

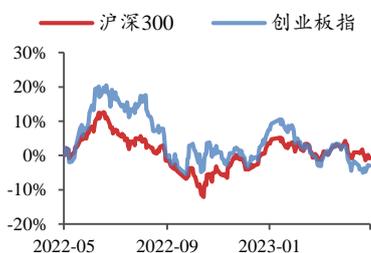
2023年05月18日

开源晨会 0518

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(%)
国防军工	2.716
机械设备	1.597
电子	1.056
计算机	0.908
环保	0.692

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
美容护理	-1.083
非银金融	-1.053
银行	-0.769
食品饮料	-0.757
煤炭	-0.736

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】面对新均衡，拥抱消费新时代——兼评4月经济数据——宏观经济点评-20230517

行业公司

【汽车】汽车板块2023年一季度报总结：受补贴退坡等影响，毛利率环比略有承压——行业深度报告-20230517

【非银金融】负债端Q2迎多重短期利好，高景气度有望延续——上市保险公司4月保费收入数据点评-20230517

【商贸零售】低基数下4月社零同比+18.4%，消费复苏势头延续——行业点评报告-20230517

【农林牧渔】USDA上调2023/2024年全球玉米、大豆、小麦及水稻产量——行业点评报告-20230517

【非银金融】自营是业绩胜负手，看好手续费收入改善——证券行业2022年及2023年一季度综述-20230516

研报摘要

总量研究

【宏观经济】面对新均衡，拥抱消费新时代——兼评4月经济数据——宏观经济点评-20230517

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002

非典型复苏，拥抱消费新时代

2023年宏观数据与资本市场的矛盾在于经济面临动能切换和结构性分化。年初以来服务生产强、工业生产弱，消费好于投资，金融数据强、实体需求弱，服务消费强、商品消费弱。本质上是地产周期下行，地产投资驱动长链条经济活动的研究范式趋于失效，债市和股市难以交易服务消费改善的经济好转。我国面临两大人口现实，经济劳动人口2011年见顶、人口总规模2021年见顶，对应投资性需求进入下行通道和中低端工业的外迁。我们曾经对地产有较强的依赖，在回归人口基本面的过程中，阵痛必然存在。2011-2015年经济运行分别经历了工业产能过剩和地产供给过剩，从投资拉动到消费驱动的经济思想在该阶段应运而生。

往后看，诸多提法指向中央加强对消费的重视，恢复和扩大消费被置于优先位置；就业层面，第三产业对就业的吸纳能力更强、消费场景修复将贡献大量就业岗位；收入分配层面，我国第三产业的居民劳动报酬率为53%，远高于第二产业的41%，美国经验同样如此，消费驱动隐含了“劳动报酬提高→消费水平提高→第三产业扩张→劳动报酬提高的自洽内循环”（详见《迈入消费新时代》）。面对新均衡，拥抱“消费新时代”。

生产：服务生产仍好于工业生产

(1)工业生产明显放缓：一季度积压型需求快速释放，新生需求“青黄不接”，4月工业增加值同比增速5.6%，两年复合增速环比季调-0.47%，为年内首次转负。工业行业几乎全线回落，中游设备制造下滑较深。

(2)服务业生产仍趋改善：4月服务业生产指数同比增长13.5%、较前值改善了4.3个百分点，两年复合增速为3.2%。接触型服务业表现较好。

消费：服务消费向上、商品消费向下，消费修复不悲观

(1)服务消费向上、商品消费向下，消费修复不悲观。1至4月社零环比季调为0.42%、1.64%、0.78%、0.49%。3月、4月餐饮收入两年复合增速分别为3.9%、6.6%，商品零售则为4.2%、3.8%。即使剔除基数效应，服务消费依然好于商品消费。从宏观角度来看，我们对于消费的修复并不悲观。2023年五一旅游人次、旅游收入、人均支出修复至2019年的119%、101%、85%，对比春节期间的89%、73%、82%，量价均在修复。考虑到五一机票和酒店涨价的挤出效应，五一消费修复存在低估可能。没有海外的大规模财政补贴，消费政策相对有限，仅靠居民内生动能在放开半年之际几乎收复疫情三年“失地”。

(2)青少年就业压力创新高。一则在于2023届高校毕业生将达1158万人，另一则在于新增劳动供给对高校毕业生的挤出。百度迁徙指数和交通部春运数据均指向2023年春节超额复工超过10%。

固定资产投资增速加速回落

(1)基建：新一批政策性金融工具需发力。4月广义基建增速回落，基建分项普遍回落、仅电热燃水投资增速改善。2023年下半年基建面临高基数压力，新一批政策性金融工具或将发力。

(2)地产：土地购置费支撑消退，地产投资从供给过剩到回归良性稳态。具体来看，分项中竣工向好、新开工走弱，商品房销售环比下滑但同比跌幅收窄至-0.4%；定金及预收款、个人按揭贷款增速转正，国内贷款、自筹资金仍趋回落。地产投资从供给过剩到回归良性稳态，房企可能在较长的一段时间内呈现“收缩拿地和新开工、消耗土地储备、施工面积竣工化”。

(3)制造业：“三重压力”，朱格拉难期。92%子行业的投资增速出现下滑。目前制造业投资可能面临“三重压力”，我们认为2023年可能不是传统意义上的朱格拉周期，结构大于总量。

风险提示：国内疫情反复超预期，俄乌冲突反复超预期，美国经济超预期衰退

行业公司

【汽车】汽车板块2023年一季报总结：受补贴退坡等影响，毛利率环比略有承压——行业深度报告-20230517

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

乘用车：受价格战等因素影响，2023Q1 板块总体盈利承压

受价格战、新能源补贴退坡等因素影响，主要车企2023Q1 毛利率环比普遍承压，特斯拉/比亚迪/长城/长安/广汽/上汽/赛力斯毛利率环比分别-4.4/-1.1/-1.9/-2.3/-5.4/+0.3/-5.7pcts。车企业绩表现分化，长城、广汽、上汽等传统自主车企销量承压下，2023Q1 归母净利润同比普遍下滑，新能源汽车销量快速增长下比亚迪归母净利润同比大幅增长。

商用车：受益于全球经济复苏、出口加速，2023Q1 行业景气度上行

受益于经济复苏、扩大内需政策、换车需求释放及出口市场繁荣等影响，商用车行业复苏势头明显。重卡行业，主要车企中国重汽/潍柴动力/中集车辆2023Q1 业绩同比高增长，归母净利润分别同比+80.53%/+76.55%/+285.25%，一汽解放受新能源结构转型的影响，盈利承压。轻卡行业，主要车企2023Q1 盈利能力改善，福田汽车/江淮汽车毛利率环比分别+0.37/+0.45pct。客车行业，受经济复苏、出口加速等影响，行业整体景气度上行，主要车企2023Q1 业绩改善，宇通客车实现归母净利润同比转正，金龙汽车归母净利润同比高增175.32%。展望未来，全球经济复苏叠加出口需求高增，行业复苏势头有望延续。

零部件：受益于轻量化/电动化/智能化等趋势，2023Q1 整体业绩同比高增

受益于新能源汽车轻量化、电动化、智能化等趋势，汽车零部件整体业绩维持高增。轻量化与一体压铸板块，头部供应商2023Q1 业绩同比高增，环比略有回落，拓普集团/旭升集团/爱柯迪归母净利润同比分别+19.32%/+60.79%/+99.52%，环比分别-8.39%/-10.75%/-29.88%。空气悬架板块，主要厂商定点项目逐步落地，盈利能力有所改善，保隆科技/中鼎股份归母净利润同比+109.6%/+4.6%，净利率环比+1.7pct/+2.4pct。热管理板块，主要企业业绩快速增长，管理成效渐显，三花智控/银轮股份实现归母净利润6.01/1.27亿元，同比分别+32.73%/+80.73%。展望未来，汽车行业整体产销复苏，零部件行业有望延续增长。

投资建议

上海车展多款重磅新车发售叠加价格战逐步缓解下，行业需求有望逐步企稳回暖。乘用车厂方面，受益标的包括比亚迪、长安汽车、长城汽车、吉利汽车、广汽集团、上汽集团以及新势力蔚来汽车、小鹏汽车、理想汽车等。商用车方面，受益标的包括中国重汽、潍柴动力、中集车辆、福田汽车、宇通客车等。零部件方面，受益标的包括拓普集团、伯特利、福耀玻璃、保隆科技、星宇股份、三花智控、文灿股份、旭升股份、凌云股份、贝斯特、欣锐科技、天润工业、常熟汽饰、科博达、骆驼股份、银轮股份、新泉股份等。

风险提示：宏观经济恢复不及预期、海内外汽车需求不及预期、电动化推进不及预期。

【非银金融】负债端 Q2 迎多重短期利好，高景气度有望延续——上市保险公司 4 月保费收入数据点评-20230517

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 吕晨雨（分析师）证书编号：S0790522090002

上市险企2023M4 寿险总保费同比分化，负债端Q2 有望延续改善趋势

2023年4月6家上市险企寿险总保费合计1138亿元、同比+4.5%，较3月同比下降4.5pct，其中：中国平安+7.7%、中国太平+7.5%、中国人保+6.2%、中国人寿+5.6%、新华保险-2.0%、中国太保-5.7%，4月保费同比出现分化，预计受续期保费同比差异影响导致。2023年前4月寿险总保费累计同比分别为：中国平安+6.0%、中国人寿+4.0%、中国人保+2.7%、中国太保+1.9%、新华保险-0.5%、中国太保-2.9%。寿险行业负债端复苏已得到数据验证，上市险企NBV同比明显改善，中国平安、中国人寿超市场预期。考虑到宏观经济复苏态势有望延续，居民预防性储蓄需求不断提升，叠加产品定价利率调降政策端催化，2023Q2负债端有望延续改善趋势并带动NBV同比进一步改善，负债端仍有望超市场预期。

中国人保人身险板块产品结构迎改善，NBV同比或超市场预期

中国人保人身险板块2023年前4月长险首年保费432.4亿元、同比+4.3%，较3月同比改善2.4pct，4月长险首年保费29.9亿元，同比+52.8%，其中趸交8.4亿元、同比-8.6%，期交首年21.6亿元、同比+106.5%，期交首年保费已连续3个月实现同比高增，且增速高于趸交，预计人身险板块产品结构改善明显，整体价值率或有所改善。新单保费高增叠加价值率改善，NBV同比或超市场预期。

2023年4月财险保费延续增长趋势，众安在线单月保费历史第三

2023年4月5家上市险企财险保费收入793亿元、同比为+8.8%，较3月+11.0%放缓2.2pct，各家险企4月财险保费同比分别为：众安在线+48.8%（3月+29.5%）、太保财险+13.2%（3月+13.8%）、平安财险+7.3%（3月+5.9%）、人保财险+6.7%（3月+11.7%）、太平财险+2.9%（3月+12.1%）。中汽协披露，2023年4月乘用车销量同比+87.7%，同比较2023年3月明显改善79.5pct，主要受2022年同期新冠疫情导致的低基数影响，同时，中汽协预计当前汽车市场需求动力仍然偏弱，存在持币观望的现象。人保财险4月车险保费同比+6.1%，较3月同比的+7.0%下降0.9pct，4月非车险主力险种同比表现分化，其中农险+17.2%、责任险+9.7%、意健险-2.8%。众安在线4月保费24.6亿元、同比+48.8%、月环比+18.2%，为历史第三高单月保费收入，同比增速超预期，叠加众安在线综合成本率改善空间较大以及2023年权益市场表现优于2022年同期，2023年净利润有望明显改善。

2023Q2负债端有望延续高景气度，建议关注3条逻辑

寿险负债端复苏得到数据验证，居民预防性储蓄需求不断提升，叠加政策端催化以及部分银行存款利率下调，寿险负债端改善趋势有望延续并于2023Q2进一步改善，预计2季度储蓄型产品保持供需两旺，负债端增速有望进一步扩张；资产端看，银行等大盘蓝筹股上涨或带来2季度险企投资收益增长，保险资产和负债端景气度有望延续，重申保险板块年度机会。投资建议分三条线：（1）寿险负债端持续复苏：首推负债端转型领先且NBV同比领先同业的中国太保，推荐NBV同比超预期的中国平安、中国人寿、友邦保险；（2）资产端释放利润弹性：受益标的权益市场资产占比最高的新华保险；（3）产险COR持续改善：推荐COR连续改善的众安在线以及财险行业龙头优势明显且具有中特估属性的中国财险，受益标的中国人保。

风险提示：经济复苏不及预期；保险产品需求复苏不及预期。

【商贸零售】低基数下4月社零同比+18.4%，消费复苏势头延续——行业点评报告-20230517

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

2023年4月社零同比+18.4%，低基数背景下录得较高增速

国家统计局发布2023年4月社会消费品零售总额（以下简称“社零”）数据。2023年1-4月我国社零总额为149833亿元（同比+8.5%）；其中4月社零总额为34910亿元（同比+18.4%），受2022年同期低基数影响录得较高增速。我们测算得2023年1-4月/单4月两年复合增速分别为+4.1%/+2.6%，社会消费复苏延续但边际增速略有放缓。分地域看，4月城镇消费品零售额30398亿元（同比+18.6%），乡村消费品零售额4513亿元（同比+17.3%）。我们认为，消费复苏势头延续，投资建议关注行业格局变化背景下，竞争优势、品牌势能边际提升的龙头公司。

必选消费品类势头稳健，可选消费品类表现分化

价格因素方面，2023年4月CPI同比+0.1%（其中食品类CPI+0.4%）。商品消费方面，4月商品零售31159亿元（同比+15.9%），分品类看：必选消费方面，粮油食品、饮料、烟酒同比分别+1.0%/-3.4%/+14.9%，我们测算得到两年复合增长分别为+5.4%/+1.2%/+3.4%，维持稳健势头；可选消费方面，金银珠宝、服装鞋帽、化妆品同比分别+44.7%/+32.4%/+24.3%，两年复合增长分别为+3.0%/+1.1%/-1.7%，预计受益近两年金价上涨驱动金银珠宝品类相对坚挺，但两年增速较3月分别-3.2pct/-3.1pct/-0.3pct均有放缓。此外，4月餐饮收入3751亿元（同比+48.3%），两年复合增长为5.4%（较3月+2.6pct），线下接触型消费持续向好。

线上渠道渗透率持续提升，线下渠道稳中向好

线上渠道方面，2023年1-4月全国网上零售额44108亿元（同比+12.3%），其中实物商品网上零售额为37164亿元（同比+10.4%），占社零比重为24.8%（较2022年1-4月+1.0pct），线上渠道渗透率稳步提升；其中吃/穿/用类商品网上零售额同比分别+9.0%/+13.5%/+9.6%。线下渠道方面，2023年1-4月限额以上零售业实体店零售额同比+3.6%，分业态看超市、便利店、百货店、专业店和专卖店零售额同比分别+0.7%/+8.1%/+11.1%/+6.5%/+2.9%，百货业态受益低基数录得较快增长，线下各业态呈现稳中向好趋势。

建议关注消费复苏主线下的高景气赛道优质品牌公司

我们认为，消费复苏仍处初期，居民消费能力、消费意愿尚有提升空间。投资建议方面，重点关注三条主线：（1）黄金珠宝板块关注线下消费复苏，长期看头部集中仍是主旋律，龙头依托品牌、渠道优势持续扩张发展，重点推荐潮宏基、老凤祥、周大生、中国黄金、周大福。（2）医美板块渗透率、国产化率、合规化程度多重提升逻辑未变，监管发力规范行业发展，长期利好具备合法合规资质的医美产品和医美机构龙头，重点推荐爱美客、朗姿股份。（3）化妆品板块，年中618大促将至，建议关注产品力、品牌力俱佳且具备较强运营能力（多渠道、多品牌运营）的国货美妆龙头，重点推荐珀莱雅，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。

【农林牧渔】USDA上调2023/2024年全球玉米、大豆、小麦及水稻产量——行业点评报告-20230517

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001

5月报告上调2023/2024年全球玉米、大豆、小麦及水稻产量

2023年5月12日美国农业部发布5月全球农产品2023/2024年供需预测报告，较4月（2023/2024年）预测报告，主要调整包括：上调全球玉米、大豆、小麦及水稻产量。驱动上述调整的主要原因包括：（1）巴西玉米生长环节有所改善；（2）大豆主产国巴西产量预期有所改善，对冲前期阿根廷的减产压力；（3）全球小麦产量环比有所调增，欧洲产量增幅较大；（4）全球水稻产量略有上修，中国主产区产量环比上调。

玉米、小麦：玉米产量及消费量、小麦产量环比调增

玉米：5月报告较4月报告对玉米产量、消费量进行了上调整。产量方面，报告上调了2023/2024年度全球玉米产量，环比调增7513万吨至12.2亿吨。贸易方面，2023/2024年全球玉米出口量较4月报告有所增加，报告上调了2023/2024年全球玉米出口量2147万吨至1.95亿吨。消费量方面，饲用消费较4月报告进行了上调，国内消费亦环比有所上调，分别环比变动3169万吨及4808万吨至7.59亿吨和12.04亿吨。库存方面，5月报告调高了2023/2024种植季的期末库存，较4月预测值调增1755万吨至3.13亿吨。

小麦：5月报告预计2023/2024年全球小麦产量环比上升，期末库存则环比下调。产量来看，2023/2024年度全球小麦产量环比调增74万吨至7.9亿吨。消费来看，2023/2024年全球小麦饲用消费环比调减5.9%至1.51亿吨。贸易来看，5月预测的全球小麦进出口量较4月报告分别环比调增124和调减-299万吨。库存来看，全球2023/2024期末库存较4月预测值环比调减0.3%至2.64亿吨。

大豆：全球产量、消费量环比上调

5月报告上调了全球大豆产量、期末库存。产量来看，2023/2024年度全球大豆产量环比调增4095万吨至4.11亿吨。贸易方面，2023/2024年全球大豆出口量较4月报告有所增加，报告环比上调了大豆出口量441万吨至1.72亿吨。消费量来看，5月预测的压榨量较4月报告有所上调，国内消费亦环比有所上调，分别环比变动1711万吨及2066万吨至3.32亿吨和3.86亿吨。库存来看，全球期末库存较4月预测值环比调增22.15%至1.23亿吨。

水稻：全球产量、消费量环比上调

USDA 5月预计2023/2024年全球稻米预计供应有所增加。产量来看，2023/2024年度全球稻米产量环比调增2.179%至5.205亿吨。库存来看，全球2023/2024稻米期初期末库存分别较4月预测值环比变动-7.04%/-2.7%。消费来看，2023/2024年全球稻谷消费环比调增0.6%至5.23亿吨。贸易来看，5月预测的全球稻谷进出口量较4月报告分别环比调减-118和调增12万吨。

风险提示：自然灾害风险、气候变化风险、地缘政治风险、进出口政策风险。

【非银金融】自营是业绩胜负手，看好手续费收入改善——证券行业2022年及2023一季报综述-20230516

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 卢崑（联系人）证书编号：S0790122030100

自营是业绩胜负手，看好手续费收入同比改善

2022年/2023Q1上市券商归母净利润1252/424亿，同比-34%/+86%，年化ROE分别为5.72%/7.38%。2022年股市下跌、交易量萎缩，自营投资严重拖累业绩表现，券商手续费收入（经纪、投行、资管）均同比下降。2023Q1券商自营投资同比明显改善驱动业绩高增，手续费收入同比仍承压。2023年经济复苏，权益资产表现向好，居民储蓄逐渐流向理财产品，券商受益于权益资产弹性和财富管理线复苏。4月以来，市场交易量、基金新发、IPO数据边际提升明显，看好全年券商手续费收入改善。截止2023年5月5日，券商PB/PE估值分别为1.35/20.1倍，位于2013年以来17%/34%，2023Q1主动型基金重仓股中券商板块占比1.09%，板块估值和机构持仓均处历史低位。

推荐标的：（1）低估值+盈利高弹性，大财富管理利润贡献较高，受益于基金市场回暖。受益标的：兴业证券，东方证券，广发证券。（2）互联网券商，受益于交易量和基金活跃度提升，受益于AI主线。受益标的：指南针，同花顺，东方财富。（3）低估值央国企头部券商，盈利景气度向好。受益标的：中国银河。（4）券商三方引流政策放开后潜在受益标的。受益标的：财通证券，招商证券。

2022/2023Q1 经纪、投行、资管业务收入同比承压

（1）经纪：2022/2023Q1上市券商经纪业务同比-18%/-17%，主要受全市场交易活跃度同比下降以及基金新发遇冷的影响。2022/2023Q1全市场日均股基成交额分别同比-9.9%/-9.3%，偏股新发同比-79%/-40%。

（2）投行：2022/2023Q1上市券商投行业务分别同比-7%/-25%，IPO收入同比+8%/-64%，IPO规模同比+8%/-64%，IPO业务全年保持增长，一季度全市场规模萎缩造成IPO收入下滑。集中度来看，头部券商IPO市占率持续提升。

（3）资管：2022/2023Q1上市券商资管业务同比-9/-2%。2022年45家样本公募基金净利润同比-14%，净利润集中度有所下降。2023Q1非货和偏股AUM集中度环比下降。2022年基金公司净利率下降，头部基金公司净利率高于行业。2022年券商业绩受投资拖累，公募业务相对稳定，利润占比被动提升。

自营业务是2022年和2023Q1券商业绩核心影响因素

（1）2022年股市下跌导致自营拖累业绩，2023一季度资本市场回暖自营明显改善。2022年/2023Q1上市券商投资收益（含公允价值变动损益）分别为873/516亿，同比-51%/同比扭亏，占调整后收入22%/45%。2022/2023Q1年化自营投资收益率分别1.93%/4.80%，同比-2.8/+4.8pct，自营投资收益率受股市债市影响波动明显。2022/2023Q1末，上市券商自营金融资产规模4.0/4.4万亿，同比+4%/+12%。结构看，2022年债券投资为主占比58%，债券和

衍生品类资产占比同比+2.1/+0.4pct。长江证券/太平洋/中泰证券/国金证券/天风证券/华泰证券等自营驱动一季报超预期。

(2) 利息净收入：2022/2023Q1 上市券商利息净收入分别同比-4%/-18%。2023Q1 市场日均两融余额 1.59 万亿，同比-6%，较年初+2%。2023Q1 负债端成本小幅提升，短期融资券/3 年/5 年证券公司债券利率 2.75%/3.14%/3.37%，较 2022Q4 环比+0.25/+0.22/+0.20pct。

风险提示：市场波动风险；财富管理业务增长不及预期。

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。

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