粤开证券
YUEKAI SECURITIES

回顾三轮牛市，本轮长牛可期

分析师：殷越
执业编号：S0300517040001
邮箱：yinyue@ykzq.com

分析师：李兴
执业编号：S0300518100001
邮箱：lixing@ykzq.com

2020年7月9日

粤开证券 YUEKAI SECURITIES

Contents

目录

1、核心观点

2、本轮行情分析

3、外围环境

4、政策与盈利的赛跑

5、资金面看点

6、行情研判

7、配置主线

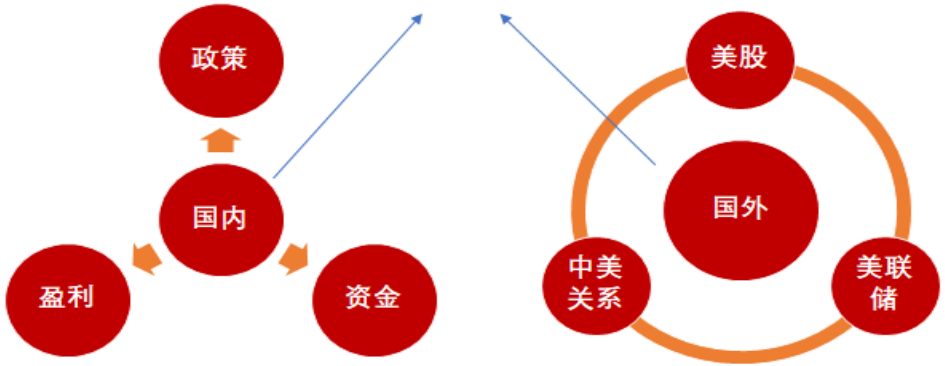
1 核心观点

市场底部驱动源于宽松的流动性，中长期驱动在于经济复苏及企业盈利改善，本轮行情有望持续走出长牛

A股驱动因子

2020年A股驱动因子

$$V = \sum_{t=1}^{n} \frac{D_t}{(1+R)^t}$$





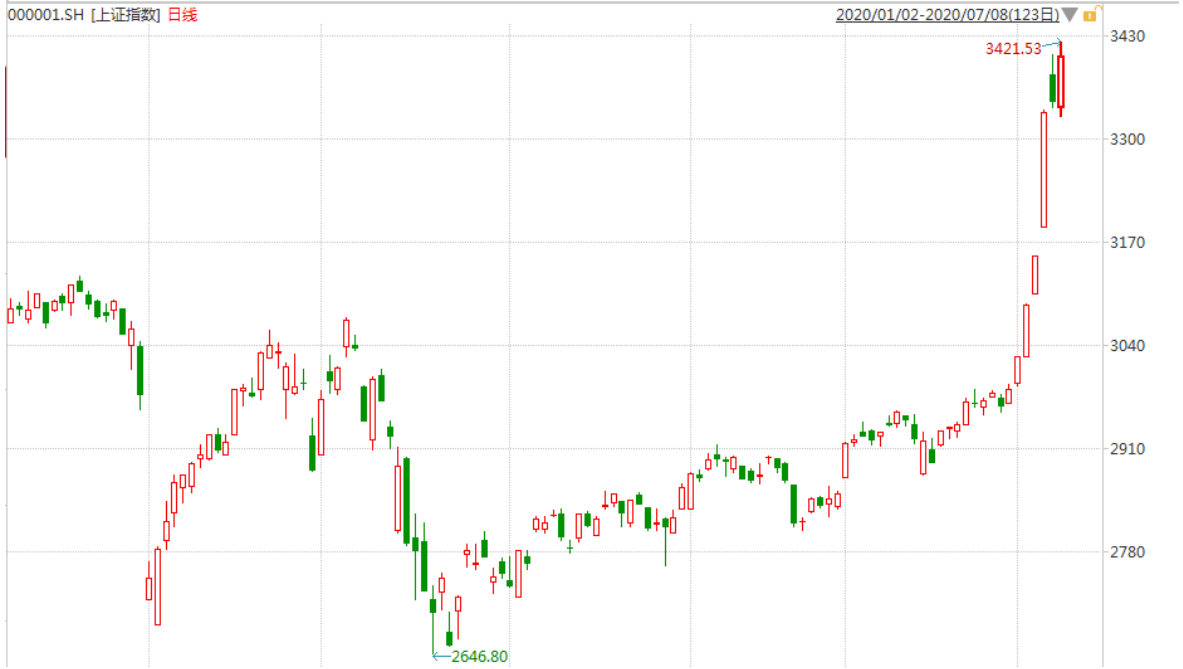
- **核心观点：**
  - 2019年→“超跌反弹年”
  - 2020年→新冠突发下，“蛟龙久蛰，牛市蓄力”
  - 布局正当时，下半年或走出“N”字形
  - 配置上当前侧重“扩内需”政策及复工复产受益主线（消费+科技），年末再度聚焦业绩确定性
- **无风险利率中性**
  - 利率最低点或已过去，10年国债将在2.7%-3.0%区间内震荡
- **盈利端短期见底**
  - 盈利二次下探再度触底
- **风险溢价：稳定与风险并存**
  - 卫生事件全球拐点仍未现，但市场对盈利下滑price-in
  - 美国大选，多变而复杂的中美经贸关系。

2 本轮行情分析

近期金融、地产等权重股持续发力，带动指数连日上攻，尤其是券商股的强势启动向市场传递出牛市信号

2 本轮行情分析

2020年以来上证指数走势



- 近期金融、地产等权重股持续发力，带动指数连日上攻，尤其是券商股的强势启动向市场传递出牛市信号
- **本轮行情更像2014年，原因有三**
  - 都在7月启动
  - 都是券商主打
  - 都是中小市值板块先行

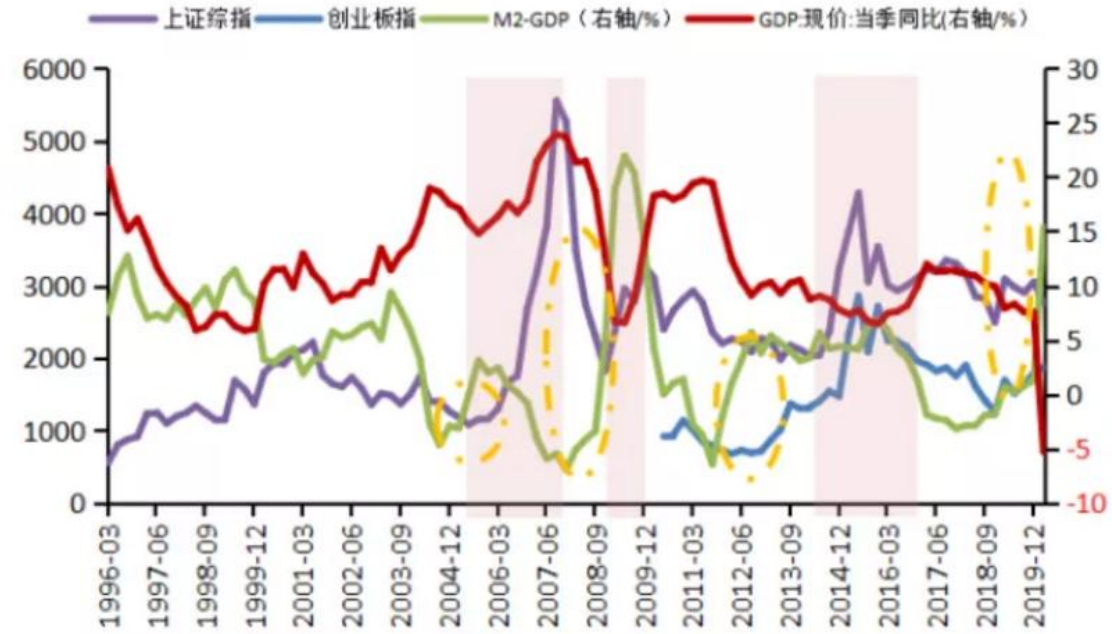
上证指数2014年7月走势



资料来源：wind，粤开证券研究院

2 复盘过去三轮牛市，初始驱动力均源于宽松的流动性

复盘2005年以来的三轮牛市

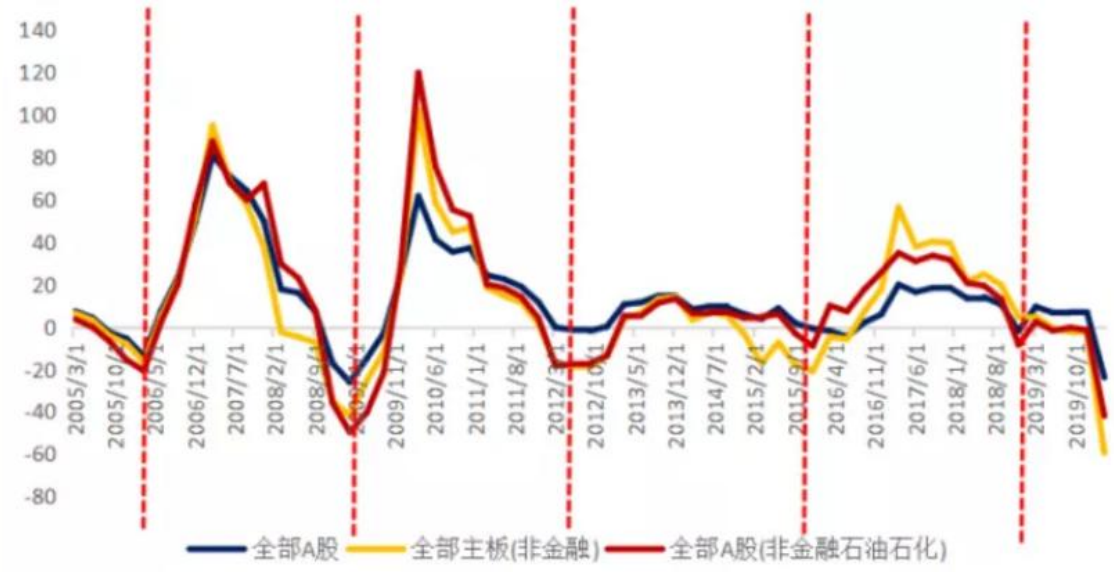


- 三轮牛市的初始驱动力均源于宽松的流动性
  - 2005年人民币汇改，贸易顺差带动流动性大量涌入
  - 2008年为对冲次贷危机的负面影响，全球开启降息周期
  - 2012年M2触底反弹，而GDP处于下行阶段，市场整体处于信用扩张周期

资料来源：wind,粤开证券研究院

中长期驱动因素在于经济复苏或盈利改善

企业盈利周期

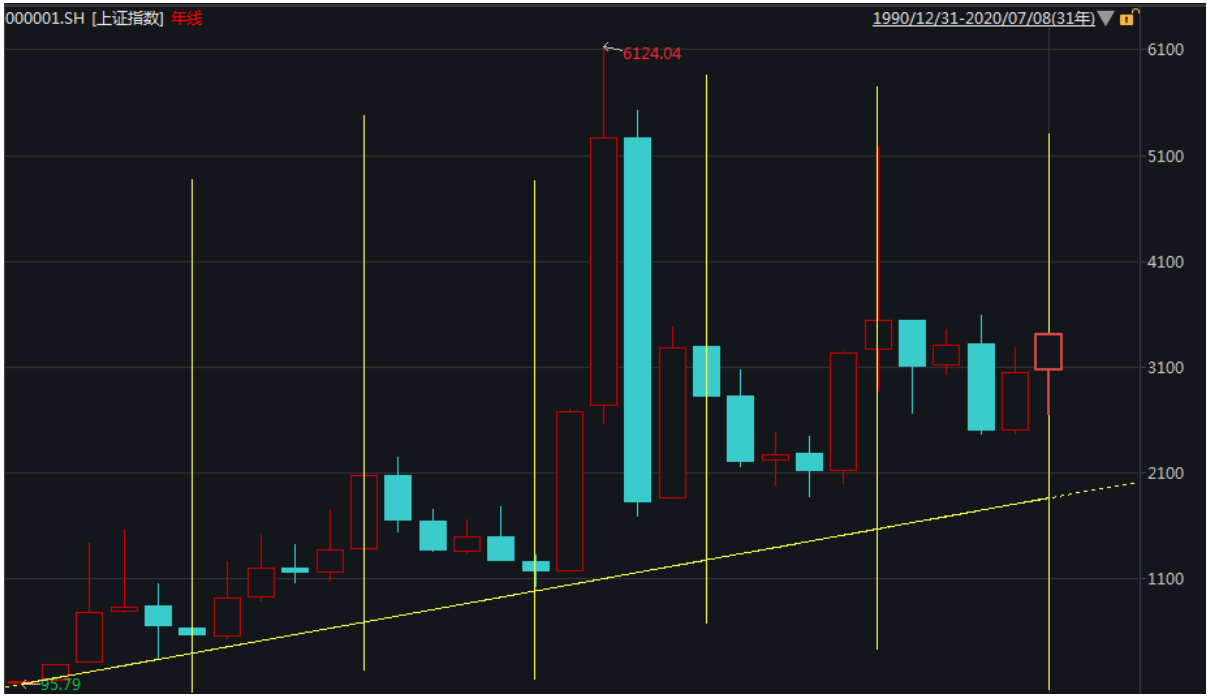


- 早期的流动性驱动之后，牛市中长期的驱动因素仍在于**经济复苏或企业盈利改善**
- 整体而言GDP都会在之后的牛市行情中略滞后于指数出现企稳反弹，经济复苏在一定程度上助力市场打开上行空间
- 2013年-2015年成长股业绩回暖带动创业板指连续走强，再加上流动性宽松，催生了2013-2014年创业板的独立行情

资料来源：wind,粤开证券研究院

2020年是一个新的五年周期起步阶段

上证指数年线前复权图 （六个五年周期）



- 第一个5年周期，1990-1995年经历了一轮完整的上涨和下跌
- 第二个5年走出了单边的上涨行情
- 第三个5年走出了单边的下跌
- 第四个周期2005-2010年同第一个类似，也是经历了一个完整的上涨与下跌行情
- 第五个周期改变了之前四个周期的规律，类似于上一个五年，只是从上涨-下跌的顺序出现了反转，走出了U型特征
- 第六个周期，2015-2020年，类似于上一个五年，走出U型特征
- **2020年是一个新的五年周期起步阶段，我们认为本轮牛市有望持续，走出长牛行情**

资料来源：wind,粤开证券研究院

本轮牛市有望持续，走出长牛行情

粤开证券 YUEKAI SECURITIES

宏观面

- 财政货币政策加持，A股政策相对稳健，后续宽松空间机会

中观面

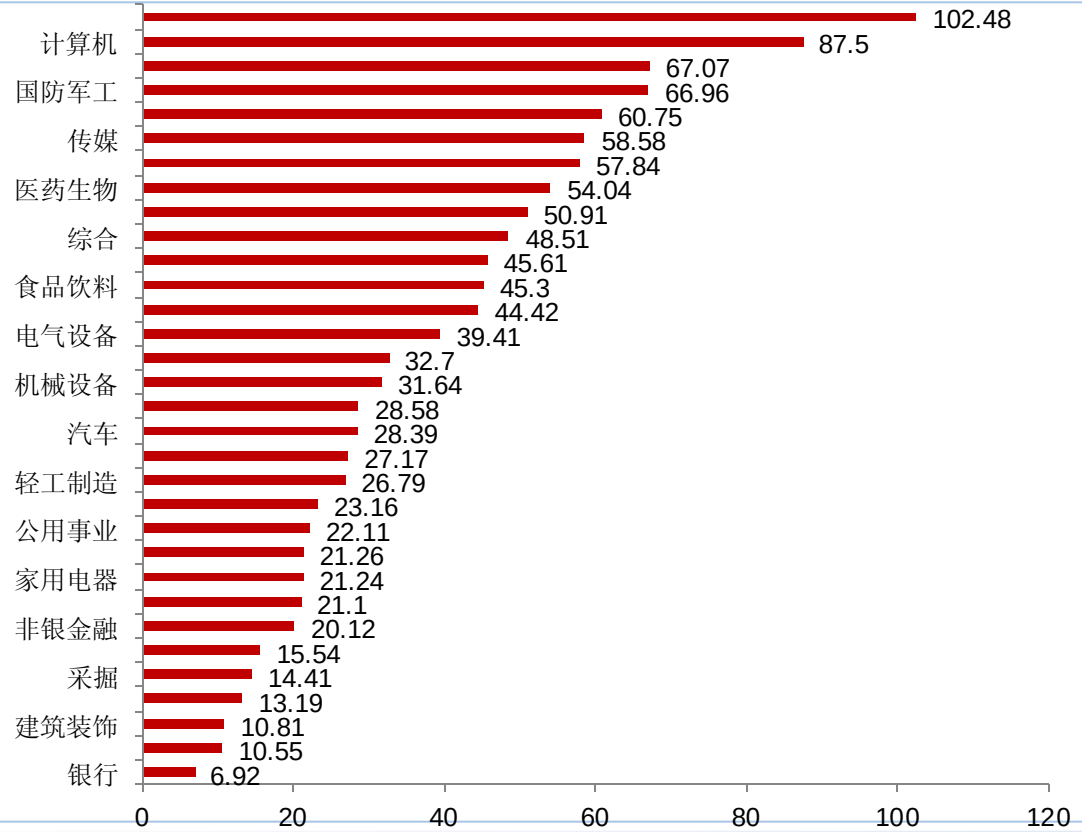
- 银行估值较低，之前行情也是券商主打周期补涨，有据可循

微观面

- 科创板蓝海，参考创业板迸发核心资产，关注科技细分领域龙头

低估值板块存在一定估值修复的需求

各行业估值情况（截至2020年7月8日）



- 截止7月8日收盘，申万行业中估值最高的板块为休闲服务102.48倍，尽管经历了一波反弹，银行板块依旧估值最低，仅有6.92倍，低估值板块存在一定估值修复的需求。而低位板块集中于周期权重板块，带动当前的蓝筹补涨行情

资料来源：wind,粤开证券研究院

三方面促使本轮行情继续演绎

粤开证券 YUEKAI SECURITIES

基本面

- 经济动能持续修复

资金面

- 全球开启宽松周期，流动性较为宽裕

政策面

- 资本市场改革预期强烈，为牛市孕育了健康的市场环境

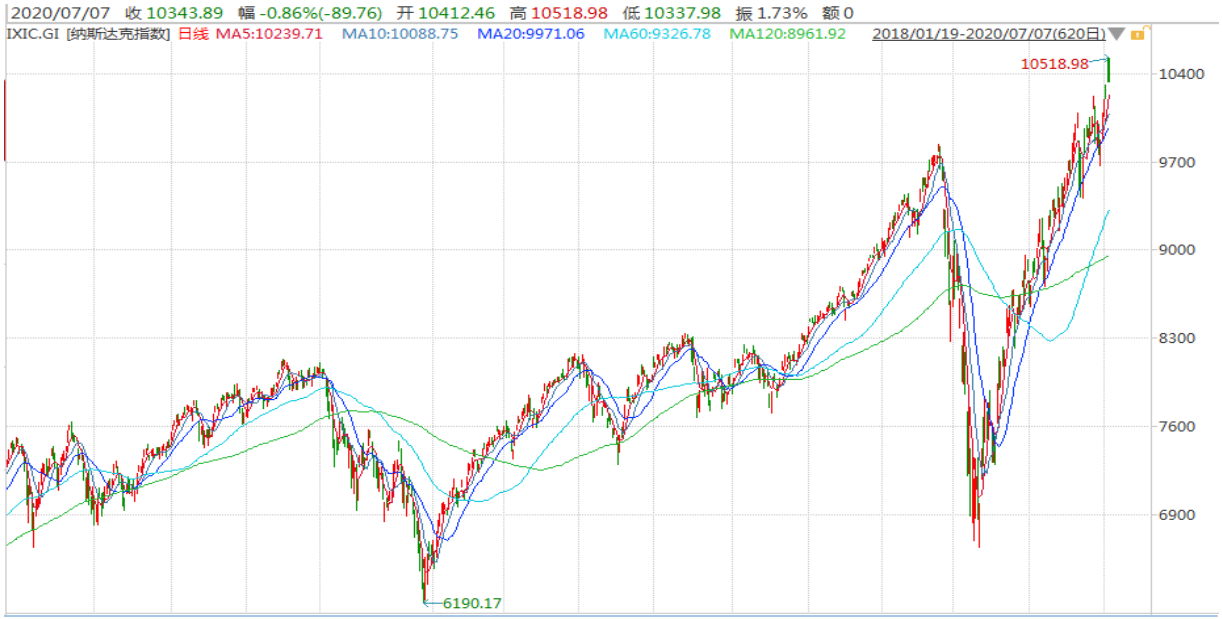
- 市场层面上，近期市场加速上行有先期预兆，此前创业板指已走出一轮“小牛市”，突破2016年高点2300点区域，创业板指的快速上行对沪指存方向性指引，沪指突破3000点符合市场预期
- 剖析权重蓝筹补涨的原因，我们认为主要在于以科技为代表的成长股在经历了近几个月的狂欢之后，大小票的估值差异进一步拉大

3 外围环境

资产一度被无差别抛售，美股熔断五次，但纳指现已收复失地

3.1 美股经历08年以来的第三大调整

美股熔断，全球市场大幅动荡



资料来源：wind，粤开证券研究院

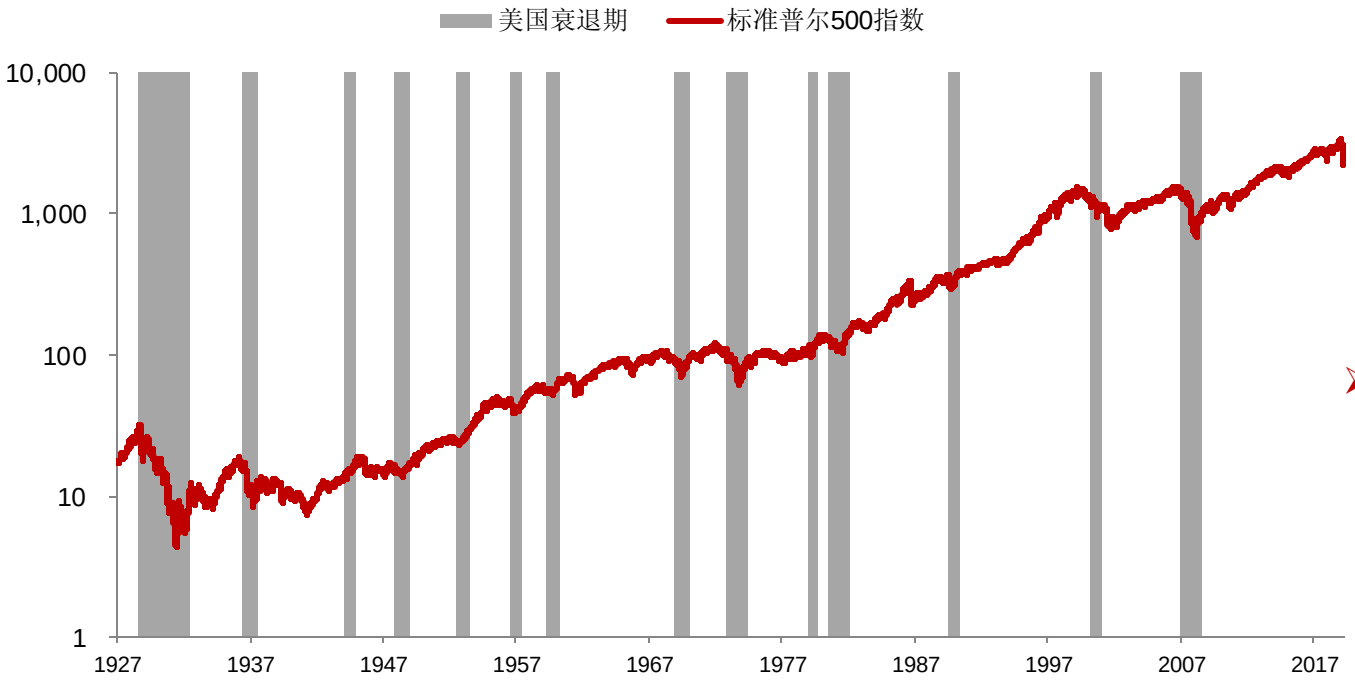
自2009年以来，美股的长牛已经进入了**第十二个**年头，期间也经历了许多次较大的波折。

此前的六次大调整(**跌幅>10%**)，美股都平安着陆，**本轮调整从目前来看是次贷危机以来的美股第三大重挫（流动性危机、原油暴跌以及估值偏高），跌幅最为迅速的一次，但随后超跌反弹。**

目前纳指已收复失地（底部反弹超70%）。

3.2 美股与经济密切相关

美股的13次熊市



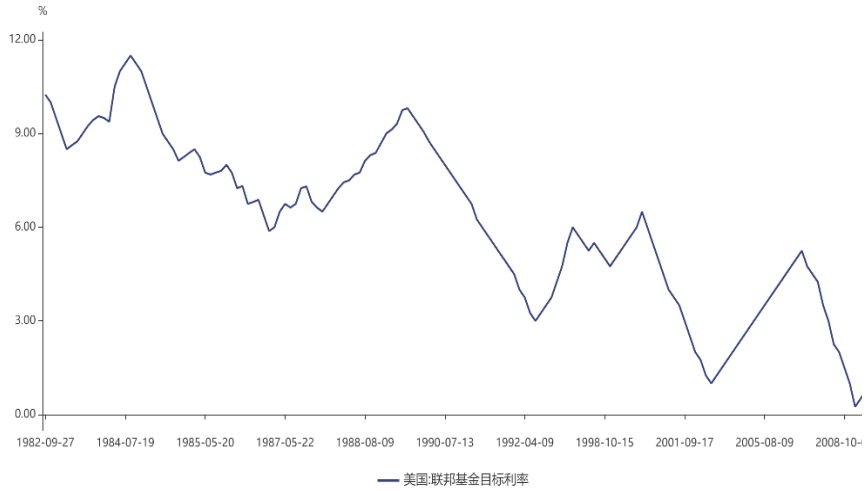
资料来源：wind,粤开证券研究院

- 1929年以来，美国一共发生了14次经济衰退和13次熊市，这两者之间的关系是高度重合的，在发生经济衰退的时期，几乎都伴随了美股熊市。
- 非农失业率创下低纪录。市场预期其多受临时性停工影响，“一次性”影响，但美国部分州病例仍在加速

3.3 美联储的操作空间越来越狭窄

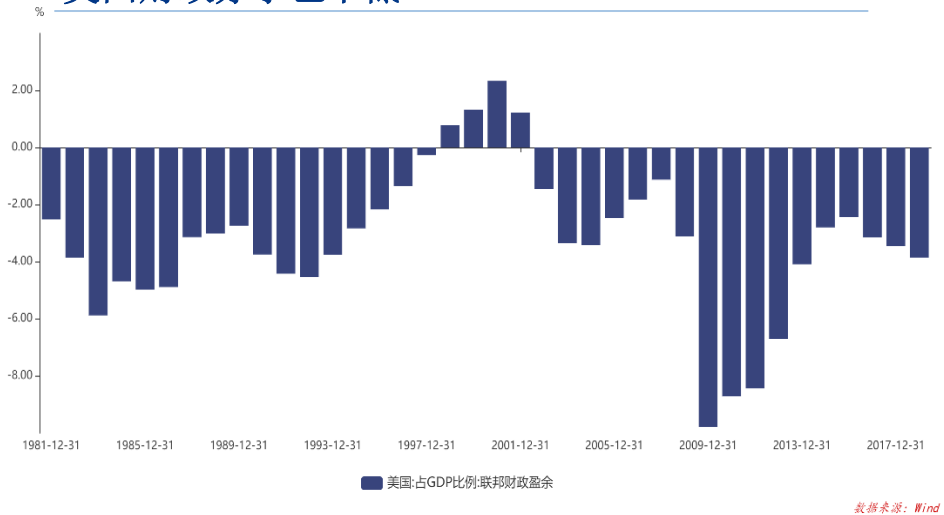
粤开证券 YUEKAI SECURITIES

图表7：美国降息空间已经非常有限



数据来源：Wind

美国财政赤字已不低



数据来源：Wind

- **美联储使出了浑身解数来阻止经济的衰退。**
- **长期来看，当前的美股处于次贷危机以来较差的周期位置，免疫力降低，应对外部冲击的调节能力下降。**
- **A股在本轮调整中独立性明显。**

3.4 大选之年的中美经贸关系

中美经贸磋商的一些主要领域



- **中美第一阶段经贸协议文本达成一致**
- **（2019年12月13日）**
  - 分阶段的经贸磋商和协议形式
- **10月美国大选的冲刺月**
  - 转移内部矛盾，变数增多
  - 中后期遗留的问题或分歧较大
  - 摩擦或成“常态”，A股具有一定免疫力

资料来源：wind,粤开证券研究院

4 政策与盈利的赛跑

对于后续行情的演进，我们认为政策是快变量，盈利是慢变量。

4.1 如何看一季度数据回落

- **若无疫情冲击，库存增速在2020H1见底，盈利周期加速回升。工业企业库存周期约3-4年，与上市公司盈利周期较吻合。**
- **但疫情使得全球产业链中断，库存周期被拉长。盈利增速在20Q1向下探底，接近09Q1。**
- **后续主要看政策对经济的提振效果。类比09年,全部A股的盈利增速在“四万亿”刺激政策下逐季修复。**

存货周期被拉长



过去十五年的盈利周期

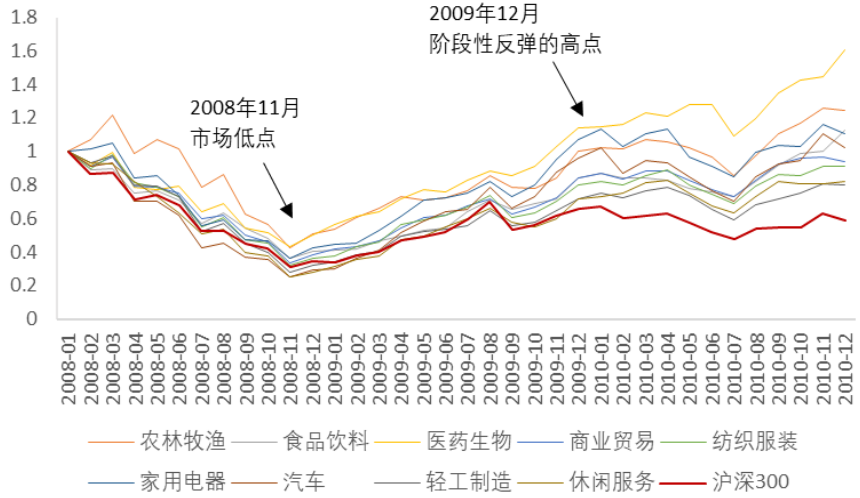


资料来源：wind,粤开证券研究院

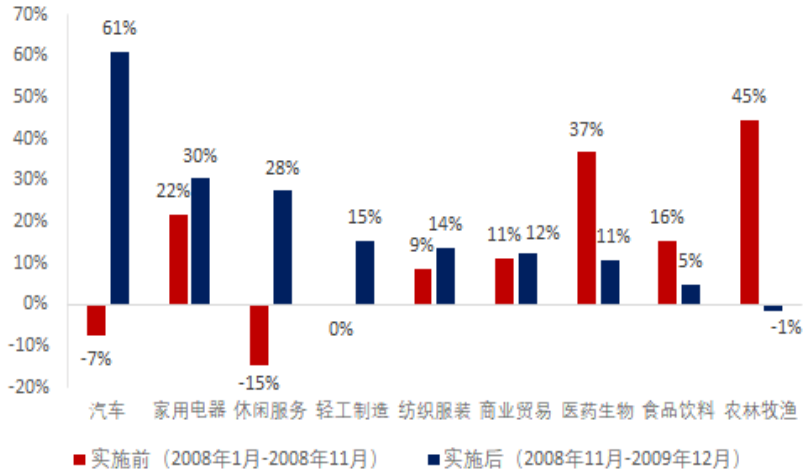
4.2 以史为鉴，类比08年末“四万亿”复苏

- **以11月“四万亿”复苏计划为起点，货币供应充裕为消费破冰，带动企业营收提速，提振二级市场信心。**
- 经济刺激政策的传导最先显现在**信贷数据和股价上，3个月后效果在CPI和社零数据**上显现，企业在**09Q3营收增速**出现拐点。
- **实施前，农林牧渔、医药生物韧性较大具备避险属性。实施后，家电、汽车等可选消费涨幅较大，弹性更好。**
- **现在，政策组合拳密集推出，投资、消费两架马车双管齐下拉动经济增长。**

08年“四万亿”后刺激沪深300、大消费大幅反弹



消费板块相对沪深300区间超额收益



资料来源：wind，粤开证券研究院

4.3 政府工作报告

	具体指标	2017	2018	2019	2020
GDP	目标增速	6.5%左右	6.5%左右	6%－6.5%	未设定具体目标
就业	就业政策基调	大力促进就业创业	着力促进就业创业	就业优先政策全面发力	就业优先政策全面强化
	城镇新增就业	1100 万人以上	1100 万人以上	1100 万人以上	900 万人以上
	城镇调查失业率	-	5.6%以内	5.5%左右	6%左右
	城镇登记失业率	4.5%以内	4.5%以内	4.5%以内	5.5%左右
	城镇新增就业	1100 万人以上	1100 万人以上	1100 万人以上	900 万人以上
货币政策	政策基调	稳健中性	稳健中性，松紧适度	稳健，松紧适度	稳健，更加灵活适度
	货币供给	-	管好货币供给阀门	把好货币供给总阀门，不搞大水漫灌	综合运用降准降息、再贷款等手段
	货币政策工具	综合运用货币政策工具	差别化准备金、信贷等政策	灵活运用多种货币政策工具	创新直达实体经济的货币政策工具
	M2	增长 12%左右	合理增长	与 GDP 名义增速匹配	引导增速明显高于去年
	社融	增长 12%左右	合理增长	与 GDP 名义增速匹配	引导增速明显高于去年
财政政策	政策基调	政策更加积极有效	积极的取向不变，聚力增效	积极的财政政策要加力提效	积极的财政政策更要积极有为
	赤字率	3.00%	2.60%	2.80%	3.60%
	财政赤字	2.38 万亿	2.38 万亿	2.76 万亿	3.76 万亿
	地方政府专项债	8000 亿	8300 亿	2.15 万亿	3.75 万亿
	抗疫特别国债	-	-	-	1 万亿
	减税缴费	0.35 万亿	0.8 万亿	2 万亿	2.5 万亿
基建	政策基调	积极扩大有效投资	发挥投资对优化供给结构的关键作用	合理扩大有效投资	扩大有效投资
	铁路	8000 亿	7320 亿	8000 亿	-
	公路水运	1.8 万亿	1.9 万亿	1.8 万亿	-
	重大水利工程	15 项	1 万亿	-	-
	中央预算内投资安排	5076 亿	5376 亿	5776 亿	6000 亿
旧改	棚改与旧改	棚改 600 多万套	棚改 580 万套	-	改造城镇老旧小区 3.9 万个

4.4 扩内需战略一览

扩内需战略

推动消费回升	1、通过稳就业促增收保民生，提高居民消费意愿和能力。 2、支持餐饮、商场、文化、旅游、家政等生活服务业恢复发展，推动线上线下融合。 3、发展养老、托幼服务。 4、改造提升步行街。 5、支持电商、快递进农村，拓展农村消费。
扩大有效投资	重点支持既促消费惠民生又调结构增后劲的“两新一重”建设，主要是： 1、加强新型基础设施建设，发展新一代信息网络，拓展5G应用，建设充电桩，推广新能源汽车，激发新消费需求、助力产业升级。 2、加强新型城镇化建设，大力提升县城公共设施和服务能力。新开工改造城镇老旧小区3.9万个，支持加装电梯，发展用餐、保洁等多样社区服务。 3、加强交通、水利等重大工程建设。
加快落实区域发展战略	1、继续推动西部大开发、东北全面振兴、中部地区崛起、东部率先发展。 2、深入推进京津冀协同发展、粤港澳大湾区建设、长三角一体化发展。 3、推进长江经济带共抓大保护。 4、编制黄河流域生态保护和高质量发展规划纲要。 5、推动成渝地区双城经济圈建设。 6、促进革命老区、民族地区、边疆地区、贫困地区加快发展。 7、发展海洋经济。
实施好支持湖北发展一揽子政策	实施好支持湖北发展一揽子政策，支持保就业、保民生、保运转，促进经济社会秩序全面恢复。

资料来源：wind，粤开证券研究院

4.5 逆周期投资加码，经济加速复苏

5月新增社融,3.19万亿

信贷数据持续超预期，3月

5.15万亿

六大发电集团，交通拥堵率

复产复产率基本已达去年同期

6月PMI,50.9

2月过低，环比数据

3月52,4月50.8

维持荣枯线上



新增专项债，1.46万亿

5月基本完成1万亿

第三批1.46万亿元专项债将

会尽快下达至地方

5月挖机，+68%

逆周期投资加码，基建开工提速

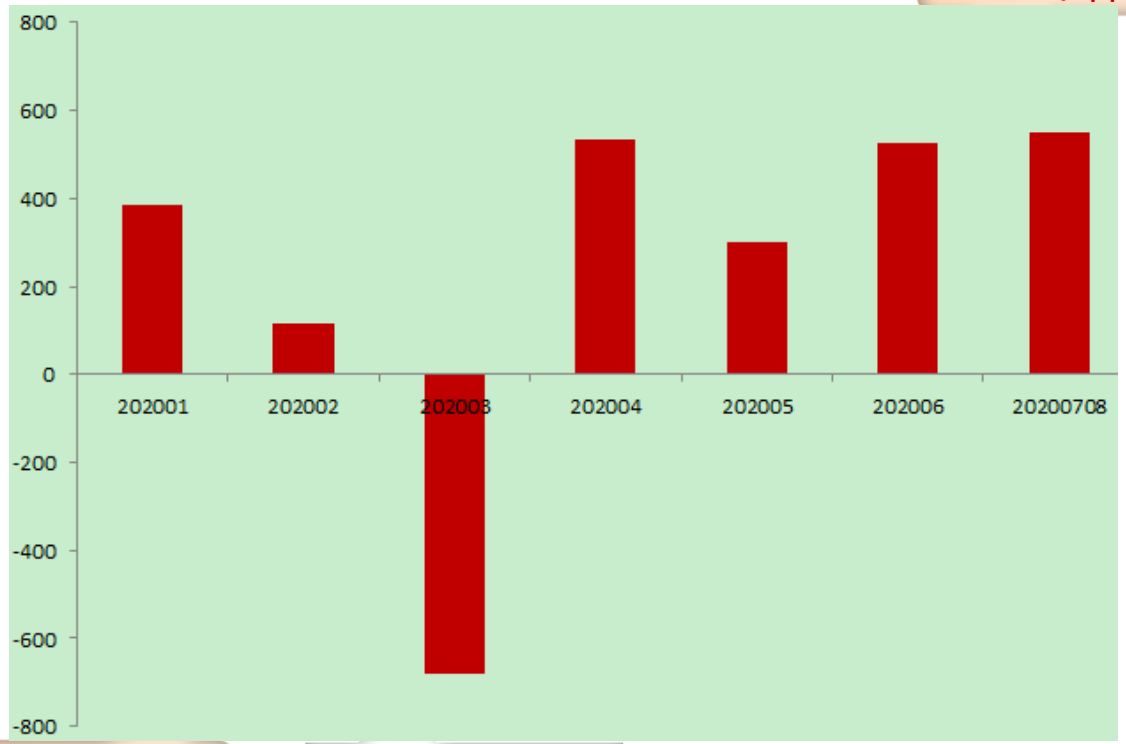
前5个月，累计销量已达14.58万台,已超过2017年全年销量

5 资金面看点

历次典型的牛市行情也往往伴随着巨幅增量资金的重要催化。

5.1 “聪明钱”再度大幅回流

外资大幅回流意味着？

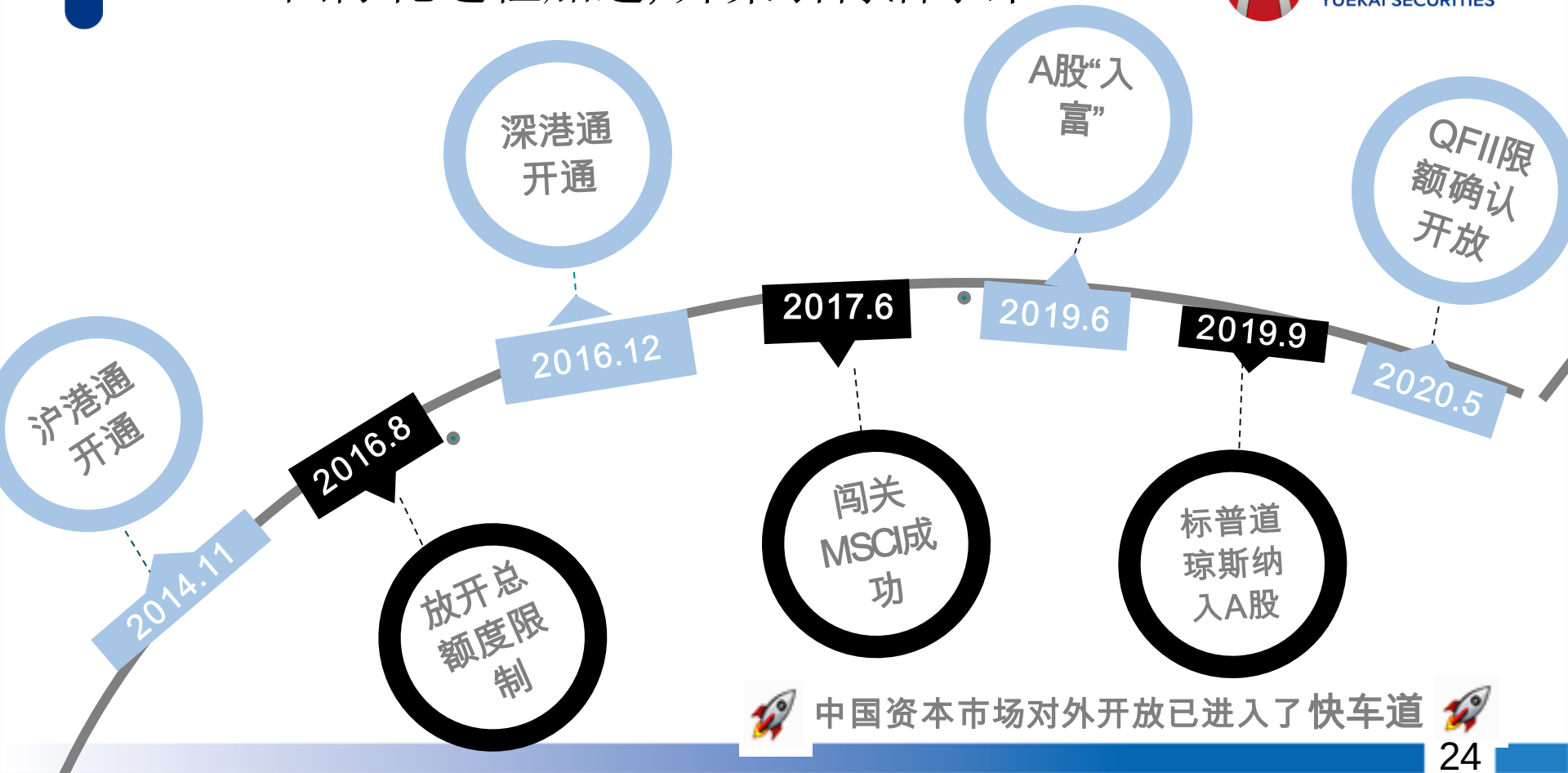


2019.1.5央行“降准”

3月流动性危机下外资大幅撤离

- **市场风向标**
  - 疫情全球扩散后，北上资金不但与美股指期货一道左右着A股走势，也左右着市场情绪。
- **3月4日起连续净流出，3月-680亿。**
  - 蓝筹股的断崖式下跌
  - 大盘从3000点跌至2650点
- **3月24日重返A股，4月+500亿，6月+500亿，7月至今已+550亿。**
  - 大盘从2650点一路震荡盘升至3400点。

5.2 国际化进程加速，开渠引得活水来



中国资本市场对外开放已进入了快车道

5.3 富时罗素扩容A股带来增量资金

- **国际指数富时罗素于6月下旬扩容A股，权重提升至25%，带来增量资金约250亿元。**
  - 其中被动资金达210亿元，于生效日前后流入，主动性资金则往往提前择机涌入。

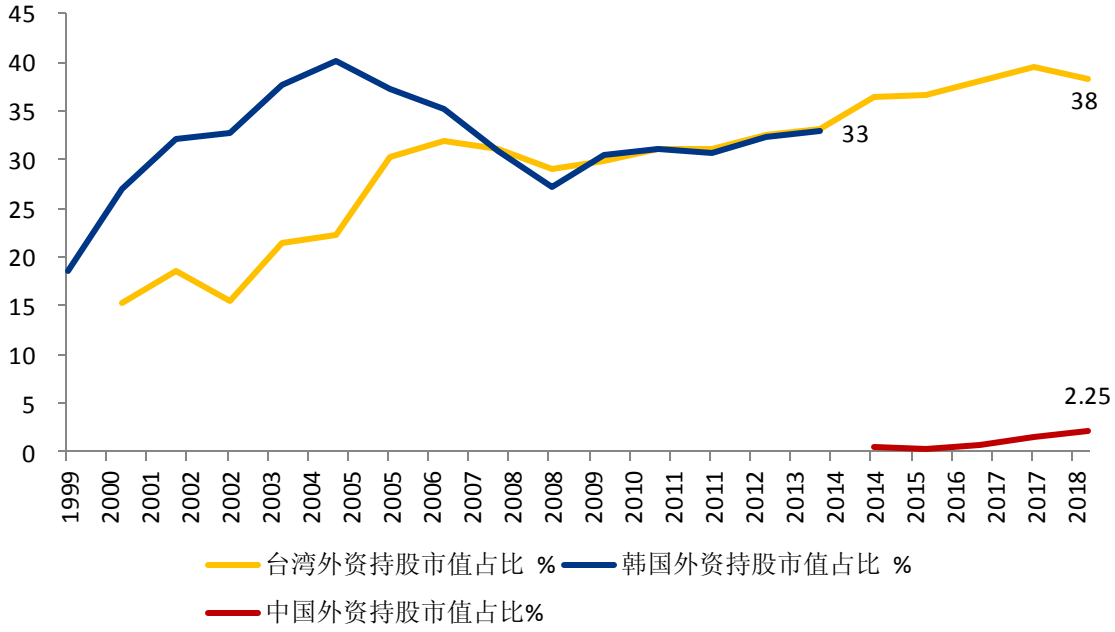
富时罗素第一步完成

	实施日期	纳入因子(%)	被动资金（亿美元）	主动资金（亿美元）	增量合计（亿美元）
富时罗素	2019/6/24	0-5	20	4	24
	2019/9/23	5-15	40	8.5	48.5
	2020/3/23	15-17.5	10	2.12	12.12
	2020/6/19	17.5-25	30	6.38	36.38
	-	100	300	64	364

资料来源： FTSE Russel，粤开证券

5.4 外资增持A股空间仍然很大

相对韩国、台湾地区，外资对A股的持股市值占比小

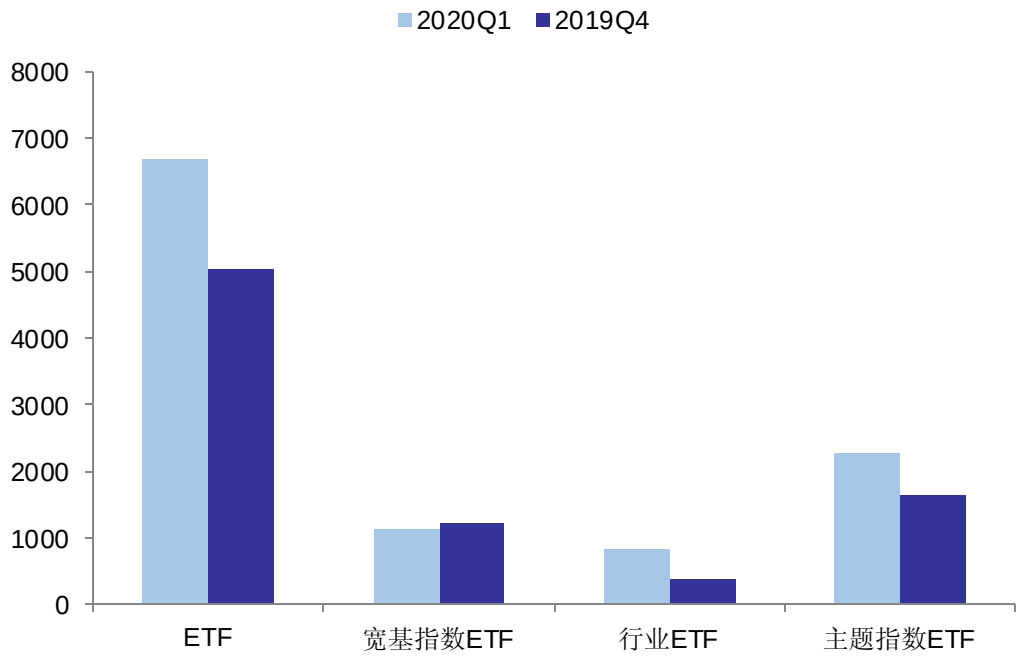


资料来源：wind，粤开证券研究院

- **外资对A股的总持仓市值约为1.6万亿**
- **MSCI和标普暂未公布计划，引发担忧**
- **中长期外资流入A股的趋势未改**
  - A股成长性较佳，国际范围估值性价比高
  - 我国资本市场改革深化
  - 美元指数回落，外围扰动总体低于预期
  - 借鉴韩国及台湾地区外资流入节奏
- **正常情况下，未来5-8年，外资有望净流入A股2-4.5万亿元，每年净流入规模或达到2500-9000亿元。**
  - 2017-2019:400/3000/3500亿元

5.5 年初以来爆款基金不断、ETF规模创新高

2020一季度ETF基金净申购份额超1667亿份



- **2019年股票型基金回报中位数47%**
  - 居民资产财富转移
- **机构持股的“ETF化”**
  - 养老金、保险基金、理财子公司、部分公募和私募底仓配置
  - 风险偏好较低、追求绝对收益的长线资金,通过ETF基金的形式参与A股市场的投资机会

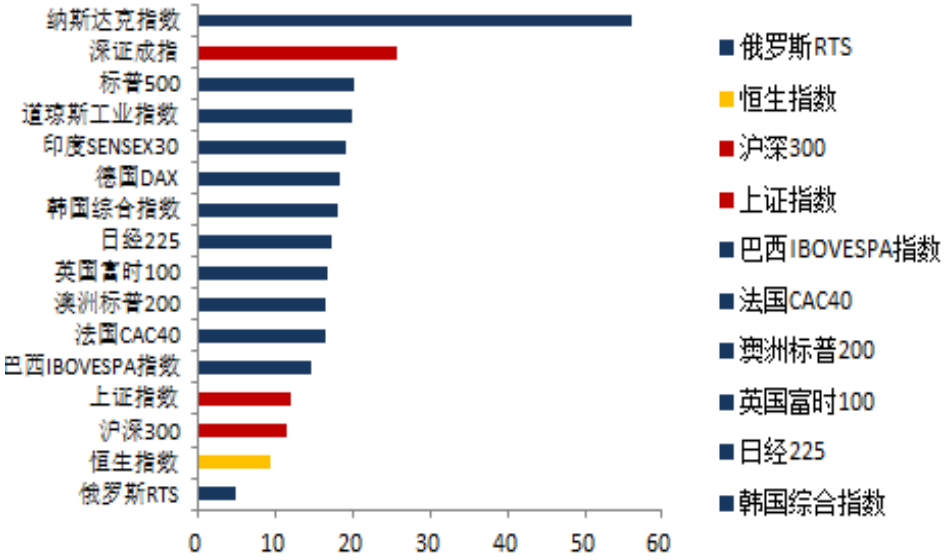
6 行情研判

长牛可期，短期3700点
区域将遇阻力

6.1 A股、港股估值吸引力仍大

从全球股市和大类资产两维度出发，A股具备吸引力。

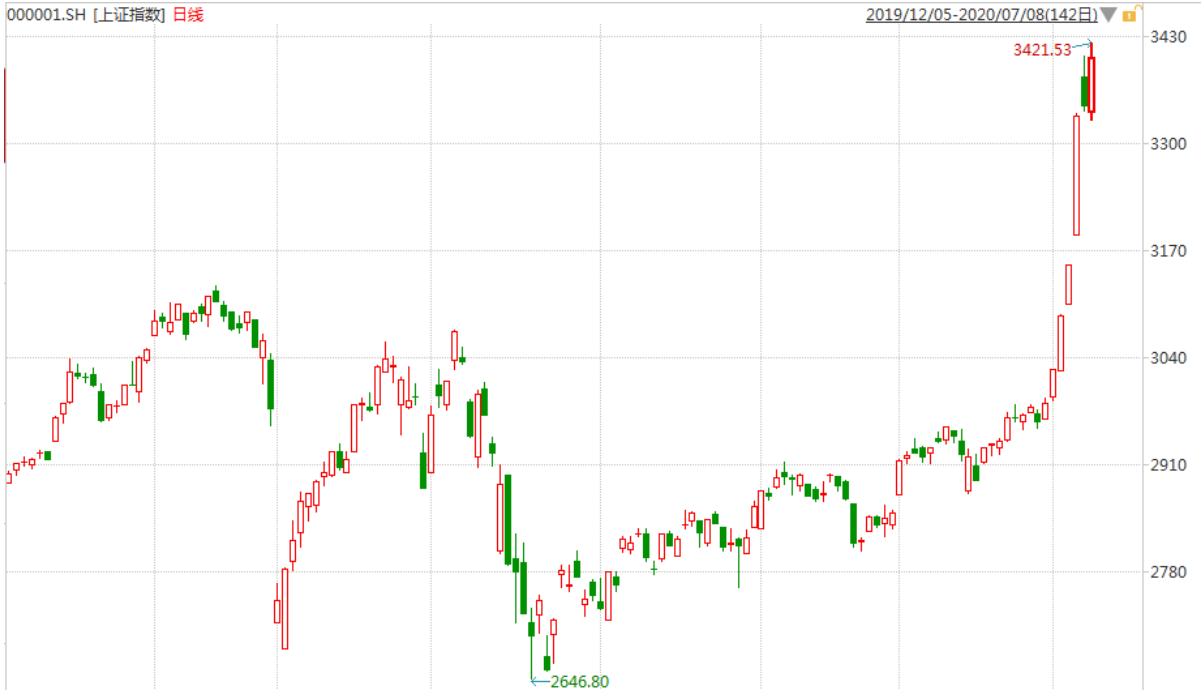
A股估值处于国际价值洼地



资料来源：wind,粤开证券研究院

6.2 大势研判

长牛可期，短期3700点区域将遇阻力



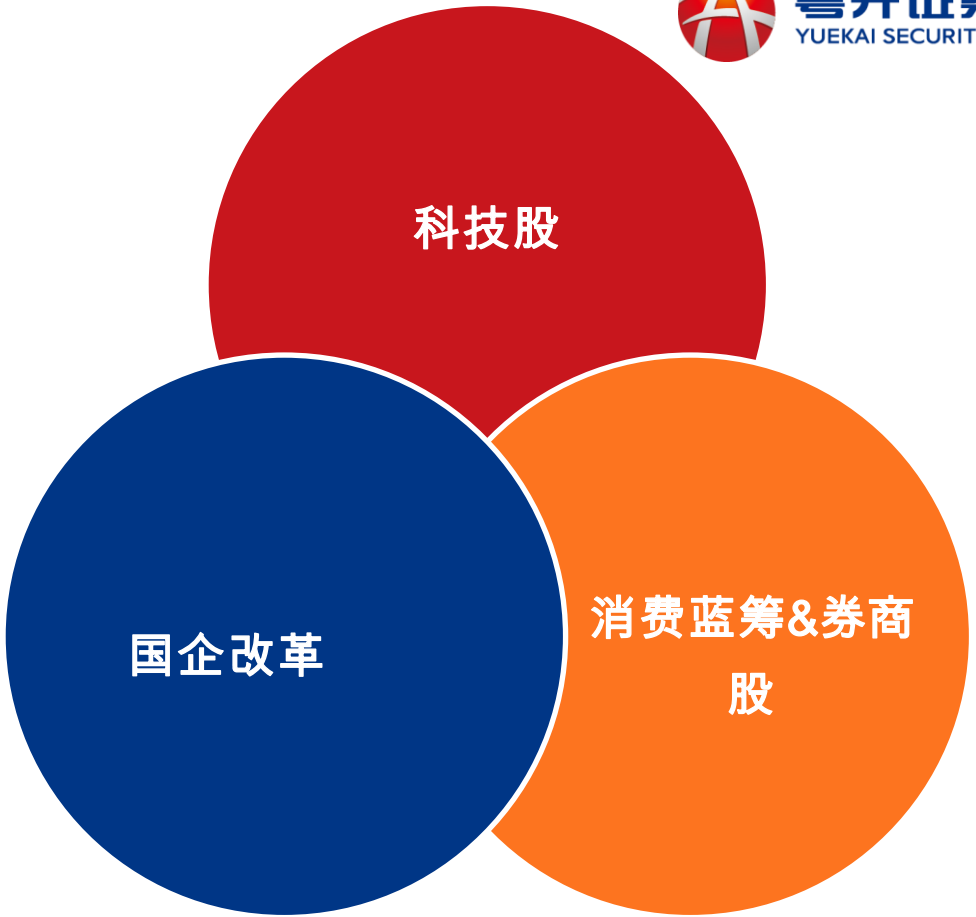
- 对于后市而言，无论从经济面、政策面还是情绪面来看，牛市的基础得以进一步夯实，在经过上半年的反复的博弈之后，A股有望走出长牛的行情
- 短期而言，市场快速上涨后，不排除或面临一定的休整，但不意味着行情的结束。对于后市，创业板指有望剑指2015年高点平台区域，即2600-2900点，沪指则有望上冲至3600-3700点区域后震荡整固，这也是2015年沪指平台高点区域。
- 9月-10月容易起变化
  - 2020年10月美国大选冲刺月，中美经贸关系复杂多变

资料来源：wind，粤开证券研究院

7 配置主线

7.1 配置建议

- **科技股**
  - 中报业绩预喜率高于A股整体
  - 科技领域资本市场改革持续加码
  - 关注七大新兴产业
- **消费蓝筹&券商股**
  - 外资持续流入
  - 医药股业绩预喜率最高
  - 券商政策宽松周期
- **国企改革**
  - 政策加持
  - 需求回暖
  - 估值修复



7. 2 拆解大消费的空间潜力



业绩确定性
刚需防御性
事件性催化

粮食
医药
食品饮料
商超
…

政策面发力
滞后需求回补
新型城镇化建设

家电
汽车
消费建材
餐饮
旅游
…

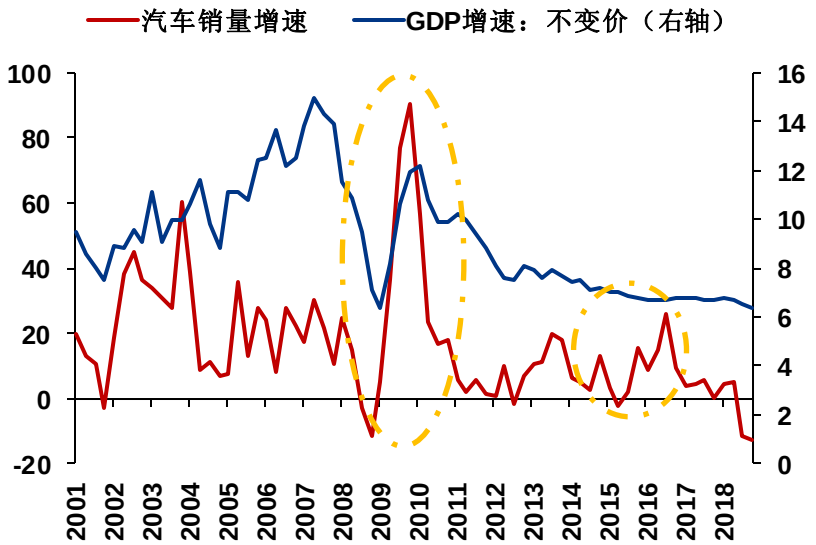
消费升级
科技赋能
5G周期应用融合
产品更新迭代

创新药
智能家居
新能源汽车
在线办公、教育
直播带货
新零售
消费电子
…

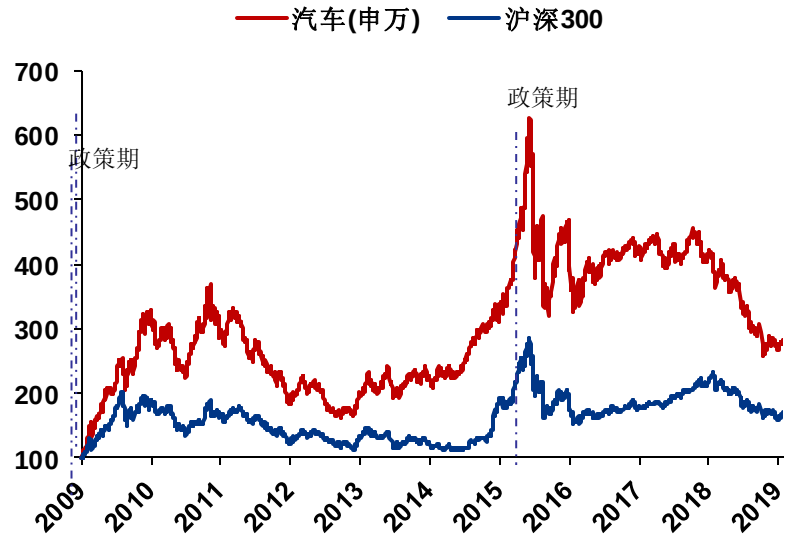
7.2 耐用消费品——汽车

- 2009年和2015年均实施了汽车刺激政策：购置税优惠、汽车下乡、以旧换新
- 汽车自主龙头业绩拐点：份额/毛利提升+强新产品周期+可能的政策

汽车刺激政策带来行业增长快速回升



汽车政策实施期，板块具有明显的相对收益

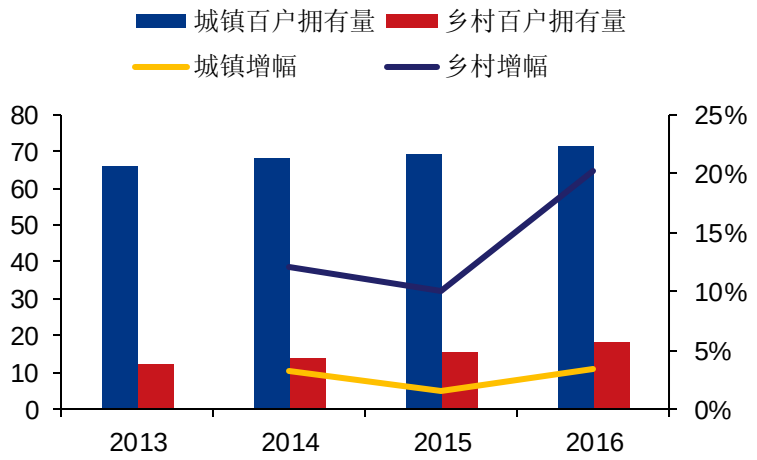


资料来源：wind，粤开证券研究院

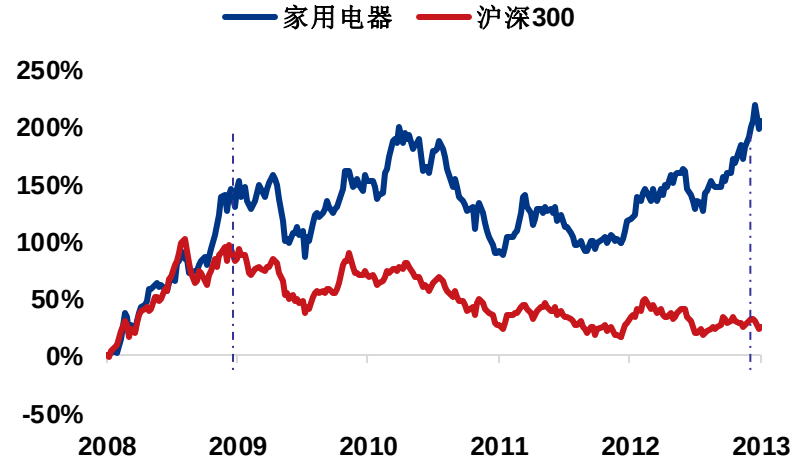
7.2 耐用消费品——家电

- 出口或受影响，**农村空调+厨电的保有量仍偏低**，空间相对较大。
- **刺激初期**，家电板块相对收益不明显，低端弹性更大、更受益；
- **刺激中后期**，家电板块相对收益非常大，龙头更为受益且更持久。寒冬下，龙头销售返利护城河凸显。

图表39： 以油烟机为例农村家电市场广阔



2009-2013政策刺激下家电超额收益大

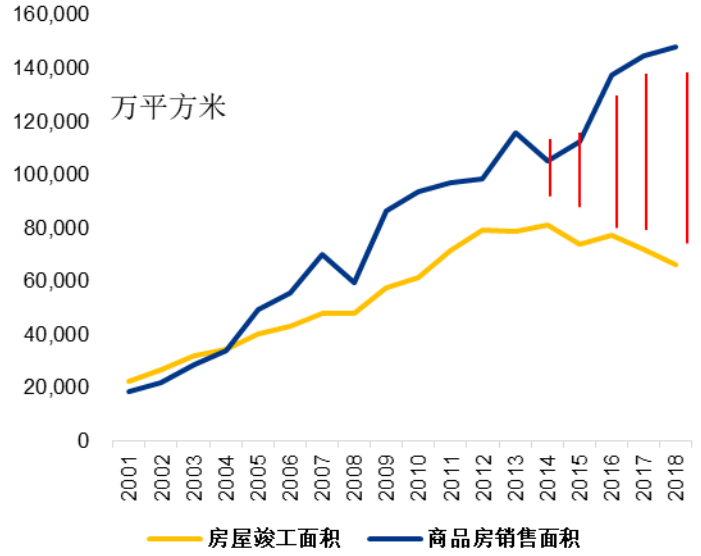


资料来源：wind，粤开证券研究院

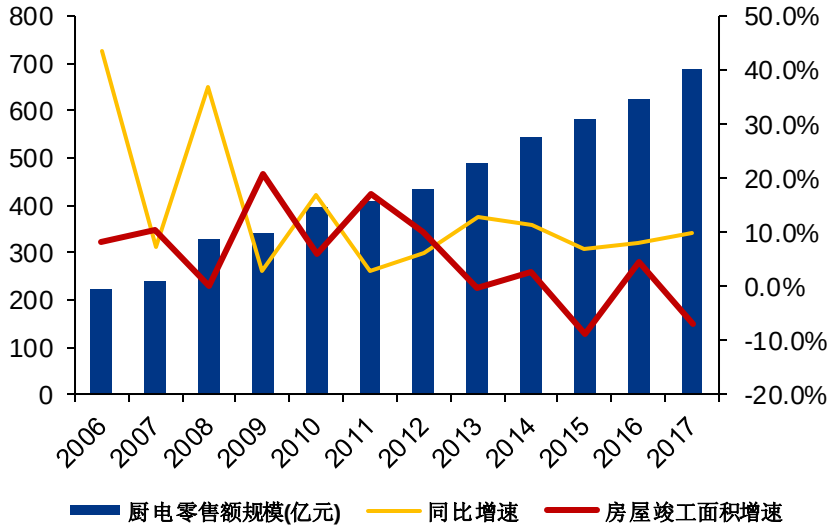
7.2 竣工缺口有望回补——厨电、消费建材

- **巨大的竣工缺口有望自然带来一波竣工高峰；**
- **竣工带来的精装修房高增，推动高端厨电、玻璃需求增长。**

2014年以来竣工缺口持续扩大



厨电零售额略滞后于房屋竣工



资料来源：wind，粤开证券研究院

7.3 券商股

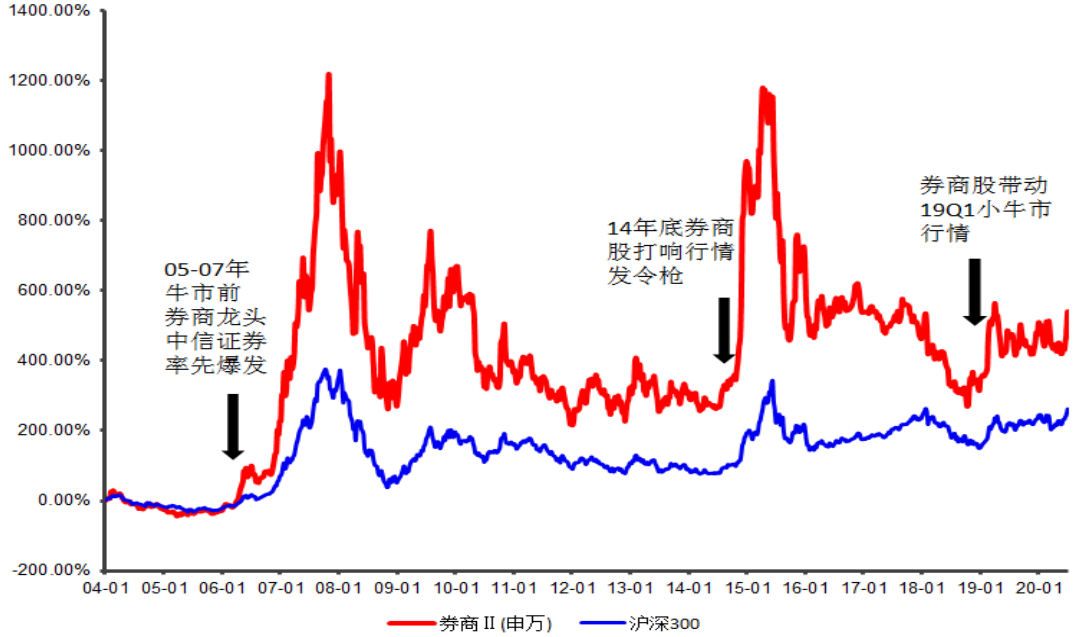
- **证券行业政策处于第三轮宽松周期。**



资料来源：证监会，粤开证券研究院

7.3 券商股

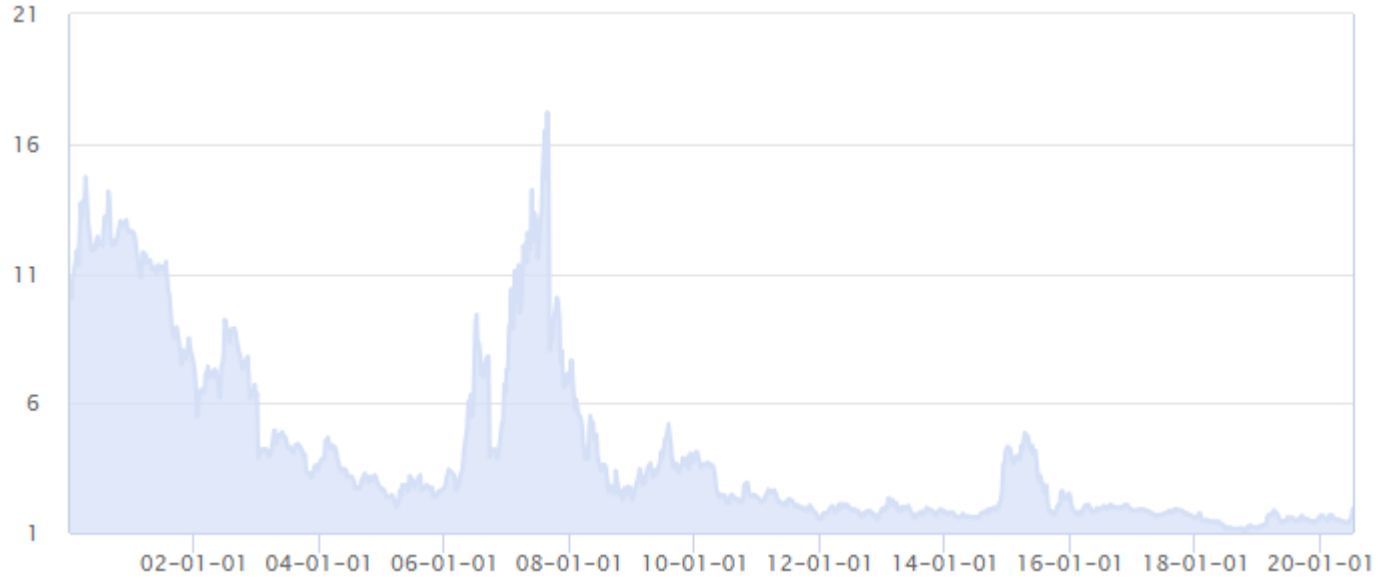
- **券商股是历年牛市的风向标，从券商股在A股最近几次牛市和反弹市表现来看，券商启动一般先于市场整体行情**



资料来源：wind,粤开证券研究院

7.3 券商股

- **目前板块市净率1.9倍，处于历史估值31%分位点，估值还有上升空间**

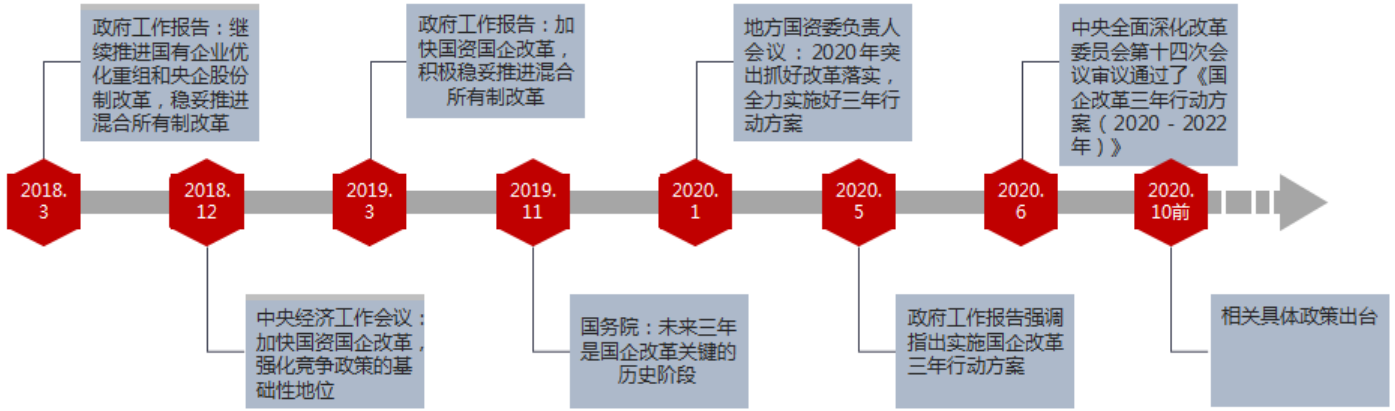


资料来源：wind、，粤开证券研究院

7.4 国企改革

- **国改主题则受政策驱动的效应明显。2020年6月30日，中央全面深化改革委员会第十四次会议审议通过了《国企改革三年行动方案（2020-2022年）》。相关具体政策将于10月底前出台，建议继续关注相关具体政策出台情况。**

2018年以来国企改革时间轴



资料来源：国资委，粤开证券研究院

7.4 国企改革

- **2020国企改革改革注重七个方面，混改和国资监管成为重点**

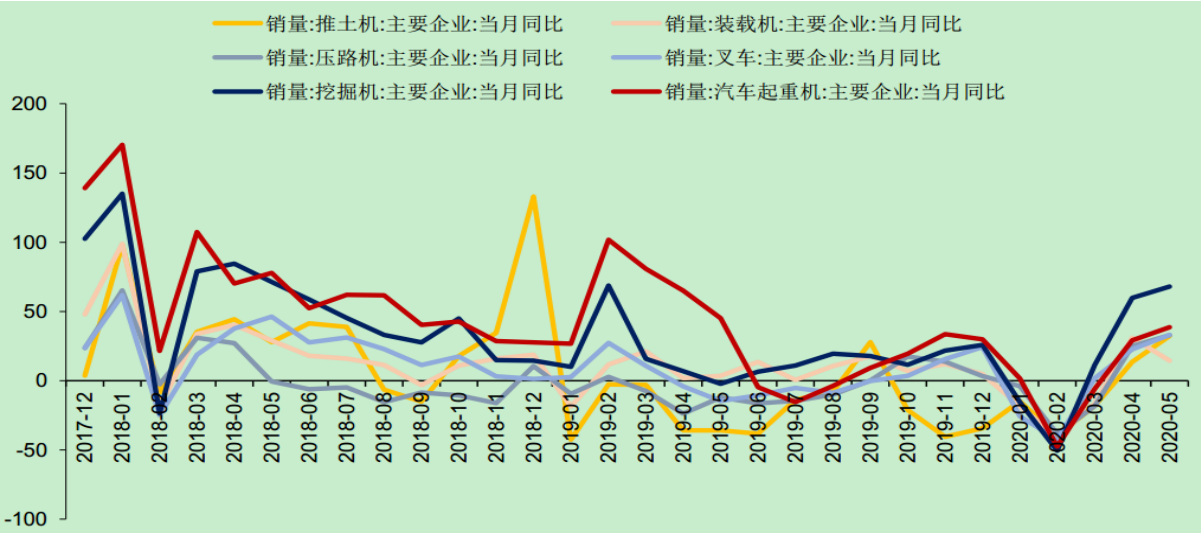
方向	内容
完善中国特色现代企业制度	深入贯彻“两个一以贯之”，推动董事会应建尽建，进一步理清党委(党组)、董事会、经理层等各治理主体的权责边界，落实董事会职权，加快建立各司其职、各负其责、协调运转、有效制衡的公司治理机制
加快建立健全市场化经营机制	大力推进经理层成员任期制契约化管理和职业经理人制度，推动国有企业积极统筹运用各类中长期激励政策，着力提高企业活力和效率
积极稳妥分层分类深化混合所有制改革	推动混合所有制企业深度转化经营机制，充分发挥非国有股东的积极作用
优化国有资本布局	推动战略性重组和专业化整合，引导企业进一步聚焦实体经济，做强做精主业，特别是发挥国有企业在优化结构畅通循环稳定增长方面的引领作用，对冲疫情带来的负面影响
进一步完善以管资本为主的国有资产监管体制	加大授权放权力度，有效发挥国有资本投资、运营公司功能作用
大力推进“双百行动”、“区域性综合改革试验”、“科改示范行动”等专项工程	充分发挥示范引领作用
进一步加强党对国有企业的全面领导	加强国有企业党的建设，充分发挥企业家作用，以高质量的党建引领高质量的发展

资料来源：国资委，粤开证券研究院

7.4 国企改革

- **需求逐步恢复，国企业绩有望上升。目前国内形势好转，需求逐步恢复，国企基建订单逐步改善。从主要企业工程机械类产品销量来看，二季度以来推土机和压路机等当月销量均同比上涨，且同比增速有整体上升趋势，5月主要企业挖掘机销量同比增长68%，起重机销量同比增长39%。在基建订单增长的情况下，蓝筹国企业绩有望上升。**

工程机械类产品销量回升

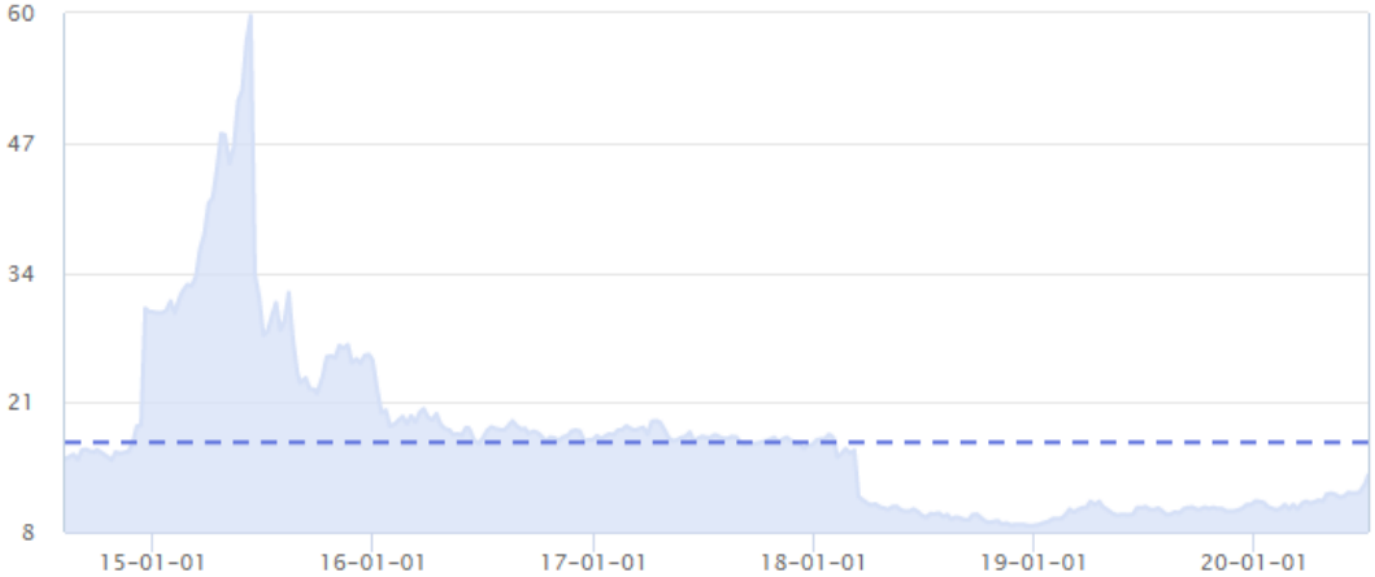


资料来源：wind,粤开证券研究院

7.4 国企改革

- **国企整体估值较低，政策催化迎来修复机会。2016以来，国企估值整体偏低，目前国企改革指数PE（TTM）处于历史估值低位。截止2020年7月8日，国企改革指数PE（TTM）为13.69倍，处于历史估值39.14%分位点，低于历史估值中位数（17.01）。随着国改的进一步推动，国企的经营效益和活力有望增强，助推行业基本面和企业盈利改善，带动估值修复。**

国企改革指数PE（TTM）处于历史低位（虚线为中位数）



资料来源：wind，粤开证券研究院

免责条款

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内z公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

粤开证券
YUEKAI SECURITIES

THANK YOU

THANKS FOR
WATCHING