2020 年 07 月 19 日

潮水退去，切换继续

——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

● **风格的冲突：理解市场“脆弱性的”来源**

本周四（7 月 16 日）市场出现了本轮行情最大幅度的回撤，针对市场数据拆分我们作出以下推论：1、贵州茅台的下跌一定程度导致了整个成长股的下跌，其稳定成长的属性让其股价表现成为了该类板块的某种锚；2、稳定成长的消费和高成长的科技成为 7 月 16 日大盘波动的震中，最终导致市场全面下行；3、价值板块最终也由于市场下跌压制风险偏好而被无差别抛售，但其下跌幅度远小于市场；4、如果仅仅是因为价值板块抗跌，应该是与市场全程基本同步只是跌幅较小，但价值板块在**市场下跌前半段仍保持上涨。**市场语言在说明：**一个明显的风格切换在 7 月初以上涨揭开序幕，而在 7 月 16 日以下跌确认了趋势**。

● **波动性的迁移：风格切换的进一步确认**

截至 7 月 17 日，市场整体振幅与 2018 年底市场风格切换时相当，换手率与 2019 年 3 月高点相当。通过复盘我们发现：**每当市场进行风格切换之前或之时，往往会出现换手率和振幅的阶段高点。这意味着我们于 6 月下旬强调的风格切换正在得到强化。**另一方面通过拆分振幅我们发现：7 月以来市场波动完成了从价值到成长的迁移。这背后可能是：**价值板块波动逐步收敛，上移的价格中枢逐步确认；成长板块由于本轮投资者交易造成的“水涨船高”，越来越表现出不稳定性。**

● **资金的博弈：本轮市场波动性的重要来源**

我们的数据显示：在 7 月初风格切换发生后，牛市预期大增，导致各方博弈型资金持续的涌入：**北上资金从周期板块扩散到全局性买入；而国内交易型资金则主要继续买入前期强势的成长股。随着监管降温，市场牛市预期不断降低，导致了各类博弈型资金流入的放缓和撤出，在撤退时，北上交易型资金选择退守估值相对合理的顺周期价值股，这也是其 7 月以来其抢滩的头阵。**资金的行为一定程度可以帮助我们理解，市场波动的来源和相对稳定性所在。

● **市场信号已出现，基本面驱动下抢先布局顺周期**

需要强调的是，我们一直认为风格切换的核心因素是：经济复苏、利率上行将共同促使前期极端风格转向，上述市场解读是为了解决部分投资者对于当下市场的困惑，我们认为市场的语言也在告诉我们风格切换已经正在展开，以消费+科技为代表的成长股由于估值极端与交易的拥挤已经成为了市场的脆弱点，因此对于 7 月以来市场的反复投资者无需过于纠结。而从基本面看，**当下消费弱、投资强、就业弱的格局，很难让信用政策的收紧出现，投资者不用过于担忧**，顺周期价值板块的相对与绝对优势正伴随经济复苏逐步确立。我们的推荐顺序为：第一，受益于投资确定性快速复苏、当前估值仍较低的：**建材、化工、建筑、工程机械、煤炭、有色金属**；第二，估值仍存在修复空间的：**房地产、非银**；第三，顺周期消费：**汽车，家电**。

● **风险提示：**中美贸易摩擦；海外疫情超预期恶化；国内经济下行超预期

相关研究报告

《投资策略点评-中报预告：预期内的业绩回暖》-2020.7.17

《投资策略点评-未来没来，把握现在》-2020.7.16

《投资策略专题-复盘：“降温”以后》-2020.7.14

目　录

1、 理解市场的脆弱性的来源 3
2、 7 月以来的市场表现：高换手率和高振幅的背后 5
3、 两股不稳定的力量：市场波动的来源 6
3.1、 北上资金出现了异常的活跃，7 月出现折返跑 6
3.2、 近期两融交易者为代表的国内“博弈型”资金活跃度开始下降 10
4、 “监管”降温勿忧，基本面仍在，抢先布局顺周期 11
5、 风险提示 12

图表目录

图 1： 7 月 16 日贵州茅台开盘后迅速下挫，盘中贵州茅台领先了整个成长（科技、消费）的市场表现，但随着交易的不断进行，相对跌幅不断收敛 4
图 2： 7 月 16 日当天，国证成长相对国证 A 指跌幅不断走阔，尾盘稍有收敛 4
图 3： 7 月 16 日当天，国证价值相对国证 A 指涨幅震荡走阔，尾盘稍有回落 4
图 4： 2013 年以来，每当市场进行风格切换之前或之时，往往会伴随着换手率和振幅的阶段高点 5
图 5： 7 月初期价值风格占优，之后随着存量和增量逐渐激烈的“博弈”以及外部冲击，成长和价值交替占优。市场波动中心开始从价值股往成长股迁移。 6
图 6： 截至 7 月 17 日，北上交易型资金、配置型资金以及北上中资的累积净买入均为正，且北上交易型资金仍为主要增量资金 7
图 7： 从板块上看，7 月 2 日至 7 月 13 日，北上资金主要净买入顺周期板块，7 月 14 日至 7 月 17 日，北上资金主要净卖出消费、TMT 和医药 7
图 8： 行业上，7 月 2 日至 7 月 13 日，北上主要净买入非银、机械设备、计算机和化工等行业，净卖出休闲服务、食品饮料和传媒，7 月 14 日至 7 月 17 日，北上整体仅净买入非银、计算机、交运、汽车和建材等，对其他行业净卖出 8
图 9： 7 月 14 日，托管于美林远东、摩根大通、瑞银证券以及摩根斯坦利在内的 8 家机构的资金主要净卖出 TMT+医药+新能源以及消费板块 9
图 10： 从净买入板块上看，7 月 16 日较大幅度 A 股调整当天，托管于摩根斯坦利以及瑞银证券等在内 8 家机构的投资者仍偏好金融地产等顺周期板块 9
图 11： 7 月 1 日至 7 月 13 日，融资买入占比维持相对高位，7 月 14 日至 7 月 16 日逐步下降。7 月以来，融资余额不断上升，7 月 14 日至 7 月 16 日有所放缓 10
图 12： 7 月 1 日至 7 月 13 日，两融主要净买入非银、电子、计算机和医药等行业，7 月 14 日之后明显衰减 11
图 13： 2020 年 7 月信用环境优于 2019 年 4 月，资金正在逐步“脱虚入实” 12

我们在此前的报告中，反复强调了风格切换的基本面逻辑（经济复苏、利率上行），在交流中发现，市场对于风格切换的疑惑并不主要集中在基本面层面，对于切换过程中市场的反复以及市场近期剧烈的波动，也成为了投资者困惑的主要因素。本期周报我们将回归市场层面，解读市场的语音。

1、 理解市场的脆弱性的来源

本周四（7 月 16 日），市场出现了本轮上涨以来最大幅度的回撤，其背后的原因值得我们深究。我们在当日的点评《未来没来，把握现在》中相对系统的演绎了后续风格切换的逻辑，我们认为本周有必要透过本轮波动中市场的语言去解读当下所处的状态。

我们看到的现象是:

1、7 月 16 日的当天，受人民日报“酒喝不炒”影响，贵州茅台的下跌，一定程度上领先于整个成长股的下跌，盘中的反弹和回落也小幅领先于整个成长指数，但最终成长股（含科技、消费）与贵州茅台之间的表现开始趋于一致;

2、同时可以看到，国证成长相对国证 A 指跌幅不断走阔，尾盘稍有收敛，

3、国证价值相对市场一直有较为明显的相对收益，甚至在市场下跌过程中的**前半段保持上涨**，但最终仍然跟随市场下跌。

我们可以做以下的推论:

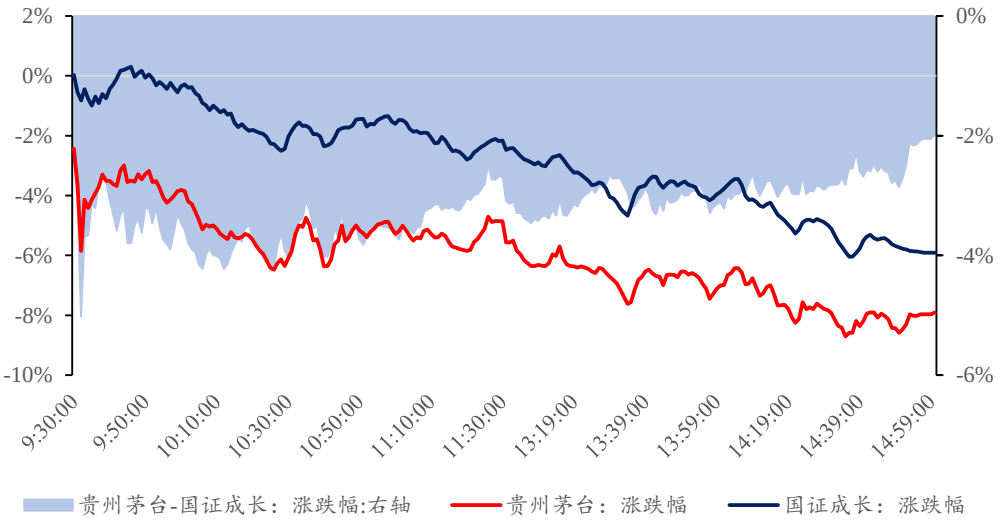
1、贵州茅台的下跌一定程度上导致了整个成长股的下跌，其稳定成长的属性让其股价表现成为了该类板块的一个锚。

2、成长股，包括稳定成长的消费和高成长的科技成为 7 月 16 日大盘波动的震中，最终导致了市场的全面下行;

3、从价值板块来看，其最终也受到了市场下跌带来的风险偏好下行的无差别抛售，但是其下跌幅度远远小于市场。

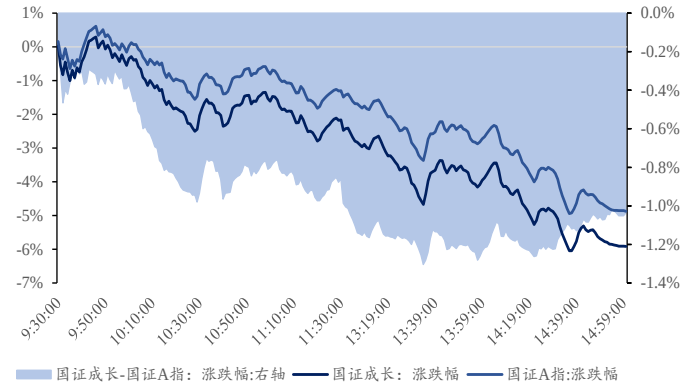
4、如果仅仅是因为价值板块抗跌，应该是与市场全程基本同步只是跌幅较小，但价值板块的这种滞后性可能说明:**一个明显的风格切换在 7 月初以上涨揭开序幕，而在 7 月 16 日以下跌确认了趋势。**

图1：7 月 16 日贵州茅台开盘后迅速下挫，盘中贵州茅台领先了整个成长（科技、消费）的市场表现，但随着交易的不断进行，相对跌幅不断收敛



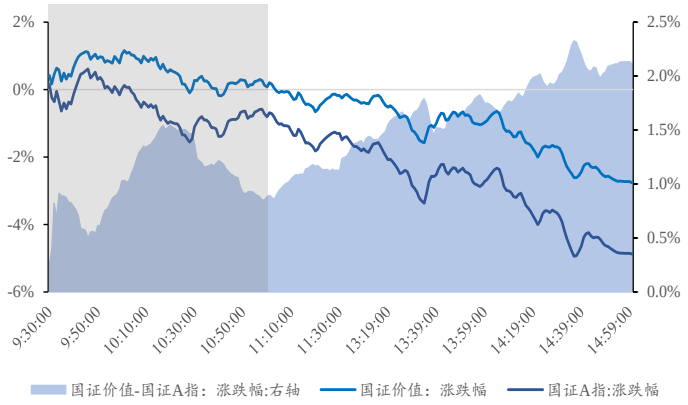
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：7 月 16 日当天，国证成长相对国证 A 指跌幅不断走阔，尾盘稍有收敛



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：7 月 16 日当天，国证价值相对国证 A 指涨幅震荡走阔，尾盘稍有回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：阴影部分国证价值指数日内仍有累积正收益

我们在《未来没来，把握现在》中论证过：我们并不否认我国经济结构转型的趋势，但以科技+消费为代表的未来和现在之间，还隔着贴现率和不确定性，一旦预期收益率过低后就会有两层风险：一是利率中枢上移会让长久期的成长性资产受到冲击；二是出现尾部风险，例如贵州茅台受到主流媒体点名批评，这会让市场重新认知为“确定性“承受过低的预期收益率是否值得。

部分投资者认为对 7 月以来发生风格切换的认知：低估值完成修复，而后消费科技等成长股可以水涨船高。这一认知至少从市场表现上需要得以修正，主要的科技/消费板块正在因为资产价格的不断上涨在宏观环境变化下，成为市场的脆弱点。期待一轮估值抬升行情的风险和收益将变得极为不均衡。

我们认为，顺周期价值股在 6 月 30 日经济数据出炉后的表现，其实是来源于经

济复苏确认后，盈利预期修复*估值压制带来的合力。由于价值板块的资产价格上涨符合了疫情后宏观环境的变化，我们认为其本身在任何波动中都将占优。

2、 7 月以来的市场表现：高换手率和高振幅的背后

7 月 1 日至今，市场整体振幅和换手率逐步提升，截至 7 月 17 日，市场整体振幅与 2018 年底市场风格切换时相当，换手率与 2019 年 3 月高点相当。通过复盘我们发现：**每当市场进行风格切换之前或之时，往往会伴随着换手率和振幅的阶段高点。我们认为，当下市场正处于风格切换的时期，短期市场较高的波动和换手恰恰是风格切换过程的必要条件**。

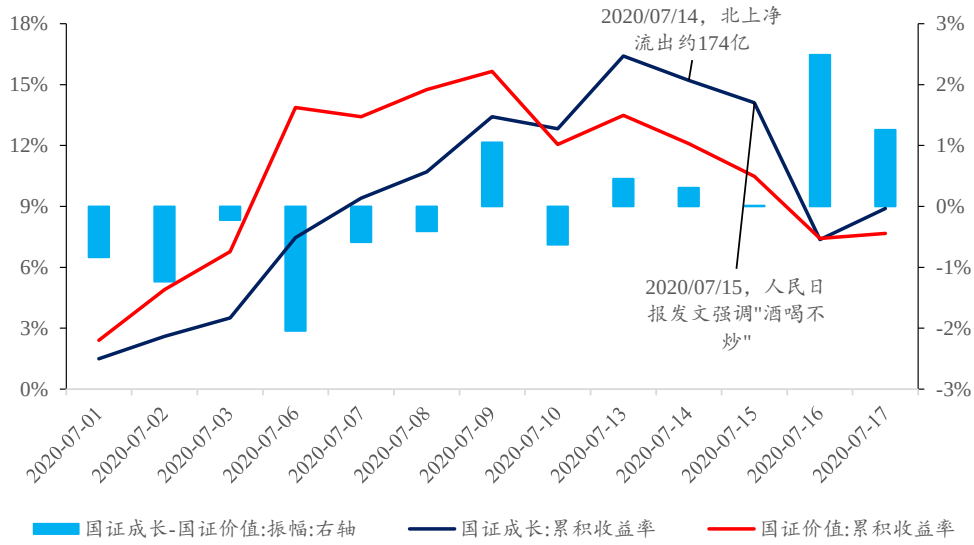
图4：2013 年以来，每当市场进行风格切换之前或之时，往往会伴随着换手率和振幅的阶段高点



数据来源：Wind、开源证券研究所

如果我们仔细拆分振幅的贡献，我们发现本轮风格切换中，最开始价值板块振幅较大，到近期成长板块振幅较大。**单纯从市场的波动贡献来讲，7 月以来市场完成了从价值到成长的迁移。**这背后的含义可能是：**价值板块在一轮上涨后，波动逐步收敛，上移的价格中枢逐步确认；成长板块在市场表现中越来越表现出不稳定性。**这符合历史上风格切换的规律和内在逻辑。我们与投资者交流中，发现有一种观点认为，风格切换往往需要通过大幅的资产价格双向波动，而这种条件也在形成。

图5：7月初期价值风格占优，之后随着存量和增量逐渐激烈的“博弈”以及外部冲击，成长和价值交替占优。市场波动中心开始从价值股往成长股迁移。



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：累积收益率的起点为7月1日

3、 两股不稳定的力量：市场波动的来源

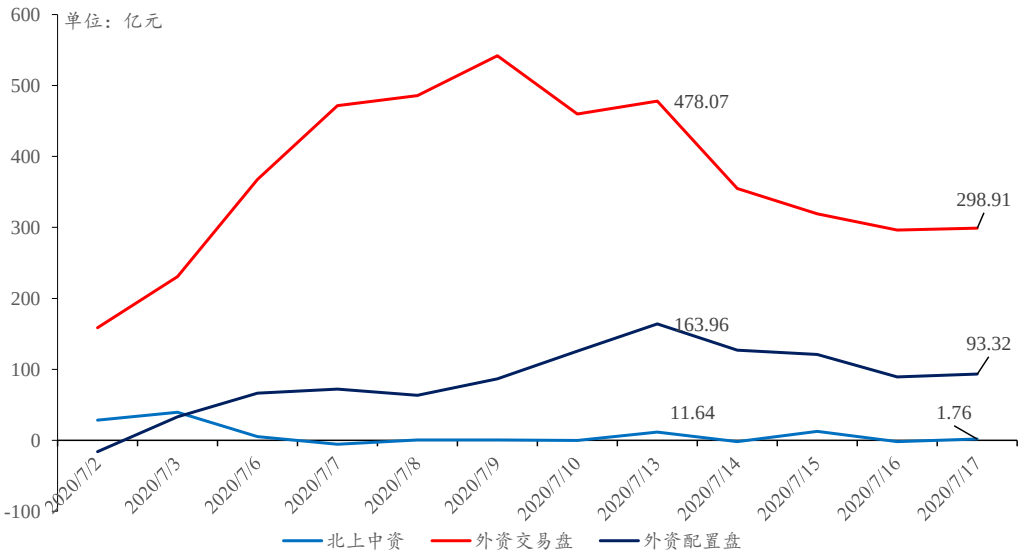
我们在此前报告中已经反复强调了本轮行情的基石是经济出现超越疫情环比复苏的动能。不可否认的是，指数快速的反弹让7月以来重演2015年的牛市预期升温，带来了大量交易型资金的涌入。新增的资金活跃了市场，但也让市场出现了较大波动，特别是7月10日以来连续的政策降温让牛市预期降低，交易型资金的放缓与撤离让市场出现了明显的回撤。

3.1、 北上资金出现了异常的活跃，7月出现折返跑

从北上整体来看，**截至7月17日，北上交易型资金、配置型资金以及北上中资的月度累积净买入均为正，且北上交易型资金仍为主要增量资金**。7月13日为7月北上整体累积净流入的高点，7月14日至7月17日逐步下降。

板块上看，7月2日至7月13日，北上资金主**要净买入顺周期板块**，7月14日至7月17日，北上资金**主要净卖出消费、TMT和医药等**；**行业上**，7月2日至7月13日，**北上主要净买入非银、机械设备、计算机和化工等行业，净卖出休闲服务、食品饮料和传媒**，7月14日至7月17日，**北上整体仅净买入非银、计算机、交运、汽车和建材等，对其他行业净卖出**。我们发现，**北上整体在7月13日前后风格保持了一致，7月13日及之前主要净买入顺周期等价值板块，7月14日至7月17日主要净卖出TMT、医药以及消费等成长板块。**

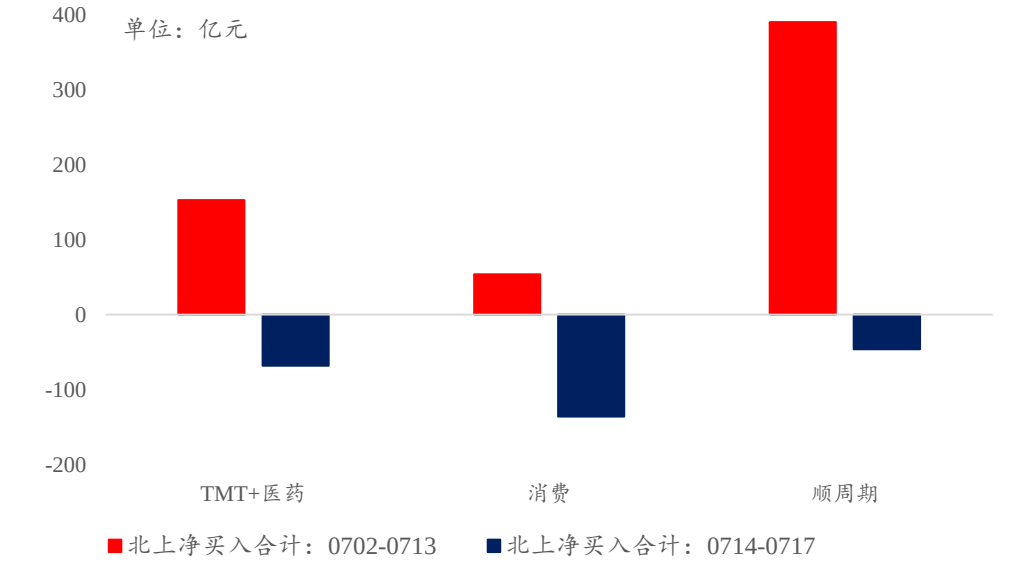
图6：截至 7 月 17 日，北上交易型资金、配置型资金以及北上中资的累积净买入均为正，且北上交易型资金仍为主要增量资金



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：累积净买入的起始点为 7 月 2 日

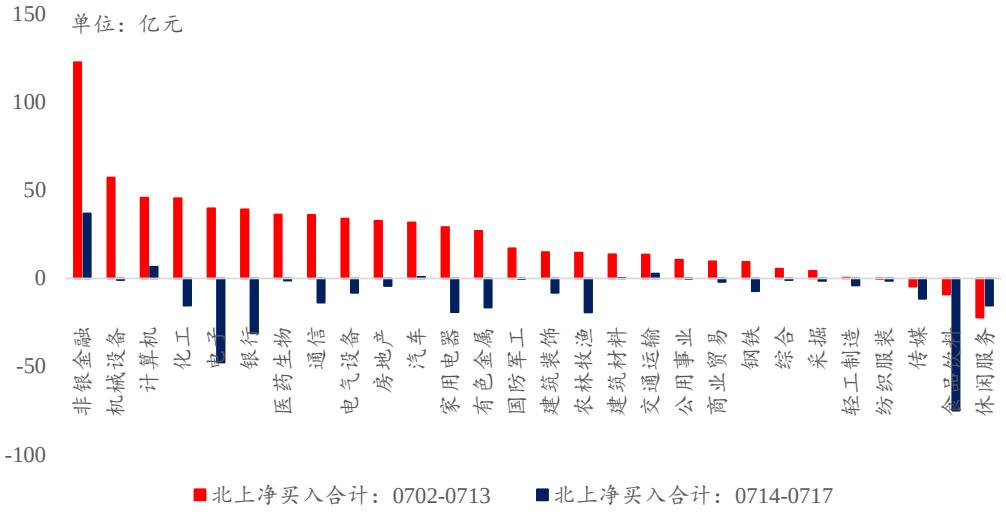
图7：从板块上看，7 月 2 日至 7 月 13 日，北上资金主要净买入顺周期板块，7 月 14 日至 7 月 17 日，北上资金主要净卖出消费、TMT 和医药



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：顺周期板块包括金融地产、建筑建材、钢铁、有色金属、采掘、化工、交通运输、公用事业和机械设备；消费包括食品饮料、家用电器、轻工制造、农林牧渔、汽车、商业贸易、纺织服装和休闲服务等

图8：行业上，7 月 2 日至 7 月 13 日，北上主要净买入非银、机械设备、计算机和化工等行业，净卖出休闲服务、食品饮料和传媒，7 月 14 日至 7 月 17 日，北上整体仅净买入非银、计算机、交运、汽车和建材等，对其他行业净卖出



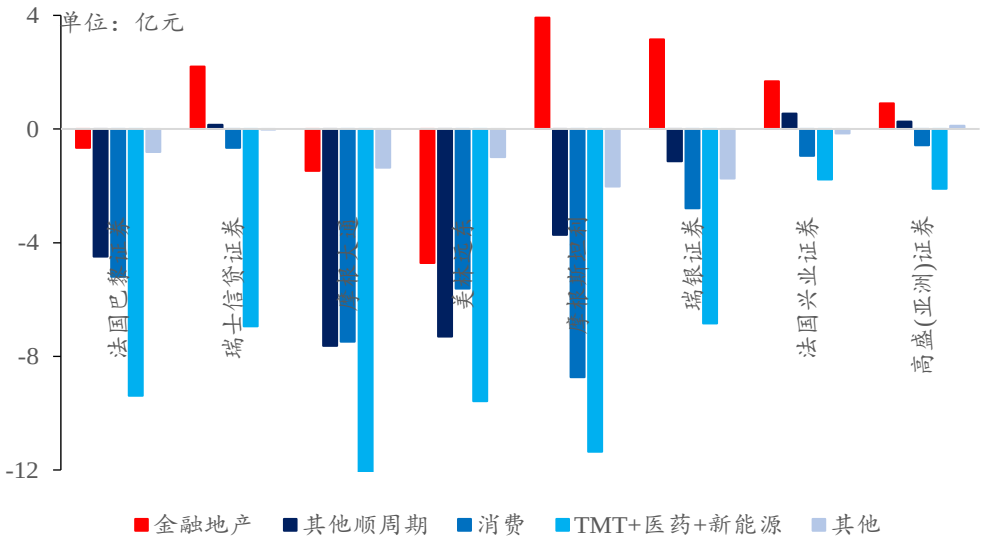
数据来源：Wind、开源证券研究所

我们将进一步拆分北上资金的行为：我们在 0708 报告《神秘的力量：北水中的暗流》中提到，7 月以来的行情中，**北上中可能出现了与以往风格不同的参与者，这些参与者更加偏好价值风格，资金流入方向主要为顺周期板块，他们是本轮行情的重要边际力量**，且主要增量资金托管于美林远东、摩根大通、瑞银证券以及摩根斯坦利在内的 8 家机构。该类资金的来源和性质将很大程度打破我们对 2016 年以来北上资金的惯性认知，这一点我们会在最新的深度报告中详细讨论。本次周报中我们将只对行为本身进行刻画，以观察本轮市场中最新的博弈力量：

7 月 14 日北上较大额度净流出当天，托管于该 8 家机构的投资者**主要净卖出 TMT+医药+新能源以及消费板块，顺周期板块则净卖出较少**，同时，**托管于摩根斯坦利以及瑞银证券等机构的投资者仍在净买入金融地产等顺周期板块**。

7 月 16 日市场较大幅度调整背后，托管于该 8 家机构的投资者**主要净卖出科技、医药以及消费板块**，对于金融和周期板块相对卖出较少，**甚至部分席位出现明显净买入**。我们不得不承认，因为有新的参与者或者其他因素，北上资金作为整体的风格已经出现了明显的切换。

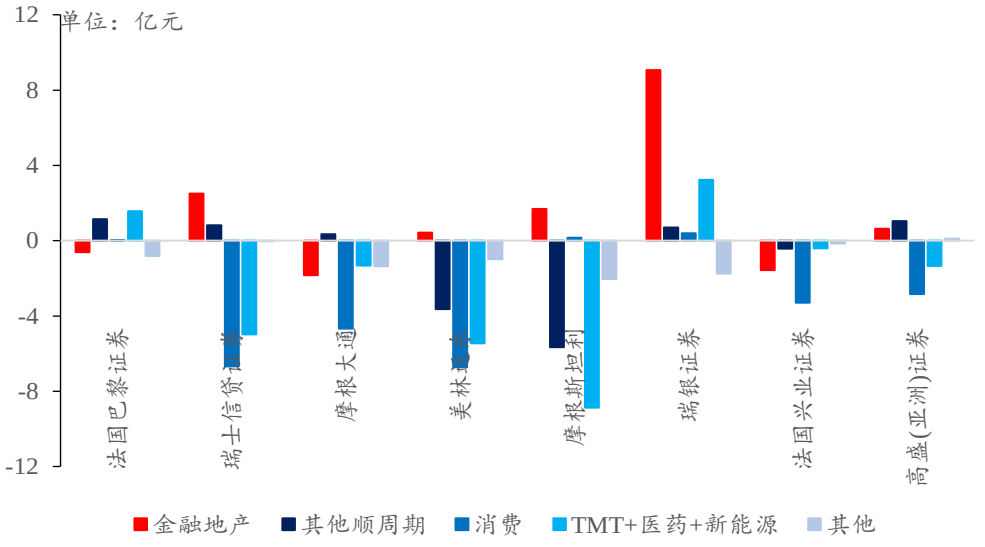
图9：7 月 14 日，托管于美林远东、摩根大通、瑞银证券以及摩根斯坦利在内的 8 家机构的资金主要净卖出 TMT+医药+新能源以及消费板块



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：其他顺周期板块包括建筑建材、钢铁、有色金属、采掘、化工、交通运输、公用事业和机械设备，其他包括综合和国防军工

图10：从净买入板块上看，7 月 16 日较大幅度 A 股调整当天，托管于摩根斯坦利以及瑞银证券等在内 8 家机构的投资者仍偏好金融地产等顺周期板块



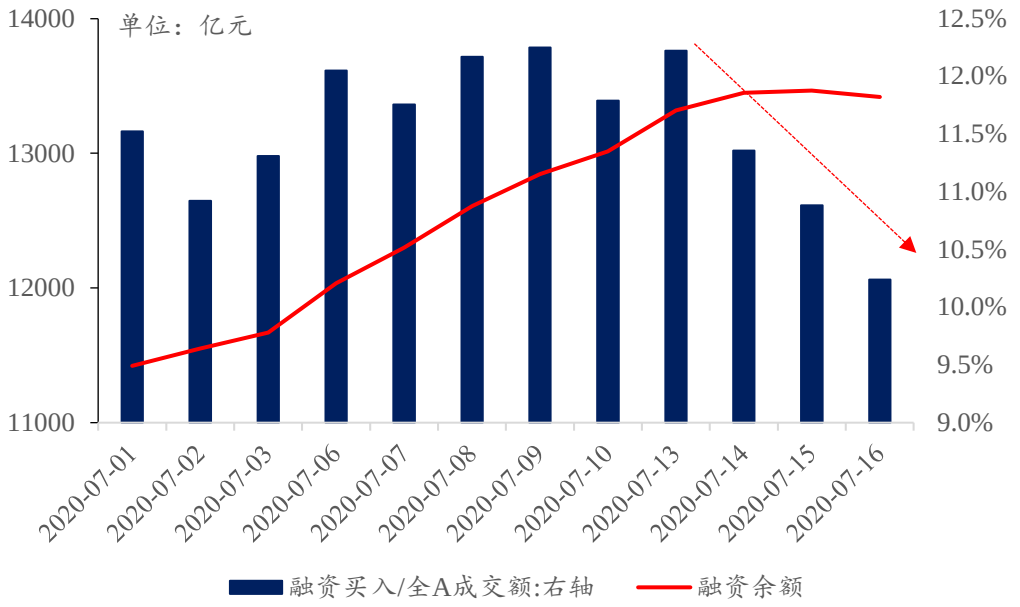
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、 近期两融交易者为代表的国内“博弈型”资金活跃度开始下降

7 月 1 日至 7 月 13 日，以两融交易者为代表的“博弈型”资金较为活跃，7 月 14 日至 7 月 16 日活跃度逐步回落。如果我们认为两融交易一定程度可以代表博弈型资金的一种动向，**我们会发现，自 7 月 10 日降温之后，由于牛市预期在降低，博弈型资金的活跃度开始不断下降。**

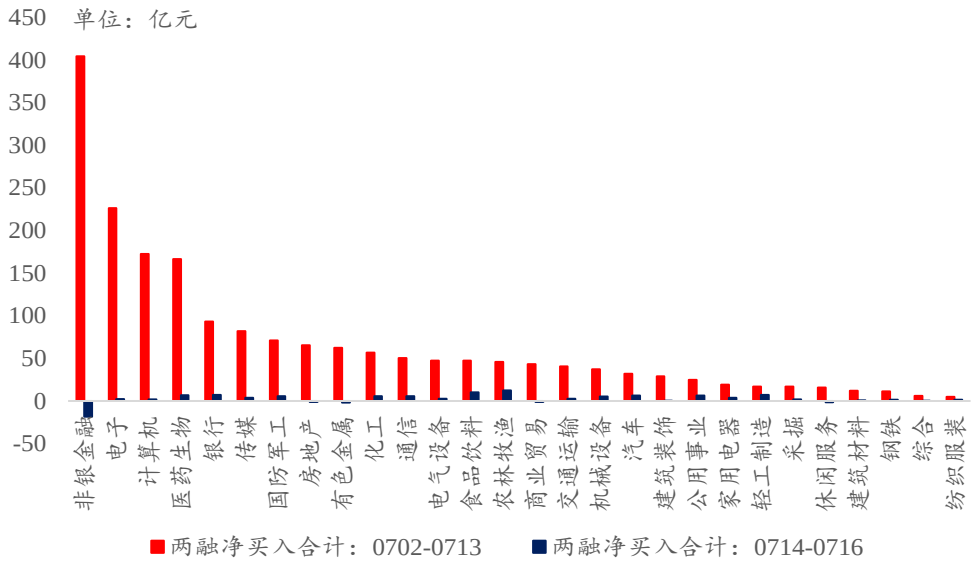
7 月 1 日至 7 月 13 日，融资买入占比维持相对高位，融资余额不断上升；7 月 14 日至 7 月 16 日融资买入占比逐步下降，融资余额增长有所放缓。行业上，7 月 1 日至 7 月 13 日，两融主要净买入非银、电子、计算机和医药等行业，但 7 月 14 日开始，两融资金在这些板块的动能开始出现明显衰减。

图11：7 月 1 日至 7 月 13 日，融资买入占比维持相对高位，7 月 14 日至 7 月 16 日逐步下降。7 月以来，融资余额不断上升，7 月 14 日至 7 月 16 日有所放缓



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：7月1日至7月13日，两融主要净买入非银、电子、计算机和医药等行业，7月14日之后明显衰减



数据来源：Wind、开源证券研究所

从资金的动向上看，我们觉得至少推演出以上情景：**在7月初风格切换发生后，牛市预期大增，导致各方博弈型资金持续的涌入：北上资金从周期板块扩散到全局性买入；而国内交易型资金则主要继续买入前期强势的成长股。随着监管降温，市场牛市预期不断降低，导致了各类博弈型资金流入的放缓和撤出，在撤退时，北上交易型资金选择退守估值相对合理的顺周期价值股，这也是其7月以来其抢滩的头阵。**资金的行为一定程度可以帮助我们理解，为何价值板块体现出了相对的稳定性。

4、“监管”降温勿忧，基本面仍在，抢先布局顺周期

有投资者担心，在当下脆弱的市场中，伴随着监管“降温”，市场是否会出现像2019年4月的情况。即使能够在价值风格上获得相对收益，但仍可能采取观望态度。在0712报告《回不去的2015》，我们提到经济复苏的势能在逐步确立：**PPI拐点出现、信贷持续扩张、利率中枢继续上行，资金“脱虚入实”正在进行中**，同时我们看到，基建及房地产投资已恢复至累计同比正增长，而社零及制造业仍处于环比改善但同比负增长的阶段，其中社零的同比增速斜率明显更“平缓”，因此我们**认为当下很难出现对于担忧经济过热的政策降温，因为目前看投资仍是支撑经济修复的核心力量，消费恢复仍慢于投资，同时就业问题仍然形成了硬约束，这与2019年4月的环境大为不同。**

图13：2020 年 7 月信用环境优于 2019 年 4 月，资金正在逐步“脱虚入实”



数据来源：Wind、开源证券研究所

以消费+科技为代表的成长股由于估值与交易的拥挤已经成为了市场的脆弱点，顺周期价值板块的相对与绝对优势正伴随经济复苏逐步确立。我们的推荐顺序为：第一，受益于投资确定性快速复苏、当前估值仍较低的：**建材、化工、建筑、工程机械、煤炭、有色金属**；第二，估值仍存在修复空间的：**房地产、非银**；第三，顺周期消费：**汽车，家电**。

5、 风险提示

中美贸易摩擦；海外疫情超预期恶化；国内经济下行超预期

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