2020 年 07 月 26 日

市场坚强的理由

——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

● **顺周期板块的风险收益比成为我们对市场仍能保持乐观的原因**

本轮调整之中，顺周期行业更加“抗跌”，而前期极致的风格已经让传统意义上的防御板块失去了防御作用，我们认为这背后反应的逻辑是：在面对较大不确定性时，前期拥挤交易板块叠加较大的浮盈，成为市场最大的脆弱点，部分防御板块也因此无法具有防御价值。市场未来会面对较高的不确定性，这种不确定性将催化投资者重新衡量风险收益比——尽管此前一度被大部分投资者所忽视。**但我们也乐观的认为，经济复苏才是 A 股 7 月以来行情的逻辑起点，只要经济复苏能够不断得到验证，市场向上的趋势就难以逆转。顺周期板块的当下的风险收益比成为我们对市场的投资机会可以保持乐观的真正原因。**

● **2016-2017：为何切换，缘何反复**

当下：工业品价格上涨、PPI 触底回升让人很容易地联想到了 2016-2017 年的中观景气上行周期与风格切换。复盘 2016-2017 年，我们发现三大因素造就风格切换：**一是需求（或是经济复苏动能）得到持续确认，二是供给收缩的效果显现，三是布局前期占优风格的资金逐步失去主导地位。**

● **放下博弈层面的困惑，经济复苏是主线**

在经济复苏和利率上行已经在债券和商品得到定价后，7 月以来市场已经进入切换第一阶段，正在向价值全面占优期过渡。期间出现反复的一大原因就是交易结构上前期优势资金仍占主导，部分基金甚至出现折返跑。这也进一步加剧了前期强势板块在投资者结构上的拥挤交易。**但当市场调整开始，“股市赚钱效应——居民买基金——推升前期风格走向极致”这一前期成立的逻辑，就有被打破的可能，甚至往反方向运动。**另一方面，以热钱驱动的北上资金（非传统配置型资金）和保险资金为代表的增量资金可能是 2020 年一个最大被忽视的力量，增量资金历史上对于低位资产的追捧不乏先例，是对于价值风格推动的一股潜在边际力量。

我们认为，投资者因放下博弈困惑，经济复苏仍是此次切换的核心，下半年基本面将发出更多积极信号：**（1）下半年广义财政支出空间较大；（2）供给侧改革成果犹存，使得工业品价格弹性充分；（3）疫情之后又迎来高温和雨季，可能是需求难以被真正认知的原因，立秋之后重迎开工旺季，是验证经济数据的重要时点。**

● **调整结构，迎接反弹**

基本面的右侧往往滞后于市场的右侧，考虑到现在市场资产价格表现开始越来越有利于价值风格，我们并不建议投资者去观望和等待。我们推荐顺序为：第一，经济复苏带动需求回暖，行业景气将在走出淡季后逐步得到验证：**化工、建材、工程机械、有色（铜、银、铝）、煤炭**；第二，作为“周期之眼”的大金融板块：**房地产、保险、银行**；第三，顺周期消费：**汽车、家电。**

● **风险提示：**中美关系的不确定性；财政支出不及预期。

相关研究报告

《投资策略点评-风雨中抱紧顺周期》-2020.7.24

《投资策略专题-Q2 抱团，7 月切换》-2020.7.22

《投资策略点评-已是周期烂漫时》-2020.7.20

目 录

1、 市场反复中暗藏端倪 3
2、 复盘 2016：风格反复并非特例，此次需求是核心 4
2.1、 三大因素造就风格切换 4
3、 需求得到验证是本次风格切换的核心 6
3.1、 供给侧改革成果还在 6
3.2、 当下交易结构的极致与反转 7
3.3、 把握经济复苏的主线 9
4、 无惧反复，静待切换 10
5、 风险提示 10

图表目录

图 1： 本周涨跌幅，顺周期行业靠前 3
图 2： 7 月 24 日（周五），顺周期行业表现出“抗跌” 4
图 3： 2016 年从成长切向价值中的反复与触发因素 4
图 4： 年初信贷数据较好，但之后未能持续 5
图 5： 房地产销售并未持续上行 5
图 6： 基建投资保持稳定，2015-2017 年逐年向上 5
图 7： PPI 在 8 月由负转正 5
图 8： 偏成长风格的基金，规模较大时，向价值切换的速度更慢 6
图 9： 经过供给侧改革的煤炭与钢铁行业，产能利用率维持较高水平 7
图 10： 动力煤与黄金期货价格指数比值扩张 7
图 11： 螺纹钢与黄金期货价格指数比值扩张 7
图 12： 电子、生物医药、食品饮料在 Q2 继续超配，持仓更加集中 8
图 13： 7 月以来基金风格系数先上后下，切换过程中出现“折返跑” 8
图 14： 北上资金近期风格出现漂移，市场对北上资金的惯性认知可能被打破 9
图 15： 保险资金更偏价值风格 9
图 16： 保险资金配置顺周期的占比在逐步提升 9

1、 市场反复中暗藏端倪

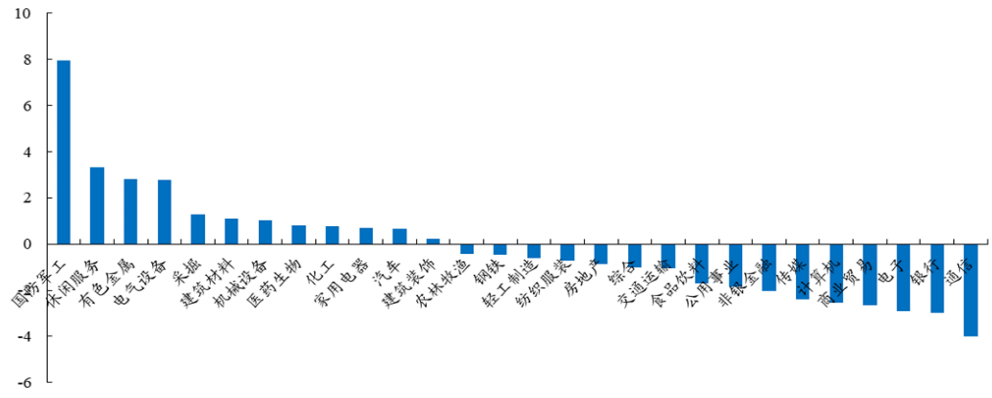
本轮调整之中，前期极致的风格已经让传统意义上的防御板块失去了防御作用。本周（2020 年 7 月 20 日-2020 年 7 月 24 日），有色、采掘、建材等顺周期行业涨幅居前，主要来源是在 7 月 24 日的市场大幅调整中，**顺周期行业更加“抗跌”。**此次大幅调整的背后，中美摩擦是直接导火索，我们从市场下跌板块的排序中，可以看到更多信息：领跌的股票集中在前期涨幅较大的科技+消费领域，具体有医药、电子、免税概念等，市场并未按受事件影响程度的逻辑进行涨跌幅排序，即使看似受益于事件冲突的国防军工板块，由于前期累计的可观的收益，跌幅也并非最低。**我们认为这背后反应的逻辑是：在面对较大不确定性时，前期拥挤交易板块叠加较大的浮盈，成为市场最大的脆弱点，部分防御板块也因此无法有防御价值。**相对来讲，前期一直被市场认为在经济转型过程中不符合长期趋势的板块，表现出了较强稳定性。

自我们在 6 月 21 日的报告《切换开启，抢滩布局》中建议以“赔率”思维布局顺周期价值板块以来，价值板块曾在一段时间大幅跑赢市场，然而随后在成长与价值风格之间出现了多次反复，整体也出现了数次调整。我们认为，背后的一个原因是由于对于 2014-2015 年的深刻记忆，让市场把 7 月初以来的周期股行情误解为低估值修复——前期高估值可以水涨船高。这样交易的结果就是导致部分板块预期收益率极低和交易结构极度拥挤，而抵御风险能力就进一步降低。

与大多数投资者对 2020 年 7 月以来的行情的认知的不同，我们认为类似于 2014 至 2015 年那段时间中波澜壮阔的“牛市”在当前无法上演，流动性收紧+监管前置是最主要的约束。不去争论含义不明的“结构牛”，投资者公认的“牛市”启动于 2020 年 7 月 1 日，而初期顺周期行业市场表现明显占优，市场整体涨幅较大。我们认为，唯一临近的催化剂是月 30 日公布的超预期的经济数据（包括 PMI/房地产销售数据）这其实就体现了本轮行情真实驱动因素可能来自于经济复苏的驱动。经济复苏至少是一个重要前提，这一符合美林时钟所指示的规律。

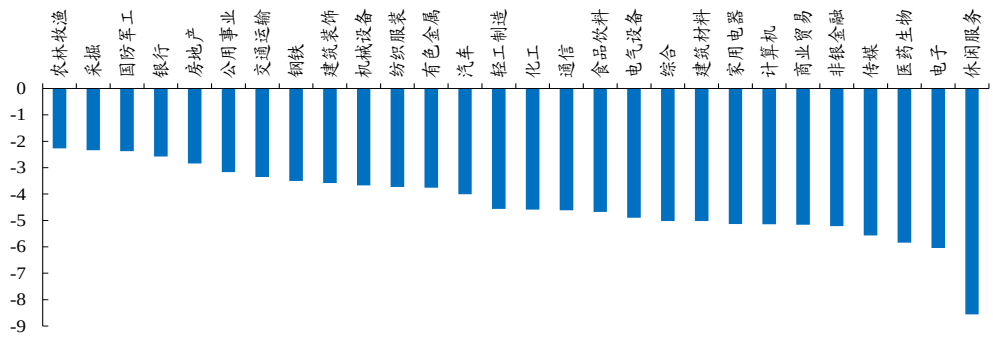
市场未来会面对较高的不确定性，这种不确定性将催化投资者重新衡量风险收益比——尽管此前一度被大部分投资者所忽视。**但我们也乐观的认为，经济复苏是此次 A 股的主线，只要经济复苏能够不断得到验证，市场向上的趋势就难以逆转。顺周期板块的当下的风险收益比成为我们对市场的投资机会可以保持乐观的真正原因。**

图1：本周涨跌幅，顺周期行业靠前



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：7 月 24 日（周五），顺周期行业表现出“抗跌”



数据来源：Wind、开源证券研究所

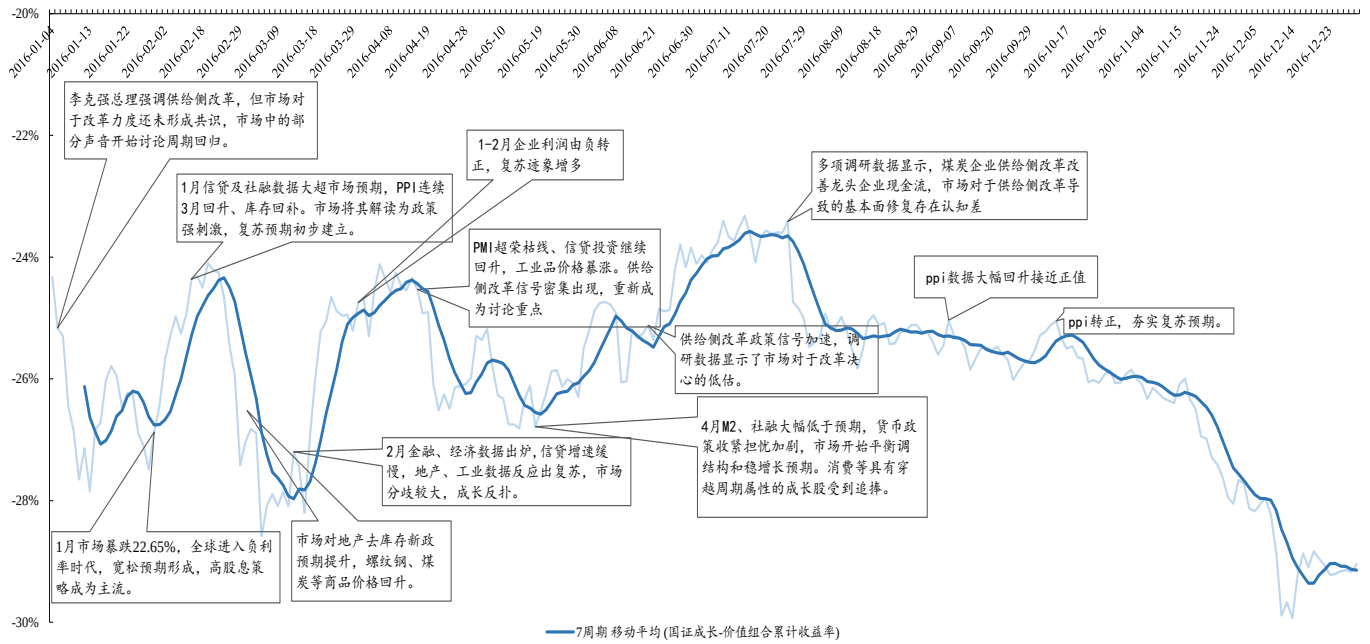
2、 复盘 2016：风格反复并非特例，此次需求是核心

我们提示的风格切换的问题已被全市场所关注，而风格的反复更是困扰着大部分的投资者。根据我们此前报告《势来不可止，势去不可遏》的定义，7 月以来已经进入切换第一阶段，即成长/价值相对优势收敛期，正在往价值占优期过渡。当下：工业品价格上涨、PPI 触底回升让人很容易地联想到了 2016-2017 年供给侧改革带来的中观景气上行周期。我们将再次复盘 2016-2017 年这段风格切换的全过程，为投资者决策提供更好的参考价值。

2.1、 三大因素造就风格切换

复盘 2016-2017，我们发现在成长风格切换至价值风格的过程中，市场也发生了多次的反复，**风格大切换的时点在于三大因素形成合力：一是需求或是经济复苏动能的持续确认，二是供给收缩的效果显现，三是布局前期占优风格的资金交易结构的松动。**

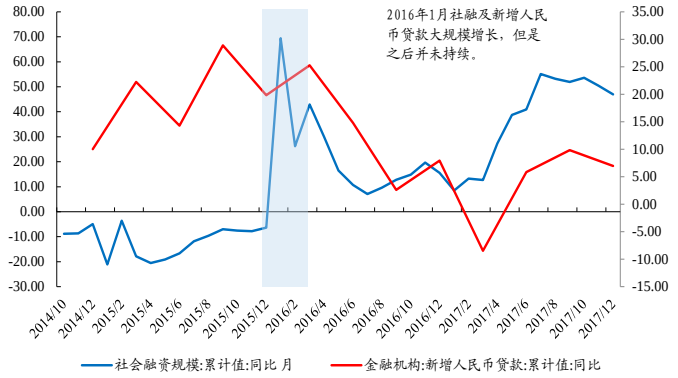
图3：2016 年从成长切向价值中的反复与触发因素



数据来源：Wind、开源证券研究所

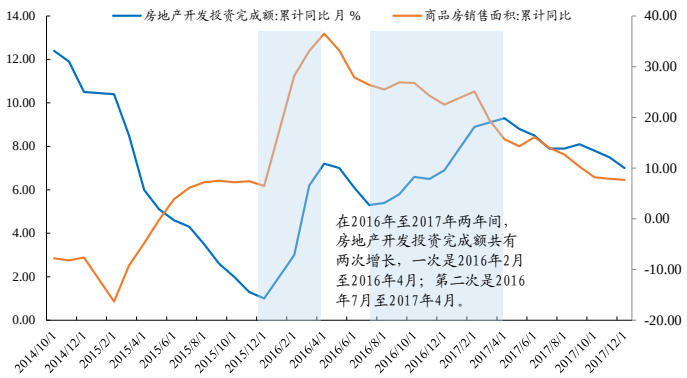
2016 年至 2017 年，市场走向价值风格的全面占优经历了三个阶段：**第一个阶段在 2016Q1，受超预期的信贷和房地产数据提振，市场向价值风格漂移**；第二个阶段，2006 年 5 月份，PMI 超过荣枯线，工业品价格暴涨，市场开始讨论“供给侧改革”的作用；**第三个阶段，2006 年 8 月开始，供给侧改革的效果通过“草根调研”逐渐被市场所认知，**价值股全面占优。在 2016 年 3 月，2 月的信贷及房地产数据出炉，尽管其中有春节的季节性因素，但市场仍然认为这形成了证明经济复苏的有利信号，之后房地产销售增速在接下来的二季度中发生些许下滑后持平，并未持续验证经济复苏的高弹性，因此成长风格反扑。在 2016 年 9 月份，于 2015 年底提出的“供给侧”改革终于被市场所认知，下游房地产、基建、汽车产业链需求保持稳定或向上，供给侧改革所带来的弹性使 PPI 快速上行，由负转正，市场终于结束难熬的“风格反复”时期，价值风格全面占优。

图4：年初信贷数据较好，但之后未能持续



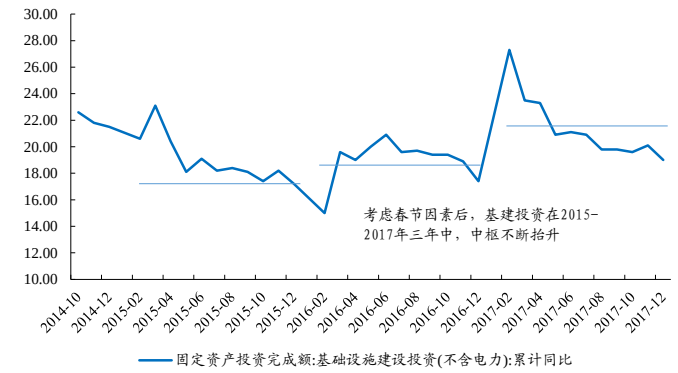
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：房地产销售并未持续上行



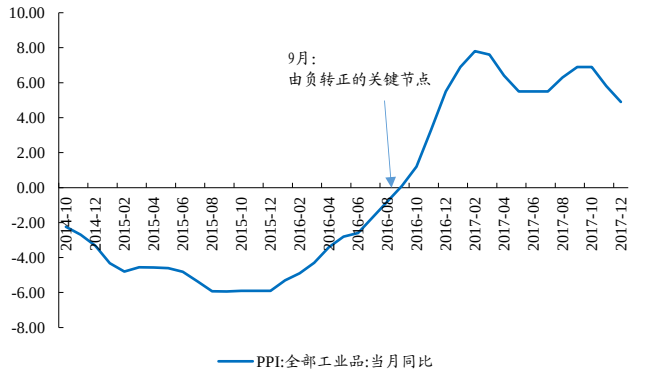
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：基建投资保持稳定，2015-2017 年逐年向上



数据来源：Wind、开源证券研究所

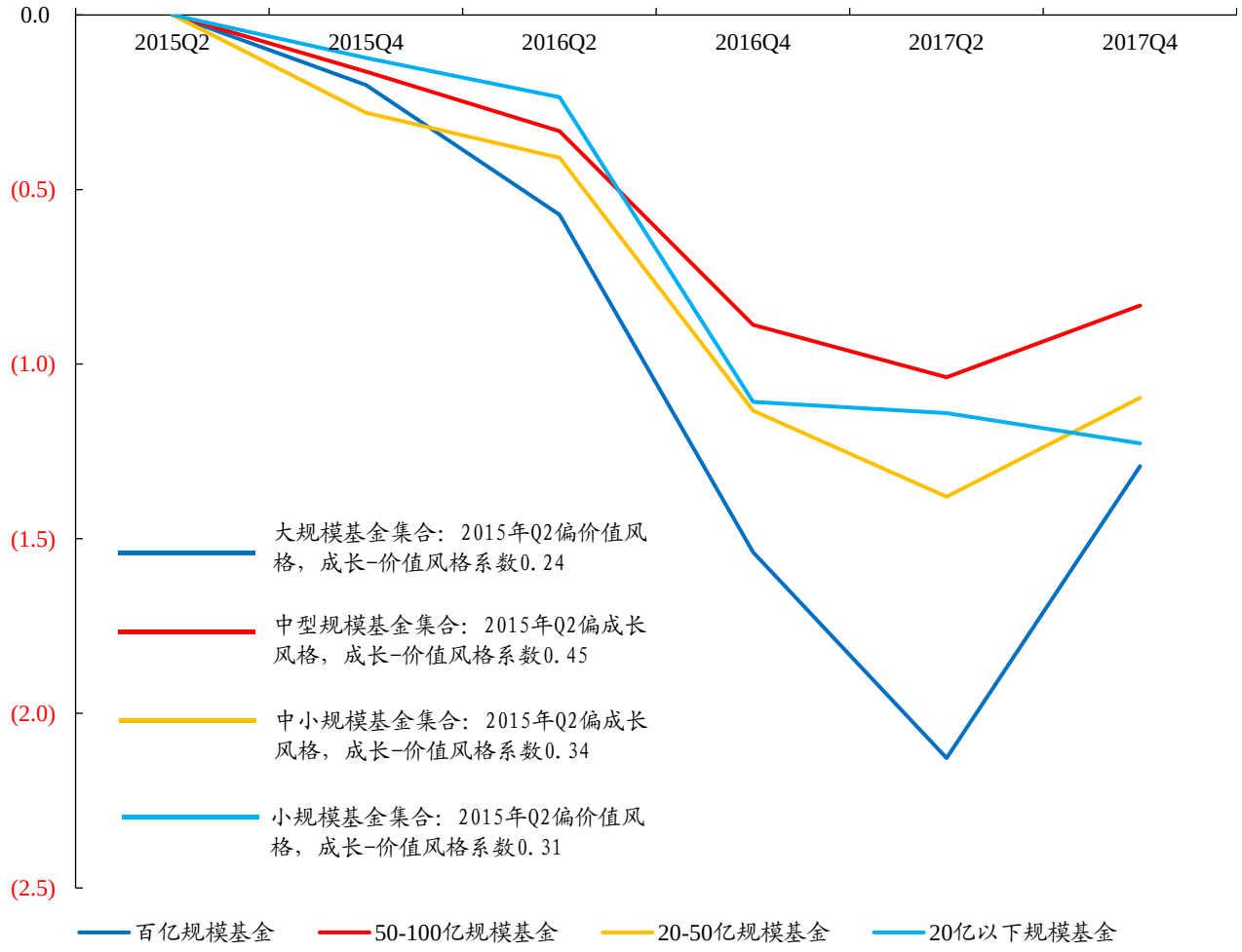
图7：PPI 在 8 月由负转正



数据来源：Wind、开源证券研究所

公募基金是重要的交易结构组成部分，我们通过观察公募基金风格变化，能够发现：布局前期占优风格的资金规模上不完全占据主导地位，更有利于风格的切换。在 2016-2017 年成长切向价值的过程中，切换速度最快的是 100 亿以上规模的基金，而这一部分基金的风格总体而言本身就是更偏价值的；切换速度最慢的是 50-100 亿规模的基金，由于前期成长的风格比较突出，且自身规模不小，因此在切换中显得“尾大不掉”。而中小规模的基金“船小好调头”，在风格调整中反应速度较快。

图8：偏成长风格的基金，规模较大时，向价值切换的速度更慢



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：样本中包含2015年开始成立的，规模大于5亿，且公布了2015-2017年6期持仓报告的312支基金，按照基金个股的均衡成长风格系数-均衡价值系数合成每支基金的风格系数，再通过规模进行加权，得到四个分组的成长-价值风格系数，该系数越大表示越偏向成长。图中为相对于2015年Q2风格系数的变化。

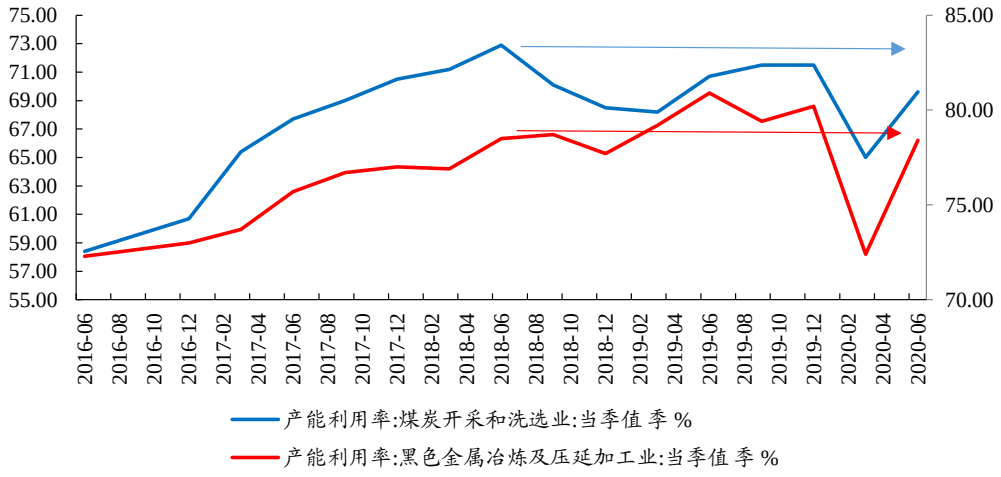
3、 需求得到验证是本次风格切换的核心

与2016-2017年相比，风格大切换的三个因素演绎逻辑有所不同，当下的反复符合历史规律，但是我们认为切换的过程可能会比2016-2017更为顺畅，而不是相反。

3.1、 供给侧改革成果还在

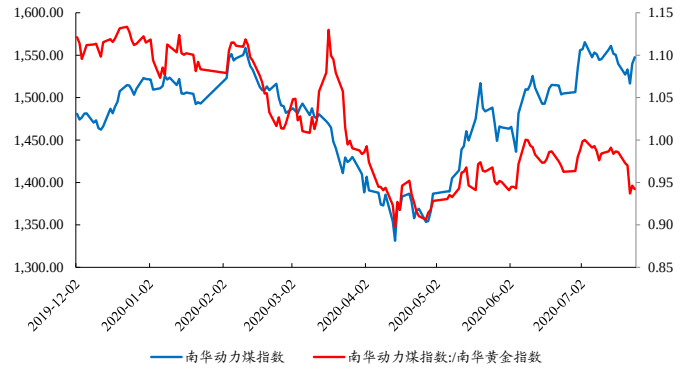
就供给而言，当前仍保留着供给侧改革的成果，产能利用率维持高位，这意味着需求出现后工业品价格的弹性是充分的，这其实能够在疫情后动力煤及螺纹钢价格快速回升中体现出来，即使考虑流动性因素后，我们以动力煤价格及螺纹钢的价格分别与黄金作比来剔除流动性影响，也能发现比值快速扩张。

图9：经过供给侧改革的煤炭与钢铁行业，产能利用率维持较高水平



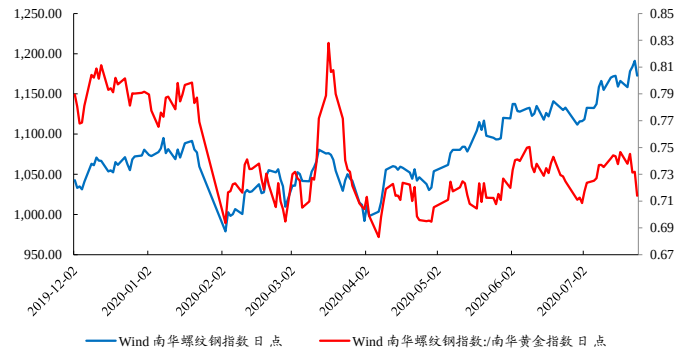
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：动力煤与黄金期货价格指数比值扩张



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：螺纹钢与黄金期货价格指数比值扩张



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、 当下交易结构的极致与反转

就交易结构而言，不可否认，当下公募的头部效应更为集中，同时对于成长风格的偏好更为极致。我们多次强调“成长”风格已经达到了 2010 年以来的极致，背后实际上是交易结构的过分拥挤，从 2020Q2 基金持仓预告中我们发现，对电子、生物医药、食品饮料三个板块的超配比例最高，且相较于 2020Q1 更加集中。7 月 1 日风格切换发生以来，市场风格出现了反复，部分基金甚至出现了“折返跑”，结果就是前期风格的资产水涨船高，交易结构进一步拥挤。

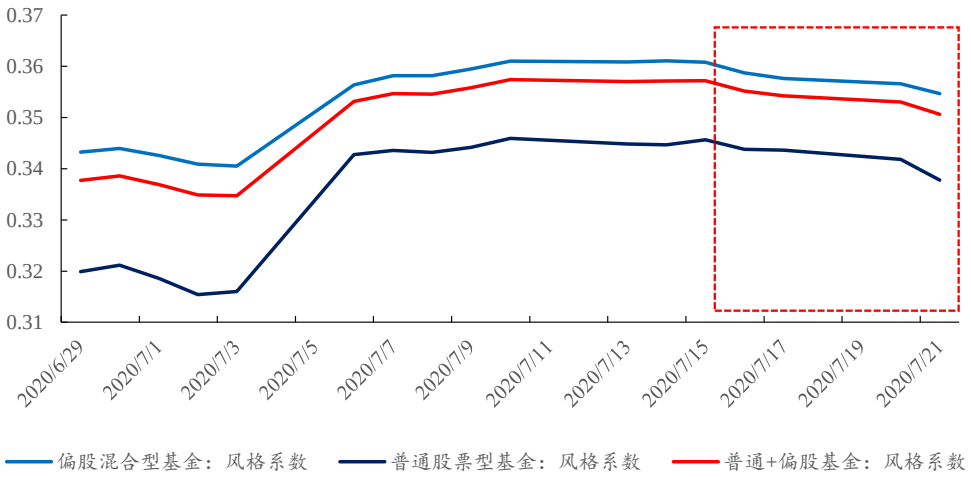
与市场上部分观点认为：居民入市买基金——机构主导牛市——继续推升前期风格这样简单的线性外推研判当下市场不同，我们认为任何历史长期趋势并不能解释中短期波动。背后的一个潜在风险是，这种过程可能会存在反复：**既然股市赚钱效应——居民买基金——推升前期风格走向极致的逻辑在过去成立，那么在市场出现明显下跌后，这个循环有被打破的可能。**

图12：电子、生物医药、食品饮料在 Q2 继续超配，持仓更加集中

	2020Q2				2020Q1				2020Q2-2020Q1边际变化			2020Q2
	配置比例	超低配	CR3	CR5	配置比例	超低配	CR3	CR5	超低配	CR3	CR5	涨跌幅:右轴
电子	14.19%	6.68%	38.92%	49.33%	11.19%	5.21%	35.36%	48.48%	1.47%	3.56%	0.85%	30.73%
电气设备	5.04%	1.77%	72.63%	82.87%	3.37%	0.50%	64.73%	75.03%	1.27%	7.91%	7.84%	20.93%
休闲服务	2.04%	1.14%	98.15%	99.99%	0.65%	-0.07%	92.40%	99.91%	1.21%	5.75%	0.08%	62.74%
化工	3.37%	-1.53%	33.20%	45.54%	2.52%	-2.58%	41.48%	51.25%	1.05%	-8.28%	-5.71%	12.70%
采掘	0.20%	-2.69%	89.95%	95.55%	0.38%	-3.61%	89.09%	95.21%	0.92%	0.85%	0.34%	-1.69%
银行	2.42%	-9.45%	72.19%	84.17%	4.32%	-10.21%	65.20%	81.71%	0.76%	6.99%	2.46%	0.97%
非银金融	1.67%	-6.06%	79.54%	88.97%	2.55%	-6.47%	81.42%	90.17%	0.41%	-1.88%	-1.20%	4.87%
建筑装饰	0.28%	-1.85%	76.71%	86.05%	0.37%	-2.12%	62.67%	78.01%	0.27%	14.04%	8.04%	-4.05%
有色金属	1.63%	-0.82%	68.72%	78.28%	1.56%	-1.06%	71.05%	78.59%	0.24%	-2.33%	-0.32%	11.13%
家用电器	4.09%	1.58%	78.34%	91.43%	4.09%	1.44%	76.29%	91.06%	0.14%	2.05%	0.37%	17.01%
钢铁	0.10%	-0.88%	90.55%	95.15%	0.15%	-1.01%	94.34%	96.76%	0.13%	-3.78%	-1.61%	2.25%
综合	0.52%	0.18%	94.77%	99.97%	0.41%	0.08%	99.29%	99.83%	0.11%	-4.51%	0.14%	10.37%
交通运输	1.86%	-1.43%	79.39%	88.48%	2.00%	-1.51%	75.96%	86.08%	0.09%	3.42%	2.40%	5.63%
纺织服装	0.18%	-0.45%	64.37%	78.80%	0.19%	-0.48%	64.92%	80.49%	0.03%	-0.54%	-1.68%	-2.41%
医药生物	20.05%	10.50%	29.13%	39.52%	17.68%	10.52%	30.73%	39.11%	-0.02%	-1.60%	0.41%	29.42%
公用事业	0.70%	-2.66%	67.54%	79.46%	1.07%	-2.63%	60.57%	74.47%	-0.03%	6.98%	4.99%	2.34%
国防军工	0.57%	-0.99%	37.02%	53.40%	0.61%	-0.94%	37.03%	53.33%	-0.05%	-0.02%	0.07%	11.04%
机械设备	3.04%	-0.51%	39.24%	52.50%	3.15%	-0.23%	59.32%	66.26%	-0.28%	-20.08%	-13.76%	12.70%
商业贸易	1.43%	0.08%	94.13%	97.10%	1.69%	0.42%	91.65%	97.00%	-0.34%	2.48%	0.10%	17.61%
传媒	5.26%	2.27%	47.70%	67.78%	5.36%	2.63%	43.65%	60.96%	-0.37%	4.05%	6.82%	25.97%
轻工制造	0.93%	-0.40%	36.16%	49.08%	1.20%	-0.03%	42.17%	56.52%	-0.38%	-6.01%	-7.45%	10.70%
汽车	1.36%	-1.34%	37.99%	53.95%	1.99%	-0.95%	43.65%	57.41%	-0.39%	-5.66%	-3.46%	7.49%
计算机	7.40%	2.85%	34.86%	47.82%	7.29%	3.60%	25.98%	38.63%	-0.75%	8.89%	9.19%	17.18%
建筑材料	1.19%	-0.15%	70.71%	78.85%	2.05%	0.67%	75.39%	88.22%	-0.83%	-4.68%	-9.37%	5.64%
房地产	3.30%	-0.38%	76.04%	88.49%	4.93%	0.54%	79.24%	89.28%	-0.92%	-3.21%	-0.79%	5.69%
通信	1.25%	-0.53%	69.44%	82.32%	2.12%	0.41%	77.72%	86.57%	-0.94%	-8.28%	-4.25%	3.38%
食品饮料	14.15%	5.39%	64.12%	74.17%	13.97%	6.56%	59.05%	71.36%	-1.16%	5.07%	2.81%	28.70%
农林牧渔	1.80%	-0.31%	62.21%	75.92%	3.11%	1.34%	63.02%	77.33%	-1.65%	-0.82%	-1.41%	1.15%

数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：7 月以来基金风格系数先上后下，切换过程中出现“折返跑”

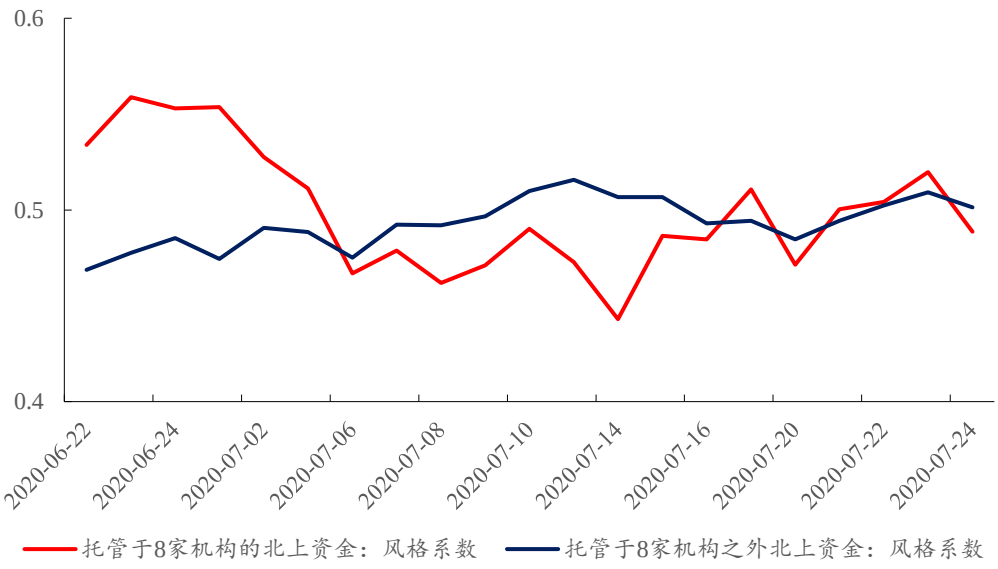


数据来源：Wind、开源证券研究所

另一方面，市场可能忽视了增量资金的力量。北上资金作为 2020 年重要的参与力量，其对市场的影响程度也不容忽视。由于近期国际热钱的涌动，2020 年市场对于北上资金的惯性认知很可能被打破，增量资金历史上对于低位资产的追捧不乏先

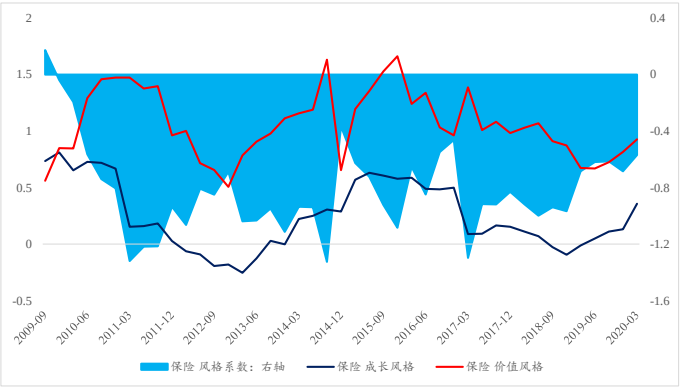
例，这可能是 2020 年一个最大被忽视的因素。我们也将有系列报告论证。同时偏好价值风格的保险资金投资比例放开，也是对于价值风格推动的一股重要边际力量。

图14：北上资金近期风格出现漂移，市场对北上资金的惯性认知可能被打破



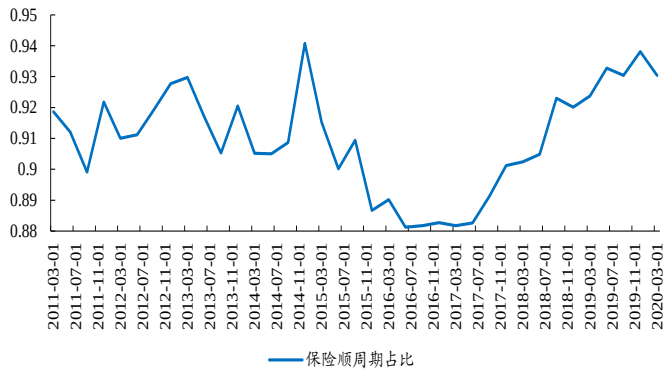
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：保险资金更偏价值风格



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：保险资金配置顺周期的占比在逐步提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

我们对于交易结构的分析，本意并非让投资者去跟随资金去博弈，恰恰相反：我们是希望投资者相信基本面的力量，这种力量对市场参与者的影响，中期来看并不会被任何单一的资金力量所阻碍。

3.3、 把握经济复苏的主线

实际上，经济复苏得到验证是此次切换的核心，而下一个验证的重要时点可能是标志着高温天气过去的立秋。疫情稳定之后，市场的担忧就从“经济能否复苏”到“经济是 V 型反弹还是李宁型反弹”，在验证了 4、5、6 月份较为优良的宏观和中观数据之后，仍然存在“经济复苏之后政策可能转向”，或者“经济弱弹性将带来周期性行业的弱弹性”这样的疑虑。我们认为这些顾虑恰恰与我们所提的“经济复苏是市

场主线”不谋而合，在这样的共识之上，我们才对顺周期行业保持乐观，**整个经济回暖和行业景气回升的节奏会比 2016 年顺畅，原因主要有三点**：（1）下半年政策难转向，基建可期待，根据开源宏观团队的测算[1]：2020 年积极财政力度提高赤字率，广义“赤字”达 11.2 万亿，对应全年支出增速为 13.2%，但上半年广义财政支出仅增长 0.6%，下半年广义“赤字”还有 7.8 万亿元空间，占全年规模的 70%，下半年广义财政支出增速或明显抬升；（2）“供给侧改革”的成果带来了工业品价格对需求的较大弹性，经济增速下台阶不代表周期性行业无机会，我们发现 PPI 的触底回升历史上也标志着风格向价值切换，而 6 月 PPI 已确认向上拐点，指示周期行业弹性区间将至；（3）2020 年以来，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，由于房地产和基建这两大产业链的投资需求往往被认为是经济复苏的重要指标，而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 7 日）。

我们需要提醒投资者的是，基本面的右侧滞后于市场的右侧，考虑到现在市场资产价格表现开始越来越有利于价值风格，我们并不建议投资者去观望和等待。

4、 无惧反复，静待切换

风格切换已经发生，正在进入深水区。我们发现在历次风格发生前期，往往也是市场最为“纠结”和“彷徨”的阶段：在 2014 年 11 月到 2015 年 1 月中旬成长向价值切换期，其中仍有多次反复，最长持续了 4 到 5 个交易日；在 2017 年 5 月到 2017 年 8 月中旬价值风格优势上行期，其中也有多次反复，最长持续了 8 个交易日。**然而在风格反复之后市场却迎来价值弹性最大的阶段，因此我们建议投资者正视周期的力量，即使后期面对反复，也应该坚守周期，**因为从历史上看风格切换一旦开启，则持续时间至少在 187 天以上。

市场右侧信号已经出现，我们建议投资者积极布局顺周期板块。我们推荐顺序为：第一，经济复苏带动需求回暖，行业景气将在走出淡季后逐步得到验证：**化工、建材、工程机械、有色（铜、银、铝）、煤炭**；第二，作为“周期之眼”的大金融板块：**房地产、保险、银行**；第三，顺周期消费：**汽车、家电**。

5、 风险提示

中美关系的不确定性；财政支出不及预期。

[1] 详见开源宏观团队报告：《财政分析新框架》、《政策环境转向了吗》。

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