



宏观研究

【粤开宏观】反转之年：2023 年大类资产配置展望

2023 年 02 月 01 日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

分析师：马家进

执业编号：S0300522110002
邮箱：majiajin@y kzq.com

研究助理：原野

近期报告

《【粤开宏观】从财税视角看湖北：中部崛起领头羊的财政与债务形势》2022-12-29

《【粤开宏观】海南：“热带宝地”的财政体制、形势与债务全景》2022-12-30

《【粤开宏观】防范化解地方债务风险：形势与应对》2023-01-04

《【粤开宏观】超额储蓄的规模、来源与影响》2023-01-15

《【粤开宏观】2022 年中国经济数据收官，人口总量出现负增长》2023-01-17

摘要

2023 年中国经济和资本市场开局亮眼，春节消费回暖、股市上涨、人民币汇率升值、市场情绪改善。展望全年，大类资产将如何表现？哪些将优先配置，哪些可能机会不大？

一、2023 年大类资产配置策略：投资中国，多配股票

1、总体上看，2023 年国内大类资产收益大概率要高于 2022 年，经济逐步恢复、风险偏好上升、政策宽松、外部压制估值的美联储加息等因素将逐步解除并转为有利因素。

2、从资产配置角度，2023 年宜配置更多的人民币资产，海外资产风险上升；同时配置较高比例的权益资产，权益板块中要密切关注消费修复和房地产困境反转的相关投资机会等。从 1 月大类资产表现来看，A 股>黄金>大宗商品>国债>美元。

二、股债商汇与房地产市场展望

1、股票：A 股或迎来结构性牛市，年中或有回调，全年将呈现“N”型走势，消费板块整体占优。消费、地产复苏，对经济支撑作用开始显现，将带动企业盈利修复。同时当前 A 股估值仍低，且美联储加息节奏放缓，外部压制估值的负面因素减小；叠加宽松的流动性环境、外资加速流入共同助推行情上行。但反复感染的负面冲击、疤痕效应制约消费恢复节奏、地产销售难回疫情前水平等均可能造成经济恢复不及预期，需警惕年中回调的可能。

风格上或呈现“先价值后成长”特征，宜关注三条主线。一是需求复苏、困境反转相关行业，例如线下消费服务，酒店餐饮、影视院线、航空机场等。二是供给整合出清的行业，例如房地产。三是长期景气、与自主安全相关的行业，例如数字经济、芯片半导体等。

2、债券：利率温和反弹，短久期信用债存在机会。利率债方面，国内宏观基本面改善，叠加风险情绪改善，以国债为代表的利率中枢或将抬升；但货币政策仍将保持稳健偏宽松。两相作用下，预计 2023 年利率将会温和反弹，但整体处在“上有顶、下有底”的区间，债市波动明显加大。信用债（城投）方面，土地出让收入弱改善不能根本缓解地方财力紧张问题，城投基本面支撑较弱。同时，城投区域分化较大，且隐债清零工作使得城投环境较紧。但城投多为技术违约或展期，鲜有实质违约情况，总体风险可控。优先布局强资质区域、高等级、短久期品类。

3、商品：全球经济下行趋势下，缺乏系统性机会。一是工业品方面，海内外经济周期错位，需求支撑在国内，预计以国内需求为主的黑色系商品（螺纹钢），相比国际定价的有色（铜）、原油等会表现更佳。二是贵金属（黄金）



方面，随着美联储进入此轮加息周期的尾声，黄金的配置价值凸显，建议逢低买入。三是农产品方面，作为弱经济周期品种，更多需关注天气因素和地缘政治引发的供给侧扰动。

4、人民币汇率：双向波动、逐步升值。一是美国通胀回落叠加经济衰退风险上升，美联储将放缓加息步伐，美元指数走弱；二是中国防疫政策优化、房地产市场逐步企稳、稳增长政策发力、经济将持续恢复，人民币资产将有较好表现，吸引外资流入。年内人民币兑美元汇率或升至 6.5。

5、房地产：一二线城市好于三四线，量力而行、现房优先。受益于第一波疫情高峰过去、房地产支持政策持续发力、经济回暖等有利条件，2023 年房地产市场将逐步迎来恢复。根据前几轮周期的经验，房地产周期触底回升时，通常是一二线城市领涨，并通过示范效应逐步外溢至三四线城市。对于刚需和改善性需求来说，当前房价处于相对低位，且房贷利率较低，是比较不错的上车机会。但应注意楼盘的交付风险、自身的偿债能力等，建议量力而行，现房优先。

风险提示：疫情的不确定性、国际地缘政治冲突的不确定性、美国高通胀的粘性、国内信心和预期恢复情况等因素，可能使得当前中国权益类资产占优的逻辑发生改变。



目 录

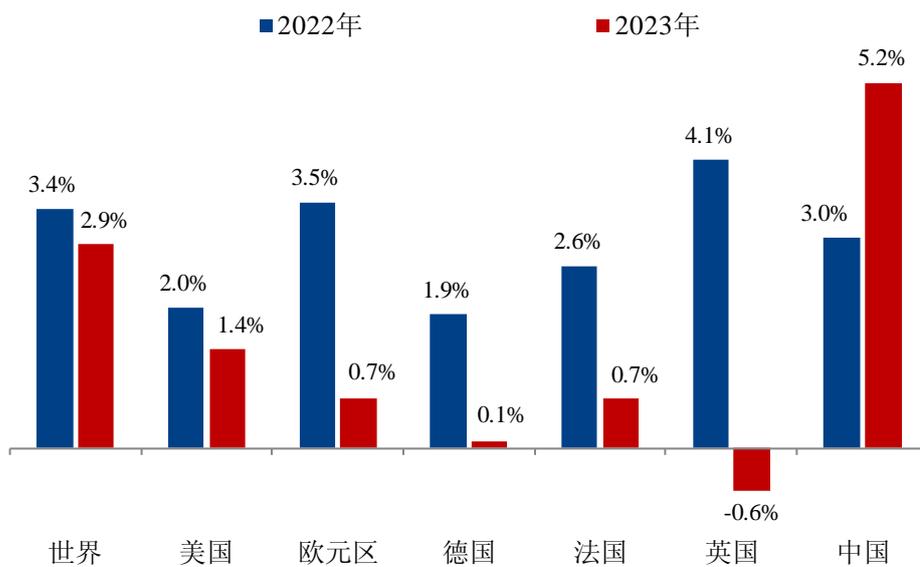
一、2023 年大类资产配置策略：投资中国，多配股票	4
二、股债商汇与房地产市场展望	6
（一）股票：A 股或迎来结构性牛市，消费板块整体占优	6
（二）债券：利率温和反弹，短久期信用债存在机会	9
（三）大宗商品：全球经济下行趋势下，缺乏系统性机会	10
（四）人民币汇率：双向波动、逐步升值	11
（五）房地产：一二线城市好于三四线，量力而行、现房优先	13
三、可能改变股票占优逻辑的风险因素	14

图表目录

图表 1：国内第一波疫情高峰已过	4
图表 2：2023 年欧美经济增长放缓，中国经济增长加快	5
图表 3：经济复苏阶段，股票表现更佳	5
图表 4：2023 年 1 月大类资产表现，A 股>黄金>大宗商品>国债>美元	6
图表 5：11 月后 A 股市场行情快速回暖	7
图表 6：各行业涨跌幅情况	7
图表 7：主要宽基指数估值情况	8
图表 8：节后小盘股相对强势	9
图表 9：10 年期国债及国开债走势	10
图表 10：全球精炼铜显性库存处于较低水平	11
图表 11：2022 年人民币汇率先贬后升	12
图表 12：2022 年 12 月外资增持国内债券	12
图表 13：2022 年 11 月以来，外资增持 A 股	13
图表 14：一线城市新房价格比二三线城市更坚挺	14
图表 15：一线城市二手房价格比二三线城市更坚挺	14



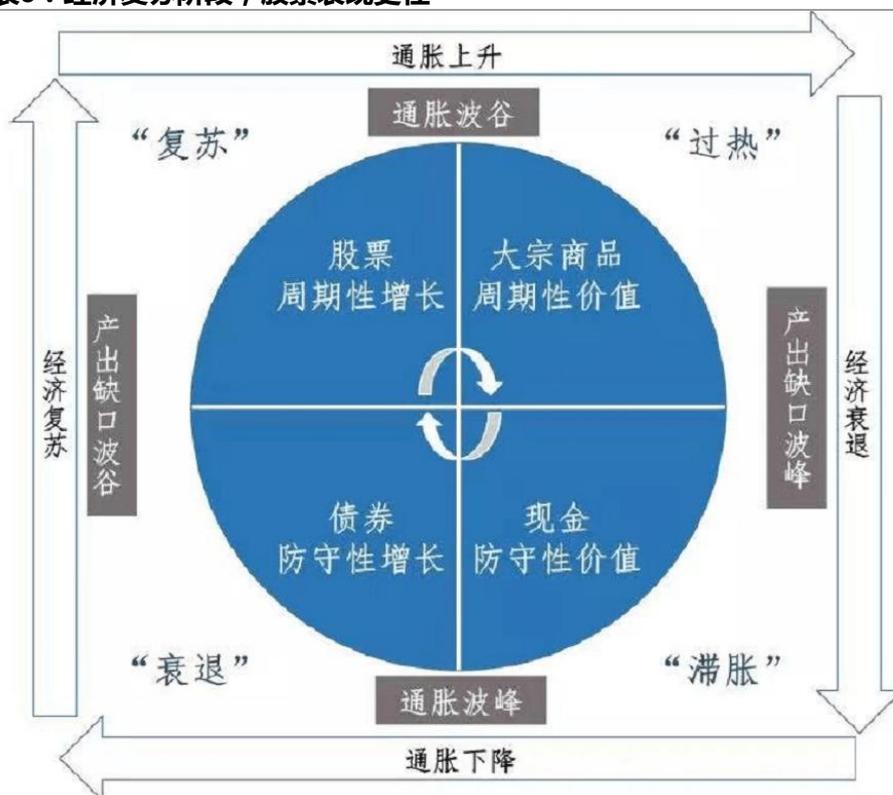
图表2：2023年欧美经济增长放缓，中国经济增长加快



资料来源：IMF、粤开证券研究院

其次，国内各类资产中，权益类资产占优。根据美林投资时钟，当前中国经济处于复苏阶段，权益类资产将有更好表现。2022年全球经济处于滞胀阶段，大宗商品表现最佳，同时股债双杀；2023年以来，在中国经济复苏预期下，企业盈利向好与估值抬升共同推高A股。从1月大类资产表现来看，A股>黄金>大宗商品>国债>美元。

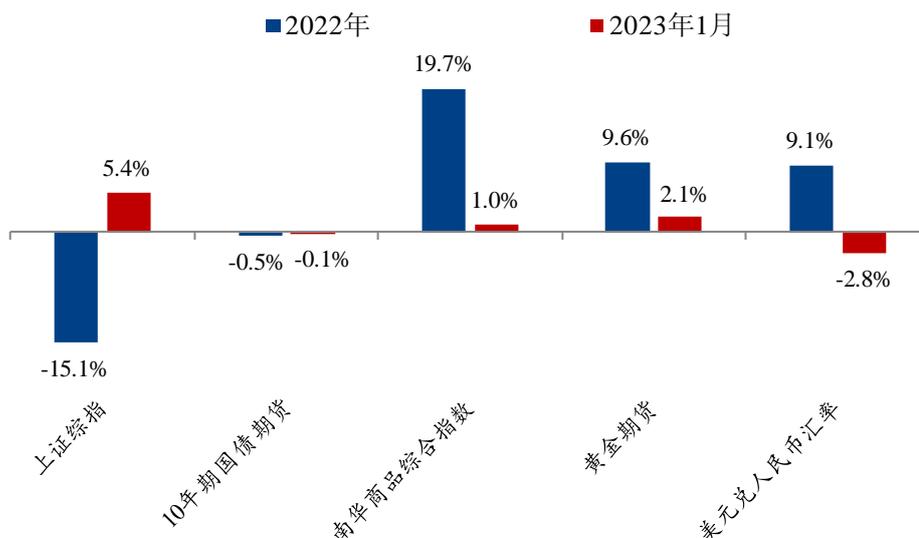
图表3：经济复苏阶段，股票表现更佳



资料来源：Merrill Lynch、粤开证券研究院



图表4：2023年1月大类资产表现，A股>黄金>大宗商品>国债>美元



资料来源：Wind、粤开证券研究院

二、股债商汇与房地产市场展望

（一）股票：A股或迎来结构性牛市，消费板块整体占优

1、当前股市正交易什么：复苏预期

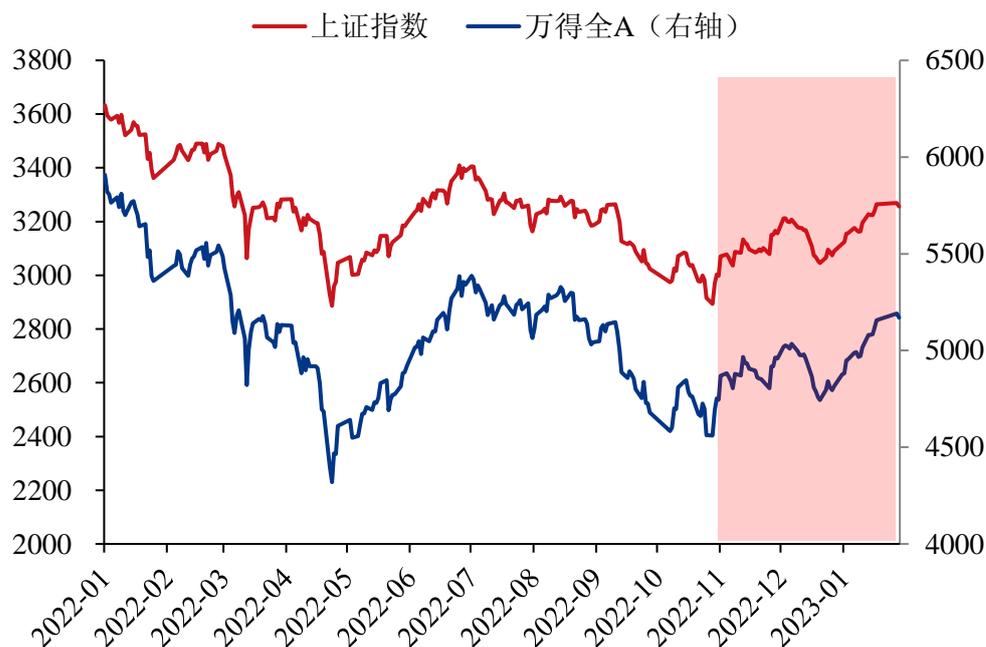
去年11月，关于疫情防控的二十条优化措施公布实施，市场开始交易复苏预期，行情逐渐回暖。12月中央经济工作会议召开，财政货币、地产基建等政策拱卫下市场信心得以提振，外资加速进场，上涨态势延续至今，消费、地产板块整体表现突出。

2022年11月，中共中央政治局常务委员会召开会议，部署进一步优化防控工作的二十条措施；与此同时，民企“第二支箭”等地产融资政策出台。市场预期消费、房地产两大变量，将逐步企稳，从“拖累经济”变成“边际贡献”，并加速交易此逻辑。11月Wind全A上涨7.9%，上证指数上涨8.9%。

随后，受放开后疫情高峰、债市流动性冲击等负面因素扰动，市场出现短暂回调。但很快，降准落地，中央经济工作会议召开，稳增长政策进一步强化，市场信心得以稳固。同时北上资金加速流入，连续11周加仓A股，资金面助推上涨行情延续。2023年开年，Wind全A、上证指数等宽基指数周线录得四连阳，1月分别上涨7.4%和5.4%。从去年11月至今年1月底，食品饮料、社会服务（餐饮）、传媒（影院）等消费相关板块，房地产板块（包括上下游建材、家电等）表现突出。



图表5：11 月后 A 股市场行情快速回暖



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表6：各行业涨跌幅情况

申万一级行业	2022年11月至 今涨跌幅 (%)	去年11月涨跌幅 (%)	去年12月涨跌幅 (%)	2023年1月涨跌 幅 (%)
食品饮料	35.8	16.6	10.8	5.2
建筑材料	26.8	20.5	-3.4	9.0
非银金融	24.4	15.0	-0.7	8.9
家用电器	24.2	13.5	1.0	8.3
传媒	23.1	14.5	2.3	5.1
社会服务	20.5	13.6	6.5	-0.3
房地产	20.5	27.8	-9.1	3.7
美容护理	19.4	7.3	10.3	0.8
银行	19.2	14.1	1.1	3.3
轻工制造	19.0	12.4	0.9	5.0
纺织服饰	17.2	10.3	1.5	4.7
商贸零售	17.0	14.3	3.6	-1.2
有色金属	16.0	7.5	-5.9	14.7
钢铁	13.5	11.0	-4.6	7.3
基础化工	12.8	9.2	-4.4	8.0
综合	12.4	9.8	2.3	0.1
石油石化	12.3	10.5	-5.8	7.9
汽车	12.1	8.0	-6.4	10.9
建筑装饰	11.7	13.8	-7.0	5.5
计算机	11.0	0.0	-1.6	12.8
农林牧渔	10.3	5.3	1.4	3.3



申万一级行业	2022年11月至 今涨跌幅(%)	去年11月涨跌幅 (%)	去年12月涨跌幅 (%)	2023年1月涨跌 幅(%)
医药生物	10.3	7.4	-2.6	5.5
机械设备	9.8	5.8	-5.5	9.7
交通运输	9.7	8.1	-0.5	2.0
电力设备	8.8	1.3	-4.0	11.8
环保	8.1	7.5	-5.1	6.0
电子	8.0	3.2	-4.5	9.5
通信	6.0	1.2	-4.1	9.2
公用事业	5.3	8.1	-4.6	2.1
煤炭	0.6	7.3	-10.9	5.2
国防军工	-3.8	-5.3	-4.6	6.5

资料来源：Wind、粤开证券研究院（2022年11月1日-2023年1月31日）

2、未来股市将如何演绎：今年 A 股将迎来结构性牛市，年中或有回调，全年将呈现“N”型走势

首先，本轮行情仍将持续，背后是宏观经济复苏带动企业盈利修复，估值修复以及资金面的共同作用。

1) 宏观方面，消费、地产复苏，对经济支撑作用显现。消费方面，春节期间出行旅游、线下文娱消费数据已经显示居民生活和经济活动明显回暖：文旅部数据显示 2023 年春节假期国内出游 3.08 亿人次，同比增长 23.1%，恢复至 2019 年 88.6%；2023 春节档票房收入位列中国影史春节档票房榜第二，七天票房共计 67.6 亿元，同比增长 11.9%。房地产方面，“三支箭”等融资政策刺激下，房地产投资降幅将明显收窄；保交楼政策目标下，施工竣工将加快，带动建筑材料、家具等上下游行业修复。经济复苏将带动企业盈利逐步修复。

2) 估值方面，当前 A 股估值仍低，尤其是中小盘指数尚有修复空间，且美联储加息节奏放缓，外部压制估值的负面因素减小。沪深 300、中证 500、中证 1000 的市盈率位于 10 年内 43.6%、25.6%、14.4% 的历史分位点。同时还需关注到，前期对于一些行业的整治已经有所成果，顶层政策多次表示对民营经济、平台经济（规范化）的重视和支持，这有利于提振企业、投资者信心。

3) 资金方面，宽松的流动性环境、超额储蓄回流、北上资金加码共同助推行情上行。

4) 其他方面，3 月两会将强化正向政策预期，同时 1-2 月数据真空期，导致短期内经济读数难以证伪。

图表7：主要宽基指数估值情况

主要指数	当前市盈率 (TTM)	10Y 历史分位点
上证指数	13.1	42.9%
沪深 300	12.0	43.6%
中证 500	24.1	25.6%
中证 1000	30.2	14.4%

资料来源：Wind、粤开证券研究院（2023年1月30日）

其次，本轮行情年中或面临回调，全年呈“N”型走势。1) 未来疫情反弹或对生产生活秩序产生扰动。2) 疤痕效应对消费复苏形成一定掣肘，尤其低收入群体受创严重，



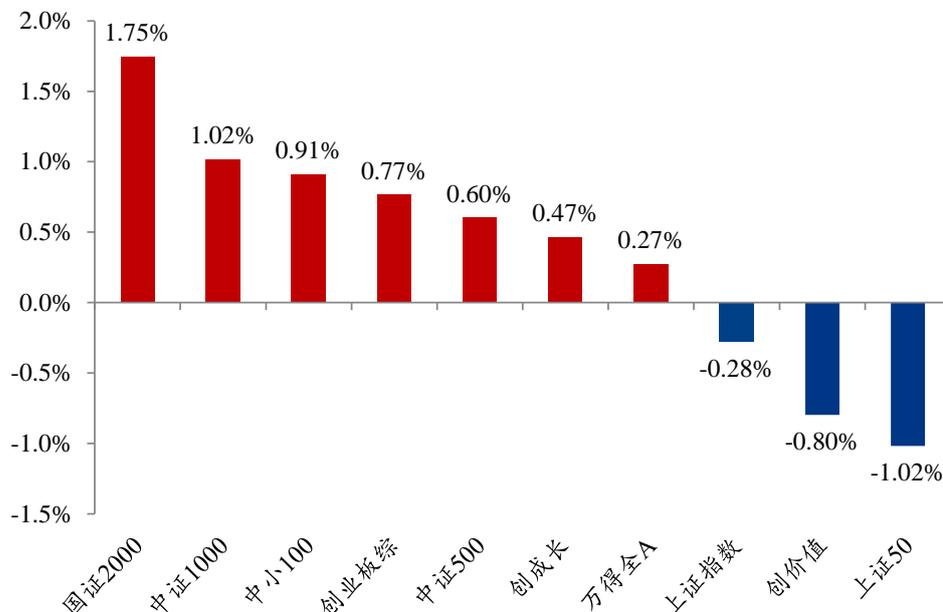
消费复苏还需要时间。3) 人口、分配等因素决定房地产市场进入长期下行通道，中间或有反弹，但不存在反转。地产销售难回疫情前水平，仅能从边际拖累转为边际贡献。在新动能尚未兴起的阶段，地产缺席的复苏，其强度和力度尚需观察。4) 企业从信心修复、扩张再到进入盈利上行周期的过程并非一蹴而就。

最后，市场风格或呈现“先大盘价值后中小成长”特征，宜关注三条主线。

1) 风格方面，两会前后宜关注大盘价值股，下半年中小盘成长股或将继续占优。春节期间，港股已经体现出中小盘成长股占优的趋势；与此同时 1-2 月期间市场变盘几率较大，节后表现看，中证 1000、国证 2000 等跑赢大盘宽基指数。

2) 行业配置方面，三条主线值得关注：一是需求复苏、困境反转相关行业，例如前期受疫情影响、有业绩修复预期的线下消费服务，酒店餐饮、旅游及景区、影视院线、教育、航空机场。二是供给整合出清的行业，例如房地产。三是长期景气、与自主安全相关的行业，在经济动能切换、调结构的长期目标以及内外流动性宽松阶段，数字经济、芯片半导体等有望持续受益。

图表8：节后小盘股相对强势



资料来源：Wind、粤开证券研究院 (2023年1月30日-31日)

(二) 债券：利率温和反弹，短久期信用债存在机会

1、利率债方面，预计 2023 年利率将会温和反弹，但整体处在“上有顶、下有底”的区间。

一方面，国内宏观基本面改善，疫情防控优化、地产弱复苏，带动内生需求逐步恢复，叠加风险情绪改善，以国债为代表的利率中枢或将抬升。**另一方面**，我国经济仍有下行压力，货币政策仍将保持稳健偏宽松。央行三季度货币政策执行报告对经济的判断是“外部环境更趋复杂严峻，海外通胀高位运行，全球经济下行风险加大，国内经济恢复发展的基础还不牢固”；中央经济工作会议提出：“明年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策”，“稳健的货币政策要精准有力”。这意味着未来较长时间内，货币政策不仅要滴灌实体、托举经济，还要配合财政，为大规模发债



提供流动性支持。同时，美联储加息退潮，货币政策外部掣肘消除。整体看，政策利率仍将保持低位，流动性将保持“合理充裕”。两相作用下，预计2023年债市将步入震荡行情，波动明显加大。

图表9：10年期国债及国开债走势



资料来源：Wind、粤开证券研究院

2、信用债（城投）方面，基本面支撑弱，区域分化大，但整体风险尚可控，优先布局高等级、短久期品类。

宏观层面，地产逐步修复，土地出让收入弱改善，地方财力或随之改善。但明年宽财政仍是主基调，短期内难以退出，基建需要托举经济，财政支出力度仍较大。因此，地方财力紧张的问题依然存在，难以恢复至疫情前水平，对城投基本面支撑较弱。

政策层面，一方面，隐性债务清零工作持续推进，中央经济工作会议两次提及防范化解地方政府债务风险，强调统筹发展与安全，城投环境难言宽松。另一方面，城投债分化较大，贵州、云南等弱资质区域发展难度提升，2022年均为净偿还，这也导致发债主体向强资质区域集中。同时还需关注到，虽然城投债历史上存在波折，但未出现实质违约，仅有类似兰州城投技术性违约、贵州道桥展期等。因此城投债总体风险依然可控。

综合看，短期内，鉴于资金面将保持相对宽松，高等级、短久期品类占优。长期内，仍需关注边际政策利好及再融资能力改善区域机会。

（三）大宗商品：全球经济下行趋势下，缺乏系统性机会

整体看，大宗商品在全球经济下行趋势下，缺乏系统性机会，预计以国内需求为主的黑色系商品，相比国际定价的有色、原油等会表现更佳。

1、工业品：海内外经济周期错位，需求支撑在国内，以国内需求为主的品种更占优。

年初以来，大宗商品市场交易的两大逻辑，一是中国疫情放开后的经济复苏预期，二是以美国为主的海外市场的衰退预期。这种海内外市场的预期差主导了不同品种之间的强弱分化，具体来看：

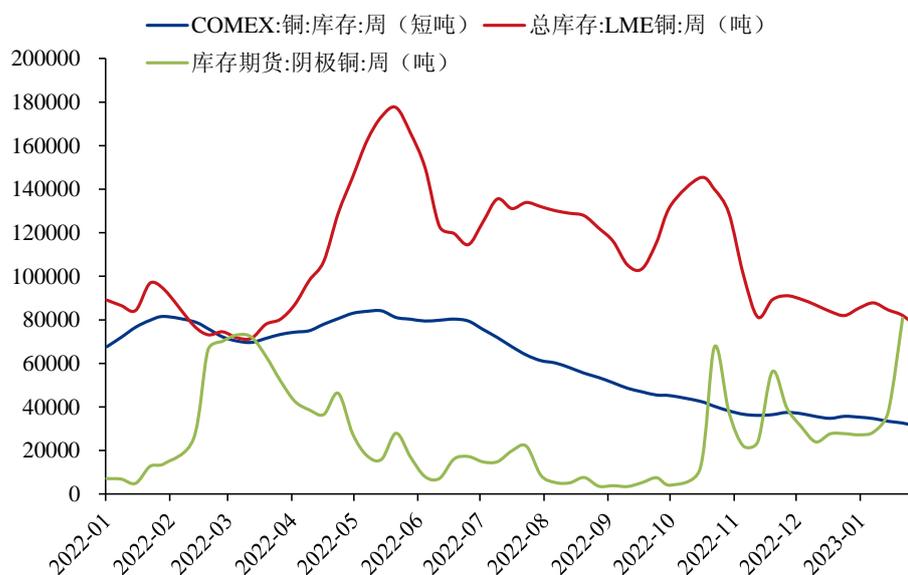


1) 黑色系 (螺纹钢): 以螺纹钢为代表的黑色系以及玻璃等地产后周期品种今年以来表现亮眼。一方面,国内利好房地产的政策不断加码,市场对于地产复苏的预期不断增强;另一方面,在“稳增长”的基调下,节后基建需求可能会快速释放,对钢材需求形成拉动。**展望后市,在强预期证伪之前,钢材价格仍会保持偏强运行。后续需密切关注地产开工及基建数据,谨防需求不及预期带来的价格回调。**

2) 有色系 (铜): 宏观面上,一方面,国内经济复苏的预期提振了对铜的需求(房地产、电力、汽车、家电等);另一方面,铜具有一定金融属性,美联储潜在的政策转向增强了铜的价格表现。基本上,全球精炼铜显性库存处于较低水平,为铜价上涨提供助力。**但铜价绝对水平当前已处高位,继续向上空间不大,或呈高位震荡格局。**

3) 原油: 原油价格年初以来有所反弹,后续俄油制裁或成为影响油价走势的核心因素。需求端,一方面,国内疫后的出行需求回暖为全球石油消费提供增量;另一方面,海外需求孱弱又对原油需求形成拖累,两相抵消之下需求难有大的起色。供给端,计划于近期开始执行的欧盟对俄成品油禁运制裁存在不确定性。若俄油制裁如期执行,将给予原油较高的短缺溢价。

图表10: 全球精炼铜显性库存处于较低水平



资料来源: Wind、粤开证券研究院

2、贵金属 (黄金): 随着美联储进入本轮加息周期的尾声,叠加市场避险情绪支撑,黄金的配置价值凸显。

3、农产品: 作为弱经济周期品种,更多需关注天气因素和地缘政治引发的供给侧扰动。

(四) 人民币汇率: 双向波动、逐步升值

2022年人民币兑美元汇率一度快速贬值,从6.31贬至7.32,主要源于美联储快速加息导致美元指数持续走强、国内疫情冲击与资本市场低迷引发资本流出。但11月以来,人民币汇率重新走强,当前已回升至6.75左右。



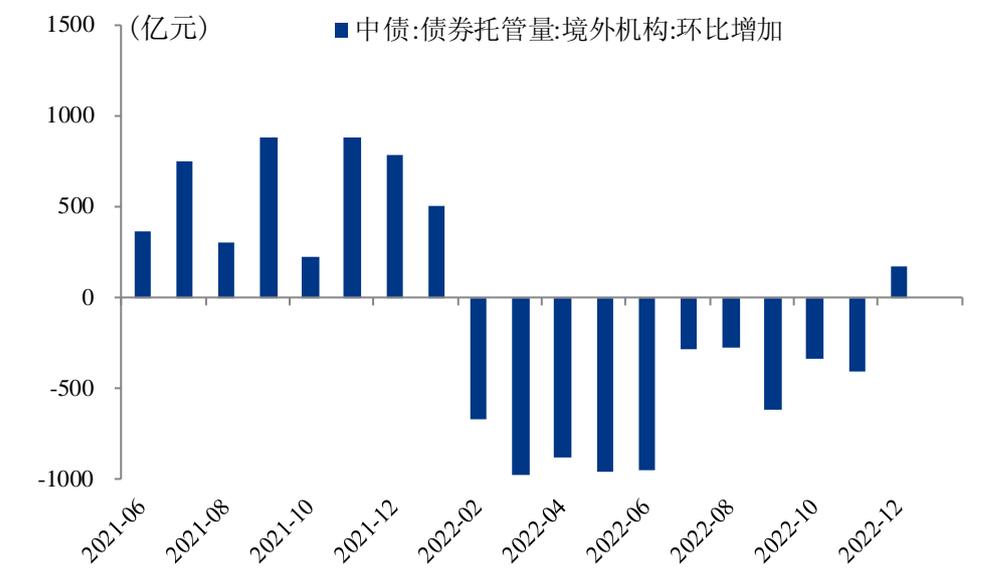
图表11：2022年人民币汇率先贬后升



资料来源：Wind、粤开证券研究院

2023年人民币汇率的总体趋势将是双向波动、逐步升值。一是美国通胀回落叠加经济衰退风险上升，美联储将放缓加息步伐，美元指数走弱；二是中国防疫政策优化、房地产市场逐步企稳、稳增长政策发力、经济将持续恢复，人民币资产将有较好表现，吸引外资流入。年内人民币兑美元汇率或升至6.5。

图表12：2022年12月外资增持国内债券



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表13：2022年11月以来，外资增持A股



资料来源：Wind、粤开证券研究院

（五）房地产：一二线城市好于三四线，量力而行、现房优先

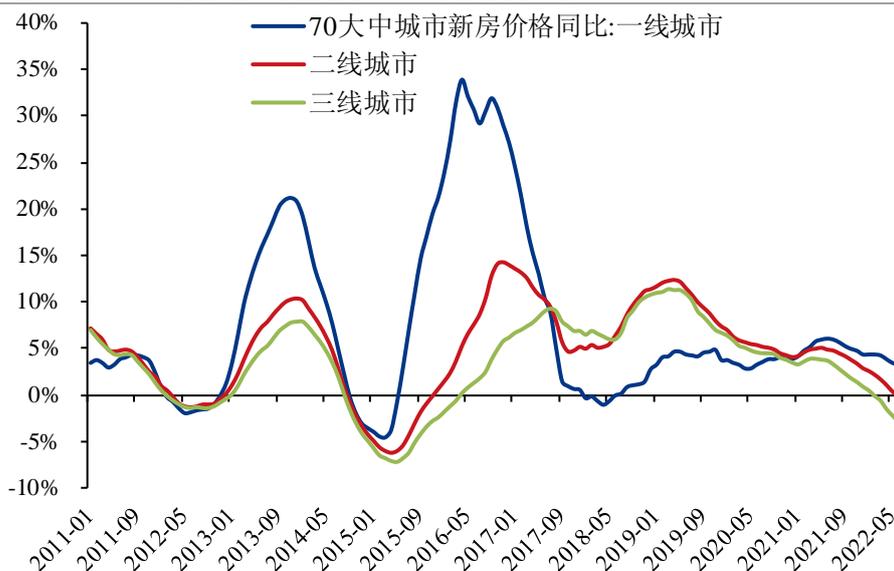
2021年下半年以来房地产市场持续低迷，主要源于房企债务风险、以及疫情导致的居民预期转弱。受益于第一波疫情高峰过去、房地产支持政策持续发力、经济回暖等有利条件，2023年房地产市场将逐步迎来恢复。

根据前几轮周期的经验，房地产周期触底回升时，通常是一二线城市领涨，并通过示范效应逐步外溢至三四线城市。但鉴于“房住不炒”、房地产风险仍未有效化解、城镇化进程步入后期等，本轮房地产周期的上行斜率或将低于前几轮。

对于刚需和改善性需求来说，当前房价处于相对低位，且房贷利率较低，是比较不错的上车机会。1月初，人民银行、银保监会发布通知，建立首套住房贷款利率政策动态调整机制，多地随之调整房贷利率下限，当前九江、中山、天津、沈阳的首套房贷利率最低为3.9%，唐山、丽水、太原、郑州、福州、厦门的首套房贷利率最低为3.8%，珠海最低为3.7%。但居民在购房决策中，应注意楼盘的交付风险、自身的偿债能力等，建议量力而行，现房优先。

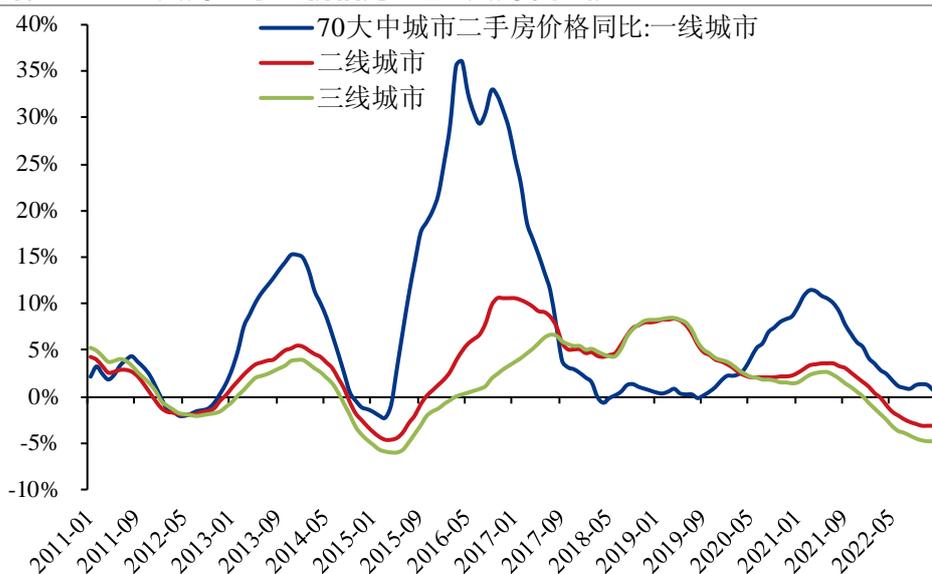


图表14：一线城市新房价格比二三线城市更坚挺



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表15：一线城市二手房价格比二三线城市更坚挺



资料来源：Wind、粤开证券研究院

三、可能改变股票占优逻辑的风险因素

下列因素可能使得当前中国权益类资产占优的逻辑发生改变：

第一，疫情的不确定性。疫情仍有反弹风险，将对生产生活秩序造成扰动，进而影响经济复苏、企业盈利修复的进程，影响权益资产的竞争力。

第二，国际地缘政治冲突的不确定性。当前供需矛盾转向需求侧，各类资产交易逻辑也以需求侧为主，而地缘政治冲突一旦激化，供给侧因素将被放大成为主导逻辑，大



宗商品等表现或变得强势。例如，目前黑色、有色、原油等工业品类正在交易国内复苏和海外衰退，即需求层面的因素，若地缘政治冲突超预期，供给层面的因素将导致前述原油等品种或获得短缺溢价，价格表现更强势。

第三，美国高通胀的粘性。若美国通胀粘性超预期，或导致美联储加息结束的进程慢于预期，对估值产生负面影响，压制所有风险资产表现。

第四，国内信心和预期恢复情况。企业信心修复到投产扩张，再到进入盈利上行周期需要一个过程，一旦实体经济恢复出现波折会导致信心、预期再度受挫。可能导致利率向下修正，债券等避险资产再度强势。



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

马家进，经济学博士，2021年7月加入粤开证券，现任宏观分析师，证书编号：S0300522110002。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 19、21、22、23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com