

2020 年 06 月 04 日

## 利率上行，加速风格切换

策略研究团队

——投资策略专题

牟一凌（分析师）

王况炜（联系人）

mouyiling@kysec.cn

wangkuangwei@kysec.cn

证书编号：S0790520040001

证书编号：S0790120040033

### ● 资金利率上行，“脱虚入实”逐步验证

6 月 3 日，银行间利率上升明显，其中 DR007 加权平均价上涨 37.77BP，达到 1.8589%。上周银行间利率上行明显，5 月 26 日央行重启 OMO，为对冲企业所得税清缴及政府债券发行的效应，累计净投放 6700 亿元，但并未调低逆回购利率，显示货币政策维持“流动性合理充裕”、“放水养鱼”但杜绝“浑水摸鱼”的定力，国债收益率同时也维持上行趋势。

引导信用扩张是接下来的货币政策重心，近期央行的政策导向更以“创造直达实体的货币政策工具”为主。宽货币到宽信用后，流动性暂时性从金融市场流向实体，是一个历史上看必经的过程，这将带来一段时间的利率上行和股票市场的估值压力。

### ● 利率上行，打破估值与增长的原有平衡

在无风险利率上行的过程中，若投资者要求的风险溢价不变，则需要在降低估值或者对盈利增速做出更高要求之间做出选择。所谓的风格切换，其实可以说是成长性和估值水平关系的再平衡。本轮利率水平变动打破了原有的稳态，可能导致资金对于股票板块内部进行再定价。从 6 月以来的市场表现来看，已经体现出风格切换的一条可能路径：即估值绝对值的从高到低切换、估值相对值的从高到低切换（前期获利较高的板块向前期获利较低的板块转换）。

### ● 风格切换的锚：盈利复苏

经济进入恢复阶段，资金开始“脱虚入实”。盈利增长的“价格”出现变化的同时，对于增长的预期本身也出现了明显变化。由于资金“入实”的节奏不同（从必要、刚性的实体融资需求到经济复苏过程中自发的信用扩张），使得不同板块基本面复苏的节奏不一致。我们发现资金“入实”的过程中，政府部门领先，企业部门已经开始修复。基建作为政府部门逆周期调节的重要手段，基建项目申报已经体现出了“加速度”；而房地产在“房住不炒”的基调下，资金来源调结构向供应链融资倾斜，而非“走老路”，房地产投资却表现出“韧性”十足。在投资端，政府逆周期调节手段的确定性与房地产投资的超预期，使得投资的复苏确定性/节奏要比消费、进出口的复苏都要高/快。上述因素都导致了盈利增长的边际变化开始更有利于价值板块。

### ● 配置建议：低估值+盈利早复苏

配置低估值+盈利早复苏的板块的最大理由在于，在一个估值对“成长性”并不太高要求的资产中，寻找到中短期的成长性。我们推荐，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

### 相关研究报告

《投资策略点评-风格切换，不再犹豫》-2020.6.1

《投资策略月报-脱虚入实，风格切换》-2020.5.31

《投资策略专题-开源金股，6 月推荐》-2020.5.29

## 目 录

1、 资金利率上行，“脱虚入实”逐步验证 .....	4
2、 利率上行：调高增长还是调低估值？ .....	5
3、 风格切换的锚：盈利复苏 .....	6
3.1、 基建产业链，确定性最强 .....	6
3.2、 房地产产业链，持续向上 .....	8
3.3、 周期底部，环比改善未被认知 .....	10
3.4、 汽车处于景气上行周期 .....	11
4、 配置建议：估值+盈利早复苏 .....	11
5、 风险提示 .....	11

## 图表目录

图 1： 5 月以来，利率上行趋势明显 .....	4
图 2： 10 年期国债收益率 5 月以来持续上行 .....	4
图 3： 无风险利率上行，更加凸显估值性价比 .....	5
图 4： 风格切换地图，从第一象限向第三象限转移 .....	6
图 5： 专项债发行领先于私人部门发债 .....	7
图 6： 基建项目申报激增 .....	7
图 7： 基建固定资产投资完成额增速领先制造业和消费 .....	7
图 8： 建筑业 PMI 回升明显 .....	7
图 9： 主要建筑业公司的基建订单明显增多 .....	7
图 10： 建筑工程机械销量持续回暖 .....	7
图 11： 4 月挖掘机开工小时数高于 2019 年同期 .....	8
图 12： 重卡销量同比高增超 60% .....	8
图 13： 水泥价格企稳回升 .....	8
图 14： 玻璃价格企稳回升 .....	8
图 15： 2020 年新增贷款中，房地产贷款占比减小 .....	8
图 16： 房地产开发资金来源，“其他应付款”占比提升 .....	8
图 17： 房地产开发投资额当月同比转负为正 .....	9
图 18： 土地市场热度基本维持季节性 .....	9
图 19： 房地产销售面积快速恢复至接近疫情前水平 .....	9
图 20： 房地产竣工周期来临 .....	9
图 21： 白电、黑电的销售增速 3 月确认拐点 .....	9
图 22： 建材家居线下消费缓慢回暖 .....	10
图 23： 建材、家居线上销售火爆 .....	10
图 24： PVC 同步或些许领先于工业增加值 .....	10
图 25： 化工制品涨价与化工行业超额收益 .....	10
图 26： 动力煤价格略微回升，仍然处于底部 .....	10
图 27： 六大发电厂日均耗煤量回升 .....	10
图 28： 炼焦煤价格处于底部 .....	11
图 29： 钢厂开工率上行 .....	11
图 30： 汽车消费滞后于 M2 同比 .....	11

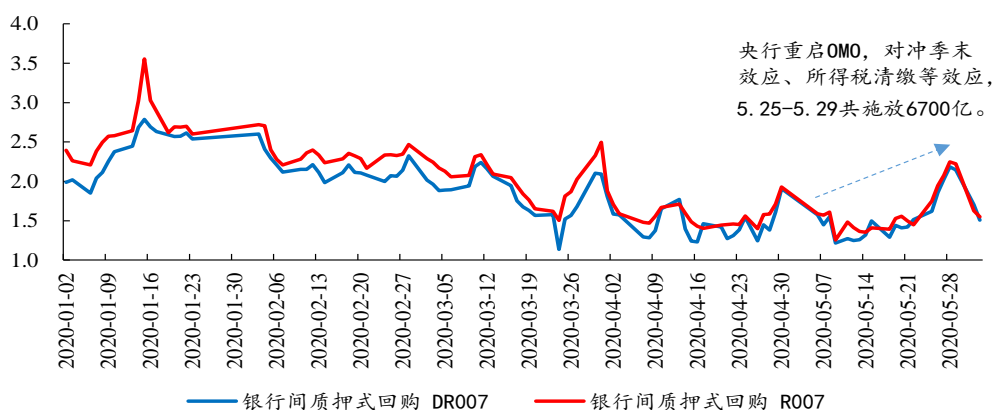
图 31: 汽车消费已表现出景气 .....	11
表 1: 两大金融创新工具, 体现央行支持信用扩张 .....	4

## 1、资金利率上行，“脱虚入实”逐步验证

6月3日，银行间利率上升明显，其中DR007加权平均价在过去两天连续累计下行64.9BP后，今日重拾上行趋势，上涨37.77BP，达到1.8589%。上周银行间利率上行明显，5月26日央行重启OMO，为对冲企业所得税清缴及政府债券发行的效应，累计净投放6700亿元，但并未调低逆回购利率，显示货币政策维持“流动性合理充裕”、“放水养鱼”但杜绝“浑水摸鱼”的定力。10年期国债收益率从5月以来也维持上行趋势。

引导信用扩张是接下来的货币政策重心，近期央行的政策导向更以“创造直达实体的货币政策工具”为主，包括创新两大工具：普惠小微企业信用贷款支持计划及普惠小微企业贷款延期支持工具。

图1：5月以来，利率上行趋势明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：10年期国债收益率5月以来持续上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：两大金融创新工具，体现央行支持信用扩张

工具	内容
普惠小微企业贷款延期支持工具	今年内到期的普惠小微企业贷款，均可以享受一次延期还本付息。预计延期政策可覆盖普惠小微企业贷款本金约7万亿元。人民银行创设普惠小微企业贷款延期支持工具，提供400亿元再贷款资金，通过特定目的工具（SPV）与地方法人银行签订利率互换协议的方式，预计可以支持地方法人银行延期贷款本金约3.7万亿元。

工具

内容

普惠小微企业信用贷款支持计划

对于符合条件的地方法人银行于 2020 年 3 月 1 日至 12 月 31 日新发放的期限不少于 6 个月的普惠小微企业信用贷款，人民银行按地方法人银行实际发放信用贷款本金的 40%提供优惠资金，期限 1 年。预计信用贷款支持可带动地方法人银行新发放普惠小微企业信用贷款约 1 万亿元，切实缓解小微企业融资难问题。

资料来源：中国人民银行、开源证券研究所

## 2、利率上行：调高增长还是调低估值？

我国短端利率 5 月以来逐步上行，长短端利差开始收窄，隐含宏观流动性边际收紧的预期。在无风险利率持续快速上行的过程中，各类板块的“估值性价比”需要被重新审视。根据以下公式简单测算：

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

我们能够发现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，具体而言，高估值行业面临的估值下修压力更大，而随着无风险收益率的上行，这一影响又将边际减弱。

图3：无风险利率上行，更加凸显估值性价比

利率上升 估值性价比显现		以6.3日 收盘价计算	以6.3日 国债收益率计算	利率上行的估值			含义为：利率每上升1%， 将引起估值下降X% X为表格中数字			变动率在 行业中的 排名	自身估值 分位数
		估值 (TTM)	风险溢价	利率上行 10bp后， 保持风险 溢价不变的 估值	利率上行 30bp后， 保持风险 溢价不变的 估值	利率上行 40bp后， 保持风险 溢价不变的 估值	估值变动率/ 利率变动率% 10BP	估值变动率/ 利率变动率% 30BP	估值变动率/ 利率变动率% 50BP		
801010.SI	农林牧渔	18.89	2.50%	18.54	17.88	17.56	0.52	0.50	0.48	8	0.20%
801020.SI	采掘	12.74	5.06%	12.58	12.27	12.12	0.35	0.34	0.33	5	11.00%
801030.SI	化工	23.96	1.38%	23.40	22.35	21.86	0.65	0.62	0.60	14	30.17%
801040.SI	钢铁	11.66	5.79%	11.53	11.27	11.14	0.32	0.31	0.31	4	24.87%
801050.SI	有色金属	36.73	-0.07%	35.43	33.08	32.02	0.99	0.92	0.87	19	39.13%
801080.SI	电子	48.69	-0.74%	46.43	42.48	40.75	1.30	1.19	1.09	25	46.77%
801110.SI	家用电器	19.47	2.35%	19.10	18.40	18.06	0.53	0.51	0.50	9	43.52%
801120.SI	食品饮料	37.31	-0.11%	35.97	33.55	32.46	1.00	0.94	0.88	20	64.02%
801130.SI	纺织服装	31.18	0.42%	30.24	28.51	27.72	0.84	0.80	0.75	17	46.65%
801140.SI	轻工制造	23.44	1.48%	22.90	21.90	21.43	0.64	0.61	0.59	13	18.97%
801150.SI	医药生物	45.85	-0.61%	43.84	40.31	38.74	1.22	1.12	1.04	23	71.83%
801160.SI	公用事业	20.24	2.15%	19.84	19.08	18.72	0.55	0.53	0.51	10	21.90%
801170.SI	交通运输	21.00	1.97%	20.57	19.76	19.37	0.57	0.55	0.53	11	41.44%
801180.SI	房地产	8.93	8.41%	8.85	8.70	8.62	0.25	0.24	0.24	2	1.98%
801200.SI	商业贸易	23.22	1.52%	22.69	21.71	21.25	0.63	0.61	0.58	12	30.37%
801210.SI	休闲服务	68.04	-1.32%	63.71	56.51	53.48	1.78	1.58	1.42	27	74.90%
801230.SI	综合	41.65	-0.39%	39.98	37.02	35.70	1.12	1.03	0.96	21	31.81%
801710.SI	建筑材料	14.50	4.11%	14.29	13.90	13.71	0.40	0.39	0.38	6	10.66%
801720.SI	建筑装饰	9.84	7.37%	9.74	9.56	9.47	0.27	0.27	0.26	3	5.22%
801730.SI	电气设备	32.39	0.30%	31.37	29.52	28.67	0.88	0.82	0.78	18	24.51%
801740.SI	国防军工	55.56	-0.99%	52.64	47.62	45.46	1.47	1.33	1.21	26	36.46%
801750.SI	计算机	71.84	-1.40%	67.02	59.10	55.80	1.87	1.65	1.47	28	88.25%
801760.SI	传媒	47.78	-0.70%	45.60	41.79	40.11	1.27	1.17	1.08	24	33.93%
801770.SI	通信	44.16	-0.53%	42.29	38.99	37.53	1.18	1.09	1.01	22	63.34%
801780.SI	银行	6.11	13.58%	6.07	6.00	5.96	0.17	0.17	0.17	1	12.98%
801790.SI	非银金融	15.38	3.71%	15.15	14.70	14.49	0.42	0.41	0.40	7	10.86%
801880.SI	汽车	24.25	1.33%	23.68	22.61	22.11	0.66	0.63	0.60	15	61.68%
801890.SI	机械设备	28.82	0.68%	28.01	26.53	25.84	0.78	0.74	0.70	16	39.43%

数据来源：Wind、开源证券研究所

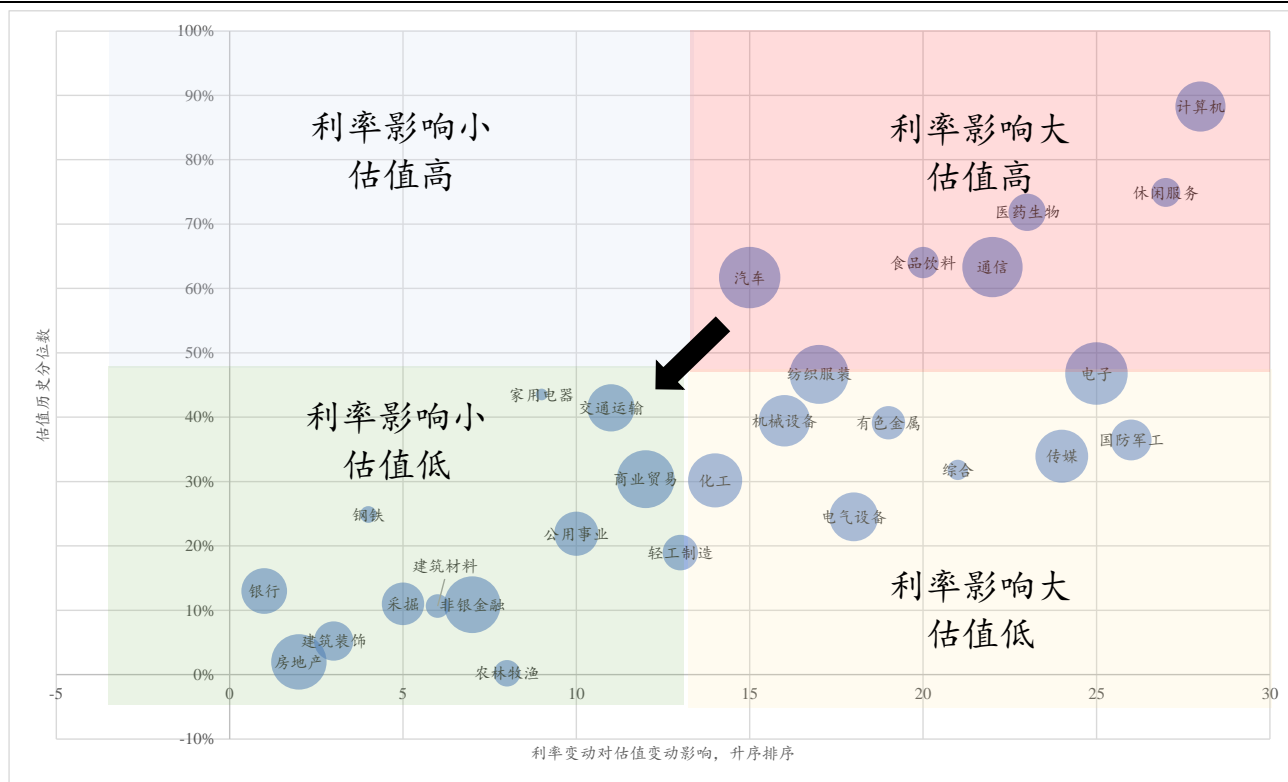
<sup>1</sup> PE 为市盈率 (TTM)， $r_f$  取 10 年期国债收益率， $g$  为永续增长率，等式计算得出风险溢价



部分投资者认为，无风险利率上行，和估值甚至风格切换并没有明显正向关系，我们会在随后的报告中做进一步复盘验证。不过当下我们先提供一种简单有效的视角，即当无风险利率上行时，为了要维持估值水平稳定，对于投资标的而言则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，利率水平是触发这种调整的一个因素。

结合行业自身所处的估值历史分位数，我们画出一张地图，有意思的情况是，明显看到最近一段时间市场的风格切换体现出从第一象限到第三象限的一种转换路径，背后体现的是上述基本概念的具体演绎：第一，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；第二，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；第三，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4：风格切换地图，从第一象限向第三象限转移



数据来源：Wind、开源证券研究所

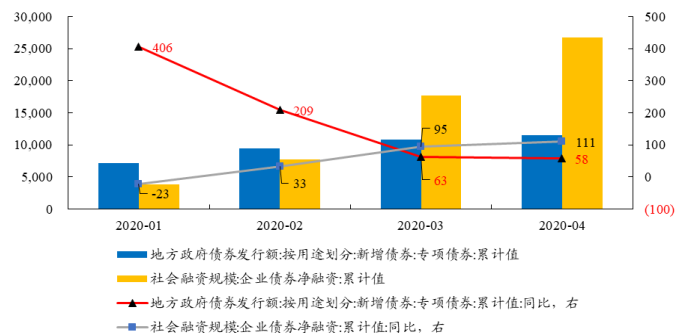
注：图中气泡大小表示为6月以来涨幅涨幅越大，气泡越大

### 3、风格切换的锚：盈利复苏

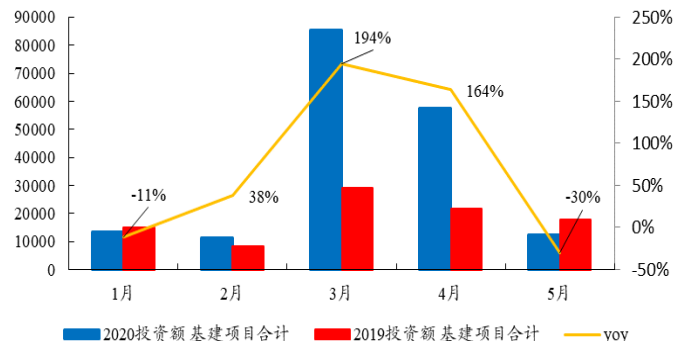
利率上行给予分母端压力，分子端成为关注的焦点，由于资金“入实”的节奏不同（从必要、刚性的实体融资需求到经济复苏过程中自发的信用扩张），使得不同板块基本面复苏的节奏不一致。

#### 3.1、基建产业链，确定性最强

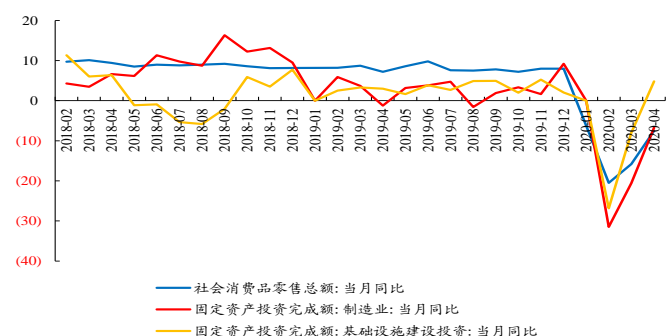
我们发现资金“入实”的过程中，政府部门领先，企业部门已经开始修复。基建作为政府部门逆周期调节的重要手段，基建项目申报已经体现出了“加速度”，基础设施建设的固定资产投资完成额当月同比也领先于制造业，率先恢复正增长。

**图5：专项债发行领先于私人部门发债**


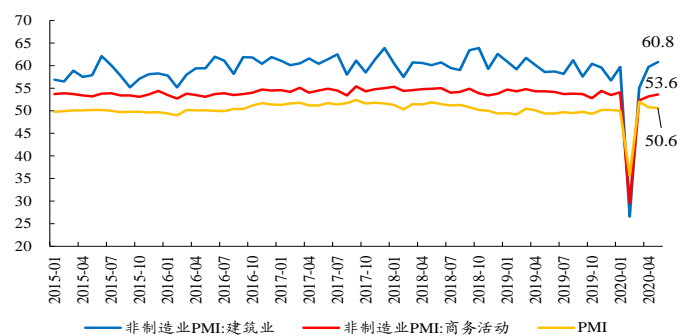
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图6：基建项目申报激增**


数据来源：Wind、开源证券研究所

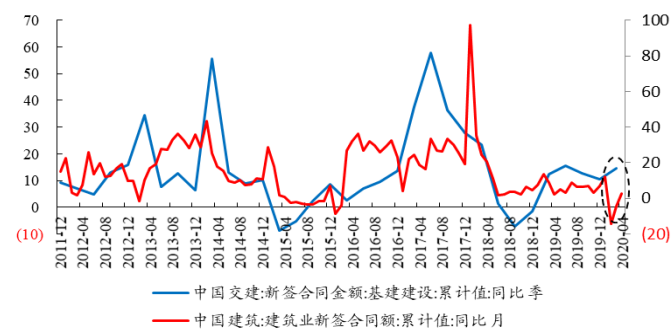
**图7：基建固定投资完成额增速领先制造业和消费**


数据来源：Wind、开源证券研究所

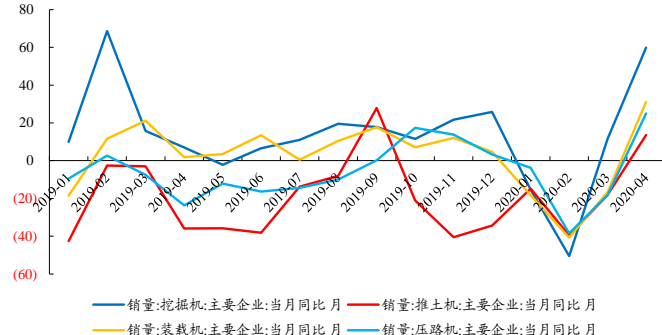
**图8：建筑业 PMI 回升明显**


数据来源：Wind、开源证券研究所

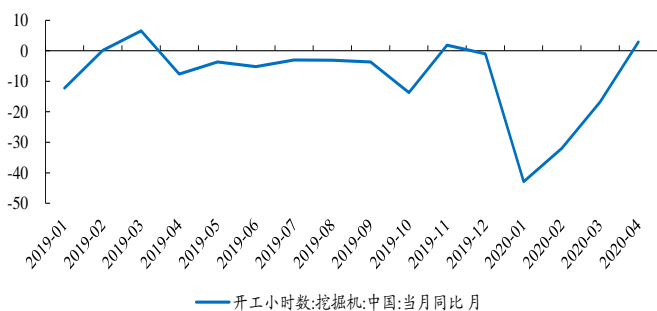
基建、房地产相关的建筑业已体现出连续两个月 PMI 环比回升，5 月 PMI 达到 60 以上，成为 PMI 扩散指数中表现最好的一个分项。同时，建筑工程所需要的工程机械销量也在持续回暖，推土机、装载机、挖掘机、压路机，包括重卡销量都体现出强劲的复苏。

**图9：主要建筑业公司的基建订单明显增多**


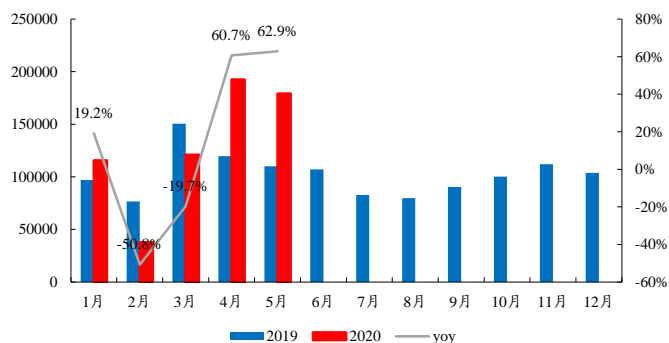
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图10：建筑工程机械销量持续回暖**


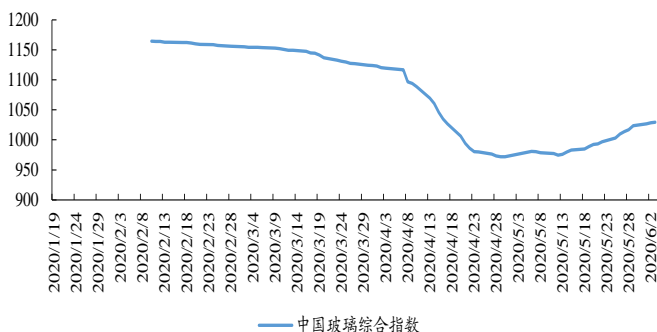
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图11: 4月挖掘机开工小时数高于2019年同期**


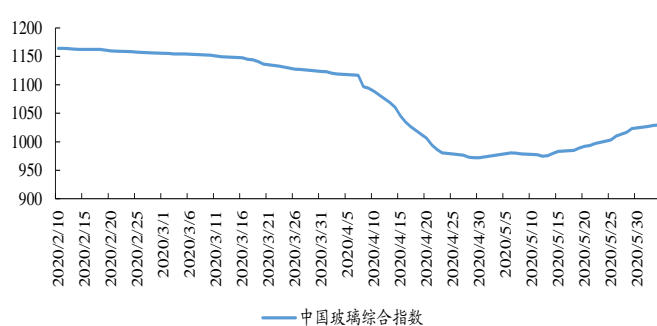
数据来源: Wind、开源证券研究所

**图12: 重卡销量同比高增超60%**


数据来源: Wind、中国汽车工业协会、开源证券研究所

**图13: 水泥价格企稳回升**


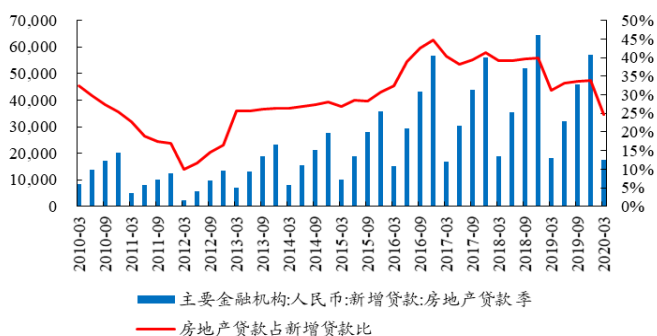
数据来源: Wind、开源证券研究所

**图14: 玻璃价格企稳回升**


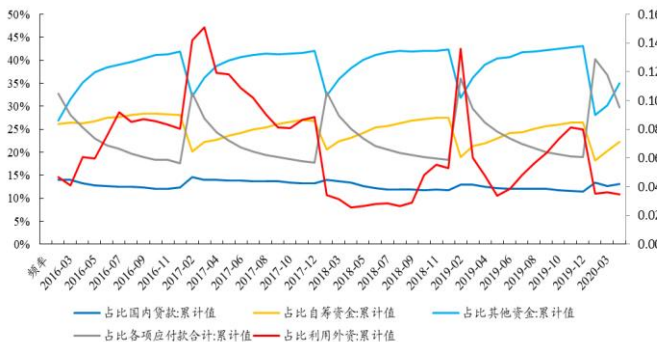
数据来源: Wind、开源证券研究所

### 3.2、房地产产业链，持续向上

房地产景气向上的来源并非“走老路”，在过去的信贷周期中，新增人民币贷款的高增，很大程度上是通过开发贷和购房按揭贷款进入了房地产市场，但此次，我们看到一季度新增人民币贷款中，房地产所占比重大幅降低，背后说明的是“房住不炒”的基调确实在贯彻；同时值得注意的是，房地产开发资金来源结构优化，向“供应链”融资倾斜，最后表现为投资端中，土地市场热度基本维持季节性，房地产开发投资额同比转增，“填坑”迅速。

**图15: 2020年新增贷款中，房地产贷款占比减小**


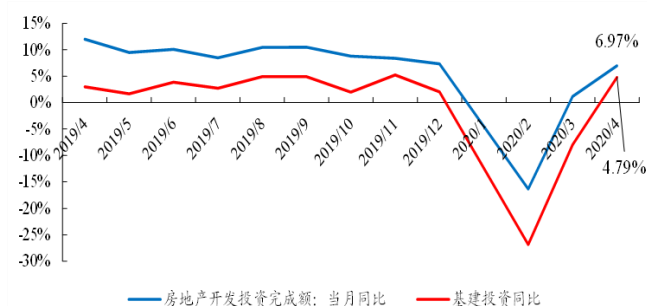
数据来源: Wind、开源证券研究所

**图16: 房地产开发资金来源，“其他应付款”占比提升**


数据来源: Wind、开源证券研究所

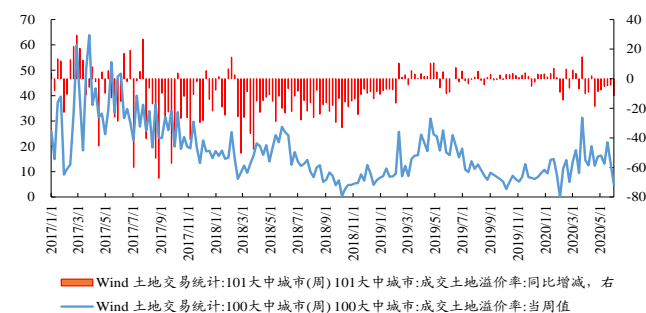


图17: 房地产开发投资额当月同比转负为正



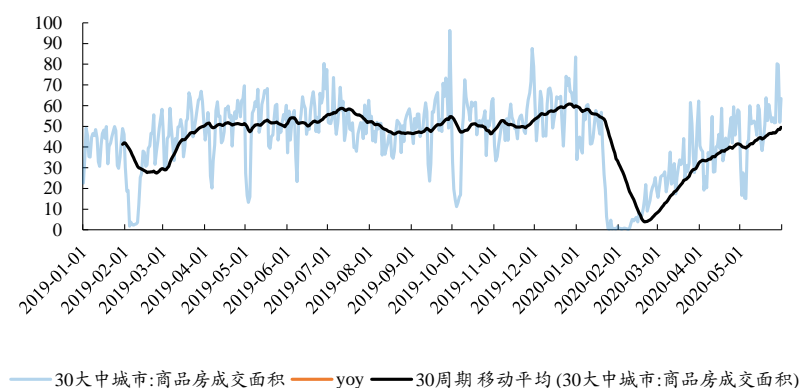
数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 土地市场热度基本维持季节性



数据来源: Wind、开源证券研究所

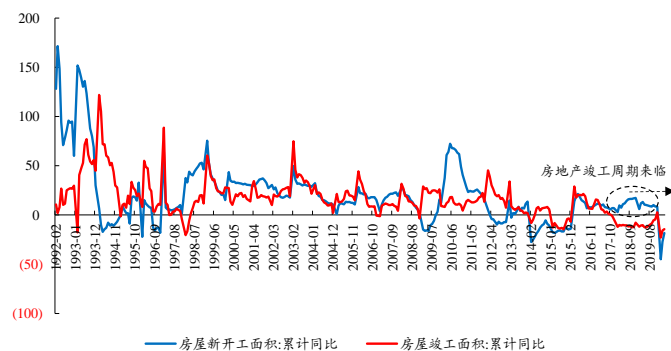
图19: 房地产销售面积快速恢复至接近疫情前水平



数据来源: Wind、开源证券研究所

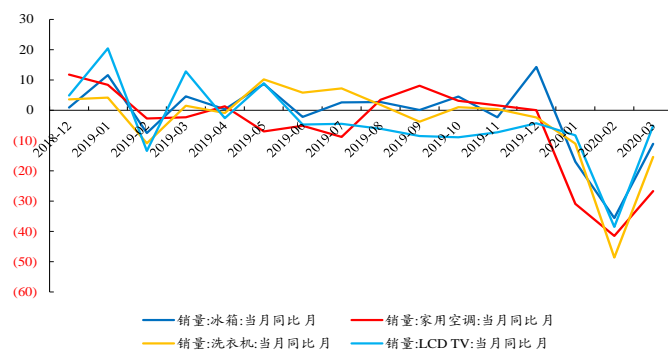
房地产后周期产业链,例如家电、家居在“五一”期间销量超预期,尤其是在电商平台表现良好,京东装修服务同比增长达130%,淘宝天猫家装主材、灯饰分别同比增长101%和53%。支撑家电、家居销量表现的,有两点原因:(1)家电、家居的购买涉及到安装、调试等“社交场景”,那么在1、2、3月份由于疫情而未能进行消费的需求会在4、5月份逐步释放出来;(2)受益于房地产竣工周期,我们看到竣工周期晚于新开工周期1-2年的时间,2018-2019年新开工面积位于高位,意味着2020年是竣工大年。

图20: 房地产竣工周期来临



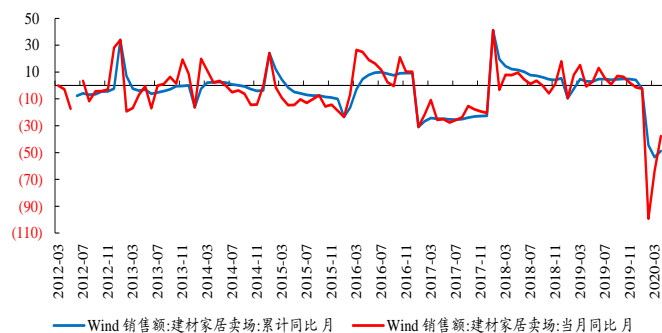
数据来源: Wind、开源证券研究所

图21: 白电、黑电的销售增速3月确认拐点



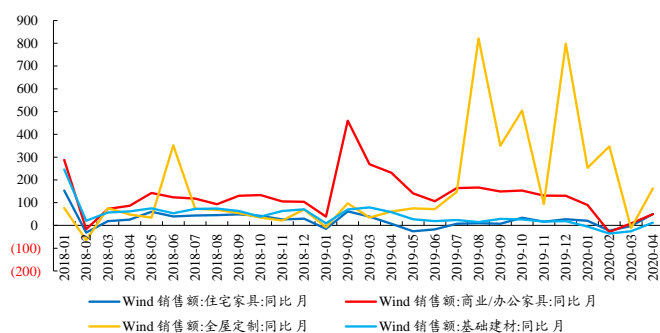
数据来源: Wind、开源证券研究所

图22: 建材家居线下消费缓慢回暖



数据来源: Wind、开源证券研究所

图23: 建材、家居线上销售火爆

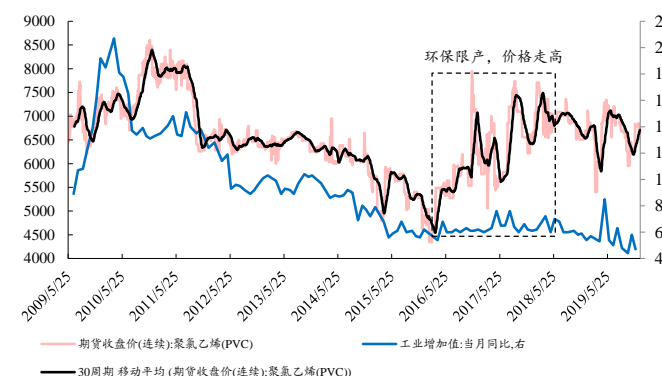


数据来源: Wind、开源证券研究所

### 3.3、周期底部，环比改善未被认知

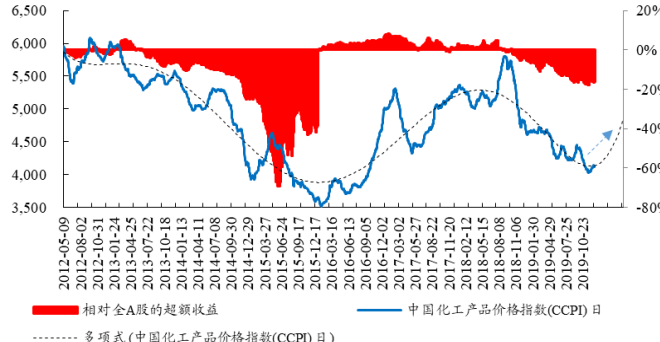
化工行业由于下游涵盖的行业非常广泛，在化工行业产能较为稳定时，化工品价格往往能反映需求端的旺盛程度，从而与其它宏观经济指标相互验证，定位周期。化工制品涨价往往指示着化工行业的超额收益，当前价格从底部反弹，配置机会出现。由于建筑需求、家电、汽车消费需求的改善，我们看到重要的化工制品已出现涨价迹象。

图24: PVC 同步或些许领先于工业增加值



数据来源: Wind、开源证券研究所

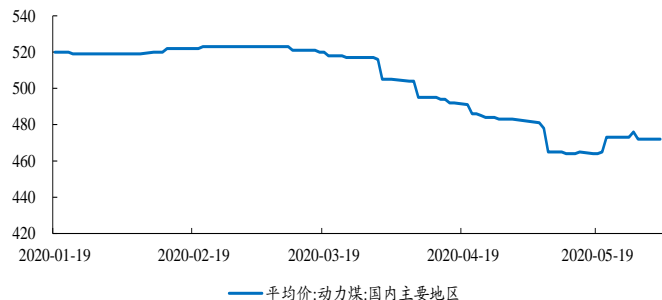
图25: 化工制品涨价与化工行业超额收益



数据来源: Wind、开源证券研究所

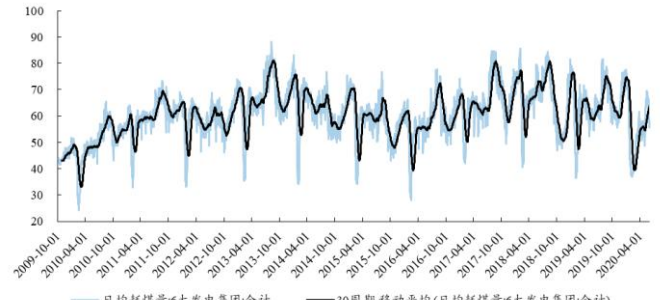
煤炭价格当前处于周期底部，但经济复苏的预期已经体现在下游的价格及产量上，钢厂开工率上行、电厂日均耗煤上行，最终将传导至上游。

图26: 动力煤价格略微回升，仍然处于底部

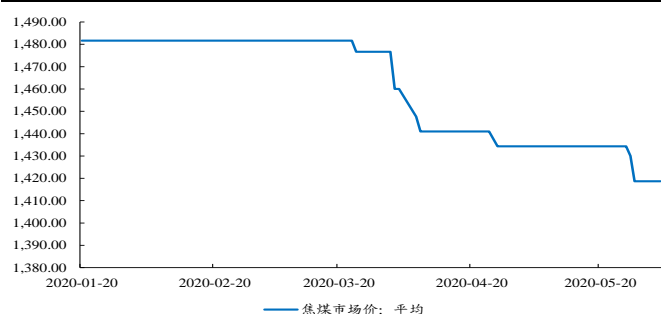


数据来源: Wind、开源证券研究所

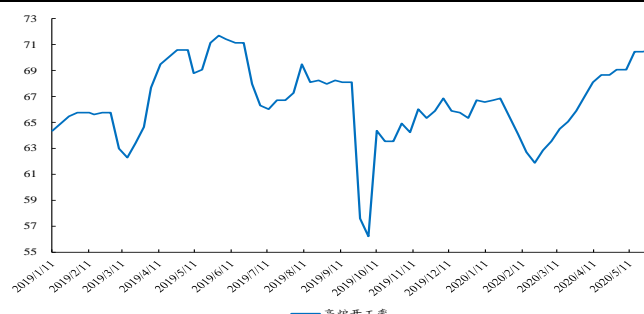
图27: 六大发电厂日均耗煤量回升



数据来源: Wind、开源证券研究所

**图28：炼焦煤价格处于底部**


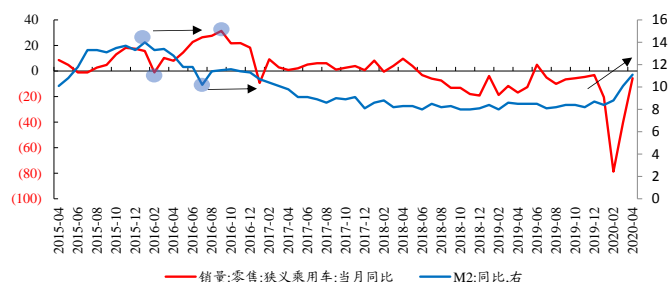
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图29：钢厂开工率上行**


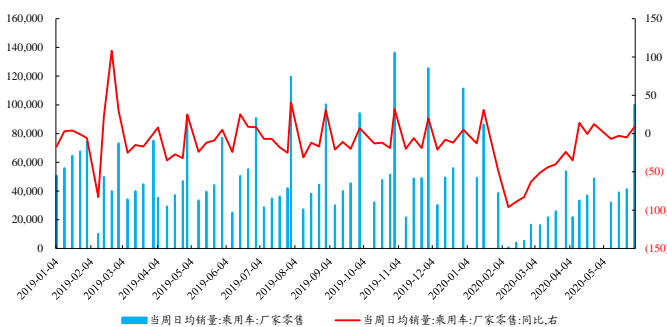
数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3.4、汽车处于景气上行周期

历史上，汽车消费增长滞后于 M2 同比增长，一季度 M2 增速快速上行，汽车消费也在 3 月份即回升，确认拐点。五月份，汽车消费景气上行，后续仍有两点景气持续上行的支撑：（1）疫情中受到消费场景缺失影响而未能进行的消费，延迟释放，但这一方面的提振作用会逐月减弱；（2）各地方政府仍在陆续出台汽车消费刺激政策。

**图30：汽车消费滞后于 M2 同比**


数据来源：Wind、开源证券研究所

**图31：汽车消费已表现出景气**


数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4、配置建议：估值+盈利早复苏

在资金脱虚入实、海外不确定性提升的过程中，配置低估值+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**。

## 5、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的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