2020 年 07 月 22 日

Q2 抱团，7 月切换-基金持仓分析及估算

——投资策略专题

策略研究团队

牟一凌（分析师）
mouyiling@kysec.cn
证书编号：S0790520040001

● **2020Q2 主动偏股基金规模与仓位均提升，大额发行与“赎旧购新”并存**

截至 2020Q2，公募基金持有 A 股规模以及占全 A 流通市值持续比重上升。截至 2020Q2，公募基金持有 A 股市值 3.16 万亿元，占全 A 流通市值 6.11%，相比 2020Q1 均有所上升。2020Q2 主动偏股基金的规模以及仓位相比 2020Q1 均抬升。**2020Q2 主动偏股基金发行规模相比 2020Q1 稍有回落，但仍位于 2015Q2 以来高位，全部基金发行规模相较 2020Q1 有所上升。**2020Q2 **偏股混合型**仍是主动偏股基金中发行最多的种类；分月看，4 至 6 月整体基金单月发行规模逐步提升，**6 月基金发行规模为 2020 上半年最高。**但从 2020Q2 主动偏股基金整体份额变化来看，**在扣除新发份额后，偏股混合型和普通股票型的份额均出现下降，我们认为，2020Q2 在基金发行的过程中存在一定程度的“赎旧买新”现象。**

● **2020Q2 主动偏股基金继续加仓成长背后：动能衰弱**

板块上，主动偏股基金延续了 2020Q1 对创业板的偏好，**继续增配创业板，同时对中小创和科创板的配置偏好提升，继续减配主板**；行业配置上，2020Q1 **主动偏股基金主要增配电子、医药生物、电气设备以及化工等板块，主要减配银行、房地产、农林牧渔以及通信等板块。**从超低配来看，**主动偏股基金超配环比提升最大的行业为电子、电气设备、休闲服务和化工，这与配置比例提升最多的行业基本一致。**值得一提的是，**医药生物的超配环比变动略有下降**，这**可能意味着，主动偏股基金对医药生物板块的偏好在边际减弱**，同时我们看到，电子等成长板块的行业持股集中度提升，且化工、非银、有色以及钢铁等顺周期板块在超配环比变动提升的同时持股集中度下降，这意味着截至 2020Q2：**一、主动偏股基金在电子等成长板块的拥挤度在上升；二、部分主动基金可能已逐步认识到成长风格趋于极致的状态，从而成长风格延续的力量在边际递减；三、部分主动基金可能已经意识到了经济基本面复苏迹象，并开始逐步布局部分顺周期板块。这与 0630 公募结束考核期后，部分公募基金开始积极参与布局风格切换是相一致的。**2020Q2 主动偏股基金、北上配置/交易盘存在一定分歧，但在成长板块以及部分顺周期板块的分歧较小。这也在一定程度上解释了：**一方面，2020Q2 市场整体偏震荡，另一方面，2020Q2 成长相对于价值的风格演绎到了极致，部分北上以及主动偏股基金等认识到了经济基本面复苏的迹象。**

● **7 月以来，主动偏股基金风格切换之路：反复中切往价值**

根据我们的测算：7 月以来基金持仓在经历一波换手之后，可能趋于集中化。同时我们看到，普通股票型和偏股混合型基金的风格系数先下后上，7 月 16 日以来继续下降。**这意味着，7 月以来主动偏股基金在风格切换上存在反复，但最终随着基本面信号逐步明晰，部分基金开始从成长逐步切往价值风格。未来随着 PPI 继续上行，周期盈利逐步占优，这种切换过程大概率继续。**

● **风险提示：**测算误差；中美贸易摩擦；疫情恶化

相关研究报告

《投资策略点评-已是周期烂漫时》-2020.7.20

《投资策略周报-潮水退去，切换继续》-2020.7.19

《投资策略点评-中报预告：预期内的业绩回暖》-2020.7.17

目 录

1、 2020Q2 主动偏股基金规模与仓位均提升，大额发行与“赎旧购新”并存 3
1.1、 2020Q2 主动偏股基金整体规模及仓位均提升 3
1.2、 2020Q2 主动偏股基金大额发行与“赎旧购新”并存 3
2、 2020Q2 主动偏股基金继续加仓成长背后：动能衰弱 5
2.1、 2020Q2 主动偏股基金继续偏好成长，但对部分周期已有青睐 5
2.2、 2020Q2 主动偏股基金与北上在成长板块分歧较小，但对经济复苏已有初步认知 7
3、 7 月以来，主动偏股基金风格切换之路：反复中切往价值 9
4、 风险提示 11

图表目录

图 1： 截至 2020Q2，公募基金持有 A 股规模以及占全 A 流通市值持续比重上升 3
图 2： 2020Q2 主动偏股基金整体规模以及 A 股仓位相比 2020Q1 均抬升 3
图 3：2020Q2 主动偏股基金发行规模相比 2020Q1 稍有回落，但仍位于 2015Q2 以来高位，全部基金发行规模相较 2020Q1 有所上升 4
图 4： 2020Q2 主动偏股基金中偏股混合型仍发行最多，6 月基金整体发行规模为 2020 年上半年最高 4
图 5： 扣除新发份额后，2020Q2 主动偏股基金中偏股混合型以及普通股票型基金份额下降 5
图 6： 行业配置上，2020Q2 主动偏股基金主要增配电子、医药生物、电气设备以及化工等板块，主要减配银行、房地产、农林牧渔以及通信等板块 6
图 7： 从净买入来看，2020Q2 外资配置盘整体更偏好主板，外资交易盘整体更偏好中小板 8
图 8： 2020Q2 主动偏股基金与北上配置/交易盘均偏好 TMT、电气设备、食品饮料、化工以及有色等板块，对其他行业存在一定分歧 8
图 9： 2020 年 7 月以来，偏股混合型和普通股票型仓位震荡下降 9
图 10： 2020 年 7 月以来，2020Q1 前 50 重仓股仓位先下后上 9
图 11： 2020 年 7 月以来，普通股票型+偏股混合型基金的风格系数先下后上，7 月 16 日以来趋于下行 10

表 1： 板块上，2020Q2 主动偏股基金增配中小创和科创板，减配主板 5
表 2： 2020Q2 主动偏股基金超配环比提升最大的行业为电子、电气设备、休闲服务和化工，同时部分强势成长板块持股集中度在提升，部分超配比例提升的周期板块持股集中度下降 6
表 3： 主动偏股基金前 50 重仓股一览 10

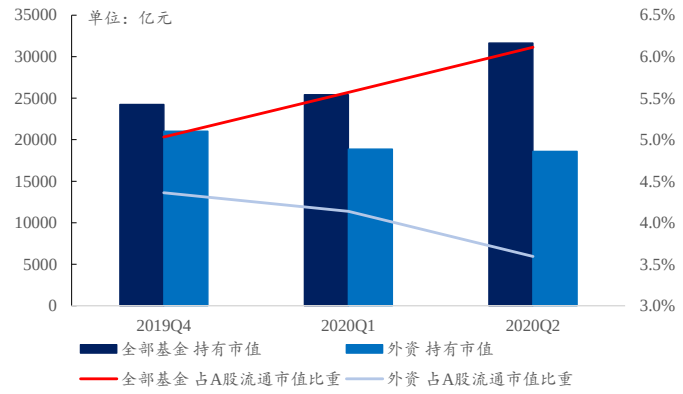
1、 2020Q2 主动偏股基金规模与仓位均提升，大额发行与“赎旧购新”并存

1.1、 2020Q2 主动偏股基金整体规模及仓位均提升

截至 2020Q2，公募基金持有 A 股规模以及占全 A 流通市值持续比重上升。截至 2020Q2，公募基金持有 A 股市值 3.16 万亿元，占全 A 流通市值 6.11%，相比 2020Q1 的持仓规模 2.54 万亿元以及占全 A 流通市值的比例 5.57%均有所上升。

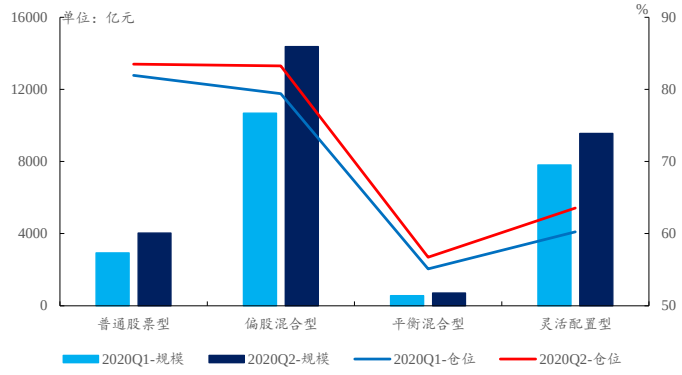
整体上，**2020Q2 主动偏股基金整体规模以及 A 股仓位相比 2020Q1 均抬升**。分基金类型来看，截至 2020Q2，普通股票型/偏股混合型/平衡混合型/灵活配置型的 A 股仓位分别从 2020Q1 的 81.93%/79.39%/55.10%/60.25%上升至 2020Q2 的 83.51%/83.24%/56.73%/63.53%，且该四类基金的总净值均相比 2020Q1 有一定提升。

图1：截至 2020Q2，公募基金持有 A 股规模以及占全 A 流通市值持续比重上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2020Q2 主动偏股基金整体规模以及 A 股仓位相比 2020Q1 均抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

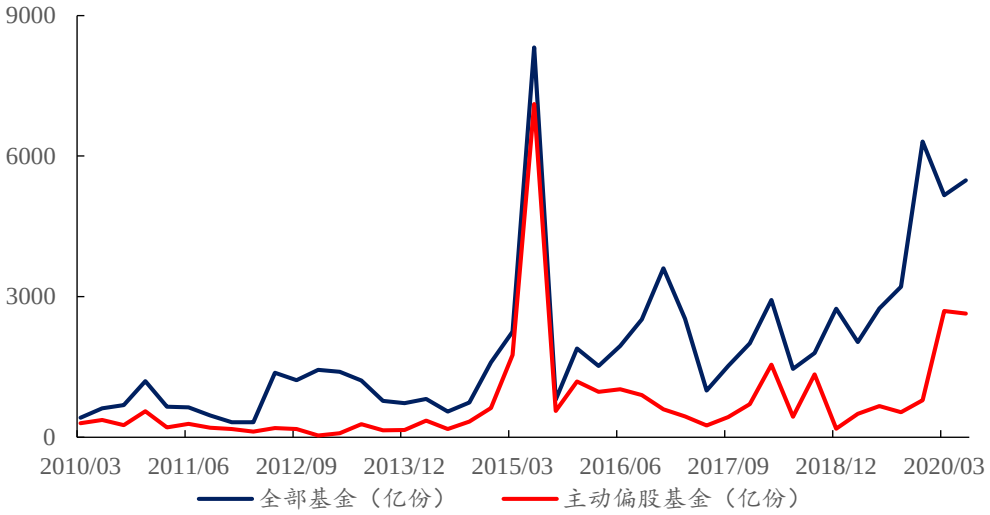
注：1.主动偏股基金包括普通股票型，偏股混合型，平衡混合型以及灵活配置型；2.由于 QFII 以及外管局口径的外资持股数据未更新，因此 2020Q2 外资持股比例被低估

1.2、 2020Q2 主动偏股基金大额发行与“赎旧购新”并存

2020Q2 主动偏股基金发行规模相比 2020Q1 稍有回落，但仍位于 2015Q2 以来高位，全部基金发行规模相较 2020Q1 有所上升。从发行规模上看，2020Q2 主动偏股基金共发行约 2639.83 亿份，相较于 2020Q1 的 2694.86 亿份有所回落，但仍位于 2015Q2 以来的高位。2020Q2 全部基金共发行 5484.88 亿份，相较 2020Q1 环比提升，但整体不及 2019Q4 总发行份额。

2020Q2 主动偏股基金中偏股混合型仍发行最多。2020Q2 偏股混合型基金共发行 1895 亿份，相较 2020Q1 有所回落，但仍是主动偏股基金中发行最多的种类；**分月看，4 至 6 月整体基金单月发行规模逐步提升**。2020Q1 的 4 月、5 月和 6 月基金整体分别发行 1131.87 亿份、1721.88 亿份和 2631.12 亿份，**6 月基金发行规模为 2020 上半年最高**，我们认为，这与股票市场逐步回暖，居民资产配置再平衡有关。

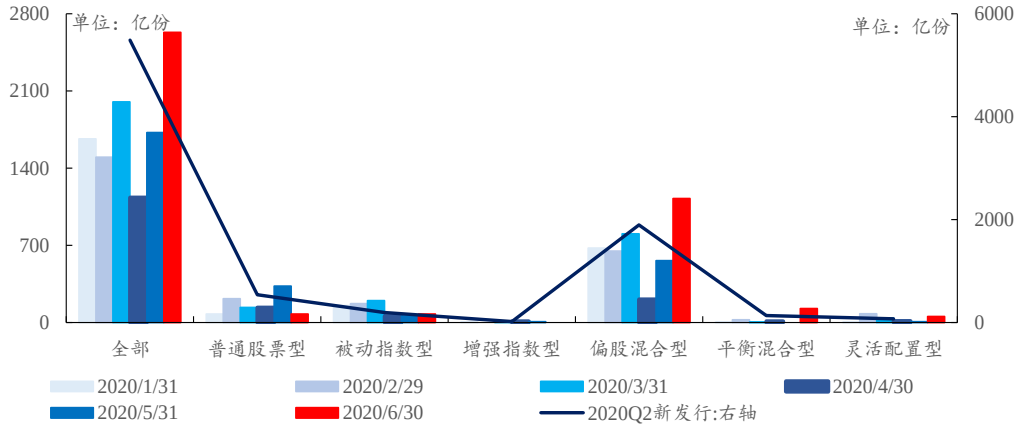
图3：2020Q2 主动偏股基金发行规模相比 2020Q1 稍有回落，但仍位于 2015Q2 以来高位，全部基金发行规模相较 2020Q1 有所上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：基金发行份额按成立日统计。

图4：2020Q2 主动偏股基金中偏股混合型仍发行最多，6 月基金整体发行规模为 2020 年上半年最高

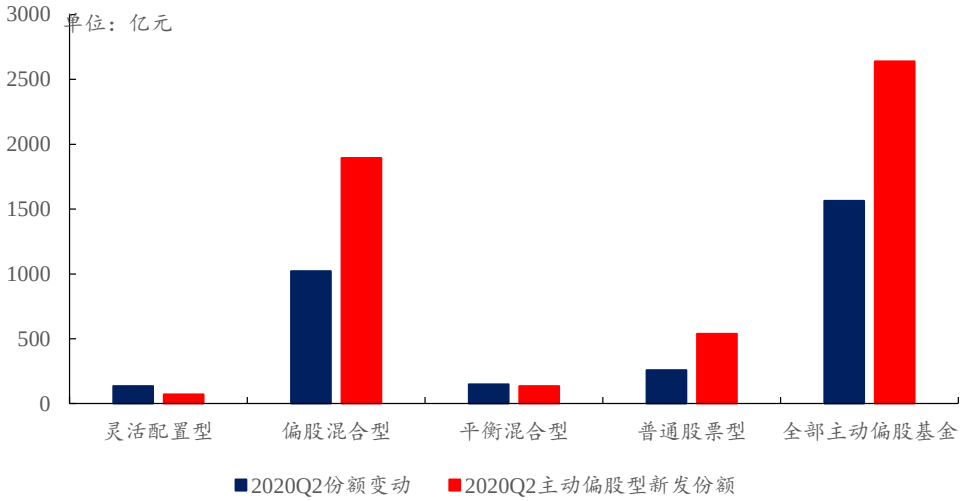


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：基金发行份额按成立日统计。

但从 2020Q2 主动偏股基金整体的份额变化来看，在扣除新发份额后，偏股混合型以及普通股票型的份额均出现下降，**我们认为，2020Q2 在基金发行的过程中存在一定程度的“赎旧买新”现象。**

图5：扣除新发份额后，2020Q2 主动偏股基金中偏股混合型以及普通股票型基金份额下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：基金发行份额按成立日统计。

2、 2020Q2 主动偏股基金继续加仓成长背后：动能衰弱

2.1、 2020Q2 主动偏股基金继续偏好成长，但对部分周期已有青睐

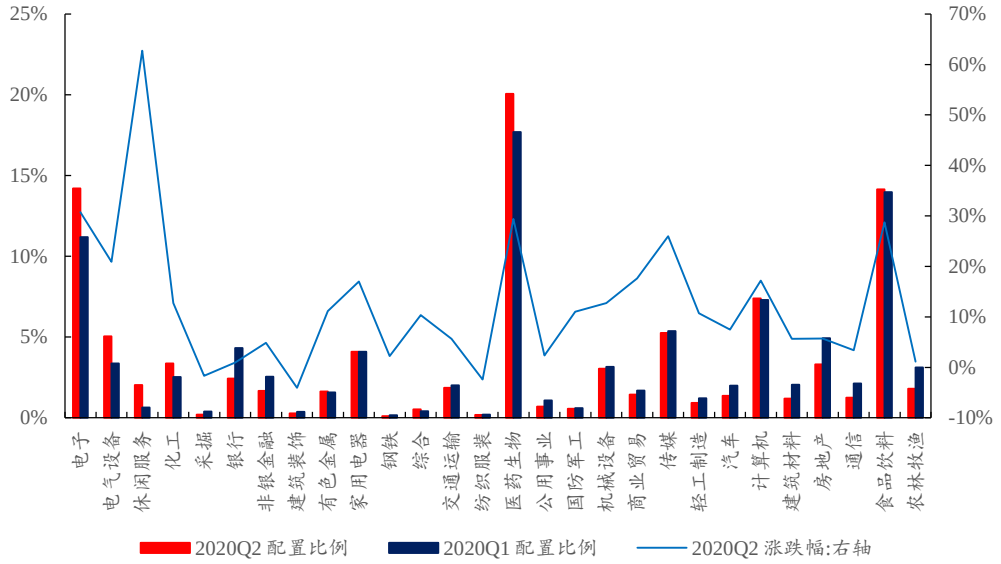
板块配置上，主动偏股基金延续了 2020Q1 对创业板的偏好，继续增配创业板，同时对中小创和科创板的配置偏好提升，继续减配主板。无论从实际配置角度，还是从超低配比例角度看，主动偏股基金对于主板的配置比例和超低配比例均环比下降，对创业板和科创板的配置比例以及超低配比例均环比提升，对中小板的配置比例提升，但超配比例有所下降；**行业配置上，2020Q1 主动偏股基金主要增配电子、医药生物、电气设备以及化工等板块，主要减配银行、房地产、农林牧渔以及通信等板块。**

表1：板块上，2020Q2 主动偏股基金增配中小创和科创板，减配主板

板块	2020Q2		2020Q1		实际配置环比	超低配环比
	配置比例	超低配	配置比例	超低配		
主板	54.83%	-16.70%	60.03%	-11.89%	-5.19%	-4.81%
中小板	21.83%	4.71%	20.72%	4.87%	1.10%	-0.17%
创业板	21.62%	10.88%	18.29%	7.94%	3.33%	2.94%
科创板	1.72%	1.11%	0.96%	-0.92%	0.76%	2.03%

数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：行业配置上，2020Q2 主动偏股基金主要增配电子、医药生物、电气设备以及化工等板块，主要减配银行、房地产、农林牧渔以及通信等板块



数据来源：Wind、开源证券研究所

从超低配来看，主动偏股基金超配环比提升最大的行业为电子、电气设备、休闲服务和化工，这与配置比例提升最多的行业基本一致。值得一提的是，**医药生物的超配环比变动略有下降**，这可能意味着，主动偏股基金对医药生物板块的偏好在边际减弱，同时我们看到，电子、电气设备以及休闲服务的 CR3 比例环比提升，且化工、非银、有色以及钢铁等顺周期板块在超配环比变动提升的同时 CR3 比例在下降，**我们认为，这意味着：一、截至 2020Q2 主动偏股基金对电子、电气设备以及休闲服务等板块的持股集中在提升，相应的拥挤度可能在上升；二、部分主动基金可能已经在逐步认识到成长风格趋于极致的状态，从而成长风格延续的力量在边际递减；三、部分主动基金可能已经在 2020Q2 意识到了经济基本面的复苏迹象，并开始逐步布局部分顺周期板块。这与 0630 公募结束考核期后，部分公募基金开始积极参与布局风格切换是相一致的。**

表2：2020Q2 主动偏股基金超配环比提升最大的行业为电子、电气设备、休闲服务和化工，同时部分强势成长板块持股集中度在提升，部分超配比例提升的周期板块持股集中度下降

行业	2020Q2		2020Q1		2020Q2-2020Q1	
	超配比例	CR3	超配比例	CR3	超配环比变动	CR3 环比变动
电子	6.68%	38.92%	5.21%	35.36%	1.47%	3.56%
电气设备	1.77%	72.63%	0.50%	64.73%	1.27%	7.91%
休闲服务	1.14%	98.15%	-0.07%	92.40%	1.21%	5.75%
化工	-1.53%	33.20%	-2.58%	41.48%	1.05%	-8.28%
采掘	-2.69%	89.95%	-3.61%	89.09%	0.92%	0.85%
银行	-9.45%	72.19%	-10.21%	65.20%	0.76%	6.99%
非银金融	-6.06%	79.54%	-6.47%	81.42%	0.41%	-1.88%
建筑装饰	-1.85%	76.71%	-2.12%	62.67%	0.27%	14.04%
有色金属	-0.82%	68.72%	-1.06%	71.05%	0.24%	-2.33%

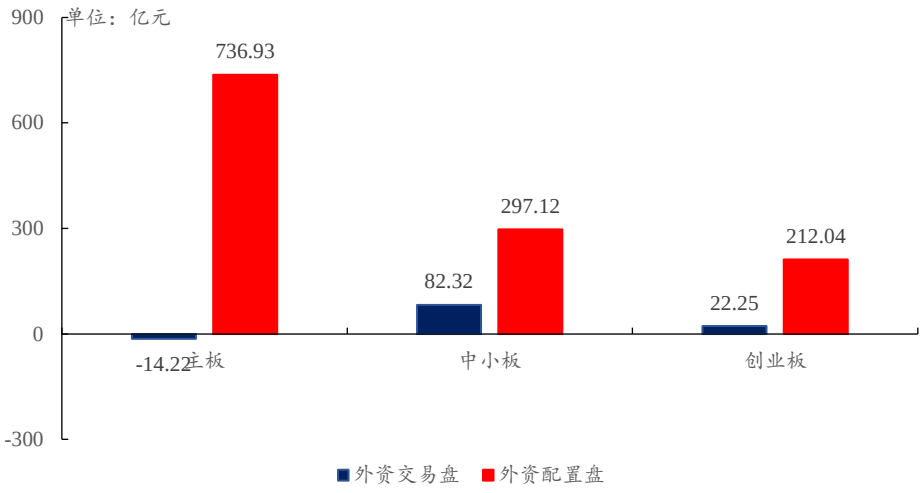
行业	2020Q2		2020Q1		2020Q2-2020Q1	
	超配比例	CR3	超配比例	CR3	超配环比变动	CR3 环比变动
家用电器	1.58%	78.34%	1.44%	76.29%	0.14%	2.05%
钢铁	-0.88%	90.55%	-1.01%	94.34%	0.13%	-3.78%
综合	0.18%	94.77%	0.08%	99.29%	0.11%	-4.51%
交通运输	-1.43%	79.39%	-1.51%	75.96%	0.09%	3.42%
纺织服装	-0.45%	64.37%	-0.48%	64.92%	0.03%	-0.54%
医药生物	10.50%	29.13%	10.52%	30.73%	-0.02%	-1.60%
公用事业	-2.66%	67.54%	-2.63%	60.57%	-0.03%	6.98%
国防军工	-0.99%	37.02%	-0.94%	37.03%	-0.05%	-0.02%
机械设备	-0.51%	39.24%	-0.23%	59.32%	-0.28%	-20.08%
商业贸易	0.08%	94.13%	0.42%	91.65%	-0.34%	2.48%
传媒	2.27%	47.70%	2.63%	43.65%	-0.37%	4.05%
轻工制造	-0.40%	36.16%	-0.03%	42.17%	-0.36%	-6.01%
汽车	-1.34%	37.99%	-0.95%	43.65%	-0.39%	-5.66%
计算机	2.85%	34.86%	3.60%	25.98%	-0.75%	8.89%
建筑材料	-0.15%	70.71%	0.67%	75.39%	-0.82%	-4.68%
房地产	-0.38%	76.04%	0.54%	79.24%	-0.92%	-3.21%
通信	-0.53%	69.44%	0.41%	77.72%	-0.94%	-8.28%
食品饮料	5.39%	64.12%	6.56%	59.05%	-1.16%	5.07%
农林牧渔	-0.31%	62.21%	1.34%	63.02%	-1.65%	-0.81%

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 2020Q2 主动偏股基金与北上在成长板块分歧较小，但对经济复苏已有初步认知

与北上资金对比来看，2020Q2 主动偏股基金、北上配置盘以及北上交易盘对板块的偏好各不相同，存在一定分歧。主动偏股基金整体更偏好创业板，北上配置型资金更偏好主板，而北上交易型资金更偏好中小创。这意味着二季度，各类资金的对板块的偏好。**从行业上看，主动偏股基金与北上配置/交易盘均偏好 TMT、电气设备、食品饮料、化工以及有色等板块，对其他行业存在一定分歧，整体上，2020Q2 主动偏股基金和北上配置/交易盘在成长板块以及部分顺周期板块的分歧较小。**这也在一定程度上解释了：**一方面，2020Q2 市场整体偏震荡，另一方面，2020Q2 成长相对于价值的风格演绎到了极致，部分北上以及主动偏股基金等认识到了经济基本面复苏的迹象。**

图7：从净买入来看，2020Q2 外资配置盘整体更偏好主板，外资交易盘整体更偏好中小板



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2020Q2 主动偏股基金与北上配置/交易盘均偏好 TMT、电气设备、食品饮料、化工以及有色等板块，对其他行业存在一定分歧

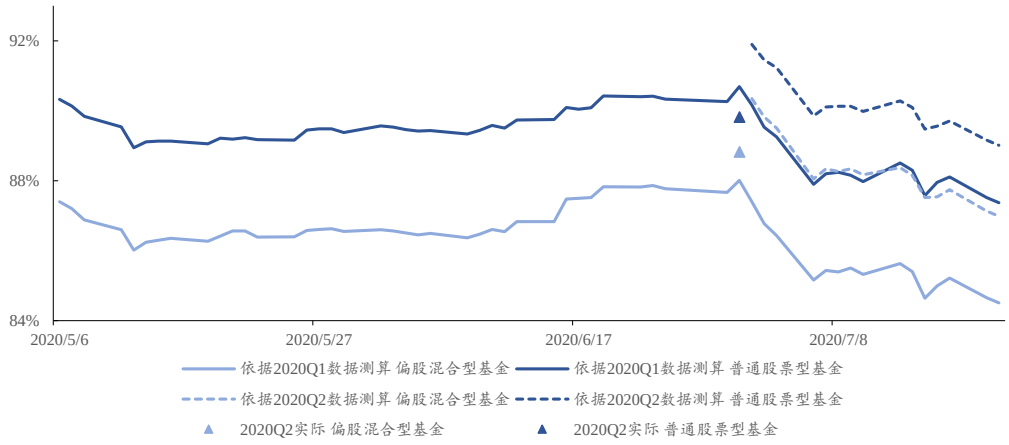


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 7 月以来，主动偏股基金风格切换之路：反复中切往价值

2020 年 7 月以来，偏股混合型和普通股票型基金仓位震荡下降，但前 50 重仓持股仓位先下后上，根据我们的测算，我们认为，**基金持仓在经历一波换手之后，可能趋于集中化。**从对基金风格系数的测算来看：**7 月以来，普通股票型和偏股混合型基金的风格系数先下后上，7 月 16 日以来继续下降。**这意味着，**7 月以来主动偏股基金在风格切换上存在反复，但最终随着基本面信号逐步明晰，部分基金开始从成长逐步切往价值风格。**未来随着 PPI 继续上行，周期盈利逐步占优，这种切换过程大概率继续。

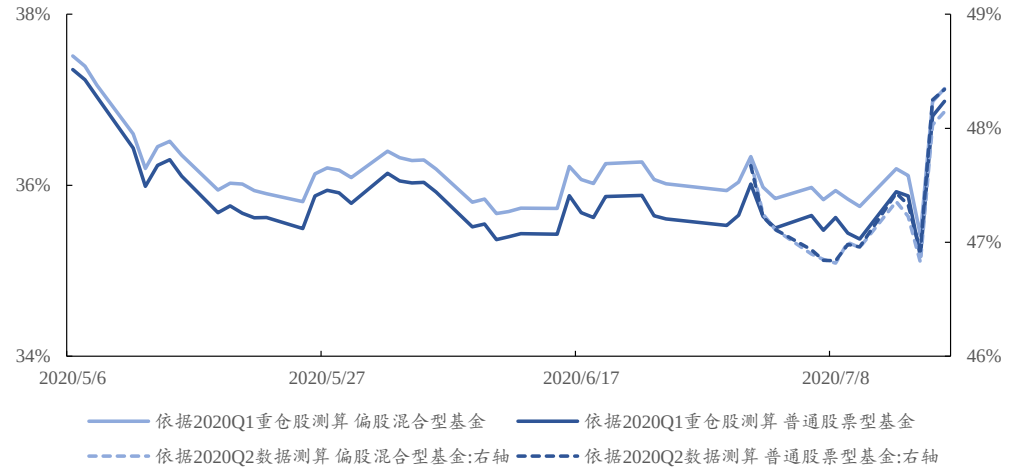
图9：2020 年 7 月以来，偏股混合型和普通股票型仓位震荡下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：采用二次规划法测算仓位，具体见 0424 报告《4 月：下降的拥挤度——基金一季度及当下持仓分析》

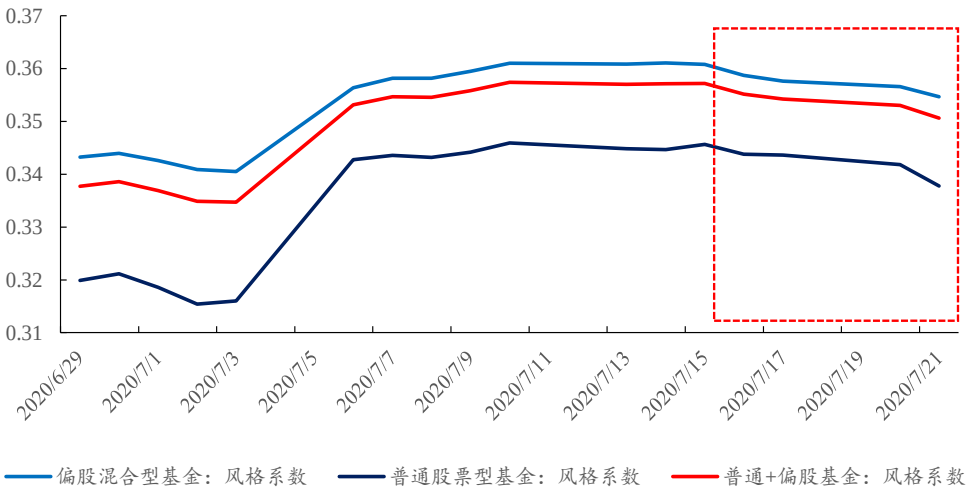
图10：2020 年 7 月以来，2020Q1 前 50 重仓股仓位先下后上



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：采用二次规划法测算仓位，具体见 0424 报告《4 月：下降的拥挤度——基金一季度及当下持仓分析》

图11：2020 年 7 月以来，普通股票型+偏股混合型基金的风格系数先下后上，7 月 16 日以来趋于下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：风格系数=成长系数-价格系数

表3：主动偏股基金前 50 重仓股一览

代码	名称	行业	市盈率-TTM	市净率-LF	ROE	持有规模（亿元）
600519.SH	贵州茅台	食品饮料	48.64	16.41	33.73%	570.49
000858.SZ	五粮液	食品饮料	42.83	10.86	25.36%	419.89
002475.SZ	立讯精密	电子	76.99	18.62	24.19%	418.20
000661.SZ	长春高新	医药生物	99.35	23.02	23.18%	302.57
600276.SH	恒瑞医药	医药生物	96.67	21.01	21.73%	233.90
601888.SH	中国中免	休闲服务	168.47	20.83	12.36%	199.85
601012.SH	隆基股份	电气设备	28.12	6.39	22.71%	198.96
300760.SZ	迈瑞医疗	医药生物	84.02	23.18	27.59%	190.54
300750.SZ	宁德时代	电气设备	107.37	11.95	11.13%	186.84
000333.SZ	美的集团	家用电器	20.65	4.98	24.13%	179.49
000002.SZ	万科 A	房地产	8.34	1.66	19.92%	166.11
600570.SH	恒生电子	计算机	115.18	27.94	24.26%	156.73
300014.SZ	亿纬锂能	电子	62.45	12.88	20.62%	151.30
603259.SH	药明康德	医药生物	100.65	13.66	13.57%	149.44
300413.SZ	芒果超媒	传媒	101.86	13.40	13.15%	143.84
000568.SZ	泸州老窖	食品饮料	34.85	7.99	22.93%	138.76
000651.SZ	格力电器	家用电器	17.22	3.35	19.47%	121.33
601318.SH	中国平安	非银金融	11.36	2.21	19.50%	119.35
603986.SH	兆易创新	电子	154.52	11.82	7.65%	118.21
600048.SH	保利地产	房地产	7.05	1.31	18.59%	113.92
300015.SZ	爱尔眼科	医药生物	160.99	21.83	13.56%	109.91
300601.SZ	康泰生物	医药生物	238.77	21.26	8.91%	109.08
600703.SH	三安光电	电子	112.89	4.20	3.72%	106.01

代码	名称	行业	市盈率-TTM	市净率-LF	ROE	持有规模（亿元）
002352.SZ	顺丰控股	交通运输	55.29	6.86	12.40%	103.58
002050.SZ	三花智控	家用电器	60.66	9.16	15.11%	98.41
600887.SH	伊利股份	食品饮料	35.72	9.34	26.15%	96.61
600031.SH	三一重工	机械设备	19.01	4.15	21.84%	96.12
002555.SZ	三七互娱	传媒	41.65	13.86	33.29%	89.26
688111.SH	金山办公	计算机	366.96	28.12	7.66%	88.49
002127.SZ	南极电商	商业贸易	42.45	10.97	25.85%	88.10
601658.SH	邮储银行	银行	6.64	0.82	12.40%	86.74
600036.SH	招商银行	银行	9.74	1.61	16.52%	82.21
600809.SH	山西汾酒	食品饮料	60.61	17.55	28.96%	80.44
002624.SZ	完美世界	传媒	50.11	8.31	16.57%	79.18
002271.SZ	东方雨虹	建筑材料	42.06	7.92	18.84%	78.95
300661.SZ	圣邦股份	电子	297.66	51.45	17.29%	77.92
002410.SZ	广联达	计算机	364.56	14.28	3.92%	75.77
002311.SZ	海大集团	农林牧渔	48.94	9.61	19.63%	74.71
600588.SH	用友网络	计算机	172.76	23.61	13.67%	71.97
600438.SH	通威股份	电气设备	39.79	4.63	11.64%	69.89
002027.SZ	分众传媒	传媒	56.65	6.92	12.22%	67.69
600763.SH	通策医疗	医药生物	149.16	29.54	19.81%	66.69
601899.SH	紫金矿业	有色金属	32.40	3.42	10.56%	64.05
300059.SZ	东方财富	传媒	89.88	9.04	10.06%	63.78
600529.SH	山东药玻	医药生物	74.26	9.39	12.64%	63.59
002415.SZ	海康威视	电子	26.20	8.13	31.05%	61.99
601933.SH	永辉超市	商业贸易	46.27	4.59	9.92%	61.73
000063.SZ	中兴通讯	通信	37.32	4.58	12.27%	60.69
603517.SH	绝味食品	食品饮料	66.99	10.61	15.84%	60.63
002460.SZ	赣锋锂业	有色金属	711.53	9.78	1.38%	60.57

数据来源：Wind、开源证券研究所，注：时间截至 2020/07/21

4、 风险提示

测算误差；中美贸易摩擦；疫情恶化

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