2020 年 06 月 28 日

策略研究团队

重视切换，无需“怜悯”

——投资策略周报

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

● **风格切换：重视左侧布局时间窗口，破除对资金动量的“崇拜”**

我们延续上周观点，当下正是风格切换布局期。核心逻辑为：考虑到市场正在认知价值的低估，而信用驱动下潜在的盈利信号又大概率会到来，以“赔率”思维布局顺周期价值板块的时机已经来临；而注重“胜率”的右侧投资者可以等待 PPI 和金融数据等信号，但是可能会错失部分丰厚的回报。我们始终相信基本面因素是驱动切换的最重要动力，但我们与市场交流中发现，部分投资者认为目前天量成长型公募产品的发行，会对延续前期风格形成重要支撑。由于这一逻辑过于“简单好用”，我们将于本期周报对这一问题进行专门讨论。

● **历史复盘：爆款基金发行时间与风格切换重合的背后**

以史为鉴，我们发现：**历史上大规模的成长型基金或是价值型基金的集中发行都不能支撑市场风格的延续，而是标志着其风格走向极致并开始出现风格切换。**研究背后的原因，我们发现：（1）大规模基金发行后的买入明显下滑；（2）基金发行后面临的赎回压力（3）市场风格转变后的基金风格漂移。这或许再次说明了，**任何资金流入，其实都是资产价格的同步指标，而非领先指标。**

更有意思的是：**基金在风格切换前期的“风格坚守”也没有有效阻止市场风格切换的发生，而当风格切换后存量基金发生了明显的风格漂移，进一步导致了市场新风格的加速演绎。**这背后恰恰是相对收益诉求带来的“合成谬误”：相对收益考核的投资者个体选择了最优的右侧时点进行切换，但作为群体却带来了较高的交易成本，同时加速了风格的演绎。左侧进行切换因此具有价值。

● **全局看风格切换：市场力量的再平衡。**2013 年 8 月至 2015 年 1 月，市场逐步从成长向价值切换，外资与保险资金是这次风格切换背后重要的资金力量；2016 年 7 月至 2018 年 10 月，市场逐步从成长向价值切换，保险、外资以及基金的行为共同导致了这次切换；2018 年 11 月以来，市场风格逐步从价值转向成长，外资以及基金等市场参与者在保险资金纠结时，成为了风格切换的主导力量。上述历史复盘恰恰证明了，**风格切换的决定权掌握在全市场投资者边际行为中，而不由部分投资者决定。我们认为，资金偏好与行为变化莫测，把握影响长期稳态的因素才是投资者应该掌握的，这个因素在我们认为是预期收益率和对应的风险。**

● **动能减弱，布局切换。**单纯从当下资金趋势上看，前期的动量不是在加强，恰恰相反，可能是在减弱。我们建议投资者放弃对于资金动量的“崇拜”，回归基本面演绎的规律。我们坚持前期系列报告中对于风格切换演绎的逻辑：重视“脱虚入实”和经济修复两大重要基本面变化，考虑前期因为疫情演绎到极致的成长/价值风格，建议提前布局顺周期的价值板块：第一，受益于投资确定性快速复苏、当前估值仍较低的：**建材、建筑、工程机械**；第二，处于周期底部，环比改善目前仍未被定价的：**化工、煤炭**；第三，低估值且存在修复空间的：**房地产、金融**；第四，顺周期消费：**家电，白酒，汽车**。

● **风险提示：**测算误差；疫情出现反复；中美贸易摩擦加剧。

相关研究报告

《投资策略周报-切换开启，抢滩布局》-2020.6.21

《投资策略点评-价值重燃，抓紧切换》-2020.6.18

《投资策略专题-遗失的 800 点：上证指数低收益率之谜》-2020.6.16

目 录

1、 风格切换：重视左侧布局时间窗口 3
2、 历史上的“爆款”却与风格切换时间重合 4
3、 历次风格切换背后：市场力量的再平衡 7
3.1、 风格偏好：不同市场参与者存在差异 7
3.2、 风格切换背后：各类资金共同作用的结果 8
4、 动能减弱，布局切换 10
5、 风险提示 11

图表目录

图 1： 2020 年以来，权益类基金发行繁荣 3
图 2： 风格切换前往往出现顺风格大规模基金的集中发行 5
图 3： 大规模的基金发行往往伴随着其他基金的赎回 6
图 4： 从平均角度看，大规模基金赎回情况比整体更糟糕 6
图 5： 从中值角度看，大规模基金赎回情况比整体更糟糕 6
图 6： 主动权益类基金风格切换滞后于市场风格切换 7
图 7： 不同市场参与者的风格偏好存在差异 8
图 8： 保险资金是 2013 年以来市场风格两次从成长切往价值的重要力量，其次是外资和基金 9
图 9： 2018 年 11 月以来，市场风格从价值切往成长，这是在保险资金纠结时，外资以及基金等机构行为主导的结果 9
图 10： 5 月底以来，外资配置盘持有组合的价值系数相对全 A 提升 10
图 11： 5 月底以来，外资交易盘持有组合的价值系数相对全 A 提升 10
图 12： 6 月中旬以来，外资配置盘持有组合的价值系数绝对数量提升 10
图 13： 6 月中旬以来，外资交易盘持有组合的价值系数绝对数量提升 10
图 14： 4 月以来，偏股混合型基金和普通股票型基金的风格系数相对全 A 震荡下行 11

表 1： 2020 年新发型 70 亿元以上大规模基金风格多为成长型 4
表 2： 风格切换后，前期的风格没有增量资金持续供应 5

1、 风格切换：重视左侧布局时间窗口

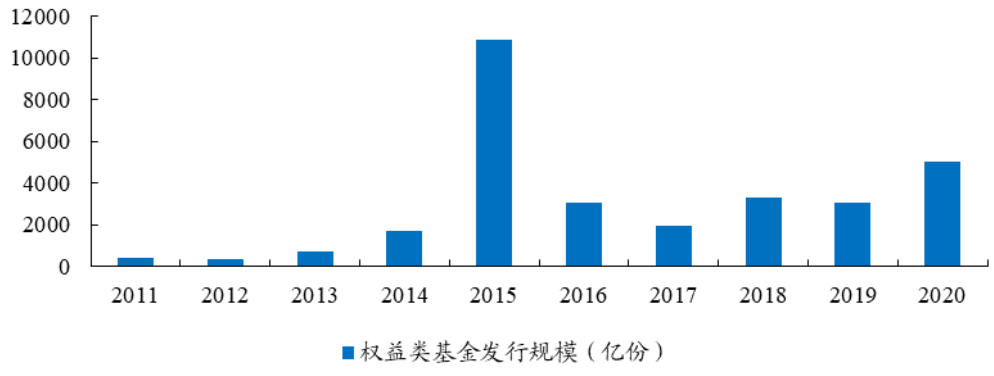
我们在上篇周报《切换开启，抢滩布局》中，比较明确的提出了左侧布局顺周期价值板块的思路：考虑到市场正在认知价值的低估，而信用驱动下潜在的盈利信号又大概率会到来，以“赔率”思维布局顺周期价值板块的时机已经来临；而注重“胜率”的右侧投资者可以等待 PPI 和金融数据等信号，但是可能会错失部分丰厚的回报。

上周三（6.24）出现了价值股异动的看似“怜悯”的行情，我们需要提醒投资者的是，布局价值板块并不需要任何“怜悯”，金融资产唯一的衡量仍然是风险与收益，而价值板块未来的预期收益远比获得“怜悯”更为吸引人。

我们维持前期的基本面判断和投资建议不变，本期尝试讨论当下一些市场关注的问题。风格切换面对的一个看似“常识”的挑战是：随着“爆款”成长（消费、科技为主）基金发行的不断出现，大量投资者认为，后续的资金到位并进入投资期，话语权将继续主导在增量资金的手中，这将对 T=0 和 T-1 有优质表现的资产，形成继续的推动。

作为现实依据的是，2020 年至今，权益类基金市场（股票型基金、偏股混合型基金、灵活配置型基金）呈现出繁荣的景象。发行规模上，2020 年至今权益类基金累计新发行规模达到 5046 亿份，已经超过 2019 年全年发行量，平均每日发行 28.83 亿份，超过了 2015 年日均发行规模。值得一提的是，多只百亿规模“爆款”基金一经推出便在一天内售罄。在火爆的同时，不禁让人联想到，大规模基金是否会和过往一样成为上涨行情中最后的增量资金，而标志着市场走向的转变。

图1：2020 年以来，权益类基金发行繁荣



数据来源：Wind、开源证券研究所

基于 RBSA 风格分析，对于 2020 年初至 5 月 31 日新发行的 70 亿以上的大规模基金产品，我们将区间收益率对国证成长与国证价值指数同期收益率做线性回归，推导出基金内在的风格特征；对于 6 月新发基金，我们对其基金经理的历史持仓风格

进行判断。结果发现：**2020 年初以来发行的大规模基金确实有着明显偏好成长的风格特征。**

表1：2020 年新发型 70 亿元以上大规模基金风格多为成长型

基金代码	发行时间	发行规模（亿份）	风格	成长贡献	价值贡献
008063.OF	1 月 2 日	113.20	成长	91.75%	8.25%
008903.OF	1 月 17 日	79.10	成长	99.99%	0.01%
008681.OF	2 月 3 日	70.16	成长	88.32%	11.68%
515030.OF	2 月 3 日	107.63	成长	92.77%	7.23%
008919.OF	2 月 12 日	78.55	价值	5.19%	94.81%
008286.OF	2 月 19 日	165.89	成长	65.45%	34.55%
008297.OF	2 月 27 日	98.21	成长	71.52%	28.48%
008065.OF	3 月 9 日	116.54	成长	82.85%	17.15%
009265.OF	4 月 8 日	79.15	中性	43.36%	56.64%
009391.OF	5 月 18 日	103.85	成长	20.28%	47.26%
009341.OF	5 月 20 日	269.66	成长	20.88%	46.61%

数据来源：Wind、开源证券研究所

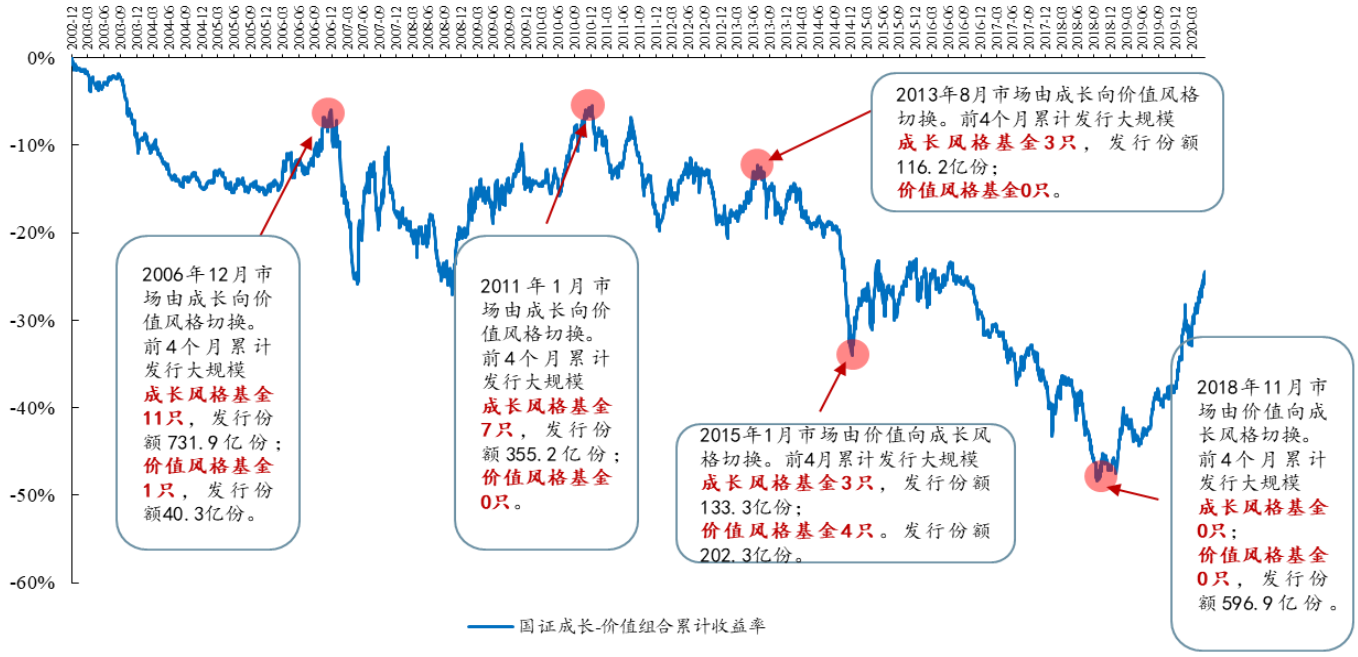
注：5 月发行的大规模基金由于基金发行初期持有大量债券，根据其基金经理历史持仓和基金命名，我们判断其风格偏向成长

当下部分投资者认为，考虑到 6 个月的建仓时间，2020 年以来大规模成长基金发行带来的增量资金或将继续强化成长风格。这个逻辑如此简单易懂，如果成立，甚至过于轻松就能帮助无数投资者获得超额收益，这让我们不禁产生疑问，这也是我们本周周报研究讨论的重点所在。我们的基本观点为：资金流向，无论何种性质，大概率都是资产价格的同步指标，即使部分时间资金的动量主导了市场，但是基本面趋势与资产的估值水平，在中长期都构成了一个影响资金流动的长期均衡因素，这也是资金流向重要但未成为研究主要方向的目的。

2、 历史上的“爆款”却与风格切换时间重合

但是复盘历史我们却发现了相反的结论：在当前市场极致的成长风格之下，大规模成长基金发行很可能预示着成长与价值风格间的切换。我们选取了历史上几次风格切换时间点（2006 年 12 月、2011 年 1 月、2013 年 8 月、2015 年 1 月、2018 年 11 月）前 4 个月发行的 30 亿元以上的基金进行了复盘，结果发现：**历史上无论是大规模的成长型基金还是价值型基金的集中发行都不能支撑市场风格的延续，而是标志着这种风格走向极致。**

图2：风格切换前往往出现顺风格大规模基金的集中发行



数据来源：Wind、开源证券研究所

历史上，同风格大规模基金的发行不能延续市场风格的风格走向，这种与直觉相反的结论让我们进行了进一步探寻，我们发现这种情况发生的原因主要为：**（1）大规模基金发行后的买入明显下滑；（2）基金发行后面临的赎回压力（3）市场风格转变后的基金风格漂移。**

我们发现风格切换前的大规模基金发行之后，后续的增量资金会出现明显的断供情况，这恰恰说明无论何种资金，都只能是一个同步指标。我们比对了几次风格切换时间点前后四个月的基金发行情况，除 2015 年 2-5 月市场出现全面上涨的行情干扰以外，其余各时间点后的四个月和之前的四个月，顺市场风格基金发行情况均出现了较大幅度的下降。**这背后的逻辑我们认为是：风格之所以达到极致状态，往往是资金从不同渠道流入的结果，爆款产品的申购也只是全市场无数流入资金的一部分，其流向与市场风格更多是同步指标。**

表2：风格切换后，前期的风格没有增量资金持续供应

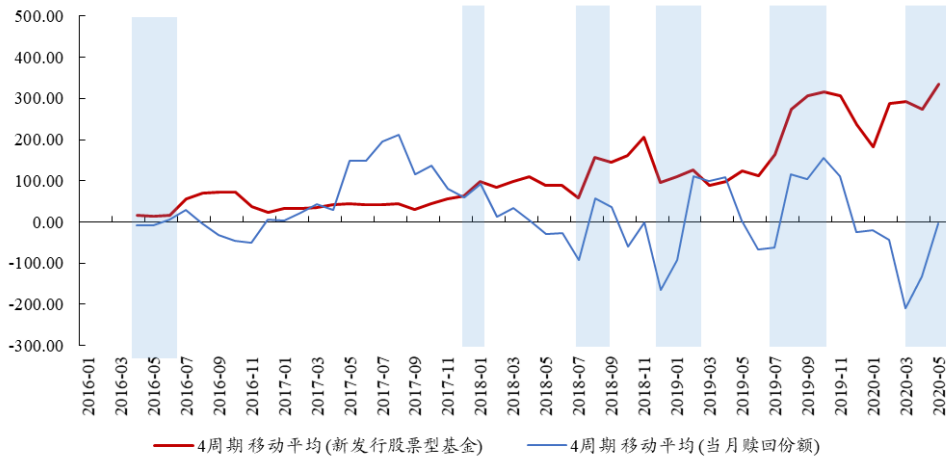
时间	市场风格	前四个月该风格基金发行	后四个月该风格基金发行	环比
2018 年 11 月	价值	726.96	234.34	-67.8%
2015 年 1 月	价值	705.37	2368.09	235.8%
2013 年 8 月	成长	185.01	92.37	-50.1%
2011 年 1 月	成长	531.58	233.33	-56.1%
2006 年 12 月	成长	1146.93	643.44	-43.9%

数据来源：Wind、开源证券研究所

从赎回角度看，我们发现，一方面，当基金发行份额上升时，往往伴随着基金赎回份额的增加，**这可能意味着新发基金带来的增量资金很大一部分本身就存在于股**

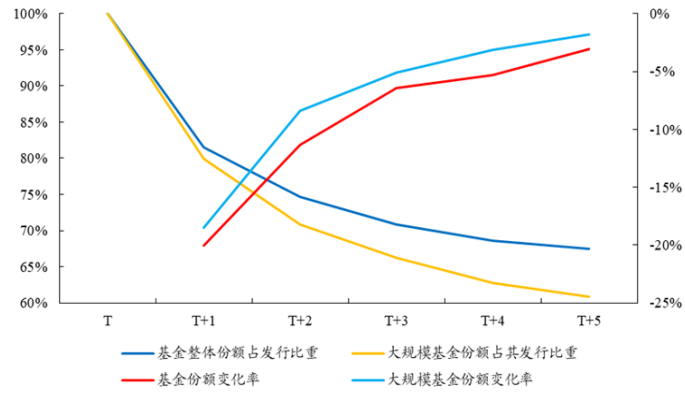
票市场中，存在一定赎回旧基金申购新基金的“换仓”情况；另一方面，当基金经历封闭期之后，**大规模的基金发行往往伴随着较多的赎回**。这意味着天量资金背后其实存在大量资金腾挪现象。

图3：大规模的基金发行往往伴随着其他基金的赎回



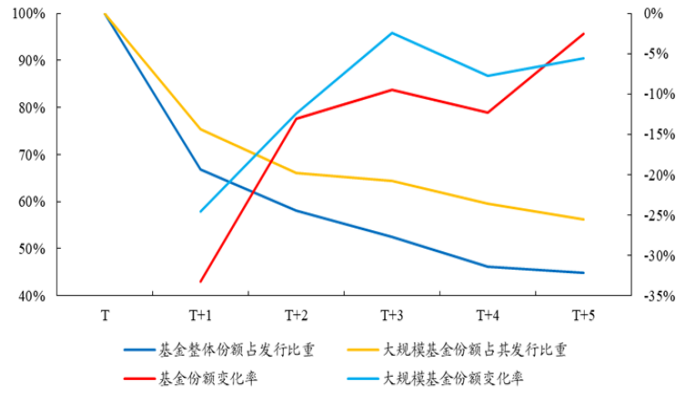
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：从平均角度看，大规模基金赎回情况比整体更糟糕



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：从中值角度看，大规模基金赎回情况比整体更糟糕



数据来源：Wind、开源证券研究所

从风格漂移角度看，当面对风格切换后期，存量基金也没有“坚守”其原有的风格，而是发生了一定程度的风格漂移。基于 Wind 基金风格系数，我们以基金净资产与仓位之积为权重，计算了全市场主动权益类基金的风格系数。我们发现，**基金在风格切换前期的“风格坚守”也没有有效阻止市场风格切换的发生，而当风格切换后存量基金发生了明显的风格漂移，进一步导致了市场新风格的加速演绎。**

需要说明的是，并非基金经理反应滞后，恰恰相反：由于风格切换初期更多是成长和价值的涨/跌差距边际收敛，作为追求相对收益的投资者，往往倾向于等待进入全面占优阶段再系统性迁移，这其实是作为个体来看，决策的最优解。但由于此时可能发生拥挤交易，会错失较多收益的同时加速市场风格的变化，因此风格切换最后还是需要左侧布局。

图6：主动权益类基金风格切换滞后于市场风格切换



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1.图中红点为市场风格切换的时间点，淡蓝色区间为基金风格发生明显漂移时间段，基金的风格漂移明显滞后于市场风格切换；

2.主动权益类基金包括普通股票型基金、偏股混合型基金、平衡型基金和灵活配置型基金

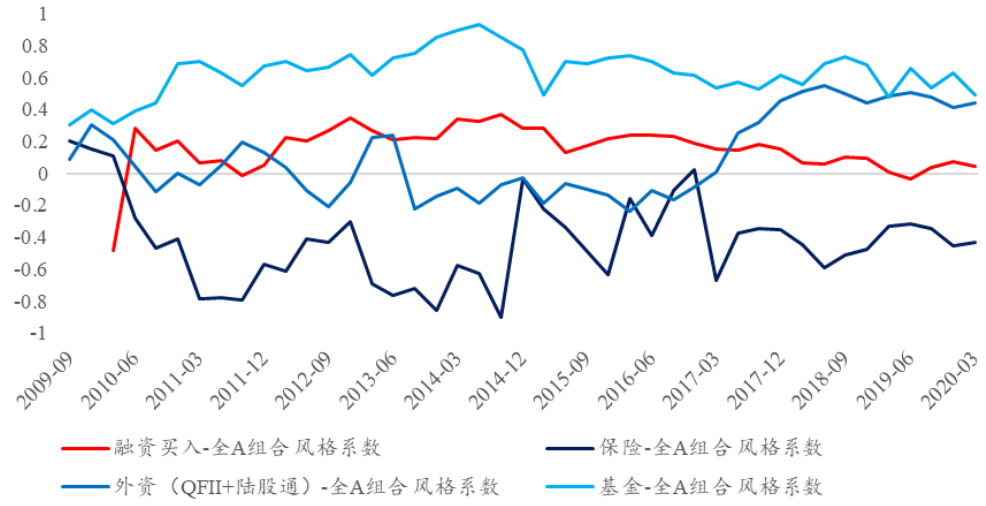
3、 历次风格切换背后：市场力量的再平衡

我们尝试从全市场的角度理解风格切换时的交易行为。基于国证成长/价值指数成分股的筛选方法，我们分别计算包括外资（陆股通+QFII）、保险、基金以及两融等在内的各类投资者持有组合的成长系数与价值系数，并通过（成长系数-价值系数）得到持有组合在每一考察时间点的风格系数。考虑到市场本身整体风格在不同时期或有不同，为了更好地刻画投资者行为，我们将全部 A 股以流通市值为权重看作一个参照组合，将各类投资者持有组合在每一时间点的成长系数、价值系数以及风格系数对全 A 成长系数、价值系数以及风格系数进行差分，进而分析判断历史上风格切换之时，各类市场主要参与者的行为。

3.1、 风格偏好：不同市场参与者存在差异

基于不同市场参与者的风格系数，我们发现，**不同市场参与者之间的风格偏好存在较显著的差异，且风格偏好是时变的。**保险相对更偏好价值型标的，基金则相对更偏好成长型标的，外资自 2016 年底以来，风格偏好从价值型转向更加偏好成长性。**这意味着，不同市场参与者在影响市场整体风格上的作用是不同的。**这也从另外一个角度解释了，极致成长风格下“爆款”基金对于整体市场风格的边际作用可能并不强。

图7：不同市场参与者的风格偏好存在差异



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：基于国证成长/价值指数成分股的计算方法，使用过去三年营收增速、过去三年净利润增速以及 ROE 三个指标计算得到成长系数，使用每股收益/股价、经营现金流/股价、股息率以及每股净资产/股价等四个指标计算得到价值系数，风格系数=成长系数-价值系数。考虑到全 A 本身成长系数和价值系数是实变的，我们将各类资金持有组合的风格/成长/价值系数对全 A 系数进行差分。

考虑到风格系数是通过成长系数与价值系数作差后的结果，我们将分别从成长系数和价值系数维度考察历史上风格切换之时，各类市场参与者的行为。

3.2、 风格切换背后：各类资金共同作用的结果

在《走向价值：势能与切换》以及《切换开启，抢滩布局》等报告中，我们提到 2013 年以来，A 股发生过 3 次大的风格切换：

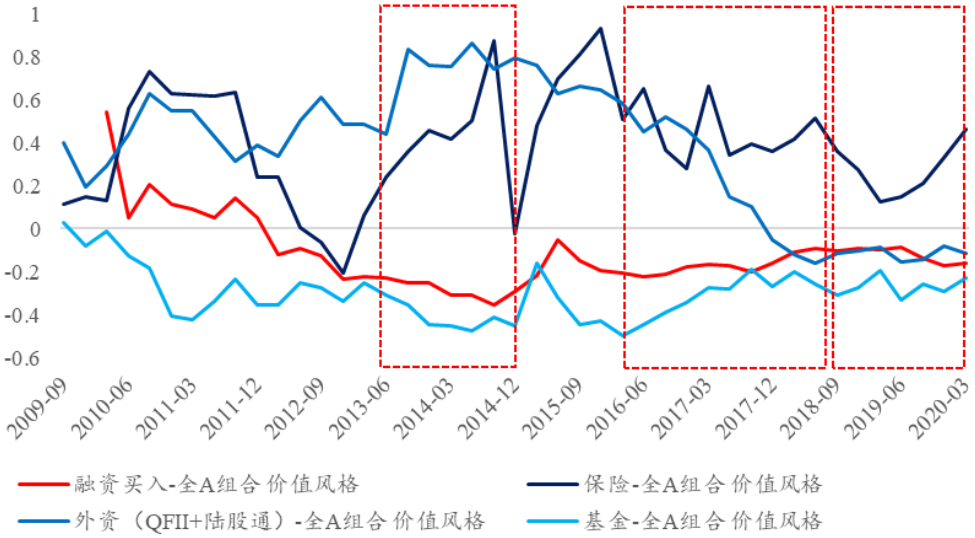
一是 2013 年 8 月至 2015 年 1 月，市场逐步从成长向价值切换，可以看到的是，外资与保险资金是这次风格切换背后重要的资金力量，2013Q1 以来，保险与外资持有组合的价值系数开始抬升。而两融资金和基金在此次切换过程中有一定滞后，分别在 2014Q4 和 2015Q1 开始提升持有组合的价值系数；

二是 2016 年 7 月至 2018 年 10 月，市场逐步从成长向价值切换，此次切换的背后：一方面，保险持有组合维持了较高的价值系数，同时成长系数在不断下行；另一方面，虽然外资组合的价值系数在下降但与此同时基金组合的价值系数在抬升。**即保险、外资以及基金的行为可能共同导致了这次切换；**

三是 2018 年 11 月以来，市场风格逐步从价值转向成长，其背后的资金行为是：融资盘、外资以及基金的整体价值系数相对于全 A 为负，且保险资金的价值系数先下行后上行但上行，同时成长系数有所上升。这意味着，在保险资金纠结与边际上略加仓成长时，**外资与基金等市场参与者成为了这次风格切换的主导力量。值得关注的是，近期保险资金风格系数中价值系数重新上升。**

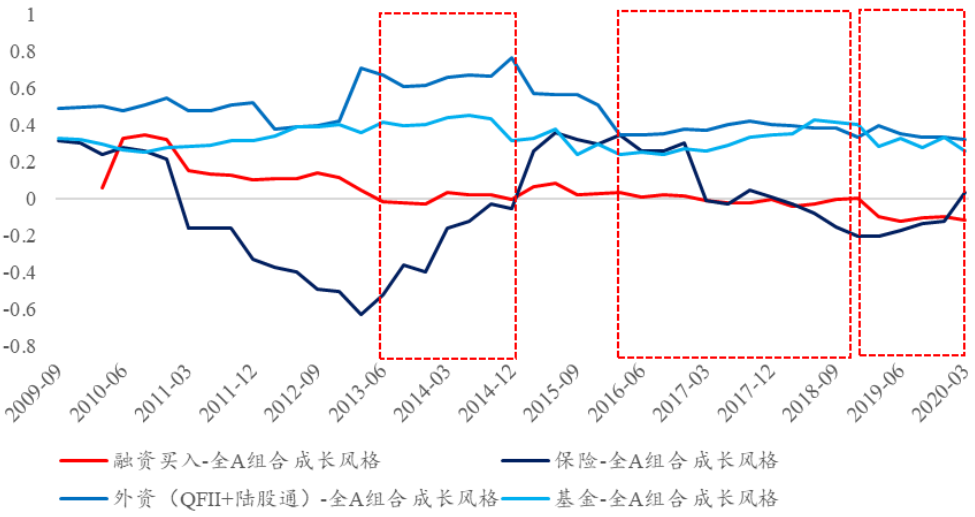
风格切换背后往往是各类资金共同作用的结果。但我们背后的思考是，这种事后看如此清晰的资金行为，往往在事前很难认知。我们相信，资金偏好和行为在短期存在动量，在长期一定是有一个稳态影响的力量，**这种力量在我们的分析体系里认为是资产的预期收益率和风险，这由基本面趋势和估值水平决定。**

图8：保险资金是 2013 年以来市场风格两次从成长切往价值的重要力量，其次是外资和基金



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2018 年 11 月以来，市场风格从价值切往成长，这是在保险资金纠结时，外资以及基金等机构行为主导的结果



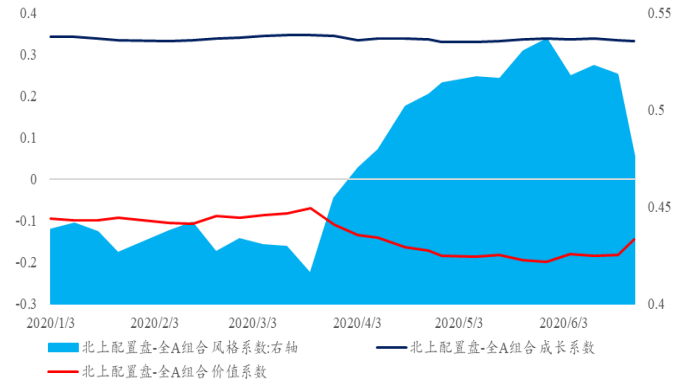
数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 动能减弱，布局切换

对于资金当下的动向是部分投资者关心的，我们尝试对此进行刻画。考虑到数据的可得性，我们分别计算了 4 月以来，北上配置/交易盘的成长系数、价值系数以及风格系数。并通过二次规划法测算普通股票型基金和偏股混合型基金的仓位，从而推算了 4 月两类基金的风格系数相对于全部 A 股组合的变化趋势。

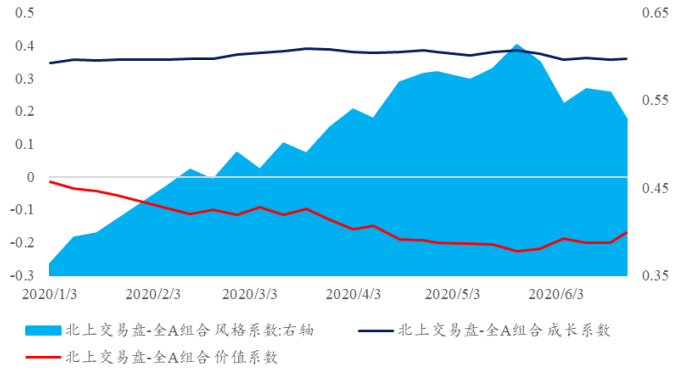
从北上资金来看，5 月底以来，外资配置/交易盘持有组合的价值系数相对全 A 均出现抬升，成长系数相对全 A 几乎保持不变，风格系数相对全 A 下降，同时自 6 月下旬以来，外资配置/交易盘持有组合的价值系数的绝对数量开始提升。**这意味着北上配置/交易盘的风格或正在从成长切往价值。**

图10：5 月底以来，外资配置盘持有组合的价值系数相对全 A 提升



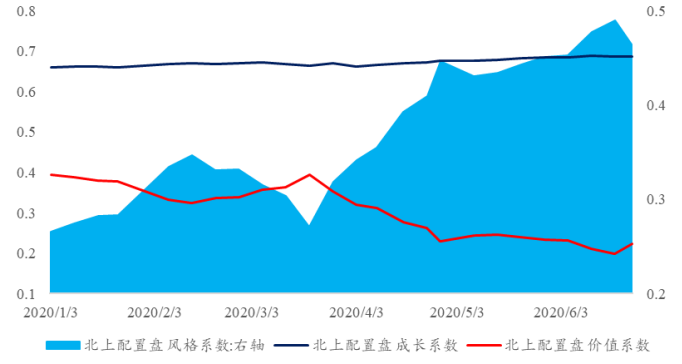
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：5 月底以来，外资交易盘持有组合的价值系数相对全 A 提升



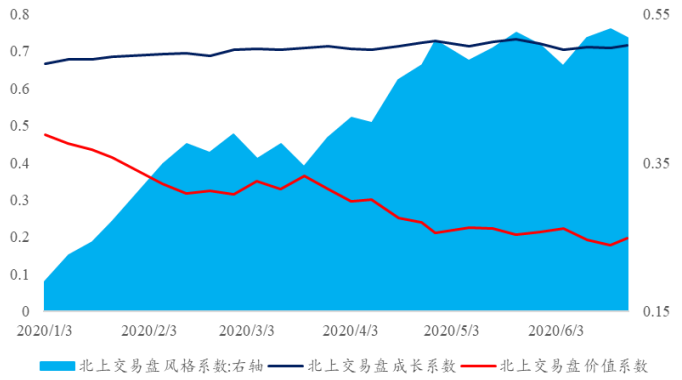
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：6 月中旬以来，外资配置盘持有组合的价值系数绝对数量提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

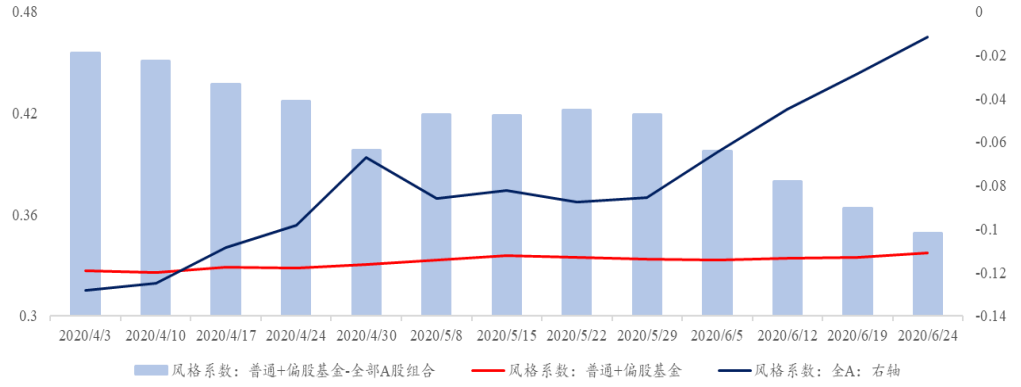
图13：6 月中旬以来，外资交易盘持有组合的价值系数绝对数量提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

从对普通股票型和偏股混合型基金的测算结果来看：5 月下旬以来，两类基金相对于全 A 的风格系数呈现下行，但更多的是由于基金风格向成长风格的调整幅度并未跟上市场调整所致，而并非是真正的风格切换。但这或许证明了再风格极致的后期，部分公募基金也在前期获得丰厚回报的品种面前，出现了“迟疑”。

图14：4 月以来，偏股混合型基金和普通股票型基金的风格系数相对全 A 震荡下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

单纯从资金趋势上看，前期的动量不是在加强，恰恰相反，可能是在减弱。当然，这资金动向不构成我们认为风格切换将要发生的主要理由，恰恰相反，我们建议投资者放弃对于资金动量的“崇拜”，回归基本面演绎的规律去判断市场是否有风格切换的发生。**我们认为，重视“脱虚入实”和经济修复两大重要基本面变化，考虑前期因为疫情演绎到极致的成长/价值风格，**建议提前布局**顺周期的价值板块**：第一，受益于投资确定性快速复苏、当前估值仍较低的：**建材、建筑、工程机械**；第二，处于周期底部，环比改善目前仍未被定价的：**化工、煤炭**；第三，低估值且存在修复空间的：**房地产、金融**；第四，顺周期消费：**家电，白酒，汽车**。

5、 风险提示

测算误差；疫情出现反复；中美贸易摩擦加剧

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