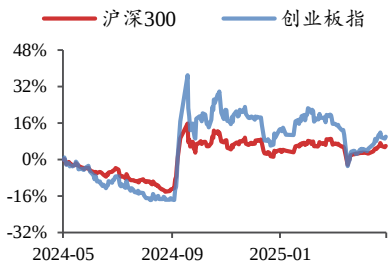


2025 年 05 月 21 日

开源晨会 0521

——晨会纪要

沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
美容护理	2.499
综合	2.119
传媒	1.977
家用电器	1.656
医药生物	1.643

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
国防军工	-0.502
煤炭	-0.330
钢铁	-0.128
房地产	-0.114
建筑材料	0.075

数据来源：聚源

吴梦迪（分析师）

wumengdi@kysec.cn

证书编号：S0790521070001

观点精粹

总量视角

【宏观经济】财政支出力度加码——4 月财政数据点评-20250520

【宏观经济】关税下的经济答卷：韧性趋显，供需结构待改善——兼评 4 月经济数据-20250519

【金融工程】5 月转债配置：转债估值适中——转债配置月报-20250520

【中小盘】《重组办法》新规发布，并购重组未来已来——中小盘策略专题-20250520

行业公司

【农林牧渔】4 月肉鸡价格维持高位，关注季节性鸡病催化价格——行业点评报告-20250520

【海外：地平线机器人-W(09660.HK)】智能驾驶解决方案龙头，软硬协同构筑核心竞争力——港股公司首次覆盖报告-20250520

研报摘要

总量研究

【宏观经济】财政支出力度加码——4月财政数据点评-20250520

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 沈美辰（分析师）证书编号：S0790524110002

事件：4月，全国一般公共预算收入 20427 亿元，全国一般公共预算支出 20766 亿元。政府性基金预算收入 3339 亿元，政府性基金预算支出 6367 亿元。

财政收支增速提升，支出发力显著

1、4月财政收入改善，非税收入的贡献持续走低。4月狭义财政收入同比增长 1.89%，边际改善。1-4月公共财政收入同比下滑 0.4%，降幅继续缩窄。从结构看，税收收入增速回暖，非税收入增速边际继续下降。4月税收收入同比由负转正，增长 1.9%，截至 4 月税收累计下降 2.1%，与全年+3.7%的增速目标差距有所缩窄但仍待改善。非税收入增速边际走低，同比增长 1.7%（前值为 5.9%），4 月税收对财政收入的贡献更强，但受外部预期冲击，税收增速有所下降。主要税种中所得税表现亮眼，其余基本持平去年。个人所得税同比增长 9%，企业所得税同比增长 4%。个税收入高增或与 2024 年 4 月低基数有关。企业所得税增速回落但仍保持正增长，在对等关税的影响下企业营收边际转弱。国内增值税、消费税分别同比增长 0.85%、0.47%，增速较上月均边际回落，与投资和消费的景气度偏弱有关。其他税种方面，资源税、房产税高增，车辆购置税延续走弱。土地类税收分化。契税、土地增值税分别同比下滑 15%、9%，而耕地占用税同比上升 16%。车辆购置税同比下降 14%，汽车消费无显著改善。

2、财政支出进度提升至近 5 年来最高。4 月公共财政支出 20766 亿元，同比增长 5.8%，支出边际加快。前 4 月累计支出增长 4.6%，支出速度略高于全年预算目标（4%）。支出进度看，截至 4 月已完成全年的 31.5%，高于 2020-2024 年同期进度。结构看，支出发力较为均衡。民生领域支出投入加快，基建类支出边际走强。4 月社保和就业、卫生健康支出分别同比增长 9.6%、10%，涨幅较上月走阔，教育支出增长 6%。科技类支出有所改善，同比增长 5.3%（前值-4.8%）。基建方面支出显著提速，城乡社区事务、交通运输类支出同比增长 6.8%、10.6%，较 3 月有所改善，农林水事务支出增速边际下滑，同比降低 6.1%。自年初以来，水利相关支出回归平稳。总体看，4 月财政支出力度加码，在稳民生和基建投资、科技领域均加大投入，以财政加量的确定性应对关税扰动的不确定性。

卖地收入回暖，政府债加速发行支撑广义财政支出

卖地收入增速大幅改善。4 月全国政府性基金收入 3339 亿元，同比增长 8%。地方国有土地出让金收入同比增长 4%（前值为-16.5%），政府性基金收入由负转正大幅提升，土储专项债发行或带动土地市场回暖。前 4 月政府性基金收入同比下滑 6.7%，降幅较前三月显著收窄。政府性基金支出增速持续走高。4 月政府性基金支出 6367 亿元，同比增长 44.7%（上月增长 28%），延续高增，1-4 月累计支出增速升至 18%。一方面 2024 年同期支出力度偏慢造成低基数，另一方面一季度政府债高密度发行进入使用期，超长期特别国债也于 4 月开始发行，对于政府性基金支出有强力支撑。截至 4 月，政府性基金支出进度约为全年目标的 20.9%，超过 2024 年同期，但低于 2022、2023 年同期。1-4 月共计发行新增专项债 1.19 万亿元。发行节奏快于 2024 年，但慢于 2023、2022 年。4 月发行超长期特别国债 1210 亿元，5 月起发行计划会更加集中。专项债和特别国债发行和使用支撑广义财政支出，政府性基金支出增速逐渐逼近预算 23% 的目标，后续特别国债密集发行、专项债也有望迎来二次提速，广义支出力度有一定保障。

4 月财政收支均衡程度有所提升。关税对经济和财政收入的冲击相对可控，而财政支出强势发力，以财政加量的确定性应对关税扰动的不确定性。我们认为，后续广义财政支出力度或将进一步走强，财政政策可能适时加力，结构上加大对内需的支持，加快资金的落地与使用。

风险提示：经济超预期下行；政策执行力度不及预期。

【宏观经济】关税下的经济答卷：韧性趋显，供需结构待改善——兼评4月经济数据-20250519

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 陈策（分析师）证书编号：S0790524020002

生产端：工业、服务业维持较高增速，供需结构仍不佳

1、外部冲击影响加大，工业生产仍维持较快增长，但供需结构仍不佳。4月工业增加值同比下滑了1.6个百分点至6.1%；工增环比为0.22%、明显低于3月的0.44%，主因此前抢生产、抢出口形成了高基数。分行业来看，电气机械、有色冶炼表现较好，分别较前值提高了0.4、1.0个百分点至13.4%、7.5%。供需结构来看，4月工业企业产销率为95.3%，仍处于历年同期最低水平。

2、服务业生产小幅下滑。拖累项主要在于租赁商务服务、批发零售等，分别较前值下行1.3、0.9个百分点。受益于国产大模型突破和互联网加大AI投资，信息软件技术增速加快了0.1个百分点至10.4%。

固投端：地产投资降幅扩大，基建、制造业高位回落

1、地产：投资降幅扩大，销售有降温迹象。从高频指标来看，新房成交在4月下旬走弱后、5月边际回暖，二手房成交的正增速持续放缓。作为领先指标的库销比在完成一轮修复后趋于平稳，可能指向房价进一步修复动能不强。在年初小阳春后，4月房地产市场整体延续止跌回稳态势但途有波折，仍需政策加力。

2、制造业：关税扰动拖累企业投资扩产意愿。4月制造业增速和设备更新增速有不同程度回落，分行业来看，通用设备、纺织业边际改善了0.7、1.2个百分点，食品、有色冶炼、计算机通信电子、医药制造下滑幅度较大。

3、基建：超长债迎来发行高峰，基建投资有望延续高增。测算4月广义基建当月同比回落了3.0个百分点至9.6%，狭义基建当月同比微降0.1个百分点至5.8%。分项来看，铁路运输小幅改善，水利管理、道路运输明显下滑。资金端，截至5月18日专项债发行进度为33.5%、仍快于2024年同期水平，叠加超长债迎来发行高峰，预计基建投资仍有望维持较高增速。

消费：以旧换新继续显效，剔除基数效应后表现偏弱

1、剔除基数效应后，社零当月同比（两年复合增速）从3月的4.5%明显降至4月的3.7%。分品类来看，以旧换新领域和金银珠宝消费表现较好。

2、短期社零仍有低基数支撑，再往后以旧换新政策边际效用下降，例如汽车或已初步呈现透支效应，Q4消费下行压力可能增大。

关税谈判与经济韧性为基，做强国内大循环为本

5月12日中美贸易会谈取得实质性进展，关税扰动下的第一份经济数据呈现韧性，则全年实现5.0%经济目标的难度有所降低。但仍需看到国内需求分项普遍走弱，供需结构不佳，且两新等领域的政策支持效果或将走弱，房地产市场止跌回稳仍有波折；海外方面特朗普关税潜存反复可能性，参考中美上一轮谈判，2018年12月缓和但2019年5月谈判破裂，2019年6月缓和但同年8月谈判破裂。我们认为扩内需政策仍需适时加力，立足做强国内大循环，以其内在稳定性和长期成长性对冲国际循环的不确定性。

风险提示：政策变化超预期；美国经济超预期衰退。

【金融工程】5月转债配置：转债估值适中——转债配置月报-20250520

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 张翔（分析师）证书编号：S0790520110001 | 陈威（联系人）证书编号：S0790123070027

截至2025年5月16日，近1月可转债等权指数（889033.WI）上涨3.80%，可转债高价指数（889041.WI）

上涨 4.03%，中价指数（889042.WI）上涨 2.61%，低价指数（889043.WI）上涨 1.81%，可转债正股等权指数（889035.WI）上涨 8.82%。

转债和正股估值比较：转债估值适中

针对可转债与正股的估值比较，我们构建出时序上可比的估值指标“百元转股溢价率”，并计算滚动历史分位数衡量转债和正股当前的相对配置价值。

截至 2025 年 5 月 16 日，“百元转股溢价率”滚动三年分位数处于 43.5%，滚动五年分位数处于 49.8%。

偏债转债和信用债估值比较：偏债转债配置性价比高于信用债

针对偏债型转债和信用债的估值比较，我们重点考量转股条款对转债 YTM 产生的影响进行剥离，取“修正 YTM-信用债 YTM”中位数衡量偏债型转债和信用债之间的相对配置价值。

截至 2025 年 5 月 16 日，当前“修正 YTM-信用债 YTM”中位数为 0.11%，偏债型转债的整体配置性价比适中。

近 1 月估值因子在偏股、平衡、偏债转债中超额为 0.9%、1.2%、-0.3%

从长期来看，高估值的转债会系统性的带来负收益。我们构建出转股溢价率偏离度因子和理论价值偏离度因子（蒙特卡洛模型），并将两个因子融合构建出转债综合估值因子。我们选择转债综合估值因子排名前 1/3 的转债构建平衡转债低估指数、偏债转债低估指数；选择理论价值偏离度（蒙特卡洛模型）因子排名前 1/3 的转债构建偏股转债低估指数。

截至 2025 年 5 月 16 日，近 4 周低估因子在偏股、平衡、偏债三类转债中增强超额分别为 1.56%、0.10%、0.18%。

转债风格轮动：看好偏股低估风格

我们选择转债 20 日动量+转债波动率偏离度作为市场情绪捕捉指标构建转债风格轮动组合，双周频调仓。

根据 2025 年 5 月 16 日的最新信号，未来两周风格轮动将全仓配置偏股转债低估指数。截至 2025 年 5 月 16 日，近 4 周转债风格轮动收益为 8.58%；2025 年以来转债风格轮动收益为 23.98%。

偏股转债低估指数成分债：广大转债、金丹转债、精锻转债等；

平衡转债低估指数成分债：利群转债、和邦转债、鹰 19 转债等；

偏债转债低估指数成分债：东南转债、顺博转债、汇通转债等。

风险提示：本报告模型及结果通过历史数据统计、建模和测算完成，在市场波动不确定性下可能存在失效风险；历史数据不代表未来业绩。

【中小盘】《重组办法》新规发布，并购重组未来已来——中小盘策略专题-20250520

周佳（分析师）证书编号：S0790523070004

《重组办法》新规落地，并购重组未来可期

2025 年 5 月 16 日，证监会发布修订后的《上市公司重大资产重组管理办法》（以下简称《重组办法》），多措并举持续深化并购重组市场改革。《重组办法》以激发并购重组市场活力、提高并购重组审核效率、优化并购重组监管机制为核心，从建立重组股份对价分期支付机制、提高对财务状况变化、同业竞争和关联交易监管的包容度、新设重组简易审核程序、明确上市公司之间吸收合并的锁定期要求、鼓励私募基金参与上市公司并购重组等五大方面作出了全面规定，有助于进一步提高上市公司并购重组活跃度。首先，本次修订的《重组办法》是“并购六

条”政策的落地，保证了监管对并购重组支持态度的延续性。“并购六条”发布以来，上市公司累计披露重大资产重组超 160 单，在“并购六条”实施半年多的当发布修订后的《重组办法》，体现出监管层继续支持并购重组的决心。其次，与 2023 年的《重组办法》相比，本次修订的《重组办法》在简化审核程序、创新交易工具、提升监管包容度等多方面作出优化，创多个“首次”：首次建立简易审核程序，首次调整发行股份购买资产的监管要求，首次建立分期支付机制，首次引入私募基金“反向挂钩”安排。再次，与 2024 年的征求意见稿相比，本次修订的《重组办法》对财务状况变化的包容度和私募基金“反向挂钩”的投资期限作出了进一步放松，将“改善财务状况”调整为“不导致重大不利变化”，私募基金“反向挂钩”机制的投资期限要求由 60 个月缩短至 48 个月。

《重组办法》深化改革，五大方向有望受益

一是科技型并购重组。《重组办法》提高对财务状况变化的监管包容度，利于上市公司收购优质未盈利科技型资产。二是私募基金参与的并购重组。《重组办法》引入私募基金“反向挂钩”机制，利于私募基金参与上市公司并购重组。三是蛇吞象式并购重组。《重组办法》建立重组股份对价分期支付机制，利于中小市值公司收购大体量标的资产。四是央企并购重组。《重组办法》提高对关联交易的包容度，利于央企借助上市平台提高资产证券化率。五是链主企业主导的并购重组。《重组办法》鼓励大市值公司并购重组，利于链主企业发起产业链并购。

并购重组未来已来，四大线索掘金投资机会

(1) 有市场辨识度的、已经公告但仍处于进程中的、未来落地概率较大的上市公司。受益标的：光智科技、远达环保、南京化纤。(2) 有市场辨识度的、并购预期较强的上市公司。受益标的：电子城、新宏泰、麦克奥迪、荃银高科、宁夏建材、江南化工。(3) 有私募基金参与并购或从事创投业务的上市公司。受益标的：天迈科技、ST 路通、力合科创、鲁信创投、九鼎投资。(4) 涉及类借壳的上市公司。受益标的：日播时尚、至正股份、群兴玩具。

风险提示：政策变动风险、流动性风险。

行业公司

【农林牧渔】4 月肉鸡价格维持高位，关注季节性鸡病催化价格——行业点评报告-20250520

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 王高展（联系人）证书编号：S0790123060055 | 朱本伦（联系人）证书编号：S0790124060020

4 月肉鸡价格维持高位，关注季节性鸡病催化价格

白羽鸡：季节性鸡病支撑 4 月鸡价，养殖利润环比扭亏为盈。(1) 价格：2025 年 4 月全国白羽肉鸡销售均价 7.42 元/公斤，环比+0.29 元/公斤，盈利 0.04 元/羽，环比扭亏为盈。4 月昼夜温差较大导致鸡病频发，死淘率上升，小鸡比例增加。季节性鸡病导致小鸡出栏偏多，鸡肉供给偏紧支撑鸡价维持高位。(2) 种鸡存栏：4 月末行业白羽祖代种鸡总存栏量 205.82 万套，环比-0.2%，其中在产环比+0.5%，后备环比-1.4%。父母代种鸡总存栏 3752.25 万套，环比+1.0%，其中在产环比+1.0%，后备环比+1.0%。祖代种鸡存栏、父母代种鸡存栏处于近 5 年来相对高位，种源供应充足。

黄羽鸡：季节性因素驱动价格上涨，供给充足或致 5 月鸡价承压。4 月黄羽鸡父母代鸡苗销量 591.99 万套，环比-2.7%，商品代鸡苗销量 1.44 亿羽，环比持平。4 月末黄羽祖代种鸡总存栏量 278.37 套，环比+0.24%，处于 2020 年以来高位，父母代种鸡总存栏 2241.91 万套，环比-0.28%。考虑供给端相对充足，预计 5 月鸡价或将承压。

蛋鸡：五一备货支撑蛋价，关注端午消费对短期蛋价的托底作用。4 月末蛋鸡苗价格 4.25 元/只，环比-1.16%，鸡蛋棚前批发价 7.00 元/公斤，环比+14.01%，蛋鸡养殖利润-17.66 元/羽，环比-3.13 元/羽。需求方面，受五一备货催化，4 月鸡蛋价格上涨，随端午节临近，5 月蛋价需求端仍有一定支撑。供给方面，考虑鸡蛋新增产能释放较大，预计中长期蛋价存在下行压力。

4月白羽肉鸡苗收入、销量、均价环比变化不一

(1) 益生股份：4月鸡苗销量4893.20万只，环比+3.03%；销售均价2.89元/羽，环比-0.02元/羽。(2) 民和股份：4月鸡苗销量2393.37万只，环比-8.43%；销售均价2.85元/羽，环比+0.03元/羽。(3) 晓鸣股份：4月鸡产品销量2487.88万只，环比-15.57%；销售均价4.43元/羽，环比持平。

4月白羽鸡肉销量、收入环比下降

(1) 仙坛股份：4月鸡肉销量4.74万吨，环比-10.67%；销售收入4.13亿元，环比-2.53%；销售均价8712.09元/吨，环比+9.20%。(2) 圣农发展：4月鸡肉销量11.84万吨，环比-4.07%；鸡肉销售收入11.63亿元，环比-1.37%；销售均价9822.64元/吨，环比+2.72%。

4月黄羽鸡收入环比增长

(1) 温氏股份：4月肉鸡销量1.04亿只，环比-0.87%；销售均价11.24元/公斤，环比+3.21%。(2) 立华股份：4月肉鸡销量4544.90万只，环比+1.22%；销售均价11.20元/公斤，环比+4.77%。(3) 湘佳股份：4月活禽销售443.67万只，环比+17.46%；销售均价9.26元/公斤，环比-1.21%。

风险提示：禽业疫病不确定性；消费复苏不及预期等。

【海外：地平线机器人-W(09660.HK)】智能驾驶解决方案龙头，软硬协同构筑核心竞争力——港股公司首次覆盖报告-20250520

吴柳燕（分析师）证书编号：S0790521110001 | 周勃宇（联系人）证书编号：S0790124070036

智能驾驶解决方案龙头，首次覆盖给予“增持”评级

地平线机器人是市场领先的乘用车高级辅助驾驶和高阶自动驾驶解决方案供应商，深耕自动驾驶芯片与解决方案。公司客户资源丰富，定点车型数量可观，深度受益于智驾平权带来的智能驾驶解决方案市场规模扩张。我们预计公司2025-2027年收入36.44/56.18/81.90亿元，对应同比增速52.9%/54.2%/45.8%，对应净利润-16.34/-9.45/0.75亿元，当前股价7.48HKD对应PS25/16/11倍，首次覆盖给予“增持”评级。

智驾解决方案：智驾平权带动市场增长，公司推出HSD市场份额有望提升

智驾解决方案为智能汽车的大脑，满足汽车驾驶自动化需求的核心组件。在智驾平权趋势下，全球/国内智驾解决方案市场规模有望快速增长，据灼识咨询数据，2030年全球/中国市场规模分别有望达10172/4070亿元，2023-2030年全球/中国市场规模CAGR分别有望达49.2%/49.4%。公司在高级辅助驾驶解决方案市场中占据主导地位，在高阶自动驾驶解决方案市场中正加速追赶第一梯队，2024H1，在中国OEM高级辅助驾驶解决方案市场中，公司市占率为35.9%，排名第一，在高阶市场中，公司在城区NOA智驾解决市场中仍有较大成长空间，尚未进入中国城区NOA前五大智驾供应商，2025M4公司推出HSD发力城区NOA智驾解决方案市场，有望随奇瑞星途品牌车型量产逐步提高市场份额。

公司竞争力：坚定软硬结合发展路线，软硬协同构筑核心竞争力

公司为少数可以同时供应芯片&算法的供应商之一。硬件方面，推出J6P及HorizonCell，可提供1120TOPS算力，已站稳国内算力第一梯队，正加速追赶英伟达中；解决方案方面，推出城区NOA智驾方案，软硬结合可进一步提高解决方案性能；公司客户资源&量产经验丰富，产品已搭载理想L6Pro、蔚来firefly萤火虫、奇瑞iCARV23等车型，已进入比亚迪、奇瑞、博世等客户。

风险提示：智驾渗透不及预期；市场竞争加剧；产品研发不及预期。

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R3（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（underperform）	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（underperform）	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。

¹ 根据新凤鸣 2024 年三季报，开源证券控股股东陕西煤业化工集团有限责任公司控股孙公司共青城胜帮投资管理有限公司持有新凤鸣 5.43% 的股份。尽管开源证券与共青城胜帮投资管理有限公司分别属于陕西煤业化工集团有限责任公司的控股子公司和孙公司，但两家公司均为独立法人，具有完善的治理结构，开源证券无法对共青城胜帮投资管理有限公司的投资行为施加任何影响。另外，开源证券与新凤鸣不存在任何股权关系，未开展任何业务合作，本报告是完全基于分析师执业独立性提出投资价值分析意见。

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，属于商业秘密材料，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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn