2020 年 06 月 21 日

切换开启，抢滩布局

——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

方智勇（联系人）
fangzhiyong@kysec.cn
证书编号：S0790120040049

● **风格切换的信号正逐步显现**

本周（2020 年 6 月 15 日至 6 月 19 日）部分顺周期价值板块（如钢铁、化工等）相对于此前的表现已经有了明显改善，我们认为这可能意味着市场正逐步关注价值相对于成长的估值优势和盈利弹性。尽管钢铁转型 IDC 具有特殊性，但随后出现的煤炭等顺周期价值板块的异动可能说明，由于无论是 PE 还是 PB 都处于历史底部，因此这些板块出现任何的边际改善都将带来股价的弹性。从市场结构上看，抱团确定性的结构继续松动，顺周期板块开始出现更多积极的资金信号；同时海外投资者或认为中国的复苏可能比起美国更具有持续性，这可能是外资配置资金流入顺周期板块的原因。

● **风格切换的两大条件：1 个已出现，1 个正在到来**

历史上风格切换需具备 2 个驱动，1 个已经出现：价值/成长风格演绎到极致导致价值过于被低估，而由于利率上行打破了原有极致风格，价值的低估开始被市场关注和认可；另一个正在到来：“盈利预期”的反转信号是风格切换持续与弹性的来源。我们发现：目前周期板块隐含的永续增长率 g 已经低于 2016 年风格大切换时的水平，而国证成长和价值要求的永续增长率之差也已经达到历史高位，近期的利率上行已经开始让部分投资者重视预期增长与实际增长的匹配程度。从盈利预期看，尚需要进一步观察的是：历史经验指示往往在信用扩张时，PPI 作为顺周期板块价格的一个重要综合指标，往往领先于风格切换的“弹性”阶段。

● **顺周期“盈利预期”改善信号来临的概率在上升**

近期以“DR007”为代表的短端利率上行，恰恰是我们所强调的脱虚入实的一个结果，我们观察到了 2016 年以来 DR007 和 PPI 之间就存在着较强的正相关性。我们有理由相信 DR007 上行可能指示着 PPI 的底部，背后逻辑是：货币政策执行者对经济运行拥有更多信息，同时资金的脱虚入实也会带来金融市场流动性边际趋紧。后续对于顺周期价值股的关键点在于：PPI 需要出现超越环比意义的改善。我们认为，当下的信贷周期开启，对于地产+基建产业链的推动可能是低估的，而 2016 年以来的供给侧改革+金融去杠杆也让大量企业的资产负债水平低于长期合意水平，这些都构成了需求回升的动力。金融数据上，未来 M1-M2 的持续反弹也将是确认这一趋势的重要信号。

● **风格切换时点已到，可提前布局顺周期板块**

当下市场面临的一个选择是：应该承认走出疫情的复苏，还是坚持原有状态下的极致风格。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：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、非银**；第四，顺周期消费，**家电，白酒，汽车**。

● **风险提示：**国内经济下行超预期；海外疫情恶化超预期

相关研究报告

《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

《A 股 2020 年中期策略-“新”复苏之路》-2020.6.12

目 录

1、 当下的市场：风格切换的信号正逐步显现 3
2、 风格切换两大条件：矛与盾 5
2.1、 低估为盾，盈利为矛 5
2.2、 利率上行，催化市场认识价值过于被低估 5
2.3、 盈利预期的信号是关键 7
3、 当下思考：如何观察“盈利预期”的信号 8
4、 风格切换时点已到，可提前布局顺周期板块 10
5、 风险提示 11

图表目录

图 1： 部分顺周期的价值板块相对于此前的表现已经有了明显改善 3
图 2： 从拥挤组合来看，抱团确定性的结构继续松动 4
图 3： 地产、钢铁和非银金融在逐步进入市场一致组合中 4
图 4： 外资配置型资金净买入顺周期与其他板块的占比之差在收敛 4
图 5： ETF 个人低比例净买入消费和金融地产，持续卖出科技 4
图 6： 中概股 6 月以来的累计收益率表现比纳斯达克指数和标普 500 指数都要好 5
图 7： 历次风格由成长切换至价值的时间点 6
图 8： 市场对于成长板块提出的增长要求更为苛刻，而对于价值板块的增长相比于 2016 年风格大切换时更为低估 7
图 9： PPI 形成底部出现向上拐点后，价值全面占优 8
图 10： 利率中枢确认上移，长短端国债期限利差走平 9
图 11： 2016 年以来 DR007 与 PPI 走势更相关 9
图 12： 在 M1-M2 回升阶段，风格切换概率较高 9
图 13： 上市公司往往在社融回升时加杠杆 10
图 14： 基建+地产+建筑行业人民币贷款余额占比 30% 10

1、 当下的市场：风格切换的信号正逐步显现

本周（2020 年 6 月 15 日至 6 月 19 日）表现最好的板块是钢铁（+5.98%），而化工（+2.55%）、非银金融（+2.22%）的表现也在所有 28 个行业中排名前 15，说明部分顺周期的价值板块相对于此前的表现已经有了明显改善，**我们认为这可能意味着市场正逐步关注价值相对于成长的估值优势和盈利弹性**。正如我们在 6 月 19 日发布的《价值重燃，抓紧切换》报告中提及的，尽管钢铁转型 IDC 具有特殊性，但随后出现的煤炭等顺周期价值板块的异动可能说明，由于无论是 PE 还是 PB 都处于历史底部，隐含了市场对于此类板块较为悲观的预期，因此出现任何的边际改善都将带来股价的弹性。

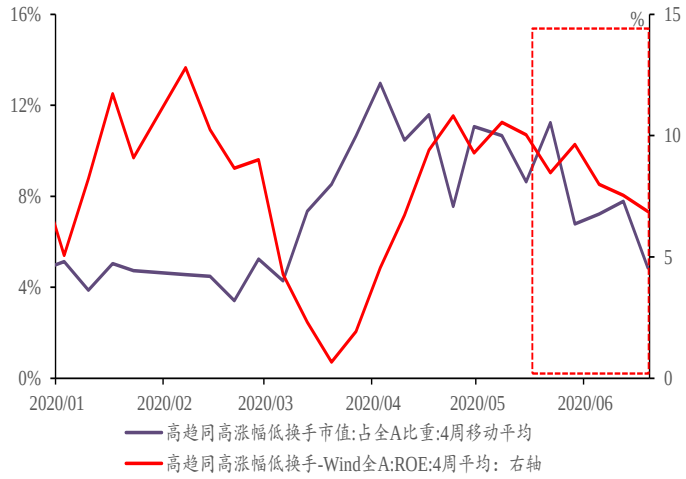
图1：部分顺周期的价值板块相对于此前的表现已经有了明显改善

	本周涨跌幅	6月以来涨跌幅	PE分位数	PB分位数
钢铁	5.98%	6.04%	26.10%	8.40%
农林牧渔	5.81%	2.92%	0.40%	54.70%
医药生物	5.54%	12.76%	80.90%	65.10%
创业板指	5.11%	11.16%	84.70%	92.10%
电子	4.43%	13.28%	52.70%	70.70%
通信	4.41%	8.44%	66.90%	61.70%
传媒	3.67%	13.01%	41.00%	16.30%
商业贸易	3.51%	9.80%	34.60%	10.00%
休闲服务	3.21%	15.07%	84.80%	69.80%
综合	3.09%	4.34%	33.70%	20.60%
有色金属	2.87%	4.07%	40.50%	14.80%
计算机	2.68%	6.43%	89.90%	61.00%
万得全A	2.62%	6.49%	35.90%	17.50%
化工	2.55%	6.22%	32.10%	13.40%
沪深300	2.39%	5.99%	39.40%	16.40%
食品饮料	2.34%	5.49%	68.30%	87.60%
轻工制造	2.30%	3.56%	21.30%	21.60%
非银金融	2.22%	5.21%	11.80%	3.30%
电气设备	2.16%	6.53%	27.90%	22.70%
采掘	1.91%	2.19%	10.80%	0.60%
公用事业	1.84%	2.30%	22.90%	1.10%
建筑装饰	1.66%	1.39%	5.00%	0.20%
上证指数	1.64%	4.04%	25.80%	5.40%
机械设备	1.52%	5.27%	38.70%	25.30%
房地产	1.36%	3.66%	2.10%	0.80%
汽车	1.14%	7.48%	64.90%	13.20%
家用电器	0.88%	3.27%	45.90%	62.70%
纺织服装	0.64%	5.43%	47.90%	16.30%
国防军工	0.29%	1.44%	35.10%	30.40%
交通运输	0.09%	3.37%	41.70%	11.50%
建筑材料	0.09%	0.45%	10.30%	28.10%
银行	-0.77%	-0.38%	10.50%	0.00%

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：本周指的是 2020 年 6 月 15 日至 6 月 19 日，而 PE 和 PB 的分位数都是自 2000 年以来的历史分位数。

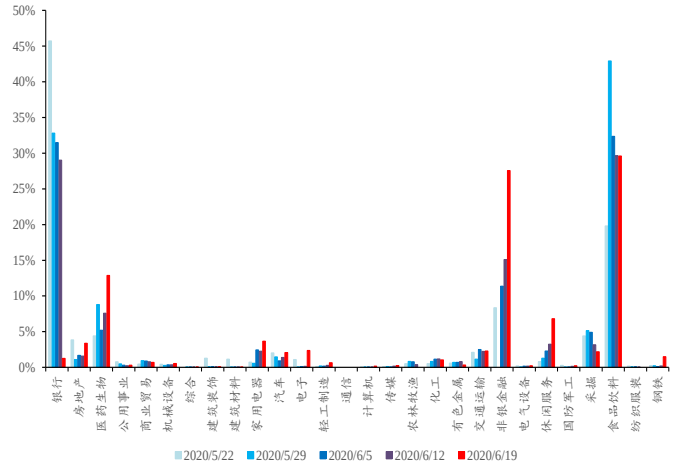
从市场结构上看，抱团确定性的结构继续松动，顺周期板块开始出现更多积极的资金信号。我们从拥挤组合的交易特征上看，自 5 月下旬以来市值占比和组合标的 ROE 均有所下降，同时地产、钢铁和非银金融在拥挤组合中的占比提升，说明市场此前抱团确定性的结构继续松动，已经出现了转向顺周期板块的迹象。从内外资的配置型资金净买入情况上看，外资配置型资金也开始逐步加配顺周期板块，6 月以来其净买入顺周期与其他板块的占比（为了减少资金偏好带来的影响，我们用 T 期净买入/(T-1)期持有市值作为占比）之差在逐步收敛；而代表内资配置型资金的 ETF 个人低比例组合自 5 月下旬以来持续净买入金融地产，对于消费和科技板块的净买入情况则有所反复，尤其是 6 月以来持续卖出科技，说明 2 月以来科技板块的交易拥挤度过高的问题尚需要时间进行消化。**我们在交流中发现，大量投资者对价值板块更多是看多不做多，但是从资金信号看，其实部分资金已经开始积极布局，需要重点关注。**

图2：从拥挤组合来看，抱团确定性的结构继续松动



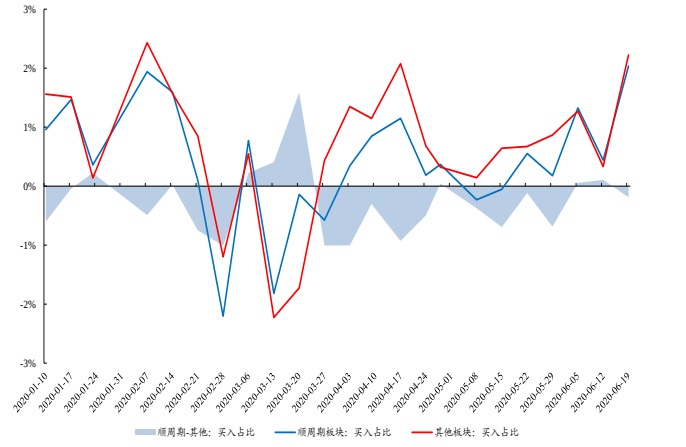
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：地产、钢铁和非银金融在逐步进入市场一致组合中



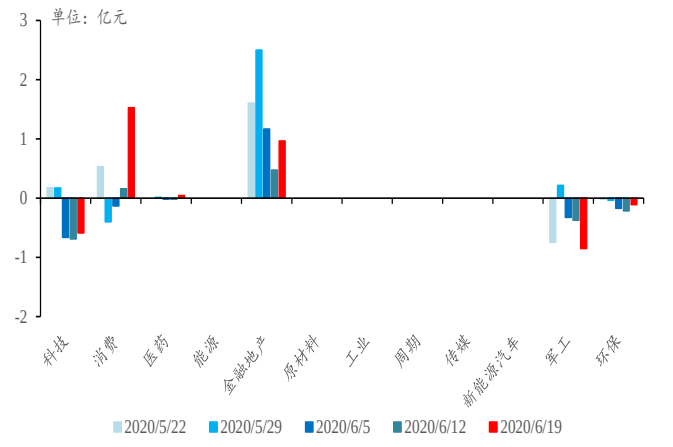
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：外资配置型资金净买入顺周期与其他板块的占比之差在收敛



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：ETF 个人低比例净买入消费和金融地产，持续卖出科技

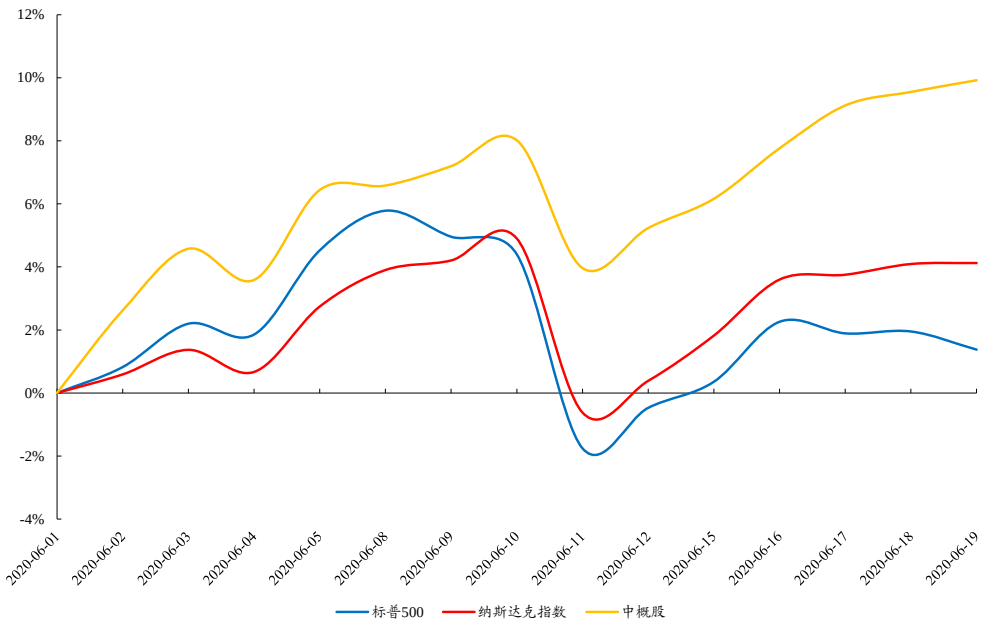


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：这里的顺周期板块包括：金融、房地产、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。

海外投资者或认为中国的复苏可能比起美国更具有持续性，这可能是外资配置资金流入顺周期板块的原因。值得注意的是，中概股 6 月以来的累计收益率表现比纳斯达克指数和标普 500 指数都要好，这也许意味着**两地市场都在交易经济复苏时，海外投资者可能认为 A 股的基本面复苏相较于美国而言更具韧性和确定性。**当然，因为中概股一系列风波和回归等因素可能会对这一数据构成潜在扰动，但是全市场范围内出现跑赢，仍然值得投资者重视。

图6：中概股 6 月以来的累计收益率表现比纳斯达克指数和标普 500 指数都要好



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 风格切换两大条件：矛与盾

2.1、 低估为盾，盈利为矛

为了让投资者对后续风格切换的演绎路径更加清晰，我们再次对历史风格切换做一个简要复盘。简单来说风格切换分为 2 个条件：

（1）价值/成长风格演绎到极致，由于利率上行打破了原有极致风格，价值的低估开始被市场关注被认可。我们在此前的报告《利率上行，加速风格切换》和《走向价值：势能与切换》中讨论过，在无风险利率上行并且期限利差变平情况下，往往会出现成长/价值相对盈利增速差回落的信号。但是，需要注意的是这一时期，不见得价值可以全面跑赢成长，这和当下的情况类似。由于篇幅，我们不再论述这一问题，投资者可以关注我们此前的报告。

（2）“盈利预期”信号成为关键，主导价值“弹性”的出现。我们发现其实历次风格切换并非“一帆风顺”，这一时期往往以盈利预期驱动为主（往往是价格信号）。值得一提的是 2014 年年末的风格切换，由于当时成长相对于价值的盈利优势并未逆转，切换虽然猛烈，但是时间周期非常短。

2.2、 利率上行，催化市场认识价值过于被低估

我们认为价值过于被低估是风格切换的必要不充分条件，目前这个条件对比历

次风格切换来看已经具备。

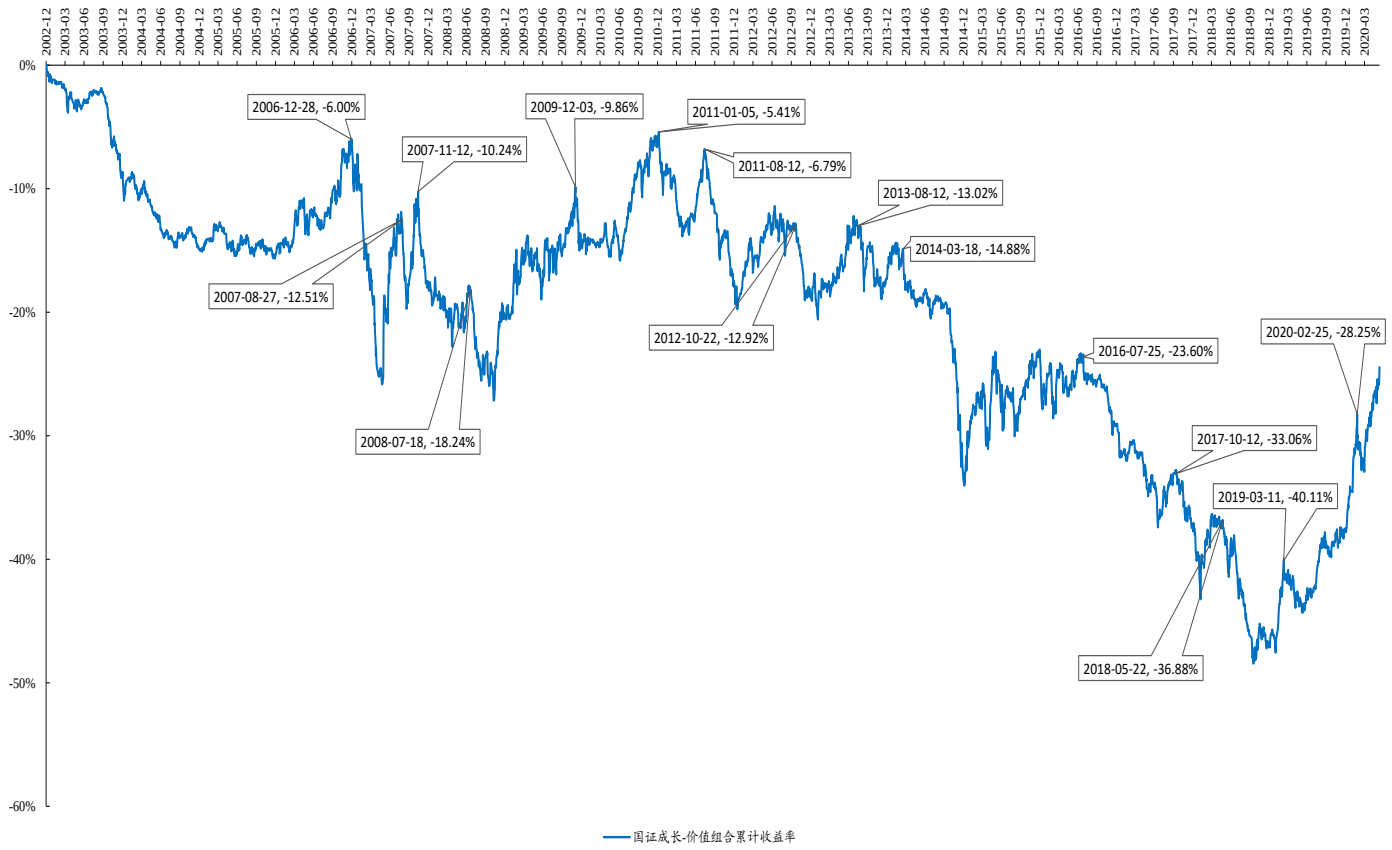
我们分别计算了历次风格由成长切换至价值时各个板块的永续增长率 g，我们发现周期板块的 g 已经低于 2014 年风格大切换时的水平，而国证成长和价值的永续增长率之差也已经达到历史高位。正如我们在 6 月 19 日发布的《价值重燃，抓紧切换》报告中提到的可以用 DDM 模型计算各个行业在不同时期的永续增长率 g，计算公式为：

$$g = \frac{PE * r - d}{PE + d}$$

其中 PE 为最新股价/最近一期年报净利润，r 为投资者要求的资本回报率[1]，d 为分红率。

历次成长向价值切换的时间点分别为：2006/12/28、2007/11/12、2011/8/12、2014/3/18、2016/7/25，我们通过对比发现 2020 年 6 月 19 日各个板块隐含的永续增长率 g 已经比 2016 年切换时低，与 2011 年较为接近；而且当前国证成长和价值的永续增长率之差也已经达到历史高位，**这意味着市场对于成长板块提出的增长要求更为苛刻，而对于价值板块的增长相比于 2016 年风格大切换时更为低估。**

图7：历次风格由成长切换至价值的时间点



数据来源：Wind、开源证券研究所

[1] 根据 CAPM 模型计算得出，其中 β 和市场收益率采用自 2003 年以来至具体计算时点的数据计算，而 rf 选择 10 年期国债到期收益率。

图8：市场对于成长板块提出的增长要求更为苛刻，而对于价值板块的增长相比于2016年风格大切换时更为低估

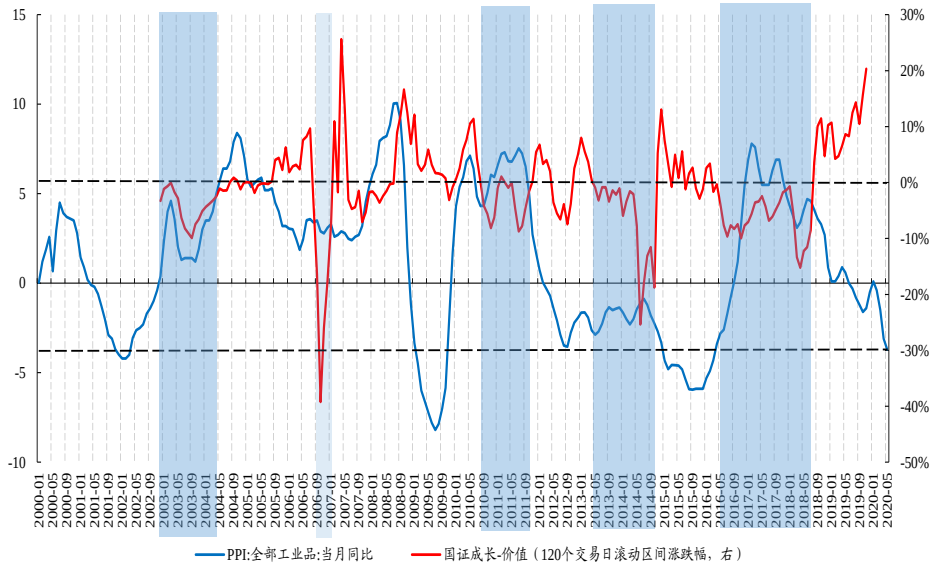
隐含增长率g	2006/12/28	2007/11/12	2011/8/12	2014/3/18	2016/7/25	2020/6/19
钢铁	4.28%	32.47%	10.58%	7.54%	20.06%	9.81%
农林牧渔	7.83%	35.45%	12.39%	7.84%	16.00%	12.38%
采掘	5.92%	36.18%	10.96%	5.34%	16.57%	11.15%
化工	5.94%	33.26%	10.49%	6.23%	15.26%	11.79%
有色金属	7.68%	36.86%	13.61%	8.34%	18.05%	14.84%
电子	9.17%	38.97%	13.00%	8.03%	17.03%	14.44%
家用电器	9.51%	34.20%	10.56%	5.48%	13.82%	11.21%
食品饮料	6.38%	28.87%	9.99%	4.97%	11.92%	10.50%
纺织服装	6.75%	35.93%	12.04%	6.79%	15.78%	12.94%
轻工制造	6.54%	34.60%	12.25%	7.77%	15.70%	12.93%
医药生物	7.10%	33.37%	11.07%	7.22%	14.37%	12.27%
公用事业	5.93%	32.66%	10.68%	5.66%	13.42%	11.15%
交通运输	6.10%	31.87%	10.21%	6.54%	14.42%	11.48%
房地产	7.69%	36.10%	12.21%	6.67%	16.00%	11.77%
商业贸易	7.12%	33.62%	11.68%	7.29%	15.75%	12.60%
休闲服务	7.34%	33.41%	12.32%	7.76%	15.67%	13.01%
建筑材料	7.19%	34.86%	12.20%	6.77%	16.58%	12.38%
建筑装饰	7.75%	35.83%	11.44%	6.24%	14.94%	11.49%
电气设备	7.22%	32.54%	11.48%	7.96%	15.75%	13.26%
国防军工	7.73%	33.41%	12.47%	8.09%	17.27%	14.38%
计算机	8.26%	38.11%	12.54%	8.14%	16.77%	14.59%
传媒	9.28%	39.75%	12.88%	8.23%	16.58%	14.00%
通信	6.98%	31.94%	11.42%	7.59%	15.36%	13.56%
银行	6.80%	30.09%	8.43%	1.91%	8.53%	6.38%
非银金融	9.46%	38.91%	12.34%	7.40%	15.60%	13.07%
汽车	7.36%	36.01%	11.43%	6.59%	15.65%	13.24%
机械设备	7.24%	35.36%	12.00%	7.62%	16.64%	13.68%
国证成长	6.97%	32.90%	11.63%	6.89%	15.31%	12.30%
国证价值	6.38%	34.28%	9.63%	3.75%	11.83%	8.36%
成长-价值	0.59%	-1.38%	2.00%	3.14%	3.48%	3.94%

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、 后续盈利预期的信号是关键

近期价值板块的活跃已经证明了风格切换的发生，部分投资者担忧的是，单纯的估值修复很难支撑价值板块的持续性和弹性。我们尝试从历史上的风格表现进行理解。**从历史经验来看，在信用扩张周期， PPI底部逐步形成并向上反弹，价值开始全面跑赢**。在信用扩张时，PPI底部的逐步形成价值开始全面跑赢。**由于PPI是顺周期板块价格的一个重要综合指标，后续将是周期板块盈利预期的一个主导因素。**

图9：PPI 形成底部出现向上拐点后，价值全面占优（红线进入 0 以下区域）



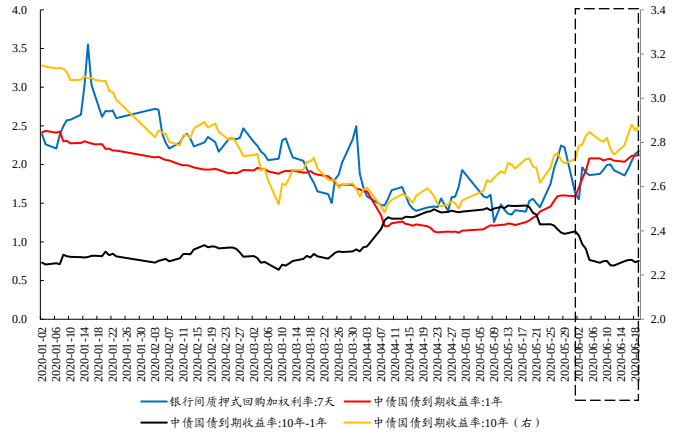
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 当下思考：如何观察“盈利预期”的信号

理解利率中枢的确定性上移。我们发现其实自 5 月以来 DR007 和长短端国债到期收益率就已经开始趋稳上行，而 6 月延续了上行趋势，利率中枢确认上移。2016 年以来我们发现了 PPI 与 DR007 之间存在较高的相关性（相关系数为 0.6902），而 CPI 与 DR007 呈现明显的负相关（相关系数为-0.4257），这背后的逻辑可能是：CPI 由于猪肉价格的扰动很难反映真实通胀，而 PPI 近年成为能够较好综合反映经济景气与通胀两个综合因素的指标。这一定程度也说明了我们脱虚向实理论的合理性：即实体景气度上升会一定程度以分流流动性的方式抬升利率，同时通胀回升也会让央行货币政策更加常态化。

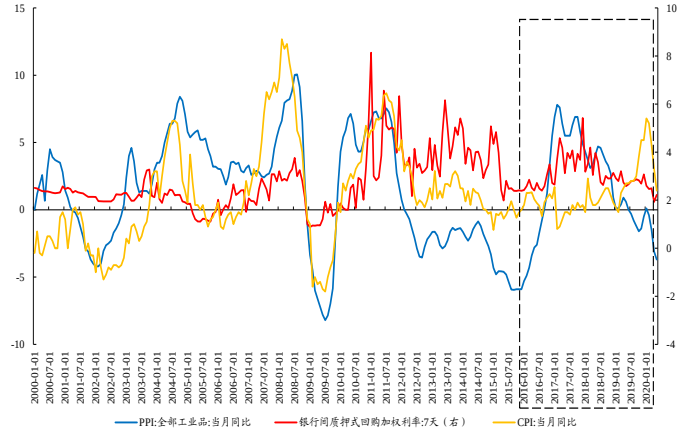
基于此，短端利率上行的内涵或在于指示 PPI 的底部正在形成。我们通过历次 PPI 底部的形成特征来看，短端利率上行往往领先于 PPI 底部，背后逻辑是：如果我们把货币政策执行者理解为对经济运行拥有更多信息，那我们就更应该坚信 PPI 回升的动能。但是对于市场而言，PPI 环比意义上的反弹可能还不够，这轮经济修复原本起源于 2019 年 11 月前后，后续对于顺周期价值股的关键点在于：要么 PPI 出现了明显超过环比改善意义的弹性，要么以时间度量 PPI 存在比如 1-2 个月的持续回升，以历史经验看，这将是周期板块的最大助推力量。

图10：利率中枢确认上移，长短端国债期限利差走平



数据来源：Wind、开源证券研究所

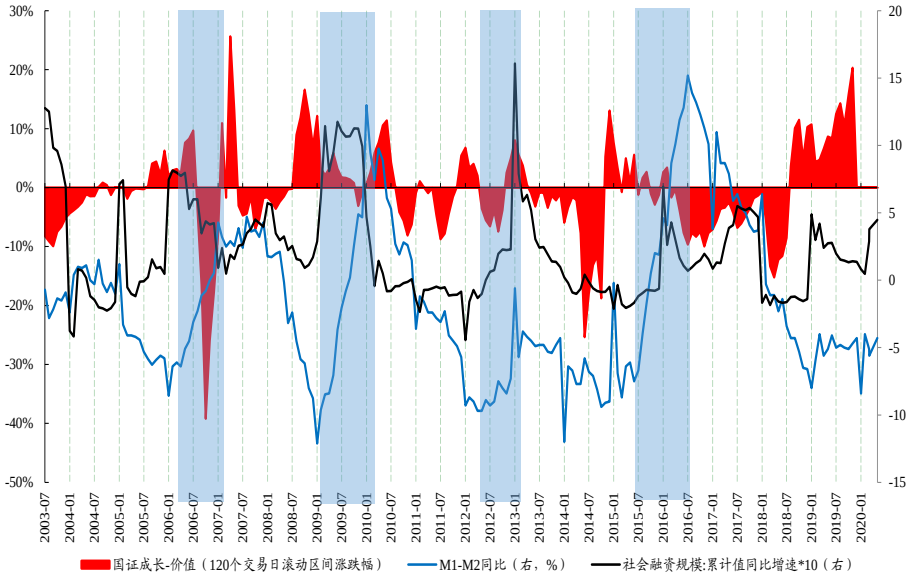
图11：2016 年以来 DR007 与 PPI 走势更相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

从重视应对，提升胜率角度应该等到 PPI 出现上述信号再进行出手。但是作为分析师我们需要对未来进行判断，我们的认识是，投资者目前过于把需求回升聚焦于政策推动的具体措施，而忽视了信用周期的力量。在未看到地产、基建有重大刺激政策的情况下，市场对于总需求过于悲观。我们认为，后续信用的指标将十分重要，M1-M2 可以作为企业生产经营活动开展的重要标志，我们曾讨论过这与社融到盈利的全面传导的密切联系。**如果 6 月 M1-M2 剪刀差继续持续回升，则将很难再用打击资金空转对该现象进行解释，需求的回升将更为确认。**

图12：在 M1-M2 回升阶段，风格切换概率较高

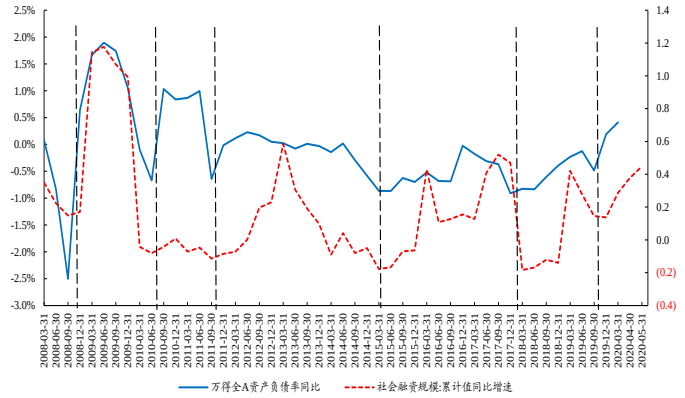


数据来源：Wind、开源证券研究所

我们对于信贷扩张会让总需求提升的一个思考是，由于基建+地产（不含居民信贷）+建筑行业的表内贷款仍然占据了 30%以上的存量规模，在银行向实体让利并降低融资成本的逻辑下，仍会带来大量的新增需求。与此同时，我们此前曾有分析以上市公司为代表的国内企业经过供给侧改革，其实经历过一轮明显的资产负债表修复，负债水平普遍在历史“合意”水平以下。在下游需求修复趋势下，有明显加杠杆的空间。**当然，6-7 月的信贷增速将尤为重要，这是宽货币变弱后检验“宽信用”的时刻，一旦趋势确立，将是周期板块弹性最大的时候。**因此，注重“胜率”的投资者可以等

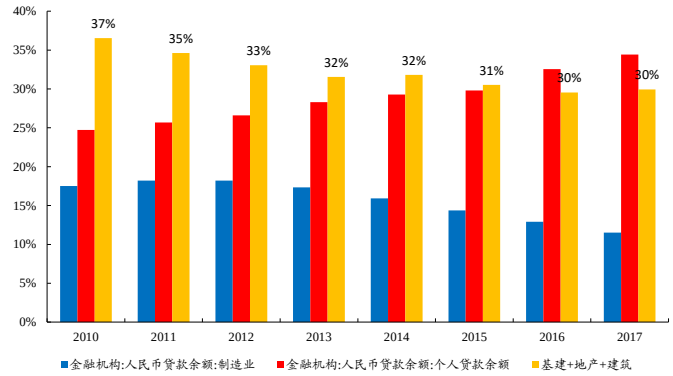
待 PPI 和金融数据等信号，但是可能会错失部分丰厚的回报。

图13：上市公司往往在社融回升时加杠杆



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：基建+地产+建筑行业人民币贷款余额占比 30%



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 风格切换时点已到，可提前布局顺周期板块

过去 1 年多的时间内成长/价值风格已经达到了极致，而疫情以来的流动性充沛与经济低迷更是加强了这一趋势。当前成长风格仍存在较强的动量效应，但是无风险利率的上行让资产定价开始更关注短期，这将对被长期低估的价值板块的相对表现形成较强支撑。当下市场面临的一个选择是：应该承认走出疫情的复苏，还是坚持原有状态下的极致风格。

不可否认的是，从“估值修复”走到“盈利的再认知”中间需要等待大量的信号验证，其中最重要的将是 PPI 和社融、M1-M2 剪刀差回升的持续性。考虑到市场正在认知价值的低估，而潜在的盈利信号又大概率会到来：近期工业品价格仍然保持整体强势，社融增速全年目标仍在 12%附近，以“赔率”思维布局顺周期价值板块的时机将全面来临，因此我们建议提前布局：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、非银**；第四，顺周期消费，**家电，白酒，汽车**。

5、 风险提示

国内经济下行超预期；海外疫情恶化超预期

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