

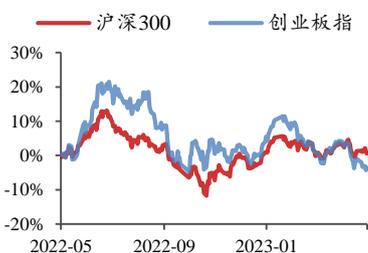
2023年05月11日

开源晨会 0511

市场快报

——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(%)
汽车	3.636
电力设备	2.447
美容护理	1.383
家用电器	0.853
轻工制造	0.673

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
银行	-3.065
非银金融	-2.535
石油石化	-2.367
建筑装饰	-1.405
交通运输	-1.304

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】出口增速或将继续“浅回落”——4月进出口数据点评——宏观经济点评-20230510

【宏观经济】国企改革与中特估值下的投资机会——宏观经济2023年中期投资策略-20230510

行业公司

【地产建筑】国企改革考核优化，一带一路订单可期——建筑行业2023年中期投资策略-20230510

【建材】地产竣工有望加速回暖，看好后周期建材配置价值——建材行业2023年中期投资策略-20230510

【电力设备与新能源】光伏行业2023年一季报总结：供给快速释放，经济性提升刺激需求快速增长——光伏行业点评报告-20230510

【电力设备与新能源】经济性持续凸显，需求有望快速增长——2023年光伏中期策略报告-20230510

【煤炭开采】传统能源国资重地，价值重估正在演绎——行业深度报告-20230510

【可选消费】看好可选消费二季度业绩复苏——可选消费行业2023中期投资策略-20230510

研报摘要

总量研究

【宏观经济】出口增速或将继续“浅回落”——4月进出口数据点评——宏观经济点评-20230510

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 潘纬楨（联系人）证书编号：S0790122110044

事件：以美元计，中国4月出口同比上升8.5%，3月为同比上升14.8%；4月进口同比下跌7.9%，3月为同比下跌1.4%；4月贸易顺差902.1亿美元，3月为881.9亿美元。

出口：同比继续正增长，但动能开始减弱

1.全球经济暂无改善，外需下行趋势或难逆转。4月摩根大通全球制造业PMI为49.6%，较3月持平，韩国出口负增长幅度再度加深。在欧美等主要央行不断提升利率水平的大背景下，当前全球经济或难有继续改善的空间。

2.对新兴市场、发达国家出口增速走势分化。分国别看，4月我国对主要国家/地区出口增速有所分化。对发达国家出口增速边际改善，对新兴市场国家/地区出口增速有所回落。从外需看，上述国家/地区4月制造业PMI有涨有跌，但全球主要经济体制造业PMI较多处于收缩区间。

3.主要出口产品仍有一定韧性，汽车相关产品继续高增。分产品看：高新技术产品、手机等出口增速有所提升，玩具、成品油等商品出口增速下跌。总的来看，4月出口的商品类别中，整体仍有一定韧性，此外4月汽车相关产品出口继续高增，成为出口的一大支撑，后续有望继续保持较高增速。

进口：扩内需或仍需要时间

4月进口同比降幅较3月继续扩大。从绝对进口金额上看，进口环比亦有一定程度的回落，显示当前我国扩内需仍需要时间。中长期来看，进口的修复可能还需要时间。4月政治局会议指出：“当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足。”后续政策预计将乘势而上，推动经济高质量发展，届时内需或将持续修复。

后续出口或仍将面临一定压力，但也无需过度悲观

1.4月出口正增长或因积压订单仍在持续释放，后续出口增速或仍将面临下行压力。从4月份数据来看，积压订单的释放目前可能仍在持续当中，叠加基数效应，一定程度上驱动了出口同比正增长。但从主要出口商品金额的环比变化来看，部分订单的后续动能可能已经不足。如果参照2022年6-8月份出口表现来看，5月份出口可能会出现进一步回落，后续出口增速或将面临下行压力。

2.对后续出口也无需过度悲观。虽然当前我国出口受欧美经济增长动能减弱的拖累，但我国出口的产品结构、地区分布亦有一定程度变化，新三样等产品对我国出口的贡献不断上升，“一带一路”沿线国家、东盟等国在我国出口中所占的比重不断提升，都有助于减轻欧美经济下行所带来的外需回落压力。此外，一季度美国个人收入有一定幅度提升，叠加欧洲新能源政策仍在发力，我国相关产业链或仍将受益。因此总的来看，当前我国出口下行压力虽然较大，但随着稳外贸政策的发力、我国企业出口抢订单逐渐生效，对全年出口整体也无需过度悲观。

风险提示：疫情演变超预期，外需回落超预期。

【宏观经济】国企改革与中特估值下的投资机会——宏观经济2023年中期投资策略-20230510

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002

当今世界面临百年未有之大变局

世界力量对比发生变化，全球经济呈现“东升西降”；逆全球化思潮兴起；地缘政治局势动荡。

我国统筹发展与安全

2014年4月15日，习近平总书记首次提出“总体国家安全观重大战略思想”；2022年党的二十大报告中“安全”一词创历史之新的91次。2021年全球安全指数小幅回升，美国、俄罗斯、中国排名居前，分别为0.57、0.55、0.46。中国经济、民生、外贸安全较高。

国企自身特点与国企改革成效

国有企业是国民经济的压舱石，在公用事业、基建、房地产、能源等领域占主导地位。凭借自身特点，国有企业在稳定性、技术能力等方面具备领先优势，且在危机时刻能发挥助企纾困作用。国企改革三年行动收官，企业增质提效取得重大进展，央企和地方国企改革完成率超98%。传统估值体系下国企估值偏低，主要有三点原因：（1）市场不看好其盈利能力和成长性；（2）除传统周期行业外，国企净利润率普遍低于民企；（3）央企与地方国企资产负债率偏高，不过近年已逐渐下行。

新一轮改革展望与中特估值

下一步国企改革将围绕以下展开：（1）聚焦主业，轻装上阵；（2）继续完善中国特色现代企业制度；（3）完善中国特色国有企业现代公司治理；（4）进一步实现国企市场化运营。同时，央国企要积极服务国家战略规划，做好现代产业转型，扶持培育新兴产业。“中特估值”应是在中国式现代化新征程下，脱胎于中国特色资本市场服务实体经济和国家战略，并区别于传统西方估值体系的资产定价体系。央国企不断深化改革进程使市场将其作为中特估值的“锚”。

中国特色估值体系下的国企投资思路

中国特色估值溢价从行业、政策、企业三个维度得以反映：

（1）行业方面，主要关注三条主线：绿色低碳、发展安全与科技创新。与以上主线相关的电力、新能源、新型基础设施、汽车、国防军工、半导体、信创、人工智能、生物科技、高端装备等行业上市央国企或更具优势。

（2）政策层面，新一轮国企改革着力推动央企专业化整合，资源优化整合后的央企将提升自身竞争力。

（3）企业层面，股息率是衡量央国企稳定性和分红能力的重要指标。除此之外，需关注“一利五率”中新增的利润总额、净资产收益率、营业现金比率等，ROE有明显改善的央国企估值回归的空间更大。

国央企全天候策略：选股优化、风格轮动

基于随机森林模型解构市场对国央企的审美迁移，以此构建多因子打分模型，并通过价值和成长风格轮控制回撤，提高年化收益率、夏普比至15.8%、93.3%。

风险提示：国内经济恢复不及预期；俄乌冲突反复超预期；美国经济超预期衰退。

行业公司

【地产建筑】国企改革考核优化，一带一路订单可期——建筑行业2023年中期投资策略-20230510

齐东（分析师）证书编号：S0790522010002

1. 国企改革考核优化，建筑是边际影响最大行业之一

国务院国资委将中央企业2023年主要经营指标由原来的“两利四率”调整为“一利五率”，推动中央企业提高核心竞争力，加快实现高质量发展。新设置的两个指标，对建筑行业影响较大，有望引导建筑企业提升ROE水平和利润含金量。

2. “一带一路”十周年，朋友圈不断扩大

2013 年中国提出“一带一路”倡议。十年来，在各方共同努力下，“一带一路”朋友圈不断扩大，累计 150 多个国家、30 多个国际组织签署了合作文件。我国与“一带一路”沿线国家的贸易往来日益紧密，将为建筑企业扩大海外市场提供良好契机。2022 年，我国企业在“一带一路”沿线国家新签对外承包工程项目合同 5514 份，新签合同额 8718.4 亿元人民币，占同期我国对外承包工程新签合同额的 51.2%；完成营业额 5713.1 亿元人民币，占同期总额的 54.8%。

3. 预计房地产中期需求将震荡下行，基建投资仍将成为稳增长的重要力量

对新房销售的分析，我们与市场不同的观点：（1）不同年龄群体对房地产财富效应的感知差异，会影响未来的新房销售；（2）二手房对新房的替代性快速提升；（3）青年群体置业周期在潜移默化的拉长。预计房地产中期需求将震荡下行，基建投资仍将成为稳增长的重要力量。

4. 投资建议

预计后续稳增长将持续发力，建筑行业景气度有望保持高位，同时我国与“一带一路”沿线国家的贸易往来日益紧密，将为建筑企业扩大海外市场提供良好契机。从内在管理动作看，2023 年国资委开始执行“一利五率”考核，纳入净资产收益率和现金流两个新指标，对建筑行业影响较大，有望引导建筑企业提升 ROE 水平和利润含金量。而且，此前证监会还提出探索建立中国特色估值体系，建筑央企有望迎来基本面、政策面和估值的共振，持续看好估值处于低位、业绩稳健的建筑央企龙头。

风险提示：全球宏观经济下行；基建投资下行导致企业订单不及预期；建筑企业融资政策收紧。

【建材】地产竣工有望加速回暖，看好后周期建材配置价值——建材行业 2023 年中期投资策略-20230510

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003 | 朱思敏（联系人）证书编号：S0790122050026

1. 行情回顾：2022 年建材板块业绩承压，消费建材率先进入复苏通道

受疫情反复、房企资金承压、经济增速趋缓等因素的影响，2022 年地产需求减弱，建材板块业绩整体承压。2023Q1 建材板块业绩走势分化，分板块来看，消费建材板块业绩率先回暖，主要受益于企业渠道转型，零售业务表现亮眼所致；2022 年玻璃板块营收同比+13.81%，归母净利润降幅收窄 8.28pct，主要原因是企业大力拓展具有成长属性的光伏玻璃业务，新业务已逐步进入放量周期。

2. 下游需求：地产竣工有望加速回暖，基建落地或将加快

房地产行业：（1）短期来看，在房企资金承压以及销售尚未持续回暖的情况下，地产投资、开工端企稳回暖仍需时间，竣工端成为地产稳增长的重要抓手；2023 年是保交楼的关键节点，随着各地政府加速推进保交楼工作，资金有望加速落地，竣工增速有望延续高速增长的态势；（2）中长期来看，地产投资属性或将持续弱化，叠加经济增速趋缓、人口结构变化等宏观因素的影响，地产行业或将进入存量时代。基建行业：2023 年基建投资增速或将呈现“前高后低”的趋势，基建投资对建材需求的拉动主要体现在实物工作量中，观察两个数据指标，我们认为 2023 年基建落地量显著好于 2022 年，对建材需求的拉动作用有望延续。

3. 建材行业：玻璃基本面加速回暖，消费建材仍具备长期配置价值

基于行业基本面分析，我们认为短期逻辑竣工端好于开工端，长期逻辑 C 端好于 B 端，对应建材子板块投资策略：短期玻璃基本面有望加速回暖，中长期消费建材仍具备配置价值：（1）玻璃：展望 2023Q2，4-5 月是传统需求旺季，在保交楼政策催化下，2023Q2 玻璃需求有望延续回暖趋势，价格和盈利有望同步回暖；展望 2023 年下半年，纯碱新增产能或将逐步落地，重质纯碱供给端有望趋于宽松，玻璃成本压力有望加速释放，盈利弹性可期。但考虑中小厂商复产决策主要取决于盈利情况，需持续关注下半年玻璃厂商复产节奏以及需求弹性，受益标的：信义玻璃、旗滨集团。（2）消费建材：短期来看，消费建材企业业绩弹性亟待释放；中长期来看，零售业务成长动力充足，且市占率提升的逻辑正逐步兑现，消费建材仍具备长期配置价值。受益标的：东方雨虹、三棵树、

伟星新材、坚朗五金、北新建材。

风险提示：经济增速下行风险；疫情反复风险；原材料价格上涨风险；房地产销售回暖进展不及预期风险；国内保交楼进展不及预期；房企流动性风险蔓延压力；基建落地进展不及预期风险。

【电力设备与新能源】光伏行业 2023 年一季报总结：供给快速释放，经济性提升刺激需求快速增长——光伏行业点评报告-20230510

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001

光伏发电经济性持续提升，终端需求有望快速增长

随着硅料产能快速释放供需得到较大缓解，产业链价格逐步回落，光伏发电经济性持续提升，叠加全球碳中和大背景，未来光伏新增装机有望保持快速增长，相关产业链公司均有望受益。

2023 年一季度国内需求淡季不淡，海外补库周期出口快速增长

2022 年四季度以来，硅料价格开始回落，光伏产业链进入降价通道，持续提升的经济性较好刺激了海内外需求：一季度国内新增装机 33.66GW，同比增长 154.8%，组件出口 49.73GW，同比增长 26.1%。其中，三月份国内新增装机和组件出口增速分别为 165.5%、53%，均呈现加速增长态势。

主产业链制造环节增长显著，辅材环节改善明显

终端需求快速增长下，2023 年一季度光伏产业链主要公司收入利润快速增长：主要公司一季度收入 1718.8 亿元，同比增长 33.1%，归母净利润 256.9 亿元，同比增长 51.9%，板块整体净利率创近两年新高。

在主产业链价格下降下，主产业链制造环节价格弹性小于硅料环节，价跌对于收入增长影响小于硅料环节。从 2023 年一季度数据来看，硅料、制造环节、辅材环节收入增速分别为 16.1%、39.2%、34.9%，归母净利润增速分别为 21.1%、102.7%、5.3%，制造环节收入和利润增长更明显。

2023 年一季度在需求快速增长等影响下，光伏产业链排产持续提升，辅材环节盈利能力快速改善：2023 年一季度辅材环节毛利率和净利率分别为 12.3%、6.2%，环比分别增长 2%、3.4%。

行业有望持续高景气，产业链变化及利润留存环节有望持续受益

随着光伏组件价格逐步回落，光伏发电经济性将持续凸显，终端需求有望保持快速增长。从产业变化来看，组件环节由于期货属性，有望享受硅料降价让利，受益标的：隆基绿能、晶科能源、晶澳科技、天合光能；下游需求快速增长下，高纯石英砂和石英坩埚环节供需紧平衡，有望维持长期高景气，资源保障较好的公司也将长期受益，受益标的：石英股份、TCL 中环、隆基绿能；新技术电池占比快速提升，相关主辅材均有望快速增长，受益标的：爱旭股份、赛伍技术、福斯特、海优新材；下游需求快速增长下，辅材环节公司有望量价齐升，受益标的：福莱特、福斯特、海优新材、赛伍技术。

风险提示：全球新增装机需求不及预期；硅料产能释放不及预期；TOPCon 需求不及预期；全球贸易政策恶化。

【电力设备与新能源】经济性持续凸显，需求有望快速增长——2023 年光伏中期策略报告-20230510

殷晟路（分析师）证书编号：S0790522080001

1. 终端需求旺盛，装机量有望快速增长

2023 年一季度国内外光伏需求旺盛，展望全年，在产业链价格回落拉动光伏经济性持续提升下，欧洲、国内分布式等市场在组件降价刺激下有望保持快速增长，国内地面电站、东南亚、中东非等对价格较为敏感市场被抑制的需求也有望释放，2023 年全球光伏新增装机有望保持快速增长，我们预计 2023 年全球光伏新增装机或达

350GW。

2.硅料价格下降产业链价值重分配，一体化盈利有望提升，硅片环节有望保持较好盈利

硅料环节具有化工属性，供给刚性下价格弹性较大，组件环节在降价过程中多个价格点位有需求支撑，价格弹性小于硅料，硅料降价过程中一体化盈利有望提升。制造环节中，硅片环节受益高纯石英砂紧缺，有望保持较好盈利。硅料价格下降中，建议关注一体化组件、硅片环节，受益标的晶科能源、晶澳科技、天合光能、隆基绿能、TCL 中环、爱旭股份。

3.TOPCon、HJT 均迎来快速发展，2023 年占比有望快速提升

随着产业链持续降本增效，TOPCon 电池/组件目前经济性已经优于 PERC，行业快速扩产下我们预计 2023 年 TOPCon 电池/组件出货量有望达到 100-150GW，有望拉动 POE 类胶膜占比快速提升。受益标的赛伍技术、福斯特、海优新材。

HJT 降本方式较多，2023 年有望持续推进，渗透率有望快速提升，相关主辅材也有望迎来快速增长。受益标的赛伍技术。

风险提示：全球新增装机需求不及预期，硅料产能释放不及预期，TOPCon 需求不及预期，全球贸易政策恶化。

【煤炭开采】传统能源国资重地，价值重估正在演绎——行业深度报告-20230510

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

双碳背景下产能周期无法顺利开启，煤炭周期属性正在弱化

复盘煤炭二十年，煤炭行业以周期逻辑为主。2003-2022 年，煤炭行业可分为四个主要阶段：2003-2011 年，需求带动产能扩张的“黄金十年”；2012-2015 年，产量释放，产能过剩的“艰难时刻”；2016-2020 年，供给侧改革淘汰落后产能，带动行业“重回正轨”。2021 年-至今，疫后复苏，碳中和，俄乌冲突下的“能源危机”。除流动性因素外，影响煤炭指数的主要因素为煤炭价格，煤炭指数以周期逻辑为主。2022 年以来煤炭周期属性弱化。政策调控下，电煤长协价格的相对稳定及长协签约率的提升，导致煤企盈利趋于稳定，股价与煤价关联性减弱，煤炭行业周期属性趋于弱化。新的产能周期无法顺利开启。当前煤炭行业本应处于产能扩张周期的初期，但供给侧改革成果巩固，“双碳”政策限制煤炭消费预期，新批产能明显减少，煤企新建产能意愿转弱，传统能源亦向新能源转型，煤企倾向于高盈利高分红，难以开启新的产能周期。

煤炭板块估值处于历史低位，具有高安全边际

当前煤炭板块 PE、PB 都处于低水平。截至 2023 年 5 月 5 日，煤炭板块市盈率 PE (TTM) 为 6.64 倍，处于 2001 年至今的历史谷底。从历史估值低点看，煤炭板块当前基本面更接近于 2005 年的盈利向好时期，但当时 PE 仍比当前高 25.8%。煤炭板块 PB 为 1.26 倍，2005 年低点比当前仍高 12.7%。从 PB-ROE 角度看，当前煤炭板块相比其他行业，市净率估值折价 62%，相比历史年份，估值折价 64%。

确定性逻辑&“中特估值”带来估值重构，能源转型提供拔估值可能

煤炭行业真正开始演绎确定性逻辑。2022 年以来，受政策管控，动力煤价格位于合理区间，中长期合同成为煤市稳定器，长协价格稳定、比例提升—煤企盈利确定—估值重构逻辑凸显，估值重构逻辑已在中国神华开始演绎。“中特估值”促央国企价值重估，煤炭行业充分受益。政策高度重视央企价值实现与估值提升，净资产收益率考核指标促进国企高分红，煤炭行业是典型的央企集中行业，具备高盈利、高分红、低估值特点，具有很强提估值逻辑。能源转型提供拔估值可能。碳中和背景下，煤企能源转型已经开启，煤企四种能源转型途径均有提估值可能。

投资建议：高胜率与安全性兼备，多主线布局

煤炭板块“攻守兼备”的逻辑得到验证，我们对煤炭板块维持高胜率与高安全边际的逻辑推荐：如果对经济悲观，当前买入煤炭股票则多数可以获得 10%左右的股息率，从年报和一季报发布的实际情况来看，高分红与超预期的业绩表现；如果看多经济，煤炭股同样也会成为进攻品种，作为上游资源环节必然受到下游需求的拉升而反映出价格上涨，再叠加煤炭产量供给的受限，价格还有望表现出超预期上涨，反映在股票层面上可以赚到更多的资本利得或更好的超额收益。从安全性而言，煤炭股的估值已经处在历史的底部区域，PE 估值对应 2023 年业绩多为 4-5 倍，以 PB-ROE 方法分析煤炭股高 ROE 而 PB 却大幅折价。陕西和内蒙在一级市场招牌挂出让矿权均实现了高溢价（陕西溢价率 500%+，内蒙溢价率 200%+），伊泰煤炭溢价 50% 回购 H 股并港股退市，这些均证明当前煤炭企业价值被严重低估；通过煤炭股二十年复盘，盈利稳定性高且持续高分红的公司确实会提升估值，中国神华从 2021 年 11 月以来的估值提升就是强有力的证明，“中国特色估值体系”对煤炭板块的估值提升也带来催化。高分红兼具高弹性的双重受益标的（前四再叠加高成长）：山西焦煤、广汇能源、兖矿能源、潞安环能、山煤国际；经济复苏及冶金煤弹性受益标的：平煤股份、淮北矿业（含转债）、神火股份（煤铝）；稳健高分红受益标的：中国神华、陕西煤业；中特估预期差最大受益标的：中煤能源；能源转型受益标的：华阳股份、美锦能源（含转债）、电投能源、永泰能源。

风险提示：经济增速下行风险；供需错配风险；可再生能源加速替代风险。

【可选消费】看好可选消费二季度业绩复苏——可选消费行业 2023 中期投资策略--20230510

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 周嘉乐（分析师）证书编号：S0790522030002 | 陆帅坤（联系人）
证书编号：S0790121060033

观点概述：疫情三年对可选消费板块影响较大：疫情影响了购买力和线下客流；地产下行周期影响了家居、家电板块；海运动力紧张、俄乌战争、欧美通胀都对出口产生负面影响；展望 2023 年，我们会认为从 2023Q2 开始，这些负面因素的影响逐渐减弱，2023Q1 的春风吹拂过后，可选消费行业将迎来“新生”，新渠道、新品类、新技术都将再扩张。

看好方向一：二季度电商旺季及中高端改善

看好方向二：主打高性价比品牌

看好方向三：地产链二季度反弹

看好方向四：服饰二季度继续复苏，精选细分龙头及低估值低库存

看好方向五：白电、黑电龙头

看好方向六：受益出口改善标的

看好方向七：关注电动两轮车及体育制造细分赛道机会

风险提示：宏观疫情扰动风险、海外需求持续疲弱、市场竞争加剧等。

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。

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10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