

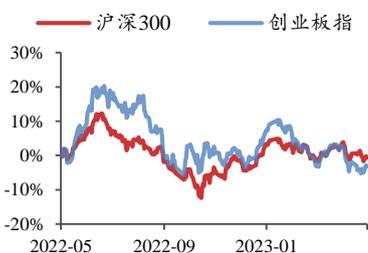
2023年05月17日

## 开源晨会 0517

### 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(%)
医药生物	0.864
电子	0.432
电力设备	0.346
煤炭	0.121
环保	-0.064

数据来源：聚源

#### 昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
传媒	-4.343
计算机	-3.090
社会服务	-2.358
商贸零售	-2.199
建筑装饰	-1.865

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】货币政策突出三“稳”——Q1央行货币政策报告点评——宏观经济点评-20230516**

**【固定收益】对经济更加乐观，对货币政策更偏中性——2023年一季度货币政策执行报告解读-20230516**

#### 行业公司

**【商贸零售】医美化妆品4月月报：医美行业再度出台监管政策，化妆品公司纷纷推新品备战618大促——行业点评报告-20230516**

**【化工】基础化工繁星落地，静待花开——行业投资策略-20230515**

**【传媒：芒果超媒(300413.SZ)】AIGC赋能创作，精品内容或驱动公司业绩持续增长——公司信息更新报告-20230516**

**【汽车：钱江摩托(000913.SZ)】国内中大排量摩托龙头，充分受益市场高景气度——公司首次覆盖报告-20230515**

## 研报摘要

### 总量研究

#### 【宏观经济】货币政策突出三“稳”——Q1 央行货币政策报告点评——宏观经济点评-20230516

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002

事件：2023年5月15日央行发布《2023年第一季度中国货币政策执行报告》（后文简称《报告》）。

经济：增长好于预期，但海外全球格局重塑、国内内生动力需求不足

央行对外部环境的担忧有增无减，存在高通胀、金融机构稳定风险、全球格局日趋复杂等问题。央行指出全球主要经济体增长放缓，高通胀较为顽固；海外金融稳定风险上升；美联储货币政策不确定性加大；关注全球秩序加速演变的可能性。全球各国分工模式面临调整，逆全球化趋势逐渐明确，海外局势更加复杂多变。国内经济增长好于预期，但内外挑战仍存。海外通胀难退、增长放缓、发达经济体货币政策和金融市场不确定性或对我国造成影响。国内稳增长压力来自于内生动力和需求不足。

物价：物价将温和回升，无需担忧通缩

央行对于未来通胀反弹的担忧有所缓和，并强调当前我国经济没有出现通缩。央行表示“物价水平温和上涨，下半年可能逐步回升”，暗示通胀上行的风险相对缓和。专栏4《我国通胀水平处于温和区间》指出，2023年物价涨幅阶段性的回落，主要原因为疫情放开后供给恢复较强、但需求复苏偏慢出现缺口，以及2022年的基数效应。随着经济内生恢复增强，供需缺口有望弥合，CPI涨幅将低位震荡后温和回升；不存在长期通缩或通胀的基础。对于后续通胀，我们认为CPI同比先下后上，PPI通缩降幅预计不大。

货币&信贷政策：“稳”货币、宽信用、稳利率

货币政策方面表述变化不大，突出三个“稳”：货币政策的稳健性、再贷款再贴现的稳定性、货币信贷节奏的平稳性；信用仍趋走宽，适度调整节奏，我们认为后续降准、降存款利率、降LPR概率仍存。结构性货币工具的发行和使用已进入平稳阶段，后续将推动结构性工具对普惠、科技、绿色等重点领域的常规化支持。

(1) 流动性方面，新增“保持货币信贷总量适度、节奏平稳”、“引导金融机构把握好信贷投放节奏和力度”，对应一季度人民币信贷和社融强势增长之后，信贷投放将保持平稳适当节奏，4月金融数据也已经开始边际回落，但总体看2023年信用会继续走宽。

(2) 利率方面，增加“保持利率水平合理适度”，“下一阶段主要政策思路”中延续指出“着力稳定银行负债成本；推动企业综合融资成本和个人消费信贷成本稳中有降”，因此降存款利率和降LPR概率仍存。央行作专栏1《合理把握利率水平》，指出我国利率政策考虑当前经济金融形势，向历史周期和全球各区域的平均值收敛，从而降低政策利率的波动。因此，央行一直保持着以我为主的宏观调控定力。向后看，央行将延续“稳健”的利率决策，合理把控宏观利率水平。

房地产&金融风险：关注住房租赁金融、房地产发展新模式

《报告》新增“加快完善住房租赁金融政策体系”以及“推动建立房地产业发展新模式”。预计后续地产供需政策加码力度或不大，但不会转向收紧，关注房地产发展新模式。政策在逐步落实完善住房租赁金融政策体系。预计住房租赁市场和商业地产REITs将成为地产行业新的增长点。金融风险新增“防范境外风险向境内传导”，体现硅谷银行为主的美国银行业危机事件对央行起到警示作用。

其他：实体需求回升将带动储蓄释放，关注经济“新均衡”。央行在专栏2《如何看待M2和存款增长》中表示：近期M2和存款的高速增长源于稳增长政策传导显效、货币政策充分发力。而居民和企业部门需求恢复滞后提高货币持有量和预防性储蓄。央行认为后续随着经济恢复，居民消费和投资意愿回升会带动超额储蓄释放，存

款增速有望回落。我们提示，当经济结构转型结束，居民资产负债表和经济增速均会迎来一个新的均衡，也将开启“消费新时代”。

风险提示：经济超预期下行；政策力度不及预期。

### 【固定收益】对经济更加乐观，对货币政策更偏中性——2023年一季度货币政策执行报告解读-20230516

陈曦（分析师）证书编号：S0790521100002 | 张维凡（联系人）证书编号：S0790122030054

此次报告中的重点信息

央行强调当前经济没有通缩。对于通胀的表述，央行删掉了“预计通胀水平总体保持温和，也要警惕未来通胀反弹压力”，改为“物价水平温和上涨，下半年可能逐步回升”。近几个月CPI低位徘徊，市场对通缩的担忧不断升温。央行专栏4中对此进行了回应，表示近几个月物价回落主要受供给能力强（以车企为代表的部分行业降价促销）、需求复苏缓慢、2022年同期高基数等因素影响。并表示受高基数扰动，5-7月CPI可能仍将阶段性保持低位。但是，当前国内经济向好态势不变，货币条件合理适度，同时，国内物价仍在温和上涨，服务CPI已经接近疫情前水平，居民预期稳定，不存在长期通缩或通胀的基础，预计下半年CPI中枢将温和抬升，我国经济没有出现通缩，也不符合通缩的定义。我们曾多次指出，由于居民部门的顺周期特征，居民部门的消费和融资将随着经济上行逐步激活。目前居民存款-贷款已经连续三个月回落，央行一季度披露的居民预防性储蓄动机也开始下降，均指向居民风险偏好的提升，后续有望看到居民的消费情绪持续抬升，物价水平温和上涨。

近期M2和存款的较快增长，主要是由于逆周期调节先行发力，以及市场主体行为变化所致。近期M2和居民存款维持高位，但CPI低位震荡，市场担心存在货币供应过剩，同时资金传导不畅，在金融系统内空转的可能。对此，央行在专栏2中认为，一方面，为了拉动经济复苏，稳增长政策逆周期调节力度前置发力，如1-3月信贷投放均创历史同期记录，但需求恢复存在时滞，因此金融数据领先经济数据；另一方面，近几个月理财净值波动较大，处于避险需要，企业和居民的理财资金回流为表内存款，推高M2。因此，两方面主要原因共同导致国内出现货币供应量高于社融规模和名义经济增速的情况。后续，随着经济的不断修复，居民和企业的预期好转，经济循环阻滞逐渐打通，货币流通速度提高，前期积累的预防性储蓄有望逐步释放，我们认为M2和存款将逐步回落，货币供应量和社融增速以及名义经济增速将保持基本匹配。

央行对经济的表述更加乐观，对货币政策的表述更偏中性，短期降息概率较低。央行认为一季度经济增长好于预期，需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重压力缓解，经济延续复苏态势有诸多有利条件。我国经济运行有望持续整体好转，其中二季度在低基数影响下增速可能明显回升。整体对经济表述边际上更加乐观。但是对货币政策的表述更偏中性：将“加大宏观政策调控力度”调整为“把发挥政策效力和激发经营主体活力结合起来”，稳健的货币政策在保持精准有利的基础上，新增“总量适度，结构平稳”，强调“提升支持实体经济的可持续性”。并首提“保持利率水平合理适度”，在专栏1中，央行表示，我国过去二十年实际利率保持在“略低于潜在经济增速”水平上，并努力保持政策利率平稳，降低政策利率波动，并未像其他国家央行一样政策利率出现大幅波动。基于上述表述，由于国内目前经济稳中向好趋势不变，因此我们认为短期内降息可能性较低。这与5月政策利率并未调降相对应。对于结构性货币政策，表示“用好实施期内的阶段性工具”，短期内结构性货币政策增量亦或将有所减弱。

此次报告中央行的其他关注事项

第一，外部环境上，央行的关注重点包括高通胀仍然较为顽固、金融稳定风险上升、货币政策不确定性加大、全球秩序加速演变等方面。

第二，对于信贷，央行强调保持信贷总量适度，节奏平稳，注重投放节奏和力度。

第三，对于地产，央行的表述与政治局会议类似，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，表示推动建立房地产业发展新模式。我们认为，房地产业发展新模式可能是涉及地产企业经营模式、住房供给制度、土地供给

制度等的多方面变革。

后续债市收益率稍微向上的概率会更大一些

本轮长端债券收益率的超预期下行主要是前期收益率补下，目前估值修复已基本完成。往后看，现在债市收益率中已经交易了经济环比走弱，但经济向好趋势不变，短期降息可能性降低，后续债市收益率稍微向上的概率会更大一些。

风险提示：政策变化超预期；疫情扩散超预期。

## 行业公司

### 【商贸零售】医美化妆品 4 月月报：医美行业再度出台监管政策，化妆品公司纷纷推新品备战 618 大促——行业点评报告-20230516

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 杨柏炜（联系人）证书编号：S0790122040052

#### 板块行情回顾

医美（选取 11 家上市公司）：4 月个股涨幅靠前为朗姿股份（+11.5%）、昊海生科（+9.1%）、美丽田园医疗健康（+8.8%）；化妆品（选取 16 家上市公司）：3 月个股涨幅靠前为科思股份（+25.0%）、鲁商发展（+3.5%）、水羊股份（+2.4%）。

医美：医美行业再度出台监管政策，关注合规医美龙头

（1）行业动态：近日市场监管总局等十一个部门联合印发《关于进一步加强医疗美容行业监管工作的指导意见》。新监管政策主要通过准入及日常监管中采取公开公示以及多部门协同的方式、明确禁止违法医美“导购”行为、对生活美容和医疗美容边界进一步划分等发力点，进一步打通以往医美行业中的监管盲区，推动解决医疗美容行业的突出问题。（2）行业观点：受益于线下消费场景恢复，2023Q1 医美消费整体回暖，行业基本面已企稳回升；长期看，医美行业渗透率、国产化率、合规化程度等多维提升逻辑未变。此外，监管部门近年来先后发布覆盖产品、机构、广告营销等多方面的系列规范，此次十一部门联合发文更是验证严监管势头不改，长期利好具备合法合规资质的医美产品和医美机构龙头，我们看好旗下有丰富合规产品及布局管线的医美产品龙头爱美客，以及医美业务有望迎来“内生+外延”双重复苏的朗姿股份。

化妆品：一季度多数公司业绩承压，各品牌纷纷推新备战 618

（1）数据：4 月抖音品牌排行榜 TOP10 中，韩束（1.0-2.5 亿元）、珀莱雅（1.0-2.5 亿元）位列护肤品类第二、三名，花西子（0.75-1.0 亿元）位列彩妆品类第二名。（2）行业动态：化妆品公司一季报已披露完毕，2023Q1 珀莱雅/华熙生物/贝泰妮/上海家化等公司归母净利润分别同比+31.3%/+0.4%/+8.4%/-15.6%，珀莱雅表现亮眼，多数品牌业绩承压。此外，各品牌近期推出多款新品：珀莱雅推出双抗精华 3.0、贝泰妮院线级屏障特护霜进驻线上、润百颜推出修光棒、夸迪推出 CT50 眼霜、米蓓尔推出 3A 紫精华和蓝绷带 2.0 等。（3）行业观点：行业短期承压，但中长期成长无虞。竞争格局方面，龙头品牌“大单品+多渠道”逻辑持续验证，行业马太效应凸显；我们看好产品力、品牌力俱佳，且具备较强运营能力（多渠道运营、多品牌运营等）的国货美妆龙头。618 大促将至，近期新品反馈较好的品牌，有望在大促迎来销售放量。

投资建议：618 大促将至，关注国货美妆龙头

（1）医美板块：2023 年医美复苏确定性高，重点推荐爱美客（经营持续向好，差异化管线加速成长）、朗姿股份（2023Q1 修复良好，“内生+外延”双重复苏）；（2）化妆品板块：关注产品力/品牌力/运营能力俱佳的国货美妆龙头，重点推荐珀莱雅（主品牌势能向上，第二、三梯队品牌续力成长），受益标的巨子生物。

风险提示：疫情反复影响；企业经营成本费用提升；行业竞争加剧。

**【化工】基础化工繁星落地，静待花开——行业投资策略-20230515**

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 张晓锋（分析师）证书编号：S0790522080003 | 龚道琳（分析师）证书编号：S0790522010001

芳烃产业链持续复苏，沙特阿美入股荣盛石化引领中国炼化资产价值重估

2023Q1，PX 价格一路上扬，盈利能力恢复明显。2023 年以来 PTA 价差同步修复，扭转连续多季度的亏损局面。长丝：进入 2023 年，涤纶长丝行业开工率逐渐提升，2023Q1 涤纶长丝 POY 均价差为 1,129 元/吨，较 2022Q4 提升 186 元/吨，长丝企业已实现扭亏为盈。我们继续看好芳烃产业链的向上弹性，当前涤纶长丝的价格、价差依旧处于低位，随需求复苏向上弹性较大。此外，沙特阿美高溢价入股荣盛石化，彰显国际金融市场对中国炼化企业的价值认可，有望引领中国炼化核心资产价值重估。受益标的：恒力石化、荣盛石化、新凤鸣、卫星化学、桐昆股份、东方盛虹等。

制冷剂行业或持续复苏，继续看好氟化工行业景气度全面上行

萤石价格预期内调整后呈“V”型趋势，我国萤石资源平均品位下滑或已成长期趋势，随着下游制冷剂开工率逐渐修复并保持稳定、含氟材料需求的不断增长，萤石价格或将长期、趋势性逐渐上行。自 2022 年底配额争夺战结束以来，R32、R134a 价差全面转正并持续上行，因供给受限、需求增长、格局集中、暂无成熟替代品、下游价格敏感度较低等多方面因素作用，行业优势企业将享长期“价格成长”红利。同时，HCFCs 制冷剂由于面临大幅出清节点，且 R22 维修市场需求阶段性偏刚性，或有超预期行情。受益标的：巨化股份、三美股份、金石资源、永和股份、中欣氟材、东岳集团、永和股份、东阳光、昊华科技等。

经济持续向上复苏，周期底部逆势扩张，化工龙头拐点显现

据国家统计局及中国海关总署，2023 年 Q1，我国 GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，此外，投资方面，固定资产投资完成额为 10.73 万亿元，同比增长 5.1%，较 2022 年全年持平；消费方面，社零总额为 11.49 万亿元，同比增长 5.8%，且最终消费对经济增长的贡献率达 66.6%；出口方面，2023 年 3 月，我国实现出口金额 3,155.90 亿美元，同比增长 47.5%。随着扩大内需相关政策不断落地，叠加国内经营活动逐步走上正轨，宏观经济有望向好修复，看好在行业周期底部逆势扩张的白马龙头企业。受益标的：万华化学、华鲁恒升、龙佰集团、赛轮轮胎、合盛硅业、远兴能源等。

做强做优做大国有资本和国有企业，看好化工国企迎来价值重估

上市国有企业面临估值低、市场配置资源功能发挥不充分等问题。为此，建立中国特色估值体系的概念开始形成，旨在推动国有企业估值回归合理水平。据 Wind 数据，截至 2023 年 4 月 27 日，化工国企总市值为 1.56 万亿元，仅为化工板块总市值的 37%；平均 PB 为 3x，低于化工板块平均 PB（4x）。中特估的完善叠加国企改革将推动化工国企释放发展潜力，或将迎来价值重估。受益标的：中国石油、中国石化、中国海油、中盐化工、华谊集团、中泰化学、新疆天业等。

风险提示：宏观经济下行、项目建设进度不及预期、原材料价格波动较大。

**【传媒：芒果超媒(300413.SZ)】AIGC 赋能创作，精品内容或驱动公司业绩持续增长——公司信息更新报告-20230516**

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 田鹏（联系人）证书编号：S0790121100012

公司为新媒体龙头，看好精品内容驱动长期增长，维持“买入”评级

根据 21 世纪经济报道，《乘风 2023》第一期节目播出后，创下芒果 TV 站内 IP 开播流量新高。我们认为随着疫后消费复苏以及公司大量精品内容的陆续上线，公司广告业务有望修复，会员、运营商等业务有望持续增长，驱动公司业绩持续增长。基于公司内容表现预期，我们维持 2023-2025 年盈利预测，预计公司 2023/2024/2025 年

归母净利润分别为 24.16/28.94/32.46 亿元,对应 EPS 分别为 1.29/1.55/1.73 元,当前股价对应 PE 分别为 23.3/19.4/17.3 倍,我们看好公司优质内容驱动业绩持续增长,维持“买入”评级。

内容制作团队强大,大量精品内容有望陆续上线

公司秉承“不创新毋宁死”的芒果创新理念,坚持以内容创新驱动内生增长。截至 2022 年,芒果 TV 拥有 24 个综艺制作团队、25 个影视制作团队、34 个新芒计划战略工作室,保证精品内容的稳定输出。2023 年公司综艺将有多档 S、S+级内容上线,包括《乘风 2023》《青年π计划》《全员加速中 2023》《披荆斩棘 3》《密室大逃脱 5》等,剧集方面,公司将陆续推出《我的人间烟火》《江河日上》《年少时光》《大宋少年志 2》《以爱为营》《群星闪耀时》。我们认为,随着长视频平台竞争格局改善与疫后消费复苏,精品内容愈发成为平台竞争关键,公司精品内容的陆续上线有望驱动业绩持续增长。

AIGC 等新技术助力内容创作降本增效,进一步放大内容价值

随着 AIGC 技术的兴起和应用,公司积极探索 AIGC 技术赋能内容生产。在运营方面,借助 AIGC 技术,公司可以依靠自身技术团队大量输出短视频等宣发内容,并对视频内容进行高效剪辑,从而减少外包需求,降低宣发成本。在商业化方面,品牌方广告可以通过 AI 技术自动植入到内容中,并通过 AI 技术优化广告投放策略,提高广告转化收益;通过 AI 提高内容推荐效率,有望提高会员付费率。我们认为,公司 AIGC 技术与内容的结合,不仅可以实现降本增效,同时也将丰富和创新内容体验,带来新的付费增长点,从而提升精品内容的商业化价值。

风险提示:综艺剧集上线时间不及预期,平台用户、广告收入增长不及预期等。

**【汽车:钱江摩托(000913.SZ)国内中大排量摩托龙头,充分受益市场高景气度——公司首次覆盖报告-20230515**

邓健全(分析师)证书编号:S0790521040001 | 赵悦媛(分析师)证书编号:S0790522070005

国内中大排量摩托龙头,充分受益市场高景气度

公司深耕摩托行业近 40 年,在中大排量摩托领域布局领先,拥有深厚技术积累,为该领域国内龙头企业,连续 11 年市占率行业第一,2022 年公司在国内中大排量摩托市场市占率为 25%,显著领先其他竞争对手。伴随中大排量摩托市场的高速发展,及公司在产品、渠道等方面的持续发力,公司未来业绩有望保持高速增长态势。我们预计公司 2023-2025 年营收分别 74.2/96.2/118.0 亿元,归母净利润分别为 5.9/7.8/9.9 亿元,对应 EPS 分别为 1.11/1.48/1.87 元/股,对应当前股价 PE 分别为 17.3/13.0/10.3 倍,首次覆盖给予“买入”评级。

中大排摩托市场仍有较大上升空间,公司龙头优势有望持续凸显

在市场空间方面,对比发达国家我国中大排量摩托市场空间未来预计仍有 5~6 倍上升潜力,未来随着居民消费水平的持续提升,摩托文化的加速普及以及政策面的放松趋势,我国中大排量摩托市场仍将保持高速增长态势。在竞争格局方面,我国中大排量市场尚属发展初期,叠加中大排量摩托技术难度较高,入局者较少,2022 年国内 CR4 占比为 53%,行业集中度较高。此外,国产品牌由于成本及响应速度等优势,在国内中大排市场具备较强竞争力,稳定占据大部市场份额。公司作为中大排市场国产龙头,未来有望充分受益于行业高速发展。

产品推新速度业内领先,渠道优化改制持续进行

公司凭借在中大排摩托领域领先的布局与技术积累,拥有业内最为完善的发动机平台和智能化生产能力,凭借此优势推出覆盖各类型、价格区间的产品,并根据市场需求变化进行快速迭代升级,子品牌 QJMOTOR 自 2020 年推出至今已发布车型 36 款,且 2023 年计划再推出新品 25 款,有望形成对各细分市场的全面占领并磨砺出最具竞争力的“爆款”车型。此外,公司在渠道方面持续优化改制,一方面深化直营模式改革,提升对终端的掌控力并进一步提升盈利能力;一方面发力线上营销模式,建立线上映射店,进一步提升渠道营销水平。

风险提示:行业政策收紧、原材料价格波动、下游需求不及预期等。

## 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