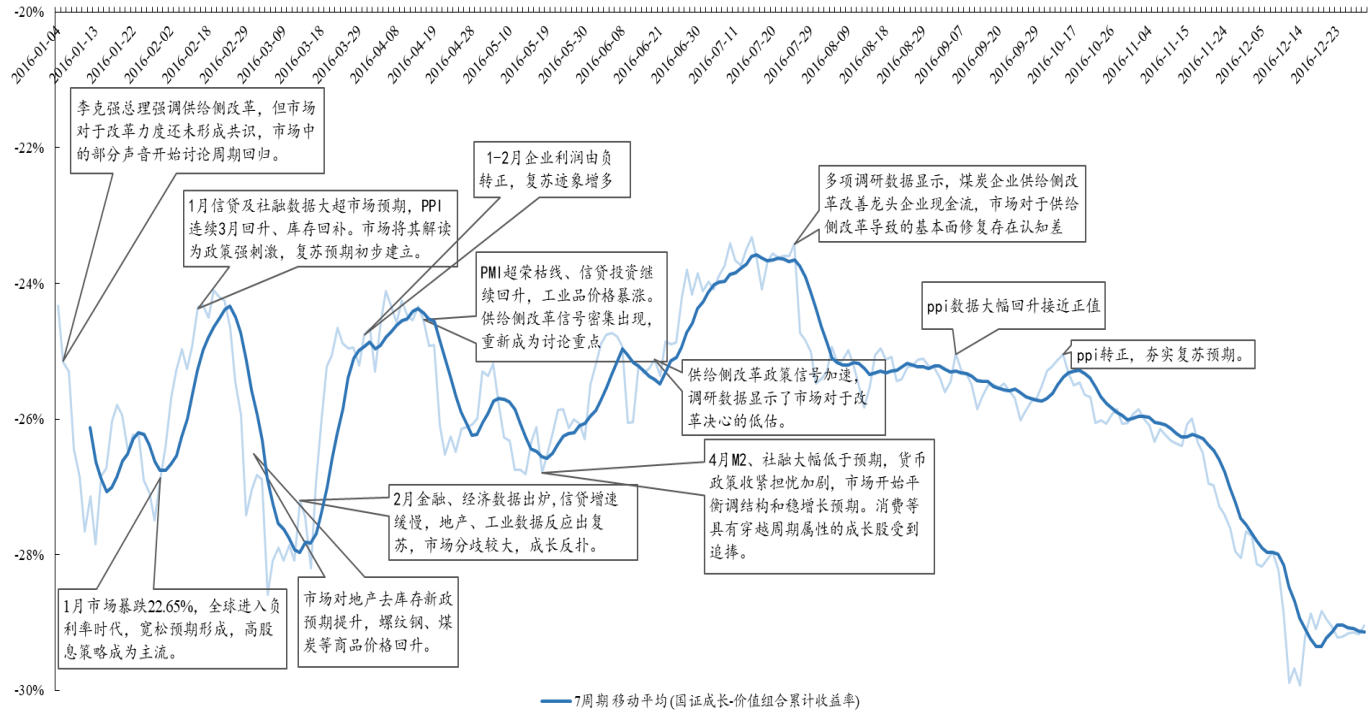


数据来源：Wind、开源证券研究所

（2）因此不难理解**在上述特征下：过去的主线仍然有一定的强势，但是其来源并非是自身的边际改善，而是更多来自于周期“证真”尚需要时间**。我们通过复盘发现，类似于2016年5月下旬-7月成长行情出现的反弹，其来源是4月金融数据低于预期，市场开始担忧货币政策转向收紧，致使周期复苏的预期出现了反复，而并非是成长自身出现了边际改善，因此在前期投资者的思维惯性下市场风格重回成长。但在这种反复之后，随着经济数据逐步得到验证，顺周期价值板块确立“王者归来”。

疫情的原因会让本轮周期股的行情不如2016年一般波折。我们将在后面部分进一步讨论这一节奏的看法。

图7：2016年风格切换过程中出现的反复并非因为成长自身的边际改善，而是周期复苏的预期出现反复



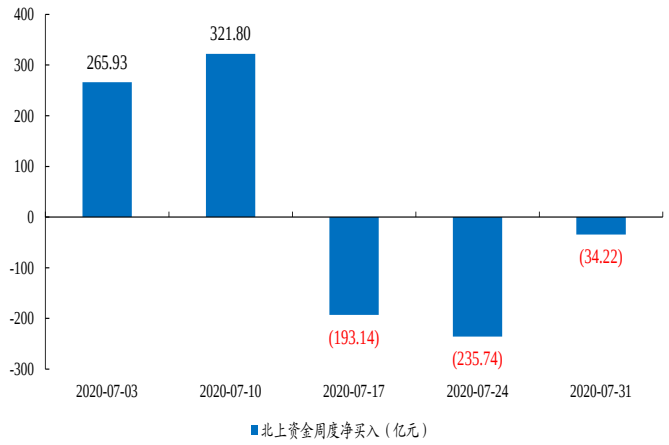
数据来源：Wind、开源证券研究所。注：上图中蓝线上行代表成长占优，而蓝线下行时以周期为代表的价值股占优。

2、 7 月交易结构：并不支持增量资金推升估值的逻辑

2.1、 总量看：并无增量资金支持系统性估值抬升

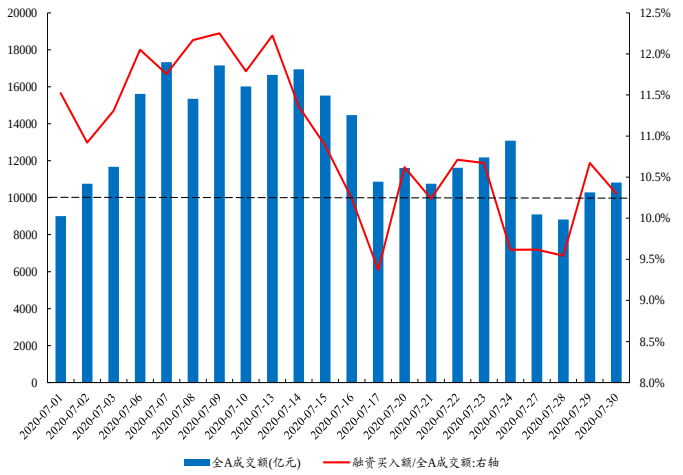
增量资金无疑是 7 月行情中重要的驱动因素之一，但是从当前来看，这种驱动有所放缓，主要体现为：北上资金近三周均为净流出，净流出总额达到 463.10 亿元；融资买入占比自 7 月 13 日之后大幅下降；ETF 个人低比例组和高比例组近期均出现大量赎回。因此源源不断的增量资金的假设并不成立，市场估值很难系统性抬升。

图8：近三周北上资金净流出总额达到 463.10 亿元



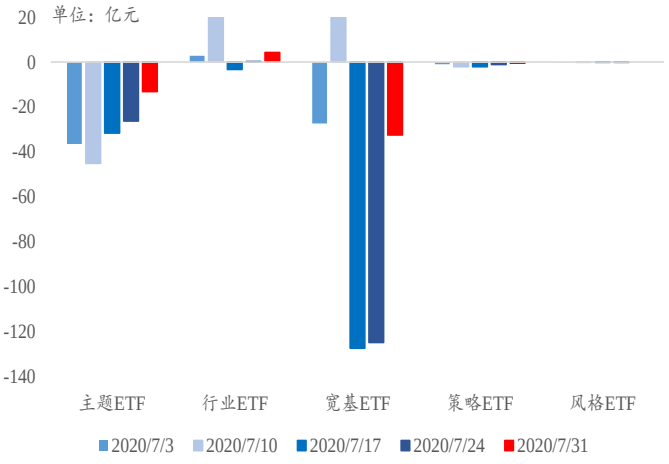
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：融资买入占比自 7 月 13 日之后大幅下降



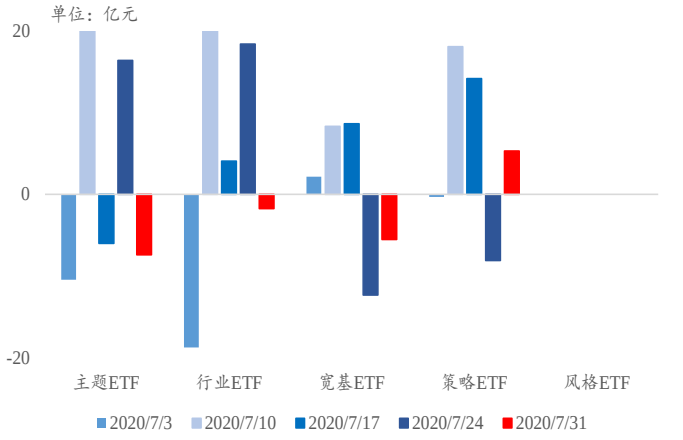
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：个人低比例主要赎回主题和宽基 ETF



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：个人高比例组近期也开始赎回，主要为宽基 ETF



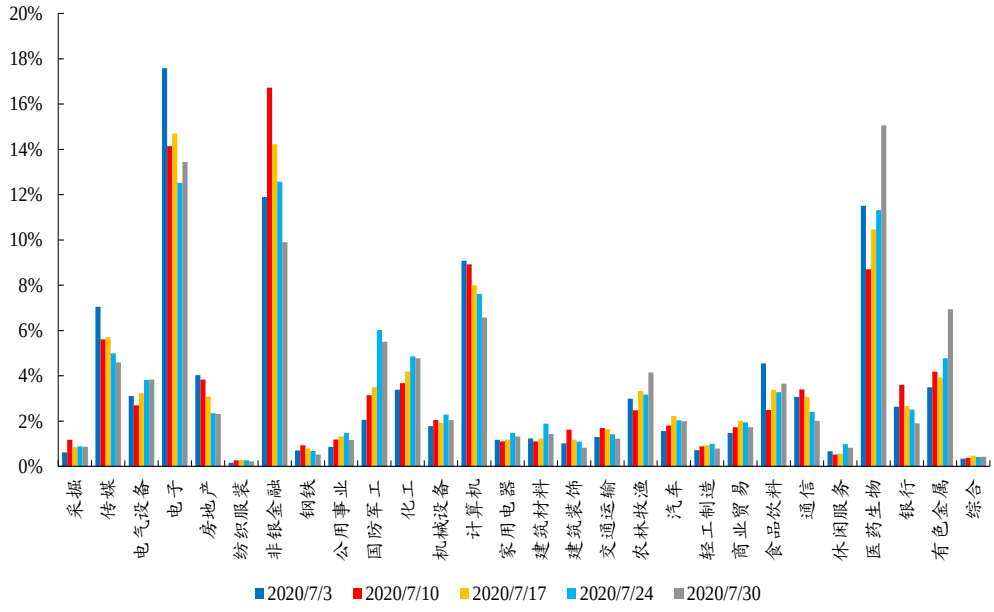
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 结构看，并不支持对个别板块估值的“水涨船高”

从行业配置上看，资金仍未形成合力，这也反映出资金的“纠结”。前文中已经提到从北上资金的净买入行业分布上看存在明显的反复，但值得注意的是一直在净卖出休闲服务与食品饮料；从融资买入占比的行业分布上看，占比较高的行业仍集中于电子、非银金融、医药生物和计算机，但除医药生物之外占比均有所降低；而化工、国防军工、有色金属的买入占比明显提升；从 EFT 的申购赎回行业分布上看，个人低比例组申购消费 ETF，小幅赎回金融地产 ETF，但大幅撤出军工 ETF；而个

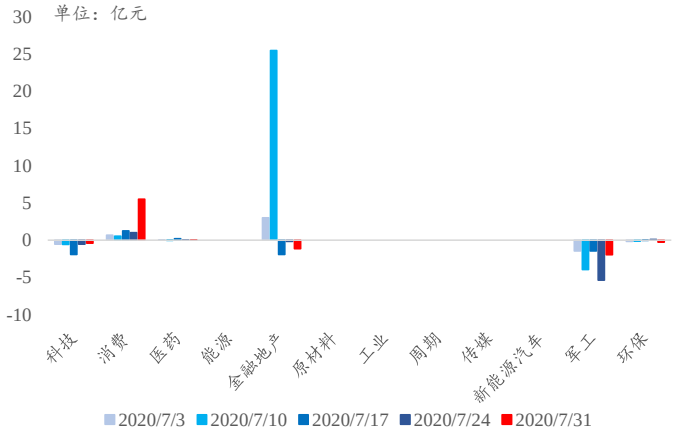
人高比例组继续申购金融地产 ETF，赎回科技 ETF、军工 ETF。我们认为资金尚未形成合力的原因也是在于投资者仍在衡量宏观环境变化对于行业配置的影响，具有长期趋势优势的行业当前却又很“贵”，而短期景气度已经显现的顺周期板块却又在等待信号的持续验证。我们认为这种“左冲右突”的资金行为将在 8 月随着经济数据得到持续验证之后逐步明朗，形成合力。其实，复苏的如期而至可能是当下局面的最优解，否则脆弱的市场可能会面对比较大幅度的波动。近期几次调整就是比较好的例证，可以参考我们此前的点评报告《风雨中抱紧顺周期》。

图12：融资买入占比较高的行业仍集中于电子、非银金融、医药生物和计算机，但除医药生物之外占比均有所降低



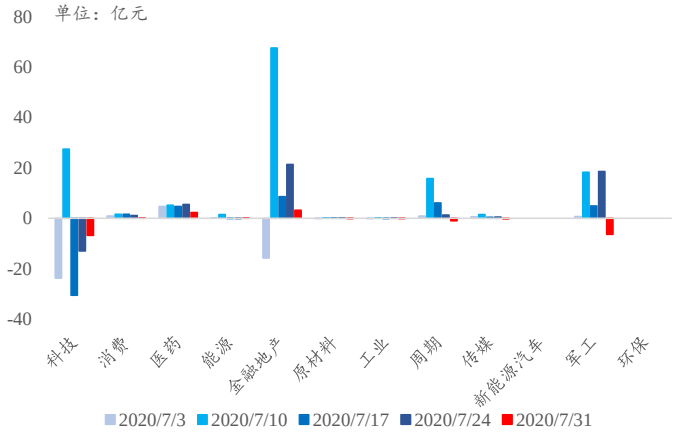
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：个人低比例（机构）组开始申购消费 ETF，小幅赎回金融地产 ETF，但大幅撤出军工 ETF



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：个人高比例组继续申购金融地产 ETF，赎回科技 ETF、军工 ETF

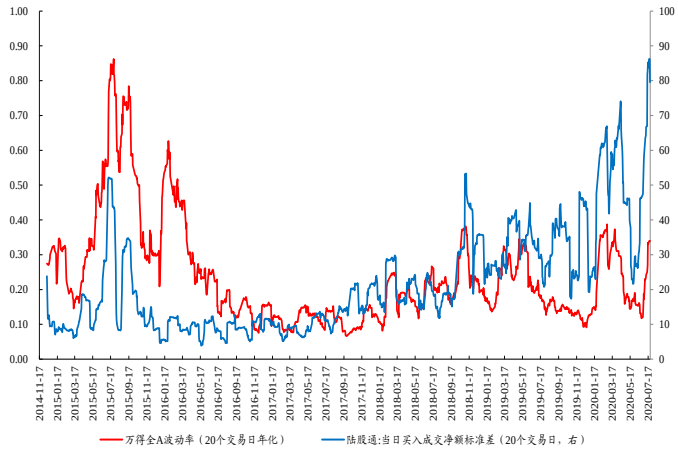


数据来源：Wind、开源证券研究所

另一个不可忽视的原因是 7 月北上资金的行为“大开大合”，超出了市场的惯性认知。我们曾在《重构的博弈》系列第一篇报告《“北上”暗涌，谁主沉浮》中提到，7 月以来北上资金短时间内的快进快出很难用基本面或者中美摩擦等传统因素去解释，我们认为背后可能是国际“热钱”周期性流入中国，而本轮热钱在北上通道下，

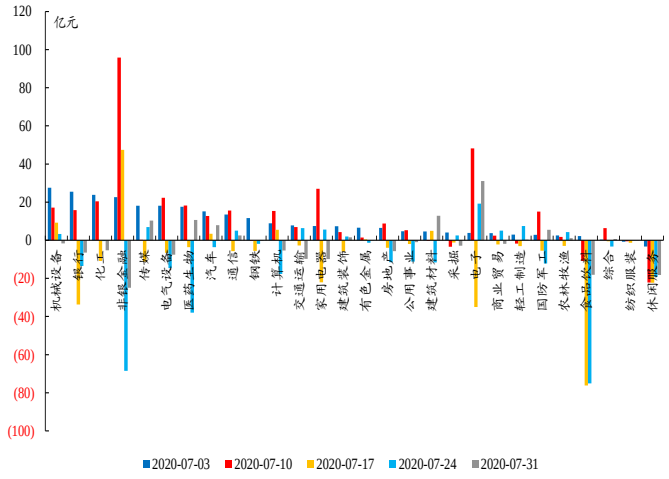
不需要像过往一样以相对间接的方式参与市场定价，这也将使得市场的波动放大。而我们从 7 月以来北上资金周度行业净买入变化趋势来看，第一周主要买入顺周期板块，第二周则主要在第一周的基础上加大买入非银金融、电子以及家用电器，第三周、第四周则开始逐步卖出顺周期板块，第五周则主要加仓电子、建筑材料以及医药生物，值得注意的是 7 月最为强势的休闲服务板块反而一直在被净卖出，而食品饮料也在被大幅净卖出，我们曾提到北上资金中交易型资金短期内获利了结的特征较为明显，因此这也许意味着这两个板块的交易结构已经出现了明显的分化。**北上资金持续买入“核心资产”的假设，在本轮行情中已经失效。**

图15：北上资金的波动达到历史高点，伴随着 A 股市场的波动



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：北上资金的行业轮动也很快，值得注意的是休闲服务和食品饮料一直被大幅净卖出



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 8 月展望：迎接周期第二波攻势

3.1、 基本面仍将是关键的胜负手

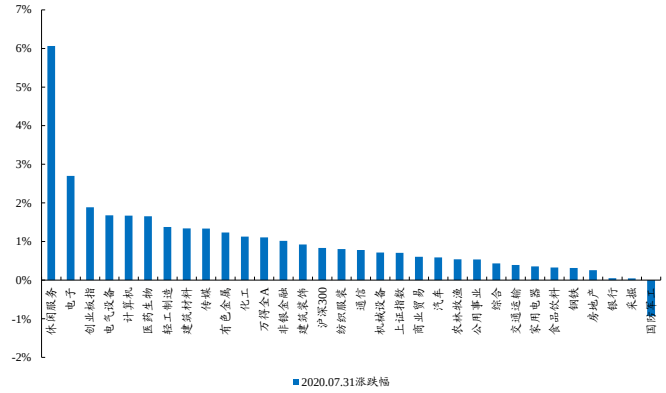
我们认为 8 月市场的核心矛盾仍是分子端的盈利而非分母端，理由在于：

（1）从 7 月 30 日中央政治局会议的内容可以判断下一阶段的货币政策重点放在“精准导向”与货币供应和社融规模的“合理增长”，而财政政策则是“更加积极有为、注重实效”，因此我们认为**流动性进一步宽松的概率并不高，但也不会像 2016 年 4 月市场担忧的货币政策转向**，突然出现金融数据的大幅收缩；反而是资金脱虚入实的节奏将会因为财政政策在下半年加强落地而加快，**这将使得当前经济复苏的验证期缩短。所以我们认为更容易超出市场预期的是分子端的盈利改善，而非流动性，短久期的周期股将在此环境下受益。**

（2）风险溢价当下的状态并不支持风险偏好大幅提升：“国内国际双循环”与此前中央传递的精神一致，并未有更多超出市场预期的内容，即从中长期来看科技创新、扩大内需消费是必然的趋势，**但短期来看这些领域的具体政策尚未出台，从稳增长的角度上看投资仍是支撑经济修复的核心力量，而消费恢复仍慢于投资。**我们可以看到 7 月 31 日的板块表现也能印证上述判断，即科技更多地由于风险偏好提升而表现居前，但消费仍表现不佳。即使当前对于双循环的定调可以提升对于长期方向的“风险偏好”，但从风险溢价的角度上看当前 A 股股权风险溢价水平已经接近-1x 标准差水平，远低于 2019 年 4 月时的水平，**因此我们认为，在流动性并未见到边**

际宽松下，由政策事件驱动的风险偏好抬升带来的估值驱动行情并不太可能成为后续市场的核心驱动。

图17：中央政治局会议召开后，7月31日市场板块表现科技居前，但消费表现不佳



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：当前风险溢价水平已经接近-1x标准差水平，远低于2019年4月时的水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、 经济复苏：持续验证期正在到来

反而我们认为投资者应该重点关注的是8月中旬将迎来的两大数据验证期：洪灾影响之下的7月经济数据以及二季报落地，秋季复工正在到来。我们认为经济复苏的趋势大概率将得到持续验证，主要理由如下：

（1）**房地产和基建的开工旺季或在8月之后**。我们曾在报告《周期轮动：花相似，人不同》中提到，从历史经验来看，房地产和基建的开工旺季往往也标志着周期行业基本面的好转，恰恰由于新冠疫情打乱了上半年的开工，往常由于年初房地产和信贷高增长所带来的基本面高点被推迟到了6月份，而我们在疫情得到控制之后又迎来了高温和雨季，这可能是造成需求始终难以被真正认知的原因。**由于房地产和基建两大产业链都存在开工的淡旺季，下一个重要验证时点可能是即将到来的标志高温天气过去的立秋（8月中旬）**。

（2）**更为重要的是，7月份的PMI与房地产销售数据超预期再次传递出了基本面强势复苏的信号**。从统计局公布的7月份PMI数据上看，整体水平仍处于荣枯线以上，且超出市场预期，说明洪灾对于经济活动的负面影响低于预期；从结构上看，新出口订单和建筑业的提升较为明显，但服务业反而有所下滑，这也从侧面印证了消费恢复仍慢于投资的节奏。此外，从克而瑞地产研究公布的房地产销售数据上看，虽然从环比上看比6月有所下降，但单月同比仍保持了较高的正增长；同时2020年1-7月前100强房地产企业的累计业绩增速同比达到2.7%，是2020年以来首次转正，说明房企库存去化仍在加速。

表1：从PMI的结构上看，制造业好于非制造业，建筑业好于服务业

	2020-06	2020-07	2020年7月-6月
PMI	50.90	51.10	0.20
PMI:生产	53.90	54.00	0.10
PMI:新订单	51.40	51.70	0.30
PMI:新出口订单	42.60	48.40	5.80

	2020-06	2020-07	2020 年 7 月-6 月
PMI:在手订单	44.80	45.60	0.80
PMI:产成品库存	46.80	47.60	0.80
PMI:采购量	51.80	52.40	0.60
PMI:进口	47.00	49.10	2.10
PMI:出厂价格	52.40	52.20	(0.20)
PMI:主要原材料购进价格	56.80	58.10	1.30
PMI:原材料库存	47.60	47.90	0.30
PMI:从业人员	49.10	49.30	0.20
PMI:供货商配送时间	50.50	50.40	(0.10)
PMI:生产经营活动预期	57.50	57.80	0.30
非制造业 PMI:建筑业	59.80	60.50	0.70
非制造业 PMI:服务业	53.40	53.10	(0.30)
非制造业 PMI:商务活动	54.40	54.20	(0.20)

数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 备战金秋：周期攻势第二波

我们承认当下市场的顾虑：我们在《周期轮动：花相似，人不同》中研究发现在经济下台阶后，周期板块的表现往往对基本面上行反应滞后，对基本面下行却往往抢跑，这导致大部分投资者认为周期股“投资体验较差”。但是我们也需要承认在经济复苏期周期性行业仍是最具性价比的板块，本轮复苏之前由于疫情强化的“极致风格”又在估值层面为顺周期行业的投资者提供了额外的风险补偿。

经济运行的逻辑并未改变，改变的是人们的认知。7 月伊始，超越环比改善的经济数据已经出现，市场对于周期的景气回升的定价仍在纠结。当下，7 月 PMI 与地产的销售数据显示经济复苏持续验证的信号又再次将出现，市场已处于因疫情的特殊性而滞后反应的第一阶段向第二阶段过渡期，秋季复工即将到来，**本轮复苏相比 2016-2017 年不同，将缩短验证空档期，走向 U 型复苏。**

在顺周期基本面景气传导的基础上，我们从“弹性”和“持续性”两个维度来选择占优的行业，具体逻辑可以参考我们此前发布的周期轮动框架报告。推荐顺序为：第一，股价弹性与行情持续性兼备的：**建材、工程机械、建筑装饰**；第二，子行业间景气周期有轮动，建议跟踪价格布局的：**化工**；第三，“弹性”和“持久性”至少占其一的：**有色、非银、房地产、煤炭、钢铁**；第四，顺周期消费可适当布局：**家电、汽车。**

5、 风险提示

经济数据超预期恶化；中美摩擦加剧；海外疫情超预期恶化

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