2020 年 04 月 12 日

策略研究团队

波动收敛，回归基本面

——投资策略周报

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

相关研究报告

● **波动性收敛：A 股走向基本面驱动**

本周（2020-04-06 至 2020-04-10）由于美国为主的海外疫情出现缓和的信号，海外市场出现明显反弹。但 A 股反弹的幅度明显不及海外。我们认为，这种不同步的表现，其实背后隐含了更深层次的含义：以美国股市为代表的第二波反弹，其实演绎的是疫情恐慌情绪的适应和逐步消除的路径；与海外市场的恐慌情绪修复不同，国内市场表现的逻辑是：经济恢复不确定性降低+全球权益风险敞口的修复。我们通过研究发现，A 股的表现，未来可能是领先海外，而不是相反。海外市场波动作为国内定价扰动因素的高峰已经过去，投资者应该快速从“危机思维”转向基本面定价。

● **盈利重估：比估值和流动性更重要的变量**

我们认为，与贸易摩擦等风险事件不同，疫情的盈利冲击发生在当下，已经造成了实际盈利损失。如果考虑这一因素，我们以“历史当年预期风险溢价”测算发现其实流动性宽松+低估值的反弹逻辑并不成立。恰恰相反，疫情控制后基本面预期的逐步修复才是本轮反弹的主线，在后续过程中投资者应重点聚焦。

● **约束放松：政策对冲抢跑基本面下行**

本轮“衰退”已被全球政策制定者充分预期，全球货币、财政政策的反应时滞相较于以往“危机”情形更短，在货币政策上甚至存在部分“预判”。后续来看，国内因为疫情造成的外需冲击较为确定，对就业、企业经营的冲击都较为确定，这就形成了对内需政策对冲的进一步要求。对于投资者较为有利的是，现阶段流动性环境和信贷融资环境较为宽松，伴随通胀回落后，政策约束将更进一步恢复；居民部门资产负债表在过去 1 年中有所修复。这都为内需政策提供了较为广阔的空间。这在市场转向定价基本面变化趋势的过程中，将是小幅波动向上的机会。

● **布局内需：“线下消费”+“传统经济”**

我们认为，尽管总需求上需要衡量外需和内需的相对变化幅度，但是从配置上，内需的边际变化向好的确定性将十分强。我们因此主推两大方向：第一，疫情前居民部门资产负债表已有所修复，消费刺激政策空间较为充足，推荐更具有边际改善趋势的线下消费：**食品饮料（首推白酒），家电，汽车和商贸零售**；第二，由于经济转型，建筑、钢铁、建材等板块估值不断下行，对其隐含的增长预期极低，现阶段由于项目出台到公司盈利存在滞后性，市场认知仍不充分。我们认为，未来 1-2 年将带来较确定的增长，业绩确定性将有望带来估值的改观。我们推荐：**建筑、建材，钢铁，**同时我们建议布局政策放松预期的**房地产板块。**

● **风险提示：**海外疫情超预期恶化；美国进一步出现流动性风险

目　录

1、 反弹去往何处：海外市场扰动的高峰已经过去 3
2、 盈利重估：将成为后续主导市场的关键 5
3、 政策有望抢跑基本面下行 7
4、 布局方向确定性：传统经济+线下消费 12
5、 风险提示 14

图表目录

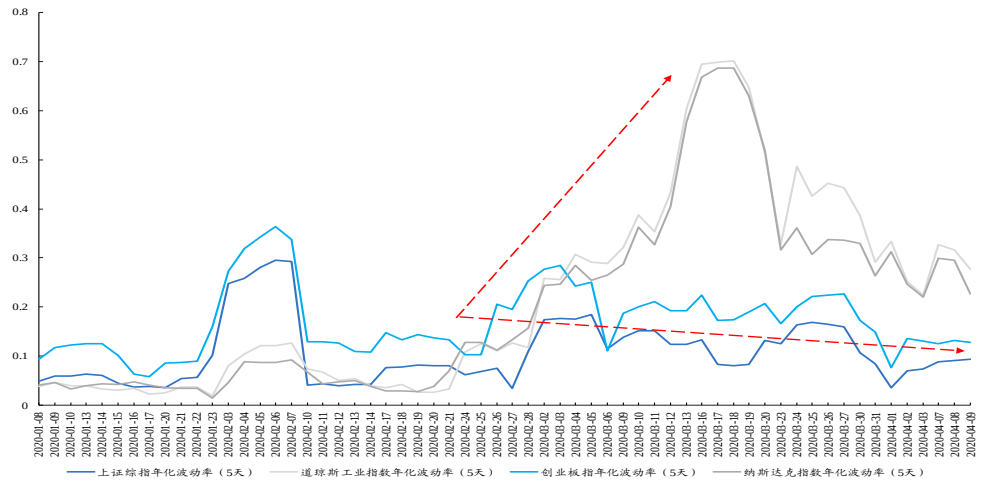
图 1: 在海外波动扩大的时候，国内的波动其实已经开始趋缓 3
图 2: 国内疫情主导期，即使中概股与国内基本面相同，但是价格波动远低于国内市场 4
图 3: 海外疫情爆发，即使基本面更与中国疫情相关，但是市场的疫情恐慌情绪仍然体现在中概股的价格波动上，远高于国内市场波动 4
图 4: 海外疫情爆发期间，即使国内基本面相对占优，但流动性危机与权益风险敞口下降让北上资金大幅流出 5
图 5: 风险溢价水平（滚动 PE）：近期的高点确实超过了 2018 年年底水平 6
图 6: 认知到今年盈利确定性下滑后的风险溢价（即使相对乐观），并不是近期高点 7
图 7: 全球病例出现放缓信号，但是完全控制尚需时日 7
图 8: “失业金”百度搜索指数达到极高值 9
图 9: 沿海省市“失业金”百度搜索指数较高 9
图 10: 出口订单指数一般在二季度为高点 9
图 11: 2008 年外需急剧下滑伴随着信用利差大幅上升，同时伴随的是刺激政策的孕育和出台 10
图 12: 3 月下旬以来我国信用利差开始攀升 10
图 13: 2016 年以来社融增速领先于社零增速 11
图 14: 社融增速明显领先于基建+地产投资增速 11
图 15: 居民部门的新增人民币存贷比 2017 年开始回升 11
图 16: 3 月通胀低于预期，未来通胀预期持续下调 11
图 17: 目前建筑、建材和钢铁的估值水平处于历史低位，隐含极低的长期增长预期 14
图 18: 相反的，建筑、建材和钢铁的 2020 年预测净利润均很乐观 14

表 1: 累计确诊病例在 10000 例以上的国家 2019 年出口额占比达 41.13% 8
表 2: 各地消费刺激政策一览 12

1、 反弹去往何处：海外市场扰动的高峰已经过去

本周（2020-04-06 至 2020-04-10）由于以美国为主的海外疫情出现缓和的信号，海外市场出现明显反弹，但 A 股反弹的幅度明显不及海外。我们认为，这种不同步的表现，其实背后隐含了更深层次的含义：以美国股市为代表的第二波反弹，其实演绎的是疫情恐慌情绪的消除的路径；与海外市场不同，国内市场表现的逻辑是：经济恢复不确定性降低+全球权益风险敞口波动的修复逻辑。我们判断，A 股的表现，未来可能是领先海外，而不是相反。海外市场波动作为国内定价扰动因素的高峰已经过去。

图1：在海外波动扩大的时候，国内的波动其实已经开始趋缓

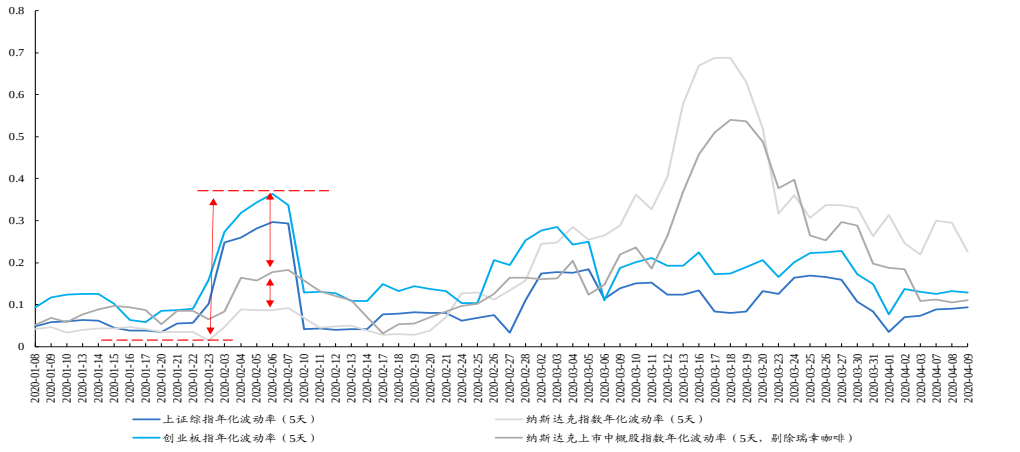


数据来源：Wind、开源证券研究所

为了更好说明这一问题，我们对比中概股进行观察——我们可以认为是有海外的市场环境，但有与国内市场更为相关的基本面的标的。我们发现，疫情可以分为两个时期：国内疫情主导期，海外疫情主导期。

在国内疫情主导期，A 股市场波动明显，海外投资者对于具有相同基本面因素的中概股显得更为“淡定”。A 股波动快速加大，此时纳斯达克上市的中概股波动率也相较纳斯达克指数明显提升，但波动率上升明显低于国内市场。我们认为：此时海外市场在关注疫情对国内基本面的担忧，而国内投资者更多体现为对于疫情的恐慌情绪与基本面担忧的共振。

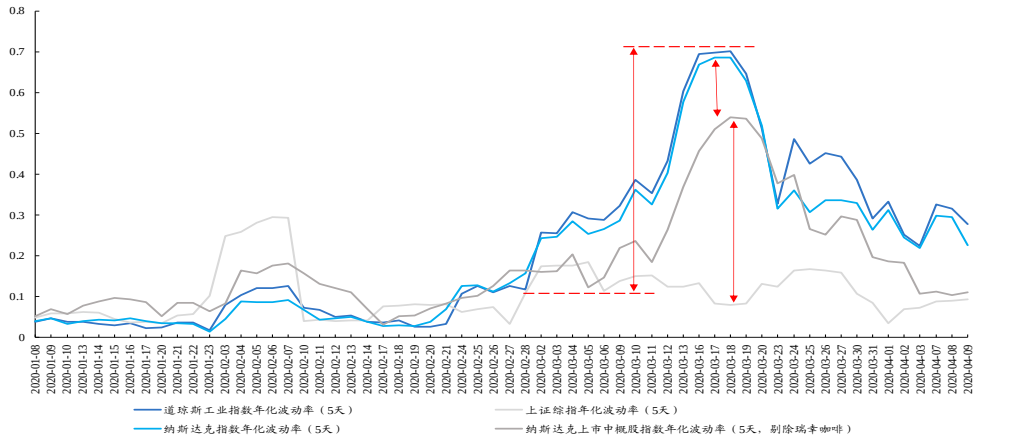
图2：国内疫情主导期，即使中概股与国内基本面相同，但是价格波动远低于国内市场



数据来源：Wind、开源证券研究所。纳斯达克中概股指数的编制：报告期指数=100*报告期样本股的总市值/除数。其中除数为基期（本文设为 2020-01-02）样本股的总市值，只是当有新股上市时需对除数进行调整。

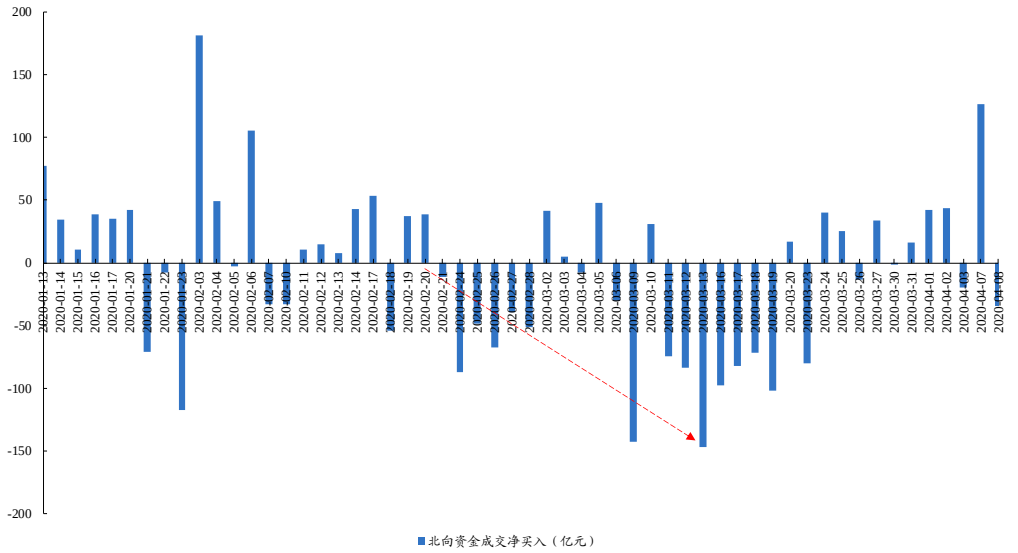
在海外疫情主导期，A 股市场基本走出了疫情“恐慌”情绪，相对于全球更为“淡定”。中概股即使更与国内基本面相关，波动率上升也非常明显，远高于国内指数，此时海外市场经历了流动性危机的无差别抛售+疫情恐慌情绪的影响，不过由于基本面优势，此时中概股波动性相较纳斯达克指数较低。作为印证的是，北上资金也经历了两轮大幅的撤出。相对来说，此时国内指数表现则较为“淡定”，回撤的主要原因主要是：一方面，此时是由于海外疫情的不确定性，造成的对基本面的担忧；另一方面，全球资本市场的恐慌情绪，也有部分美国出现的流动性危机等因素，带来全球风险敞口的下降，比较直接的就是北上资金的撤出。

图3：海外疫情爆发，即使基本面更与中国疫情相关，但是市场的疫情恐慌情绪仍然体现在中概股的价格波动上，远高于国内市场波动



数据来源：Wind、开源证券研究所。纳斯达克中概股指数的编制：报告期指数=100*报告期样本股的总市值/除数。其中除数为基期（本文设为 2020-01-02）样本股的总市值，只是当有新股上市时需对除数进行调整。

图4：海外疫情爆发期间，即使国内基本面相对占优，但流动性危机与权益风险敞口下降让北上资金大幅流出



数据来源：Wind、开源证券研究所

在这个逻辑之下，我们得出 2 个推论：

推论 1：投资者在面对疫情时，首先产生的是对于未来巨大不确定性的担忧甚至是心理层面的恐慌，第二步，才是对于疫情影响基本面的逐步认知。

推论 2：疫情的控制将有两个层面的影响，第一是消除心理层面的恐慌，第二才是对于经济恢复的时间可以预期。国内经历疫情冲击较早，同时疫情较早得到控制，让投资者可以更理性认识疫情对于基本面的影响。

我们最终得到结论：伴随经历疫情的时间的推移，以及疫情趋势在各国得到控制，预期围绕疫情控制和经济恢复的波动会减小，基本面趋势将决定市场走势。A 股市场由于率先经历疫情冲击，同时疫情已经得到较好控制，投资者预期振幅的减弱趋势反而相对全球具有一定领先性。由于波动率天生比收益率更容易预测，伴随未来疫情逐步控制，我们认为海外市场波动大概率会跟随 A 股下降。这意味着，海外风险资产价格变动对于 A 股冲击最大的时刻可能已经过去。“危机”思维需要重新认知。

2、 盈利重估：将成为后续主导市场的关键

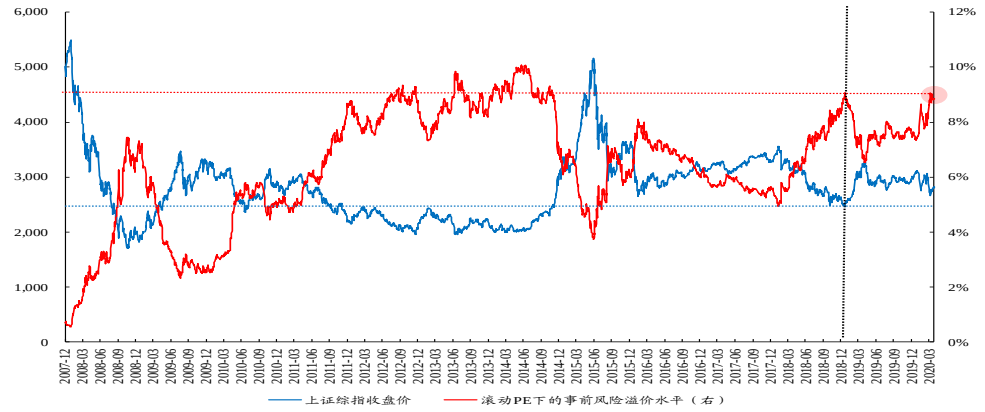
我们认为，相较于流动性+低估值的逻辑，盈利的变化趋势可能是后续市场更主要的因素。

市场普遍认知的是，目前全球流动性宽松，且 A 股相对估值水平低位，这是 A 股向上的主要理由之一。为了验证这一逻辑的合理性，我们使用风险溢价指标进行

讨论。风险溢价是否绝对衡量风险偏好，有待讨论，但是我们可以认为其至少是一个：剔除了流动性影响后的估值指标，也是股票资产的风险补偿。

如果我们从滚动 PE 的风险溢价来看，确实现阶段进入了一个极端值水平，甚至略高于了 2018 年四季度，市场在中美贸易冲击+金融去杠杆双重压力下，最悲观的预期。这是市场较为一致的共识。

图5：风险溢价水平（滚动 PE）：近期的高点确实超过了 2018 年年底水平



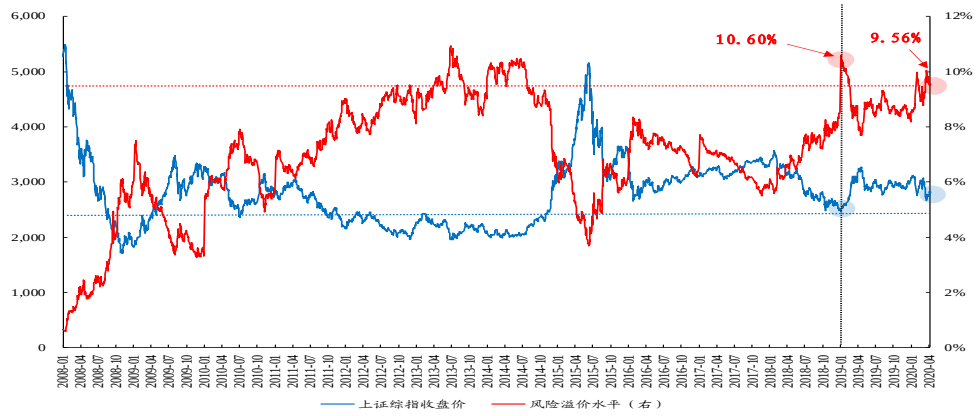
数据来源：Wind、开源证券研究所

但需要考虑的是，本轮疫情冲击对于经济影响的特点是：部分损失（1-2 个季度）已经造成，未来的修复程度未知。我们计算“历史当年预期风险溢价”，即每年的 PE 以当年实际盈利作为计算（2019、2020 年采用市场一致预期盈利）就会发现，如果考虑到今年盈利的确定性下滑，现阶段风险的补偿可能是不足的。

值得一提的是，Wind 一致预期对于上证综指 2020 年盈利预测在 1.64%（截止 2020-04-10），这是目前只有部分分析师进行盈利调整后的结果，这是一个相对乐观的估计。也就是意味着：估值、流动性因素，并不能构成很好的安全垫。我们不认为 1 季度受到业绩的冲击可以影响未来走势，但是业绩的变化走势后续会变得非常关键，因为他可能较大程度影响“估值”和流动性形成的底部是否成立。

估值不在低位或者风险溢价不够高不一定意味着市场下跌，但是我们需要理解的是，流动性的推动或者“性价比”思维，在当期盈利可能出现大幅波动时候，也许并不能很好地成立。我们需要进一步看核心矛盾。

图6：认知到今年盈利确定性下滑后的风险溢价（即使相对乐观），并不是近期高点



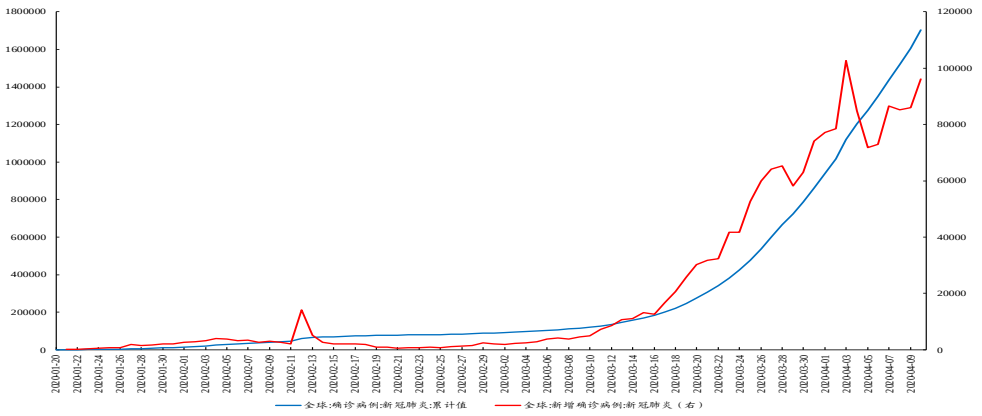
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 政策有望抢跑基本面下行

波动率降低，风险溢价较低但不绝对安全的时候，基本面的变化趋势，才是后面关注的重点。我们的判断是，由于这是一场被全球政策制定者“充分预期的衰退”，其基本面冲击会较快速度被对冲政策所填补。特别是疫情得到控制后，一切的刺激政策都开始逐步有了发挥的空间，国内疫情因为控制更早，基本面恢复的速度会更快。

我们仍然立足国内去讨论全球问题。目前来看，疫情虽然得到缓和，但是例如后续美国死亡率的拐点是否出现、拐点后下行的斜率，以及第三世界国家如巴西、印度等国的疫情蔓延程度，都为后续经济活动的恢复造成了较大的不确定性。而目前来看，二季度全球疫情作为硬约束，疫情的控制仍然是主要矛盾，贸易的正常化很难短期出现。

图7：全球病例出现放缓信号，但是完全控制尚需时日



数据来源：Wind、开源证券研究所

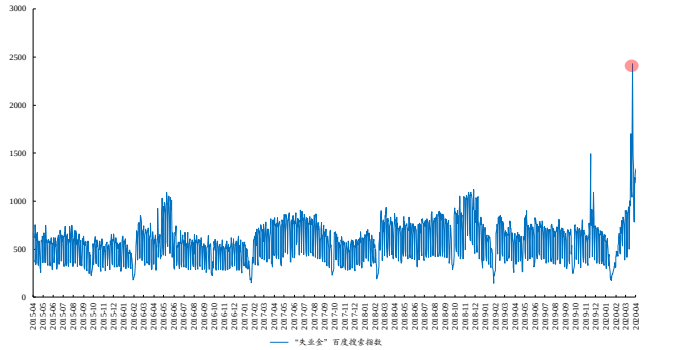
表1：累计确诊病例在 10000 例以上的国家 2019 年出口额占比达 41.13%

国家	截止 4 月 10 日累计确诊病例	累计确诊病例占比	2019 年出口额占比（累计值）	2020 年 2 月出口额同比增速
美国	505876	29.72%	16.75%	-27.53%
西班牙	158276	9.30%	1.08%	-15.56%
意大利	147577	8.67%	1.34%	-18.22%
法国	125931	7.40%	1.32%	-15.06%
德国	122332	7.19%	3.19%	-24.09%
英国	74605	4.38%	2.50%	-29.18%
伊朗	68192	4.01%	0.38%	21.02%
土耳其	47029	2.76%	0.69%	5.81%
比利时	26667	1.57%	0.73%	-20.07%
瑞士	24551	1.44%	0.18%	-26.16%
荷兰	23249	1.37%	2.96%	-15.82%
加拿大	22148	1.30%	1.48%	-28.77%
巴西	19943	1.17%	1.42%	-3.63%
葡萄牙	15472	0.91%	0.17%	-17.11%
奥地利	13561	0.80%	0.12%	-10.67%
俄罗斯	11920	0.70%	1.99%	-14.99%
韩国	10480	0.62%	4.44%	-18.68%
以色列	10405	0.61%	0.38%	-7.30%
合计	1428214	**83.90%**	**41.13%**	**-21.82%**

数据来源：Wind、开源证券研究所

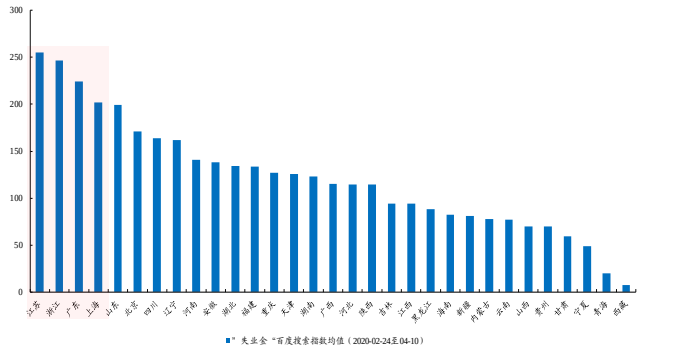
这一影响对于国内来说意味着外需将是确定性的挑战。2020 年 1-2 月我国的供给收缩是外贸下滑的主要特征，进入 3 月复工以来，外贸工厂部分靠此前订单运转，部分已经出现较严重的裁员现象。从关键词“失业金”的百度搜索指数来看，2020 年海外疫情爆发之后开始大幅上升，并在 4 月初达到近 5 年最高值；从搜索的地域分布来看，集中在沿海省市（前四名分别是江苏、浙江、广东、上海）。根据历史上经验，每年的第二季度是新签出口订单的高峰，因此即使后续疫情好转，订单新签将存在一定困难，这对于出口企业冲击较为明显，政策出台的迫切性在快速提升。

图8：“失业金”百度搜索指数达到极高值



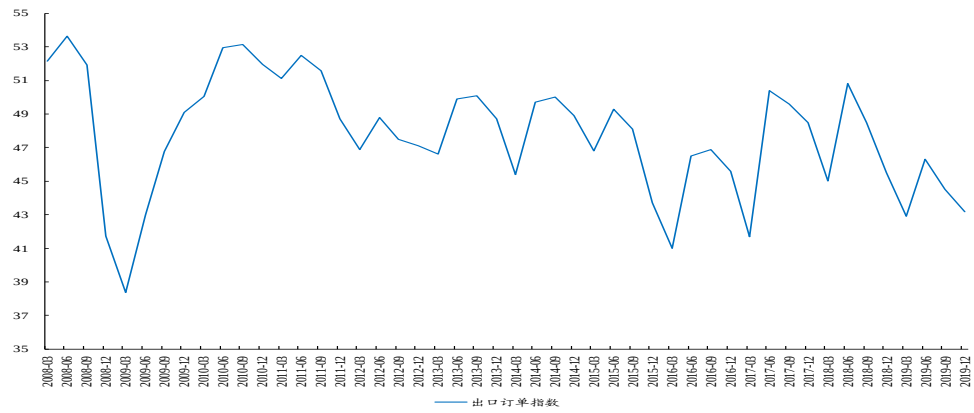
数据来源：百度指数、开源证券研究所

图9：沿海省市“失业金”百度搜索指数较高



数据来源：百度指数、开源证券研究所

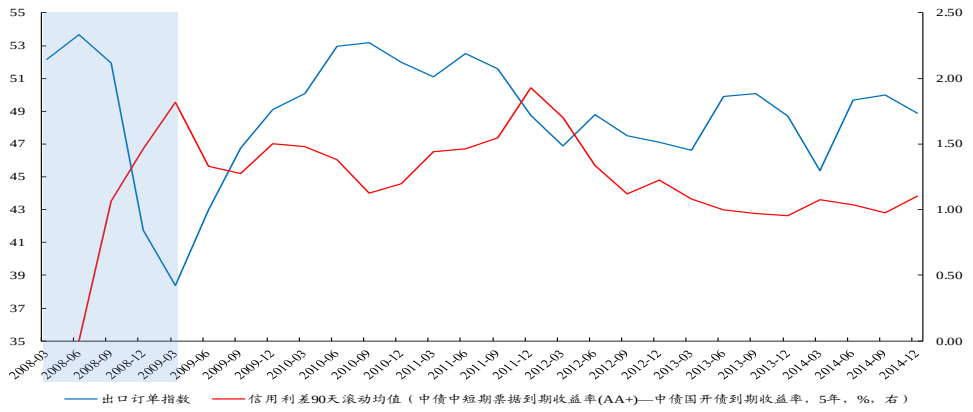
图10：出口订单指数一般在二季度为高点



数据来源：Wind、开源证券研究所

外贸产业链对于经济的冲击可以参考的是2008年，当时信用利差最早并不伴随2008年金融危机的扩张。但是，2008年3季度后，出口订单快速下滑，信用利差随之快速扩大并到达高点，指示的是外需下滑对经济体的全面冲击。而也就是2008年3季度后，4万亿与其配套的十大产业振兴计划陆续孕育出台。

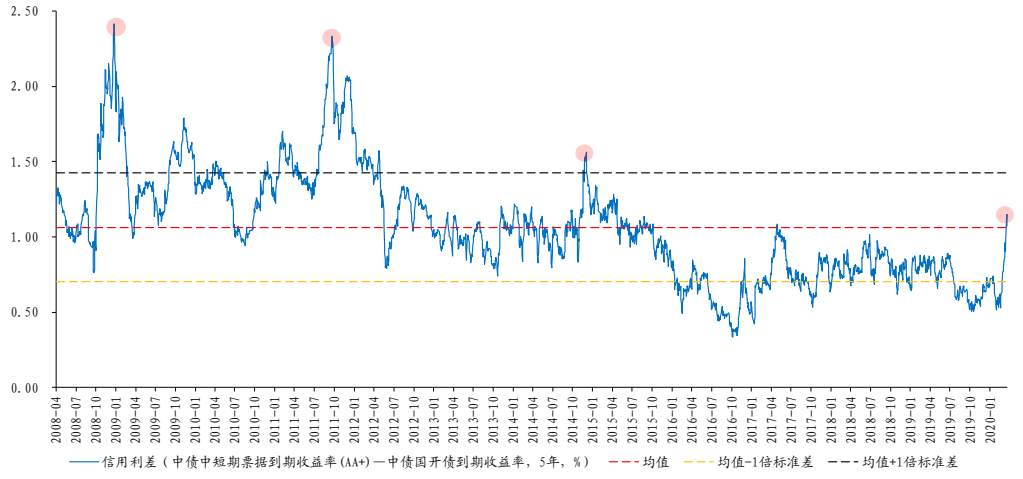
图11：2008 年外需急剧下滑伴随着信用利差大幅上升，同时伴随的是刺激政策的孕育和出台



数据来源：Wind、开源证券研究所

就现阶段看，我们已经临近外贸冲击的检验时点，同时信用利差在当下如此宽裕的流动性环境下已出现了大幅反弹。我们认为，我们正在无限接近于更多对冲政策出手的时点。政策制定与市场参与者同样具备“学习效应”，当就业与信用两大信号出现时，反应的速度可能会比 2008-2009 年提前。

图12：3 月下旬以来我国信用利差开始攀升

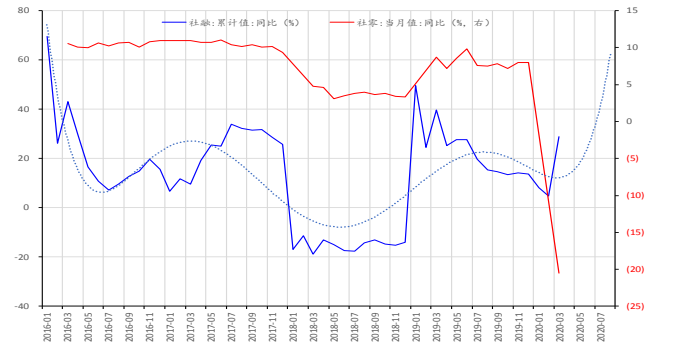


数据来源：Wind、开源证券研究所

就目前来看，信用和就业问题和当年非常相似，但政策出台速度更为迅速。2020 年 3 月 27 日政治局会议已经明确导向：货币+财政政策组合，同时稳增长的优先级更为提高。我们认为，由于这种政策预判已经前置，伴随就业压力显现，对冲政策出台速度将进一步提速。从历史规律上看，社融对于社零增速（2016 年以来）和基建+地产的投资增速(2003 年以来)都具有明显的领先意义。货币与信贷政策已经先行，同时 CPI 低于预期，进一步为货币、信用的放松以及匹配的财政政策留下空间。而伴随疫情控制后复工的进行，部分效果会有时滞的陆续显现。值得一提的是，2019 年

以来，居民资产负债表开始有了一定程度修复，这为消费刺激政策也预留了空间。

图13：2016 年以来社融增速领先于社零增速



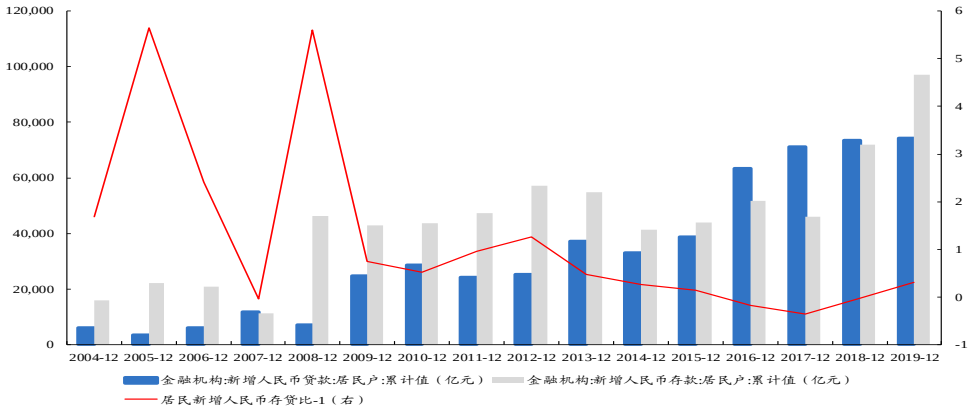
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：社融增速明显领先于基建+地产投资增速



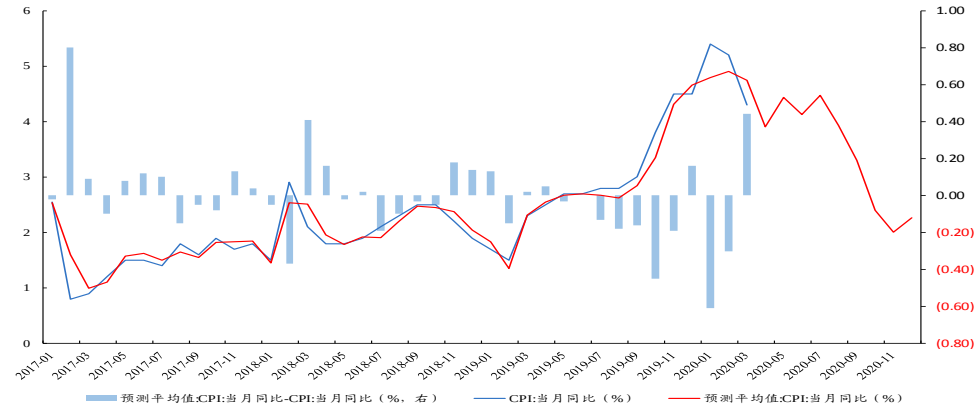
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：居民部门的新增人民币存贷比 2017 年开始回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：3 月通胀低于预期，未来通胀预期持续下调



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 布局方向确定性：传统经济+线下消费

我们认为，尽管总需求上需要衡量外需和内需的相对变化幅度，但是从配置上，内需的边际变化向好的确定性就十分强。

2020 年 3 月 27 日政治局会议开始，将重心重回线下消费。（推动各类商场、市场复工复市，扩大居民消费，合理增加公共消费，启动实体商店消费）我们认为，后续国内疫情的控制已经让消费条件逐步恢复。从消费能力来看，我们看到的是：

第一，疫情前居民部门资产负债表已经开始修复。只要后续基本面不出现趋势性下行，消费能力的确定性相对较高。

第二，疫情期间线上消费的繁荣，反应的其实是居民消费能力的充足，伴随消费条件的恢复，后续将会向线下迁移。

同时，从目前看，我们认为主要依赖于各地消费的刺激政策，考虑到消费能力和消费条件等因素，消费刺激的作用会逐步显现。我们后续也会利用大数据方式，以高频数据跟踪消费复苏。我们推荐“线下消费”：**食品饮料（首推白酒），家电，汽车和商贸零售。**

表2：各地消费刺激政策一览

时间	省份	政策/活动	主要内容
4 月 5 日	江西	江西面向全省消费者发放 2000 万元餐饮消费券	江西省商务厅 5 日宣布，江西将面向全省消费者发放 2000 万元餐饮电子消费券，消费者 4 月 11 日至 15 日可通过“赣服通”平台报名申领。电子消费券将发放 30 万笔，其中，50 元 20 万笔，100 元 10 万笔。电子消费券仅支持线下门店消费使用，适用于在江西境内注册登记、可使用支付宝付款的各类餐饮企业。
4 月 1 日	江苏	《关于应对新冠肺炎疫情影响促进体育产业健康稳步发展若干措施的通知》	省体育局及各地体育主管部门对承租所属单位国有经营性房产的中小微企业免收 2 月份租金，减半收取 3-4 月份租金。面向全省城乡群众加快发行 5000 万元体育消费券，提振体育消费市场。尽快下达已立项总额 1.85 亿元的省体育产业发展专项资金等补助资金；南京发放的消费券总额度 3.18 亿元，主要包括餐饮、体育、图书、乡村旅游、信息、困难群众、工会会员等 7 大类消费券。
3 月 30 日	吉林	系列促进汽车消费政策	购买长春市生产并在省内销售落籍的新车给予一次性补助，积极引导留学回国人员购买长春市生产的汽车产品
3 月 30 日	浙江	疫情防控工作第四十场新闻发布会	全省 798 家 A 级景区对医务工作者全年免费开放，到全省联动向大众游客发放总数达十几亿元的文旅消费券，多地 3 月起至 6 月底前景区免收门票；杭州将发放 16.8 亿元消费券。本轮消费券政府发放额度为 5 亿元，其中 1500 万元用于困难群众的消费补助，剩余 4.85 亿元用于电子消费券发放，
3 月 20 日	上海	“云走秀”“云直播”“云逛街”“云上快闪店”等云购物模	在确保落实疫情防控各项要求的同时，下一步将适时出台

时间	省份	政策/活动	主要内容
		式	促进消费政策，鼓励商贸企业开展形式多样的营销活动
3 月 19 日	北京	“防疫保供网上行”促消费活动	300 余家企业参与。国美、北京苏宁、家乐福等企业发放消费券。其中，北京苏宁在京率先发放 3000 万元消费券，国美则通过国美 APP/美店（国美微店）发放 1.2 亿元家电消费券。
3 月 19 日	江西	《关于打好“组合拳”提振旅游消费的通知》	在全省推出“爱江西·健康游”电子消费券，各市、县（区）结合实际发放旅游消费券。加大景区门票减免的惠民力度，全省 5A 级、4A 级旅游景区和 5A 级乡村旅游点对星期五下午进入景区游览的游客给予门票半价优惠。
3 月 18 日	广东	“广州文旅惠民券”	文广旅部门将发放“广州文旅惠民券”，采取政府补贴、平台让利、商家打折相结合的方式，激活演艺、影视、音乐、娱乐、旅游等消费，支持夜间文化、网络文化和数字文娱消费。
3 月 18 日	安徽		在安徽省商务厅指导下，苏宁宣布同上下游百家品牌供应商联手，推出 1 亿元消费补贴的重磅举措，面向安徽全省每人免费派发 200 元消费券，用于家电购买抵用。
3 月 16 日	湖南	《关于广泛开展关心关爱抗击疫情一线广大职工工会会员活动，引导积极消费促进就业繁荣市场的通知》	湖南基层工会可按照每人不超过 300 元的标准，向全体职工、工会会员发放新冠肺炎疫情防控特别慰问消费券，采用实体百货商店、超市购物消费券等形式发放，不得以现金形式发放，，“五一”节前消费完毕。
3 月 11 日	河北	《河北省 2020 年扩大消费十大专项行动实施方案》	安排专项资金 1500 万元，实施体育消费券补贴政策，扩大健身人群规模。
3 月 6 日	辽宁	《辽宁省支持文化和旅游企业共渡难关若干政策措施》	鼓励向大众发放惠民文化和旅游消费券，对受疫情影响严重的行业进行重点支持，促进文化和旅游市场复苏。
3 月 2 日	山东	《关于贯彻落实习近平总书记重要讲话精神统筹推进新冠肺炎疫情防控和经济社会发展工作的实施意见》	积极推动落实促进新能源汽车使用、开展汽车以旧换新、新能源汽车推广应用补贴政策，推进停车场、汽车充电基础设施建设，带动汽车及相关产品消费。
2 月 24 日	广西	《广西壮族自治区文化和旅游厅关于印发支持打赢疫情防控阻击战全面振兴文旅经济若干措施的通知》	支持公共资源型旅游景区免费开放，鼓励实施景区免费开放日，推出旅游一卡通、电子消费券、旅游年卡、文化旅游惠民卡等优惠措施。

资料来源：各省人民政府网、新华网、人民网，开源证券研究所

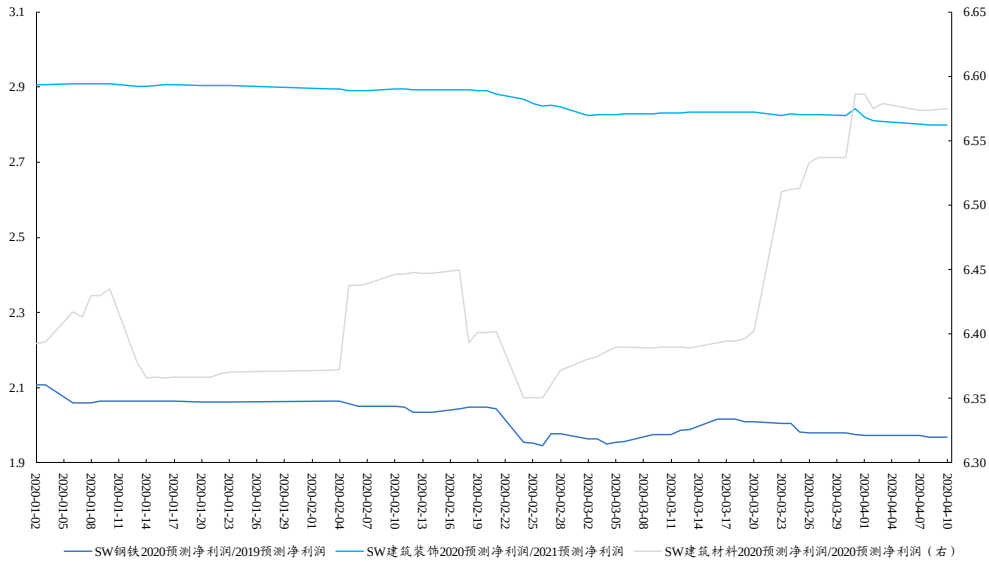
另一条主线，则同样根据 2020 年 3 月 27 日政治局会议提出的“加大宏观政策对冲力度”、“适当提高财政赤字率”等。我们认为，这将在短期改变传统板块的估值逻辑。我们看到由于经济转型，以建筑、钢铁、建材等板块估值不断下行，隐含的其对增长预期极低，但是由于政策转向，未来 1-2 年将带来较确定的增长，业绩确定性将有望带来估值的改观。我们推荐：**建筑、建材、钢铁**。同时关注**房地产**的潜在政策放松预期。

图17：目前建筑、建材和钢铁的估值水平处于历史低位，隐含极低的长期增长预期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：相反的，建筑、建材和钢铁的2020年预测净利润均很乐观



数据来源：Wind、开源证券研究所

5、 风险提示

海外疫情超预期恶化；美国进一步出现流动性风险

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