2020 年 06 月 07 日

风格大切换：和而不同

——投资策略周报

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

王汎炜（联系人）
wangkuangwei@kysec.cn
证书编号：S0790120040033

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

● **美国非农出现“乌龙”而超预期，美股演绎风格大切换**

6 月 5 日晚，美国公布 5 月非农就业人数，就业数据出现“乌龙”，当日美股演绎了极致的“交易复苏”，板块分化明显：（1）纳斯达克相对于标普 500 的超额收益收窄；（2）从行业上来看，前期强势的信息技术、耐用消费、医疗科技等涨幅反而靠后，“周期”属性的能源、工业、房地产和金融涨幅居前；（3）以 FAAMG 为代表的“确定性”龙头相对于其他个股的超额收益也在明显缩小。

● **美股风格切换：5 月中下旬开始孕育**

两个市场收益率关系并不存在必然联系，但是 A 股市场与美股的相同之处在于两个市场都曾进入流动性宽松+风险偏好较低的环境而出现了不同的抱团，这就是一个很好的“市场试验”。美股 5 月下旬开始出现“股指期货转升水”的风格切换信号，而 A 股的这一信号本身晚于美股。同时，美股市场的价值股前期的下跌与反弹中都呈现绝对弱势，让其前期风格更为极致，估值偏离更大。上述因素让美股的风格切换更为领先。

● **利率上行，要求 A 股重新权衡估值和增长**

A 股市场对海外最大的不同是，将要面对“利率中枢”上移。我们上周（6 月 5 日当周）在报告《利率上行，加速风格切换》中提到，**所谓的风格切换，其实可以说是成长性和估值水平的重新调整，利率水平是触发这种调整的一个因素。**回顾我们历史也能发现，**在利率上行、期限利差收窄时，**代表的是经济复苏过程中利率中枢的上移，因此对于前期高估值的成长板块而言，估值承压的同时“增长”的相对优势短期来看在减弱，**这种情形在前三次成长向价值风格切换时（2011 年 1 月初、2012 年 10 月中旬、2013 年 11 月中旬）都出现过。**

● **A 股风格切换已开启，价值开启逆袭之路**

如果从细分的主题行业入手，近期 A 股市场表现为寻求“更高增长”或寻求“更低估值”，其实风格切换已经发生，只是从一级行业上看忽视了这一信号。我们再次绘制“风格地图”，A 股与美股类似的是市场对前期“确定性”的抱团开始松动，但估值绝对位置并不是市场表现的主驱动，市场反而在开始布局具备长期成长性，同时能够享受周期性盈利复苏的板块，例如汽车和工程机械的零部件企业、精细化工等，这可能是 2019 年以来极致的风格形成的思维惯性。

我们认为，A 股的风格切换已经开启，具备一定盈利周期属性且与复苏相关的成长股已经体现出了优势，但是后续利率认知中枢的上行会对成长性提出更高的要求。我们从更可操作性角度，推荐布局低估值+盈利早复苏的板块。第一，受益于投资确定性快速复苏、当前估值仍较低的：**建筑、建材、工程机械**；第二，环比改善，逐级向上：**房地产及其后周期行业，家电、家居**；第三，处于周期底部，环比改善目前仍未被定价的，**化工、煤炭**；第四，仍在行业景气向上周期中、未来盈利复苏斜率仍有望改善的：**汽车**。

● **风险提示：**货币政策超预期宽松，经济复苏不及预期。

策略研究团队

相关研究报告

《投资策略专题-利率上行，加速风格切换》-2020.6.4

《投资策略专题-风格切换：隐藏于交易结构与投资者行为中》-2020.6.3

《投资策略点评-风格切换，不再犹豫》-2020.6.1

目 录

1、 美股风格大切换 3
2、 A 股如何跟？ 4
2.1、 利率上行，重新权衡估值和增长的天平 5
2.2、 A 股风格切换开启的线索 6
2.3、 利率上台阶后，估值的性价比将逐渐被认知 8
3、 附录-5 月以来主题行业表现 8
4、 风险提示 9

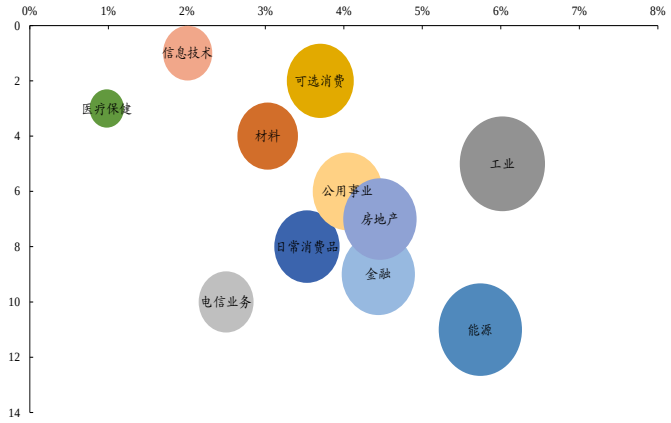
图表目录

图 1: 6 月 5 日，周期行业“逆袭”，市场交易“复苏” 3
图 2: 5 月中旬，“确定性”的 FAAMG 相对优势缩小 3
图 3: 美国疫情可分突发、激增、稳定三个阶段 4
图 4: 疫情日渐严峻的时期，价值股下跌更多；疫情稳定期，价值股反弹弱于成长股 4
图 5: 5 月末，美国股指期货出现升水 4
图 6: 无风险收益率上行的同时，期限利差缩窄 5
图 7: 国债期限利差收敛时往往成长风格向价值风格切换 6
图 8: 风格地图（估值 0-50 倍） 7
图 9: 风格地图（估值 50-100 倍） 7
图 10: 风格地图（估值 100 倍以上） 7
图 11: 机械零部件相对于主机的超额收益在 5 月末开始上升得更快 8
图 12: 汽车零部件相对于整车的超额收益在 5 月末开始上升得更快 8
图 13: 附录 1:5 月以来主题行业表现分化 9
图 14: 附录 2:5 月以来主题行业表现分化 9

1、 美股风格大切换

6 月 5 日晚，美国公布 5 月非农就业人数，强劲的就业数据远超市场预期，当日美股演绎了极致的“交易复苏”。数据显示，5 月美国非农就业人口增加 251 万，预期减少 750 万，前值减少 2050 万；失业率 13.3%，预期 19.0%，前值 14.7%，大超市场预期。美股三大股指当日即随之迎来大涨，道指涨幅 3.16%，纳指涨幅 2.06%，标普涨幅 2.62%，“普涨”之下，板块分化明显：（1）**纳斯达克相对于标普 500 的超额收益收窄，FDN ETF 相对于标普 500 的超额收益也在下行；**（2）从行业上来看，**前期强势的信息技术、耐用消费、医疗科技等涨幅反而靠后，“周期”属性的能源、工业、房地产和金融涨幅居前；**（3）从个股层面来说，**以 FAAMG 为代表的“确定性”龙头相对于其他个股的超额收益优势也在明显缩小。**

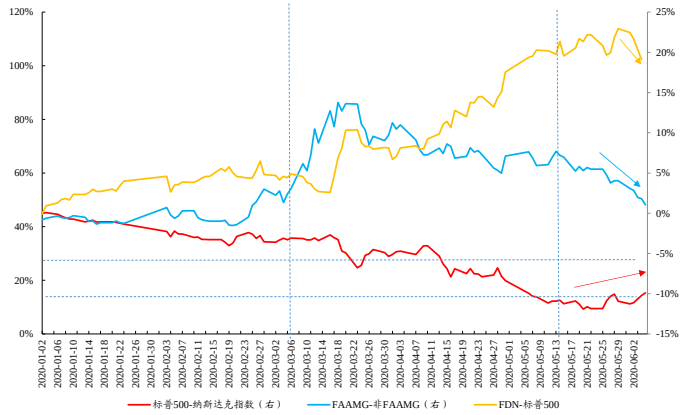
图1：6 月 5 日，周期行业“逆袭”，市场交易“复苏”



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：横坐标为 6 月 5 日当天的涨跌幅，涨幅越高，气泡越大；纵坐标为 5 月份月涨跌幅从高到低排序的名次，

图2：5 月中旬，“确定性”的 FAAMG 相对优势缩小



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：其中 FAAMG 为 Facebook、Amazon、Apple、Microsoft、Google 这几家科技巨头公司；FDN 全称为 First Trust Dow Jones Internet Index Fund，至少 90%的基金份额将用于投资道琼斯互联网指数成分股。

美股的风格切换并非单单发生在 6 月 5 日，而是从 5 月下旬就已经开始，我们在 6 月投资策略月报《脱虚入实，风格切换》中提到，伴随美国股指期货出现升水，美国市场虽然反弹动能整体减弱，但是市场反而出现了更宽维度的回暖，说明抱团 FAAMG 的确定性结构已经松动，风格已经开始出现切换的端倪。而 6 月 5 日看似失真数据引发的美股全面反弹，其实是背后是这种风格切换的趋势在前期已经形成，而非农数据成为了导火索。

我们回到此前报告《利率上行，加速风格切换》中提到的理解风格切换的定价公式

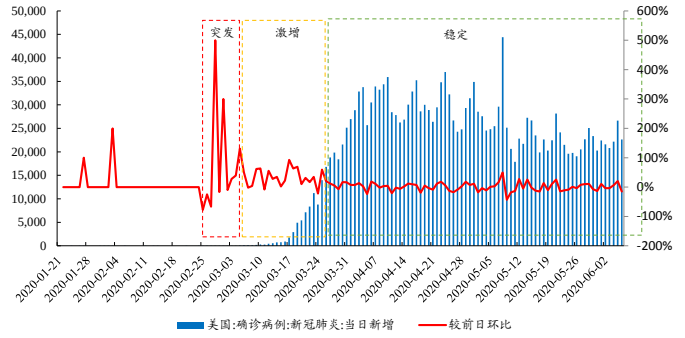
$$\frac{1}{PE} - r_f + g = \overline{Riskpremium}^{1}$$

[1] PE 为市盈率（TTM），r_f取 10 年期国债收益率，g 为永续增长率，等式计算得出风险溢价

美股风格切换的核心驱动力在于：由于危机解除，要求的风险溢价快速下行。同时我们未看到明显的无风险收益率上行的信号。这就给与了全市场更大的估值修复空间。对美股而言，价值相对于成长的相对优势，更多来自于它极低的估值——在疫情之中，价值板块在疫情期间跌幅远超过成长，像航空公司跌幅在 70%左右；自 3 月 24 日美股筑底以来，周期关联度高的价值股的反弹是无法与成长股相提并论的。在这种情况下投资者对于周期股所依赖的经济复苏的斜率要求也相应较低，而一旦出现如同 6 月 5 日的非农就业数据一样的经济强劲的信号（虽然是失真的），周期的性价比也就同时被放大，被市场所认知。

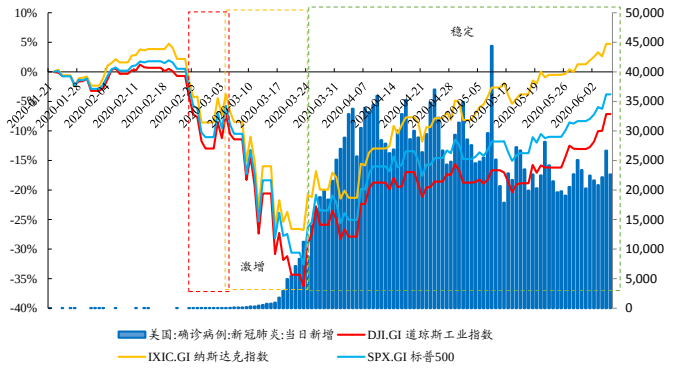
美股反弹的启示在于：**流动性宽松+风险偏好低的环境走向了一个尾声，风格切换在 5 月中下旬孕育之后在 6 月初集中爆发，估值的向上弹性下价值板块明显占优。**

图3：美国疫情可分突发、激增、稳定三个阶段



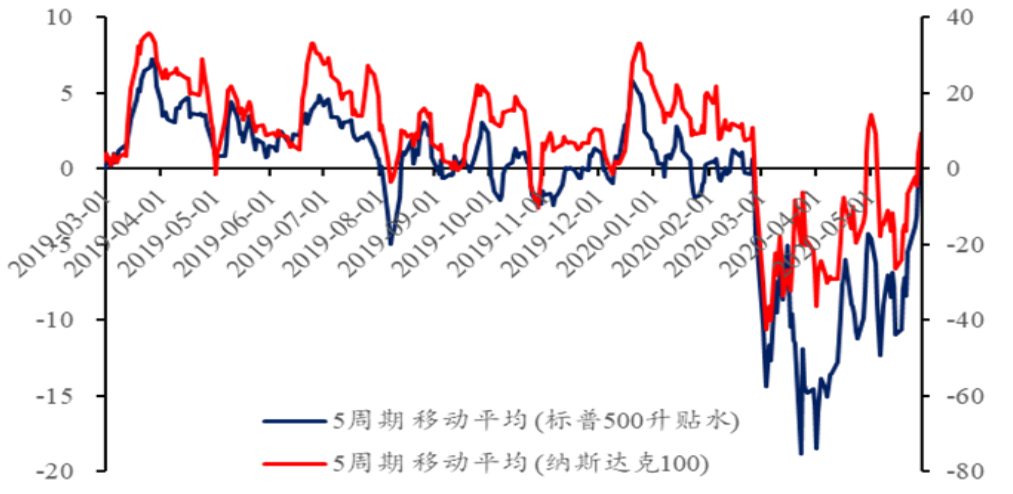
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：疫情日渐严峻的时期，价值股下跌更多；疫情稳定期，价值股反弹弱于成长股



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：5 月末，美国股指期货出现升水



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 A 股如何跟？

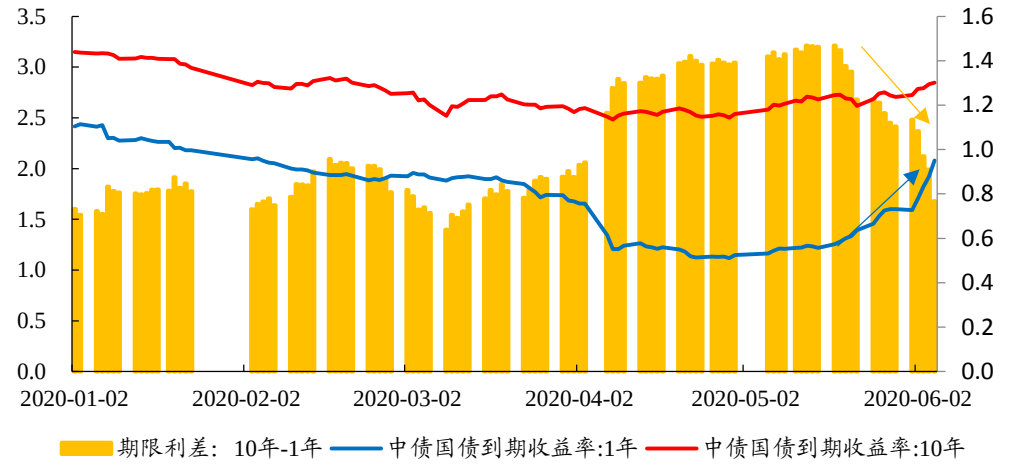
自我们从 5 月 31 日月报《脱虚入实，风格切换》发布以来，对宽货币向宽信用传导后资金脱虚入实会引发风格切换进行了展望。在随后的报告《风格切换，不再犹

豫》，《风格切换：隐藏于交易结构与投资者行为中》和《利率上行，加速风格切换》中，我们从市场的多个维度对这一问题进行了思考。投资者对于国内风格切换的触发因素以及切换的方向存在较大的分歧，我们将对近期市场的趋势进行一个复盘与思考，同时借鉴历史给予我们的答案。

2.1、 利率上行，重新权衡估值和增长的天平

两个市场收益关系并不存在必然联系，但是 A 股市场与海外的相同之处在于我们都逐步从流动性宽松+风险偏好较低环境中走出，这就存在一些相似之处。但是不同的是，我们开始经历“脱虚入实”带来的无风险收益率上行。我们上周（6 月 5 日当周）在报告《利率上行，加速风格切换》中提到，在维持市场的风险偏好水平不变的假设下，无风险收益率的上行对不同估值的行业影响有差异，即当无风险利率上行时，为了要维持估值水平稳定，投资标的需要满足更高的长期增长要求，而对于不同估值水平的板块要求的长期增长增速是不同的。**因此，所谓的风格切换，其实可以说是成长性和估值水平的重新调整，对于国内投资者而言，利率水平是触发这种调整的一个因素。**

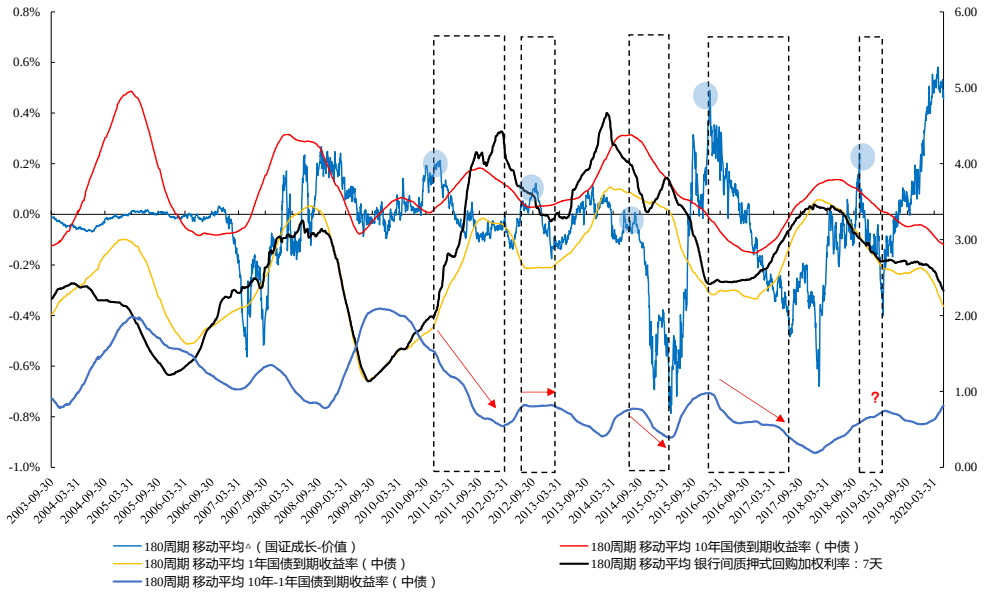
图6：无风险收益率上行的同时，期限利差缩窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

国债到期收益率自 5 月初以来快速上行，使市场面临的无风险收益率提升，A 股的估值和成长水平需要被重新调整，而在这个过程中，**更值得注意的是，在利率上行的同时，期限利差收窄，背后代表的是经济复苏但货币政策有所收紧，**因此对于前期高估值的成长板块而言，估值承压的同时“增长”的相对优势短期来看在减弱，这种情形在前三次成长向价值风格切换时（2011 年 1 月初、2012 年 10 月中旬、2013 年 11 月中旬）都出现过。

图7：国债期限利差收敛时往往成长风格向价值风格切换



数据来源：Wind、开源证券研究所

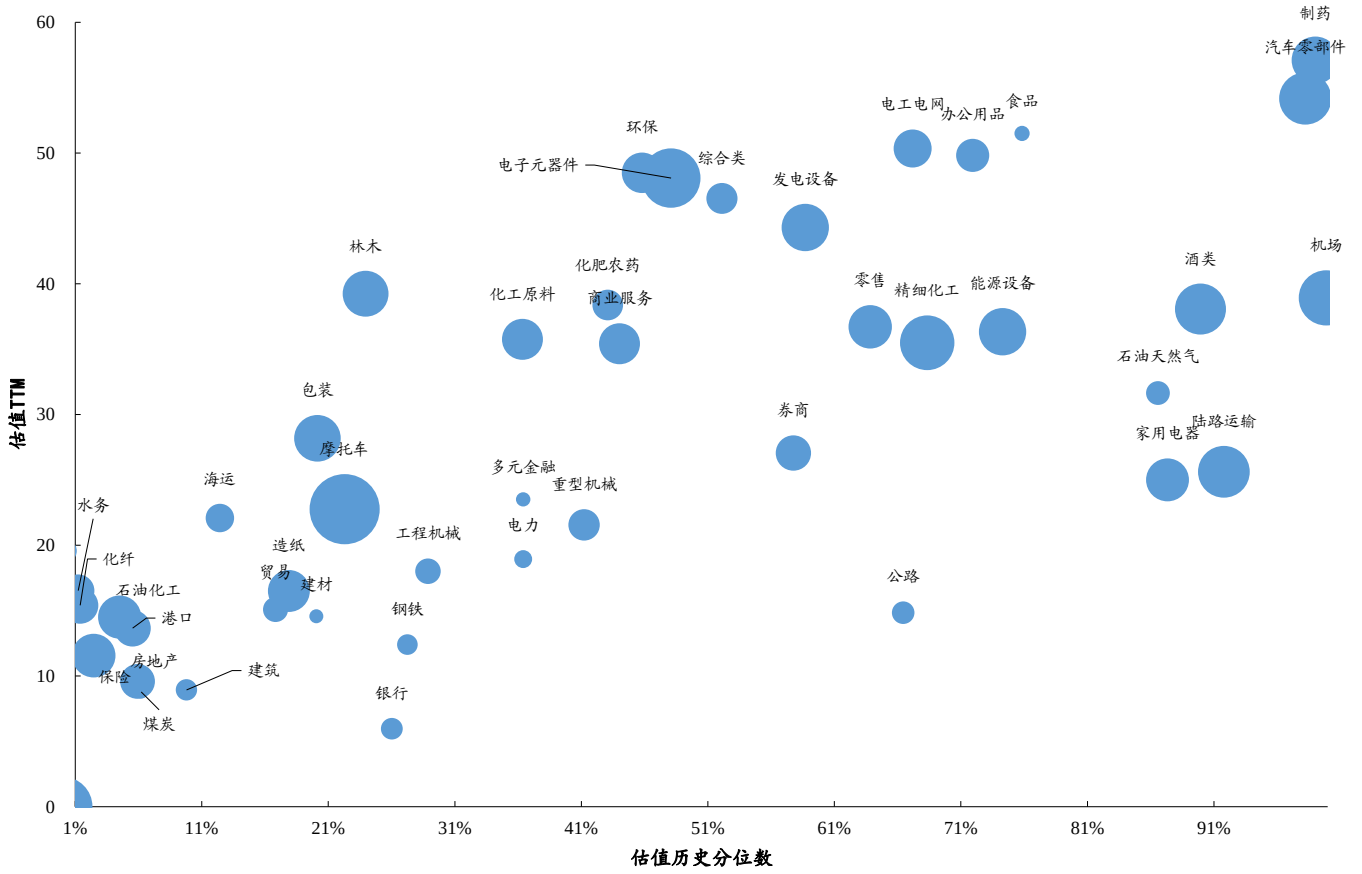
2.2、 A 股风格切换开启的线索

部分投资者从一级行业分类上认为风格切换现象并不明显，只是在第二个交易日才出现了板块上的切换迹象。但我们认为，风格切换其实已经从更细的维度展开。

近期 A 股市场表现为寻求“更高增长”或寻求“更低估值”，“稳稳的幸福”不再是主线。我们对 5 月以来各周周度的主题行业涨跌幅做统计后发现，主题行业涨跌幅的顺序有所轮动，有两点是值得注意的：（1）首先，最明显的是前期涨幅靠前的“确定性”板块在 6 月不再靠前，这恰好与我们所说的利率上行阶段，需要重新考量增长与估值之间的关系相佐证，当前“稳定的增长”的风险补偿可能是不足的；（2）前期非强势的板块在 6 月涨幅靠前，而它们又分化为两类：“更高增长”和“更低估值”，我们标注出 6 月第一周涨幅高于 5 月最后一周涨幅的板块，其中既存在能源设备、石油天然气、化工原料等等的“周期属性”强的板块，也存在软件、通信设备、电脑硬件、电子元器件、半导体、电信等传统上认为“成长性”高的板块。（详见附录中表格）

为避免过于粗糙的分类使得行业中细分领域之间的差异被忽视，我们采用主题行业再次绘制一张“风格地图”，从这张地图中，我们能够更清晰地看到**风格切换的路径是从地图的东北方向转向西南，这一结论的支撑是我们能够发现 6 月以来，最大涨幅出现在左下角，而越靠近右上角的主题行业，涨幅越小。同时，**对前期“确定性”的抱团开始松动，主要原因是由于估值绝对数和自身相对数上升后，在利率上升中性价比动态降低。我们需要反复提醒的是，任何的估值切换一定不是一蹴而就，趋势确定但是过程可能尚有反复，分布确定但是也会出现“异类”。

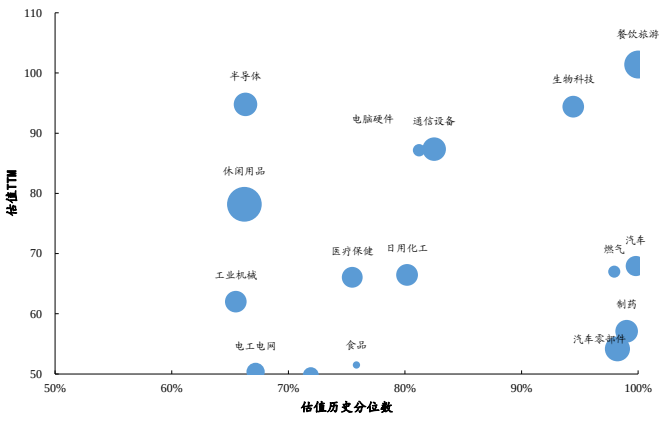
图8：风格地图（估值 0-50 倍）



数据来源：Wind、开源证券研究所

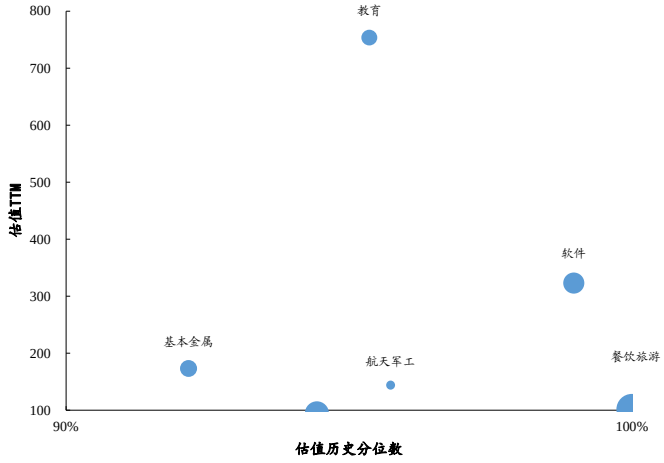
注：图 7、图 8、图 9 中气泡大小表示为 6 月以来涨幅涨幅越大，气泡越大，比例尺相同。

图9：风格地图（估值 50-100 倍）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：风格地图（估值 100 倍以上）

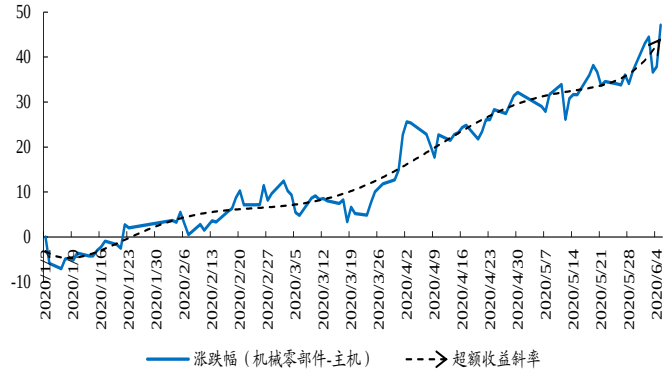


数据来源：Wind、开源证券研究所

与美股类似，A 股风格切换也可以被认为是“交易复苏”，估值绝对位置并不是市场表现的唯一驱动，长期增长预期的变化同样关键，**而疫情后的复工复产正让部**

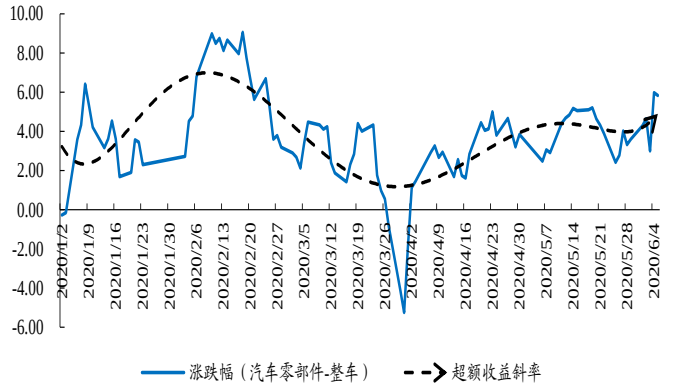
分板块的增长体现出相对弹性，一些细分行业的长期增速被重新认知。从领先指标PMI来看，国内经济已经连续3个月（3月、4月、5月）稳定地在进行环比改善，而这个过程会使得一些行业的成长性被重新认知，我们看到典型的例子是工程机械中零部件制造商的市场表现好于主机制造商、汽车中零部件制造商市场表现好于整车制造商，这是由于在零部件与主机/整车同时享受经济复苏、周期上行弹性的同时，前者由于“国产替代”和行业格局改善等逻辑，长期增速被认为是更高的。**目前的市场，更多愿意选择更高的增长板块去进行定价的平衡，这可能是2019年以来极致的风格形成的思维惯性。**

图11：机械零部件相对于主机的超额收益在5月末开始上升得更快



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：汽车零部件相对于整车的超额收益在5月末开始上升得更快



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、 利率上台阶后，估值的性价比将逐渐被认知

我们从历史经验看，无风险利率上行+利率曲线变平的组合一般略领先于风格切换，这背后的逻辑可能是资产定价中的无风险利率是对于长期无风险利率的预期，而这种预期的形成会略滞后于市场的变化。这就意味着，后续对于增长的要求会更为苛刻，相对优势的天平更向“价值”板块倾斜。

我们认为，A股的风格切换已经开启，与海外经济回暖和国内复工相关的细分成长性行业（例如消费电子）确实存在机遇。但是，考虑到无风险利率的中枢已经抬升，对于成长性的辨识难度会提升，而布局低估值+盈利早复苏的板块的操作性更强。第一，受益于投资确定性快速复苏、当前估值仍较低的：**建筑、建材、工程机械**；第二，环比改善，逐级向上：**房地产及其后周期行业，家电、家居；**第三，**处于周期底部，环比改善目前仍未被定价的，化工、煤炭、航空**；第四，仍在行业景气向上周期中、未来盈利复苏斜率仍有望改善的：**汽车**。

3、 附录-5月以来主题行业表现

图13：附录 1:5 月以来主题行业表现分化

周度涨跌幅	周度涨跌幅	5月第一周	5月第二周	5月第三周	5月第四周	6月第一周	
886001.WI	能源设备指数	1.73	0.78	-2.21	-3.43	5.81	
886002.WI	石油天然气指数	0.44	-1.04	-2.01	-3.66	1.49	
886003.WI	煤炭指数	0.11	-0.13	-0.79	0.03	0.44	
886004.WI	化工原料指数	3.86	0.50	-1.90	-0.48	4.34	
886005.WI	化纤指数	0.66	-0.54	-2.28	0.54	3.49	
886006.WI	精细化工指数	3.05	1.07	-2.02	0.36	7.70	
886007.WI	化肥农药指数	1.86	-0.39	-2.24	1.00	2.44	
886008.WI	建材指数	1.98	-0.99	-3.01	-1.44	0.50	
886009.WI	包装指数	1.31	-0.39	-3.62	2.07	5.63	
886010.WI	基本金属指数	3.57	-0.22	-0.77	2.01	2.61	
886011.WI	贵金属指数	1.92	2.38	2.97	-1.89	-1.52	
886012.WI	钢铁指数	1.20	-0.83	-1.70	0.59	1.09	
886013.WI	林木指数	1.52	3.13	-0.32	7.02	5.46	
886014.WI	造纸指数	1.75	-0.55	-2.73	0.36	4.55	
886015.WI	航天军工指数	2.90	2.31	-3.44	-1.29	0.72	
886016.WI	建筑指数	0.91	-1.65	-2.84	-1.96	1.17	
886017.WI	电工电网指数	2.06	0.76	-2.45	-1.48	3.75	
886018.WI	发电设备指数	2.56	-3.01	-2.39	-2.18	5.80	
886019.WI	综合类指数	2.99	0.32	-1.82	0.39	2.48	
886020.WI	重型机械指数	4.27	-0.80	-4.47	-2.14	2.55	
886021.WI	工业机械指数	2.64	1.00	-2.15	0.08	5.25	
886022.WI	贸易指数	2.55	-0.68	-4.04	-0.29	1.62	
886023.WI	商业服务指数	2.10	1.17	-3.30	-0.07	4.33	
886024.WI	环保指数	3.20	-0.68	-4.36	-1.21	4.24	
886025.WI	办公用品指数	1.99	-1.88	-4.35	8.44	2.84	
886026.WI	航空指数	-1.18	-1.05	-1.52	1.30	8.21	
886027.WI	海运指数	-3.03	-1.59	-3.73	-0.31	2.10	
886028.WI	陆路运输指数	-0.63	1.43	0.65	2.14	7.01	
886029.WI	机场指数	-3.88	-3.63	-0.27	7.39	7.86	
886030.WI	公路指数	-1.27	-1.93	-1.51	-1.60	1.34	
886031.WI	港口指数	0.96	-0.35	-1.43	0.96	3.44	
886032.WI	汽车零部件指数	2.88	-0.49	-3.05	0.58	7.06	
886033.WI	汽车指数	4.01	-2.61	-1.84	1.38	4.61	
886034.WI	摩托车指数	0.37	2.65	0.88	-0.30	12.79	
886035.WI	家用电器指数	3.67	5.36	-2.72	1.51	4.80	
886036.WI	家居用品指数	2.25	4.18	-0.85	9.73	-0.09	
886037.WI	休闲用品指数	-0.41	-0.48	-3.29	5.98	13.57	

数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：附录 2:5 月以来主题行业表现分化

周度涨跌幅	周度涨跌幅	5月第一周	5月第二周	5月第三周	5月第四周	6月第一周	
886038.WI	纺织服装指数	1.44	1.70	-2.94	0.45	6.60	
886039.WI	餐饮旅游指数	0.01	-2.40	-1.15	9.51	8.76	
886040.WI	教育指数	2.97	4.29	-3.99	2.06	2.26	
886041.WI	文化传媒指数	2.69	1.97	-2.79	3.49	9.20	
886042.WI	零售指数	1.82	0.91	-1.23	3.25	4.90	
886043.WI	酒类指数	3.91	1.70	-0.69	0.29	6.72	
886044.WI	软饮料指数	3.48	4.84	-0.29	0.00	-1.18	
886045.WI	农业指数	0.96	-5.19	-2.42	-0.20	1.50	
886046.WI	食品指数	4.21	2.02	-1.30	1.98	0.60	
886048.WI	日用化工指数	8.23	7.67	-0.85	4.86	5.33	
886049.WI	医疗保健指数	3.50	1.07	-1.31	0.51	4.86	
886050.WI	生物科技指数	3.14	4.05	0.77	1.52	5.31	
886051.WI	制药指数	3.01	0.40	-2.64	-0.87	5.78	
886052.WI	银行指数	-0.68	-1.00	-0.95	-0.35	1.23	
886053.WI	多元金融指数	1.28	-0.74	-2.04	-0.67	0.53	
886054.WI	券商指数	1.56	-0.16	-3.83	-2.29	3.21	
886055.WI	保险指数	-0.54	-0.36	-2.92	-2.43	4.94	
886057.WI	房地产指数	-0.38	-0.94	-2.32	0.29	3.15	
886058.WI	互联网指数	3.71	1.44	-4.52	0.78	5.01	
886059.WI	软件指数	3.34	1.10	-4.69	-1.58	4.02	
886060.WI	通信设备指数	4.89	1.42	-6.44	-4.35	6.23	
886061.WI	电脑硬件指数	5.70	4.68	-4.55	-3.82	1.73	
886062.WI	电子元器件指数	2.76	2.26	-5.87	-1.51	9.09	
886063.WI	半导体指数	5.13	4.46	-1.69	-3.17	6.27	
886064.WI	电信指数	1.95	0.02	-2.90	-2.19	5.38	
886065.WI	电力指数	-0.27	-0.16	-1.97	0.89	0.83	
886066.WI	燃气指数	1.90	-0.82	0.62	2.83	1.63	
886067.WI	水务指数	0.66	-1.27	-3.23	-1.86	2.75	
886068.WI	工程机械指数	4.37	-1.44	-5.83	-2.69	1.69	
886069.WI	石油化工指数	0.61	-1.60	-1.48	0.33	4.83	

数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 风险提示

货币政策超预期宽松，经济复苏不及预期。

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