

2024年03月31日

挖机销量与开工时间亮眼表现的背后

——宏观周报

宏观研究团队

何宁（分析师）

郭晓彬（联系人）

hening@kysec.cn

guoxiaobin@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790123070017

● 供需：3月挖机开工时间快速反弹，需求整体延续弱修复

1. **挖机销量同比回正主因基数效应，开工小时数或反映实质需求回暖。**3月挖机销量环比反弹属于遵循季节性规律，同比回正主因2023H1内销基数较低，挖机国内销售绝对量仅为弱复苏。但从挖机开工小时数上看，3月下游需求的确在回暖。从历史经验看，3月开工小时数基本确定后续全年开工历史位置，按照此规律，2024年挖掘机开工小时数或与2021年接近，弱于2019、2020年，强于2022、2023年。同时，1-2月地产投资的回暖或为挖机开工较高的部分原因，但从逻辑上看，当下房地产行业施工或主要以“保交楼”为主，市场性新房开工行为或较少，因此需对三大工程中新房建设及基建推进力度保持关注。

2. **工业生产端，化工链开工表现尚可，汽车轮胎开工延续高位。**最近两周PX等化工链开工率保持历史高位、汽车轮胎开工率表现良好，高炉、焦炉开工率有所回落。

3. **需求端，地产链需求回升仍慢，轻纺城需求季节性回升。**工业需求端，3月前21天，电厂煤炭日耗均值整体较2月回落。最近两周（3月16日至3月29日），地产链需求回升速度慢于历史同期。消费需求端，中国轻纺城成交量季节性回升，且平均值处于历史同期高位，义乌小商品价格指数有所回升。

● 商品价格：国际大宗商品普遍上升，国内化工商品上升

1. **国际大宗商品：原油与有色延续上升。**最近两周，原油价格延续上升；铜、铝价格普遍回升，黄金价格延续上升。

2. **国内工业品：整体震荡上升，黑色系商品普降。**首先以南华指数观察整体价格变化，最近两周，国内工业品价格震荡上行。黑色系商品价格普降，最近两周，铁矿石、螺纹钢平均价格较上两周均下降。化工链商品价格涨跌分化，最近两周，甲醇、顺丁橡胶平均价格较上两周均有所上升，聚氯乙烯、涤纶长丝下降。建材价格涨跌分化，最近两周，沥青、水泥平均价格较上两周环比上升，玻璃下降。

● 地产与流动性：二手房成交量表现尚可，资金利率波动上行

1. **商品房：成交面积仍处历史低位。**最近两周，全国30大中城市商品房成交面积平均值较上两周环比回升78.1%，但从季节性上看处于同期历史低位。二手房市场看，截至3月11日，二手房出售挂牌价指数延续回落；近两周二手房成交量接近2019、2021年，弱于2023年。

2. **土地：成交面积同环比均回落。**最近两周，100大中城市成交土地占地面积较上两周环比下降45.1%，较2023年同期同比下降34.0%。

3. **流动性：资金利率波动上行，逆回购以净投放为主。**最近两周，资金利率波动上行。截至3月29日，R007为2.8%，DR007为2.0%。最近两周央行逆回购以净投放为主。最近一周央行实现货币净投放8280亿元。近两周质押式回购成交量共为71.2万亿元。本周质押式逆回购较上周减少0.3万亿元。

● 交通运输：居民出行同比正增，出口运价延续回落

1. **居民出行：地铁客运延续回升且超历史同期。**最近两周，北上广深地铁客运量平均值较上两周环比上升2.9%，较2023年同期同比上升8.7%。国内执行航班数平均值较上两周环比上升2.7%，较2023年同期同比上升5.2%。

2. **货运物流：边际回升。**最近两周，整车货运流量指数、公路物流园吞吐量指数与主要快递企业分拨中心吞吐量指数平均值较上两周分别环比上升15.8%、1.2%、0.8%。节奏上看，整车货运流量指数、公路物流园吞吐量指数与主要快递企业分拨中心吞吐量指数春节以来连续回升，但尚未恢复至节前水平。

3. **运价：出口运价有所回落，大宗商品运价整体回落。**最近两周，出口运价回落、内贸运价回升，大宗商品运价中BDI指数、BDTI指数、铁矿石运价指数平均值较上两周分别环比-7.4%、-1.8%、-15.0%。

● **风险提示：**大宗商品价格波动超预期，政策力度超预期。

相关研究报告

《库销比指向供需再平衡时点临近—

2月企业利润点评》-2024.3.27

《存款准备金率仍有下降空间—宏观

周报》-2024.3.24

《基建类支出走强—1-2月财政数据

点评》-2024.3.21

目 录

1、 供需：3月挖机开工时间快速反弹，需求整体延续弱修复.....	4
1.1、 基建开工：开工率处于历史同期中低位置.....	4
1.2、 挖机：销量同比回正主因基数效应，开工小时数或反映实质需求回暖.....	4
1.3、 工业生产：化工链开工表现尚可，汽车轮胎开工延续高位.....	6
1.4、 工业与消费需求：地产链需求回升仍慢，轻纺城需求季节性回升.....	7
2、 价格：国际大宗品普遍上升，国内整体震荡上行.....	9
2.1、 国际大宗商品：原油与有色延续上升.....	9
2.2、 国内工业品：整体震荡上升，黑色系商品普降.....	9
2.3、 食品：农产品价格延续回落，猪价企稳回升.....	11
3、 地产：二手房成交量表现尚可.....	12
3.1、 商品房：成交面积仍处历史低位.....	12
3.2、 土地：成交面积同环比均回落.....	12
4、 交通运输：居民出行同比正增，出口运价延续回落.....	13
4.1、 居民出行：地铁客运延续回升且超历史同期.....	13
4.2、 物流运输：延续回暖.....	13
4.3、 运价：出口运价延续回落，大宗商品运价指数整体回落.....	14
5、 流动性：资金利率波动上行，逆回购以净投放为主.....	15
6、 风险提示.....	17

图表目录

图 1： 最近两周石油沥青装置开工率处于同期历史低位.....	4
图 2： 最近两周磨机运转率处于同期中位.....	4
图 3： 3月国内挖机预测销量同比回正主因季节性反弹及同期基数过低.....	4
图 4： 从历史经验看，3月开工小时数基本确定后续全年开工历史位置.....	5
图 5： 综合一季度看，挖掘机开工小时数仅明显好于2020年，略好于2022-2023年.....	5
图 6： 历史来看，挖机开工小时数累计同比与房地产投资累计同比相关性较强.....	6
图 7： 2022年以来，挖机开工小时数当月同比通常滞后于房地产投资当月同比一个月.....	6
图 8： 最近两周PX开工率保持在86%以上.....	6
图 9： 最近两周PTA开工率整体高于2022-2023年同期.....	6
图 10： 最近两周汽车半钢胎开工率高于2019-2023年同期.....	7
图 11： 最近两周高炉开工率先升后降.....	7
图 12： 3月前21天，电厂煤炭日耗均值整体较2月回落.....	7
图 13： 最近两周地产链需求绝对值低于历史同期.....	7
图 14： 最近一周乘用车四周滚动平均销量有所反弹.....	8
图 15： 最近两周中国轻纺城平均成交量季节性回升.....	8
图 16： 最近两周原油价格延续回升.....	9
图 17： 最近两周黄金价格延续上升.....	9
图 18： 最近两周南华综合指数震荡上升.....	9
图 19： 最近两周南华能化指数先升后降，均值上升.....	9
图 20： 最近两周螺纹钢与铁矿石价格有所下降.....	10
图 21： 最近两周煤炭价格有所下降.....	10

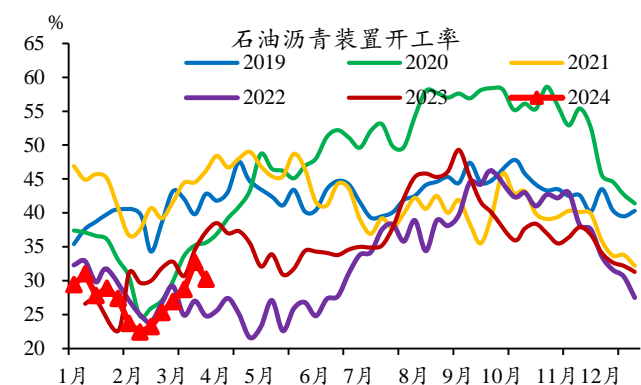
图 22: 最近两周甲醇价格延续上升	10
图 23: 最近两周顺丁橡胶价格延续上升	10
图 24: 最近两周沥青平均价格有所回落	10
图 25: 最近两周浮法玻璃平均价格有所回落	10
图 26: 近两周农产品价格有所下降	11
图 27: 近两周猪肉价格企稳回升	11
图 28: 商品房成交面积处于同期历史低位	12
图 29: 14 城二手房成交量接近 2019、2021 年, 弱于 2023 年	12
图 30: 土地成交面积同环比均有所下降	12
图 31: 最近两周北上广深地铁客运量回升	13
图 32: 最近两周国内执行航班数量有所回升	13
图 33: 最近两周整车货运流量指数延续回升	13
图 34: 近两周公路物流园吞吐量指数与主要快递企业分拨中心吞吐量指数回升速度放缓	13
图 35: 最近两周出口运价延续回落	14
图 36: 最近两周国际大宗商品运价整体回落	14
图 37: 最近两周资金利率波动上行	15
图 38: 最近两周央行逆回购以净投放为主	15
图 39: 最近两周质押式回购成交量共为 71.2 万亿元	16

1、供需：3月挖机开工时间快速反弹，需求整体延续弱修复

1.1、基建开工：开工率处于历史同期中低位置

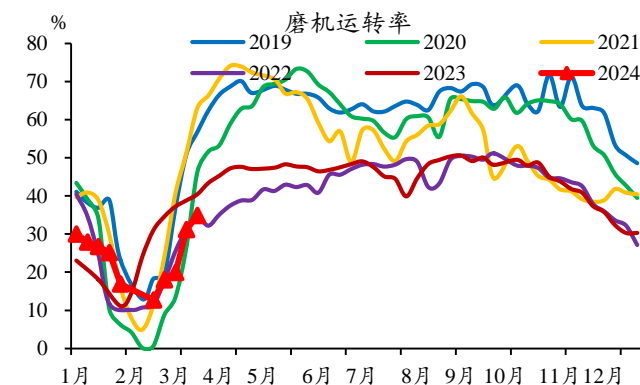
最近两周（3月16日至3月29日），石油沥青装置开工率先升后降，绝对值仍处历史同期较低位置；磨机运转率、水泥发运率开工率延续回升，处于历史同期中位。

图1：最近两周石油沥青装置开工率处于同期历史低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：最近两周磨机运转率处于同期中位

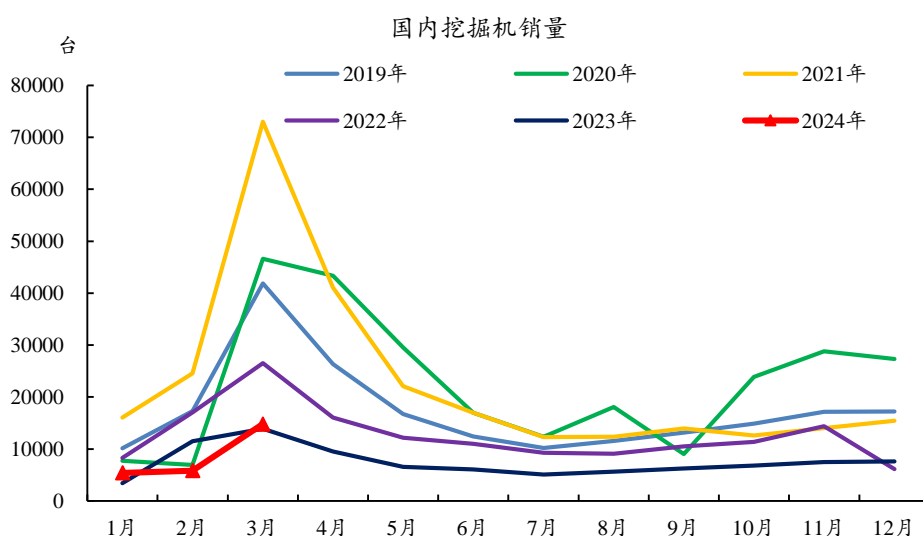


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、挖机：销量同比回正主因基数效应，开工小时数或反映实质需求回暖

CME 预估 2024 年 3 月挖掘机国内市场销量 14800 台，同比增长 6.5%，市场恢复正增长，但从季节性上看，3 月挖机销量环比反弹属于遵循季节性规律，同比回正主因 2023H1 内销基数较低，挖机国内销售绝对量弱复苏，仅好于 2023 年，且反弹幅度较 2019-2022 年亦较低。

图3：3月国内挖机预测销量同比回正主因季节性反弹及同期基数过低

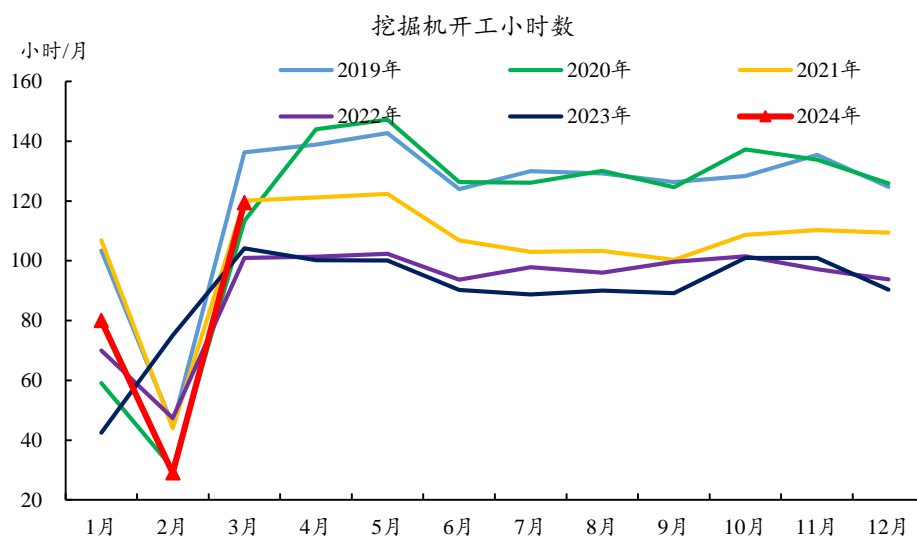


数据来源：Wind、CME、开源证券研究所；注：2024年3月为预测值

与挖机销量同比增速相比，挖机开工小时数或更具实际意义，从挖机开工小时数上看，3月下游需求的确在回暖。2024年3月前三周，国内流通领域市场监测挖掘机开工小时数同比提高14.65%。确定的是，3月实物开工环比回暖速度是加速的；不确定的是，后续挖掘机开工小时数能否持续维持在季节性高位。

从单月值及2019-2023年历史经验来看，3月开工小时数基本确定后续全年开工历史位置，按照此规律，2024年挖掘机开工小时数或与2021年接近，弱于2019、2020年，强于2022、2023年。

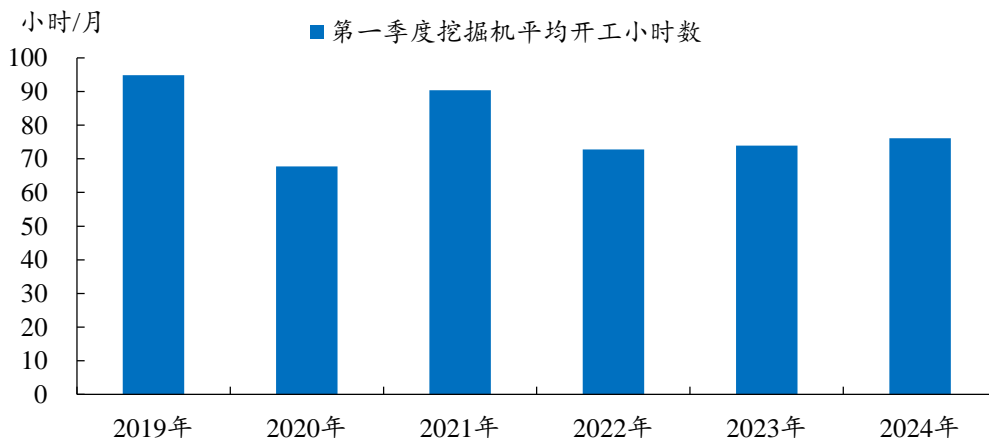
图4：从历史经验看，3月开工小时数基本确定后续全年开工历史位置



数据来源：Wind、今日工程机械、开源证券研究所；注：2024年3月数据为前三周平均值代替

而综合一季度平均开工小时数看，当前挖掘机开工小时数仅明显好于2020年，略好于2022-2023年，与2019年、2021年还有一定差距。表明在节奏上，1-2月挖掘机开工较慢，3月边际变化较大带动了总体开工小时数的提升，因此难以排除复工节奏对挖掘机开工小时波动的影响。

图5：综合一季度看，挖掘机开工小时数仅明显好于2020年，略好于2022-2023年

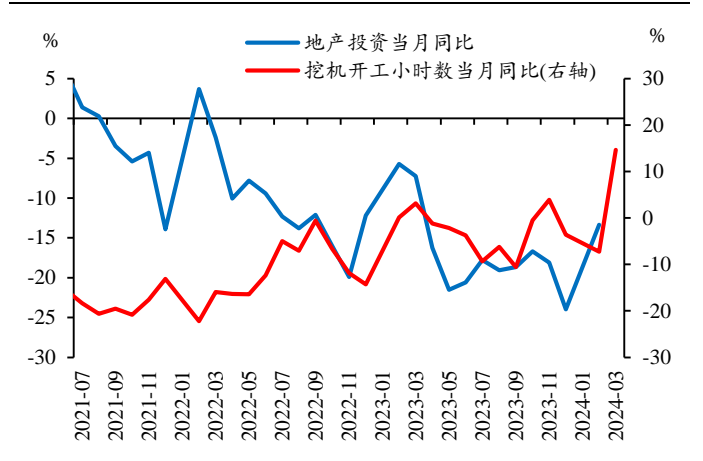
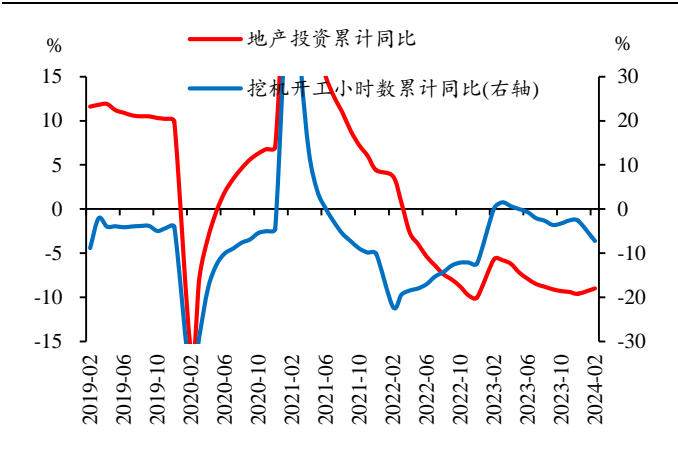


数据来源：Wind、今日工程机械、开源证券研究所；注：2024年3月数据为前三周平均值代替

需要注意的是，挖掘机开工时间并不能完全指引基建、地产项目实物工作整体走向。历史来看，挖机开工小时数累计同比与房地产投资累计同比相关性更强，且当月同比自 2022 年以来存在一个月的领先滞后关系，因此 1-2 月地产投资的回暖或为挖机开工较高的部分原因，但从逻辑上看，当下房地产行业施工或主要以“保交楼”为主，市场性新房开工行为或较少，因此需对三大工程中新房建设及基建推进力度保持关注。

图6：历史来看，挖机开工小时数累计同比与房地产投资累计同比相关性较强

图7：2022 年以来，挖机开工小时数当月同比通常滞后于房地产投资当月同比一个月



数据来源：Wind、开源证券研究所

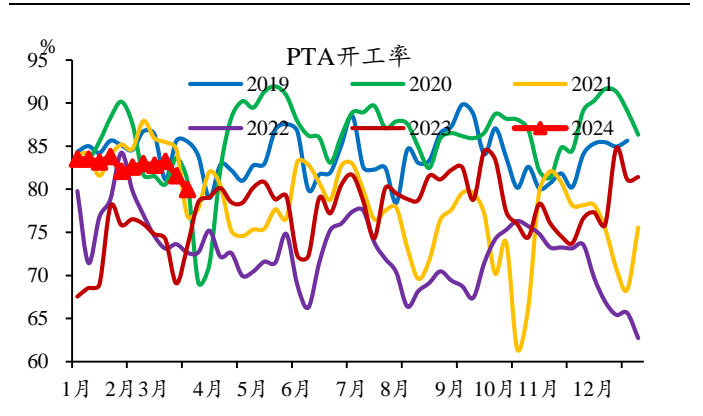
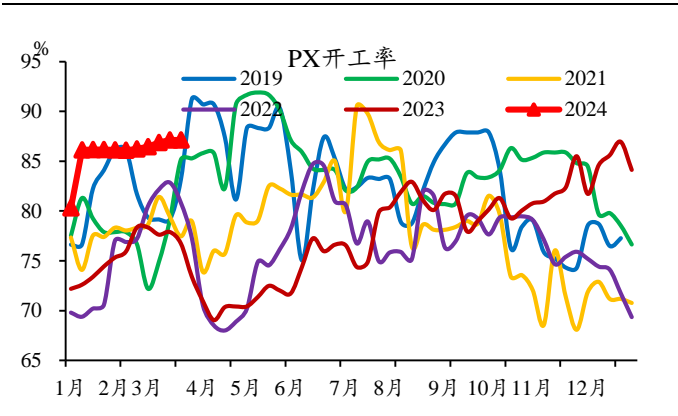
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、工业生产：化工链开工表现尚可，汽车轮胎开工延续高位

最近两周（3月16日至3月29日），PX 等化工链开工率延续相对高位，PX 开工率仍保持在 86% 以上，PTA 开工率仍高于 2022-2023 年同期。汽车轮胎开工率表现良好，其中半钢胎开工率仍高于 2019-2023 年同期。高炉、焦炉开工率有所回落，高炉平均开工率先升后降，焦化企业平均开工率仍在下行，且从季节性上看，开工均处于历史偏低位置。

图8：最近两周 PX 开工率保持在 86% 以上

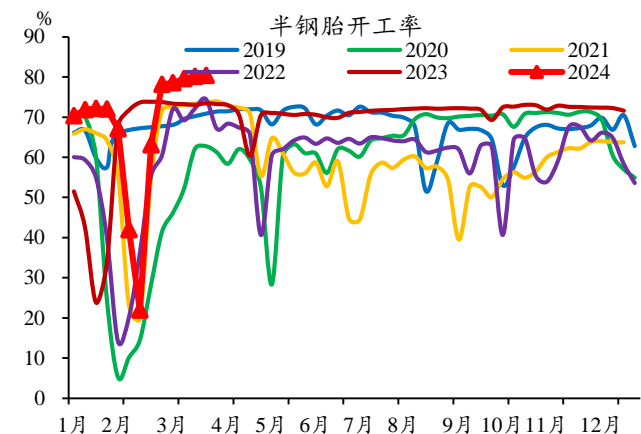
图9：最近两周 PTA 开工率整体高于 2022-2023 年同期



数据来源：Wind、开源证券研究所

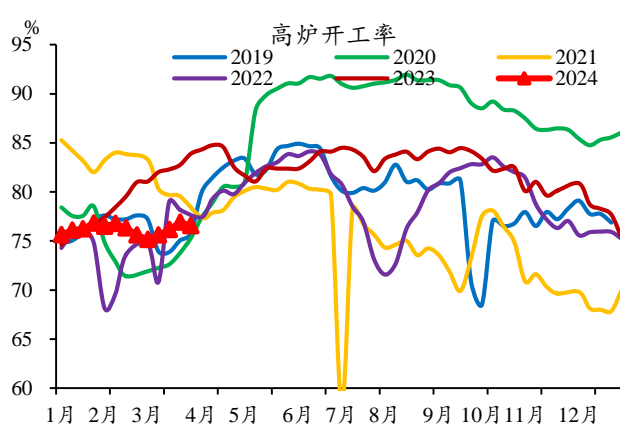
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10: 最近两周汽车半钢胎开工率高于 2019-2023 年同期



数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 最近两周高炉开工率先升后降

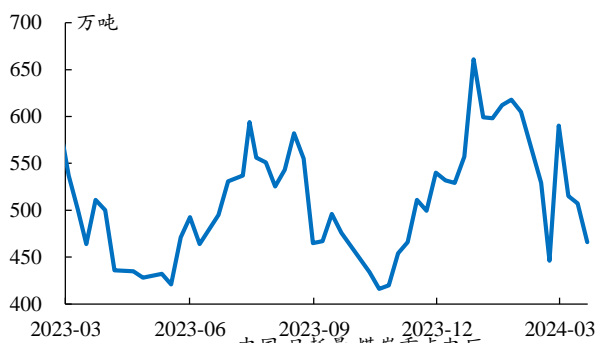


数据来源: Wind、开源证券研究所

1.4、工业与消费需求：地产链需求回升仍慢，轻纺城需求季节性回升

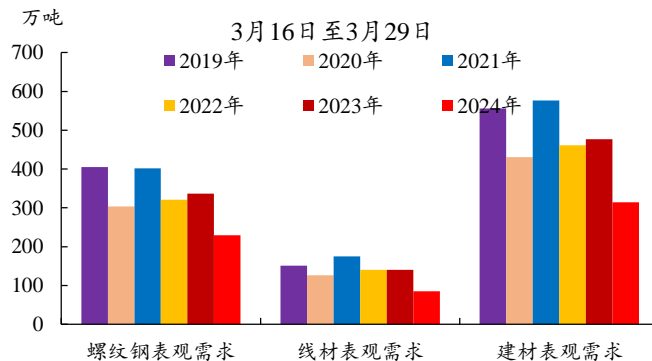
工业需求方面，3月前21天，电厂煤炭日耗均值整体较2月回落，煤炭重点电厂环比下降8.6%。最近两周（3月16日至3月29日），地产链需求回升速度慢于历史同期，螺纹钢、线材、建材平均表观需求弱于2019-2023年同期。

图12: 3月前21天，电厂煤炭日耗均值整体较2月回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

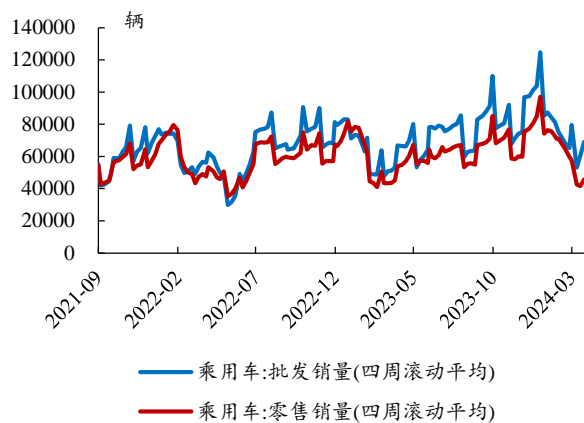
图13: 最近两周地产链需求绝对值低于历史同期



数据来源: Wind、开源证券研究所; 注: 2019-2023年同期当周日期稍有出入

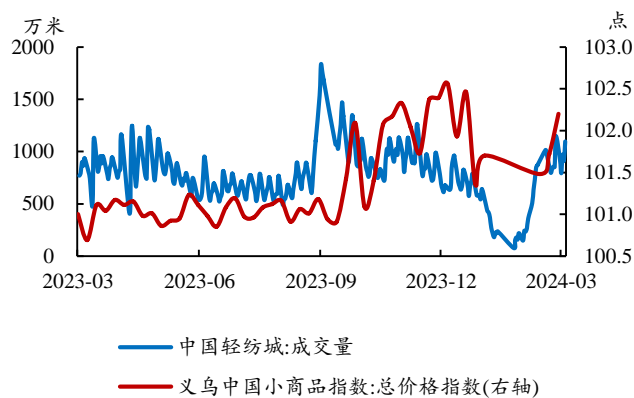
消费需求方面，最新一周，乘用车四周滚动平均销量同比回归正增长。最近两周（3月16日至3月29日），中国轻纺城成交量季节性回升，且平均值处于历史同期高位，义乌小商品价格指数有所回升。

图14: 最近一周乘用车四周滚动平均销量有所反弹



数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 最近两周中国轻纺城平均成交量季节性回升



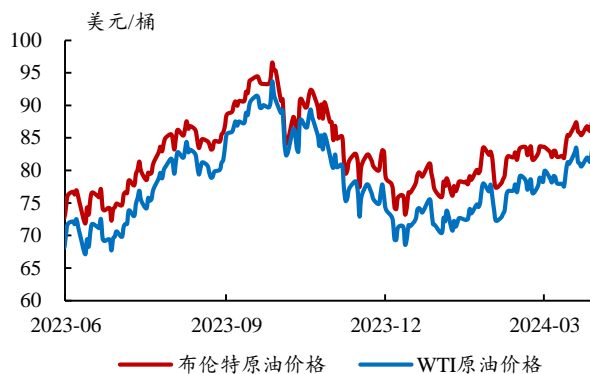
数据来源: Wind、开源证券研究所

2、价格：国际大宗品普遍上升，国内整体震荡上行

2.1、国际大宗商品：原油与有色延续上升

最近两周（3月15日至3月28日），原油价格延续回升，布伦特、WTI原油均价较上两周分别环比+4.0%、+3.7%。铜、铝价格普遍回升，LME3个月铜与铝均价较上两周分别环比+3.3%、+2.1%。黄金价格延续上升，COMEX黄金均价较上两周环比+1.5%。

图16：最近两周原油价格延续回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：最近两周黄金价格延续上升

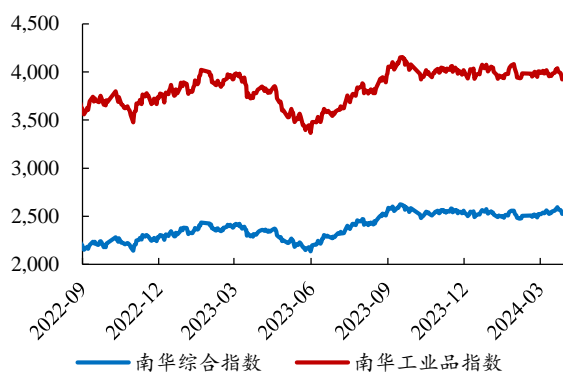


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、国内工业品：整体震荡上升，黑色系商品普降

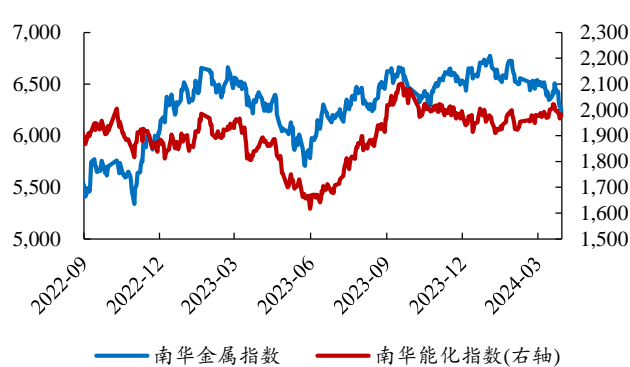
首先以南华指数观察整体价格变化：最近两周（3月16日至3月29日），国内工业品价格震荡上升。南华综合指数、南华工业品指数、南华金属指数、南华能化指数平均值较上两周分别环比+0.7%、-0.04%、+1.4%、+0.8%。

图18：最近两周南华综合指数震荡上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

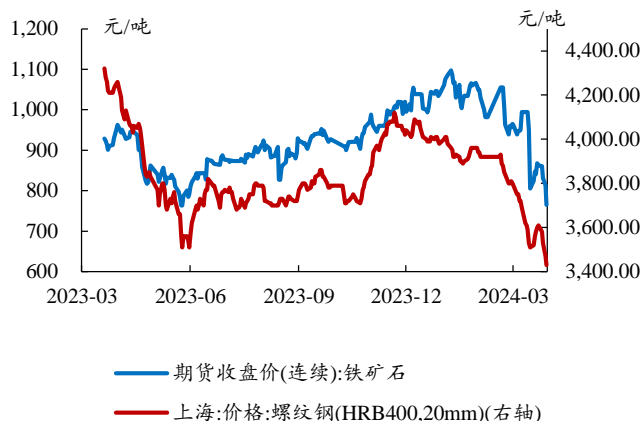
图19：最近两周南华能化指数先升后降，均值上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

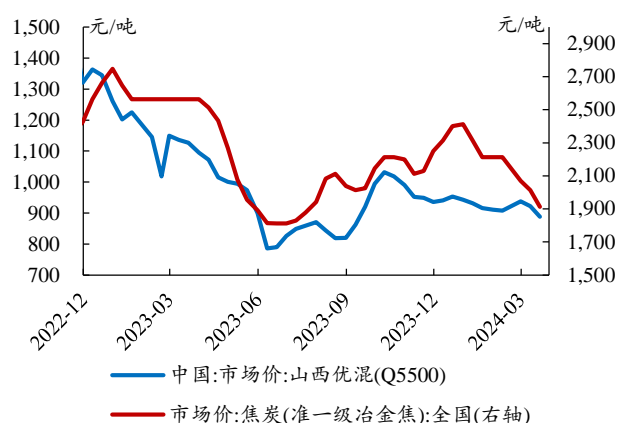
黑色系商品价格普降：最近两周（3月16日至3月29日），铁矿石、螺纹钢价格均下降，平均值较上两周分别环比-12.4%、-3.0%。山西优混煤、焦炭价格平均值较上两周分别环比-3.7%、-5.0%。

图20: 最近两周螺纹钢与铁矿石价格有所下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

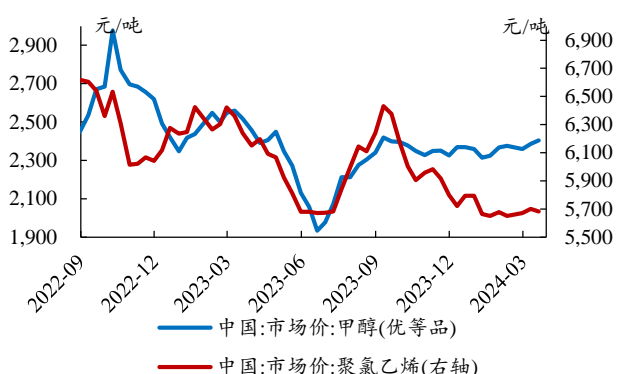
图21: 最近两周煤炭价格有所下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

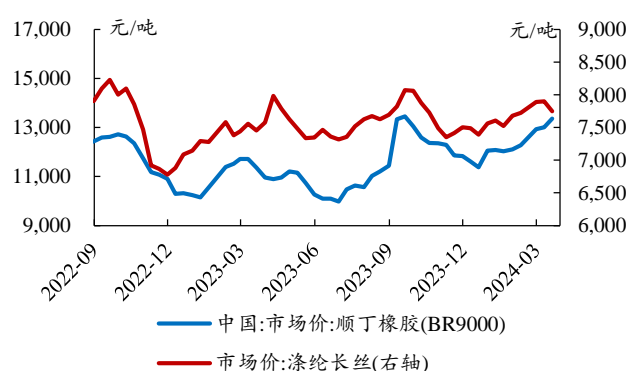
化工链商品价格涨跌分化: 最近两周(3月16日至3月29日), 甲醇、聚氯乙烯、顺丁橡胶、涤纶长丝平均价格较上两周分别环比+0.8%、-0.3%、+2.7%、-1.9%。

图22: 最近两周甲醇价格延续上升



数据来源: Wind、开源证券研究所

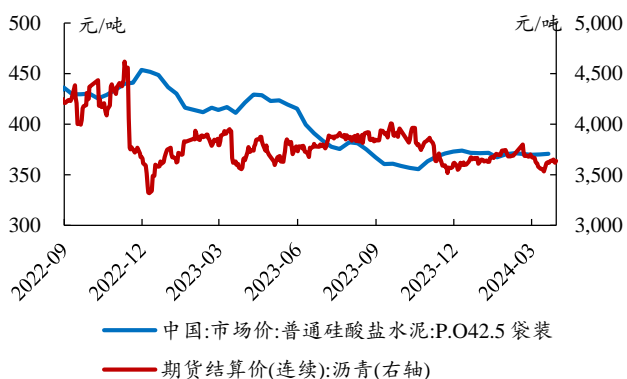
图23: 最近两周顺丁橡胶价格延续上升



数据来源: Wind、开源证券研究所

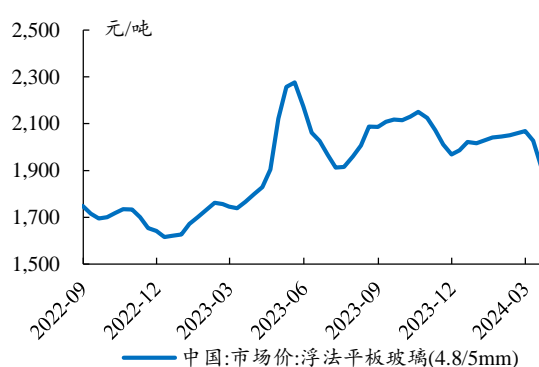
建材价格涨跌分化: 最近两周(3月16日至3月29日), 沥青、水泥、浮法玻璃平均价格分别较上两周环比+1.2%、+0.2%、-5.5%。

图24: 最近两周沥青平均价格有所回升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图25: 最近两周浮法玻璃平均价格有所回落

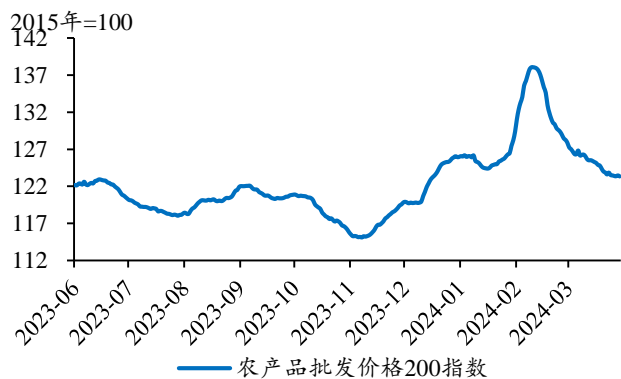


数据来源: Wind、开源证券研究所

2.3、食品：农产品价格延续回落，猪价企稳回升

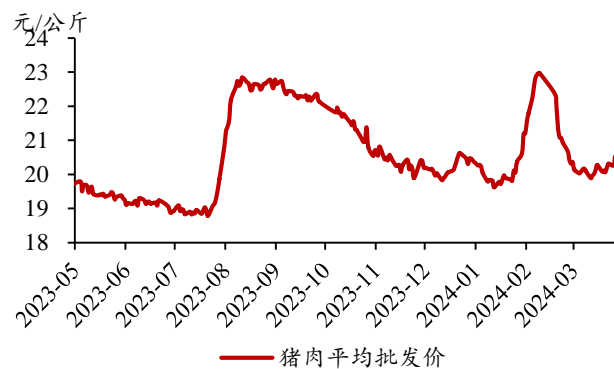
最近两周（3月16日至3月29日），农产品价格延续回落，农产品价格200指数平均值较上两周环比下降1.7%，猪肉价格企稳回升，猪肉平均批发价较上两周环比上升1.0%。

图26：近两周农产品价格有所下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：近两周猪肉价格企稳回升



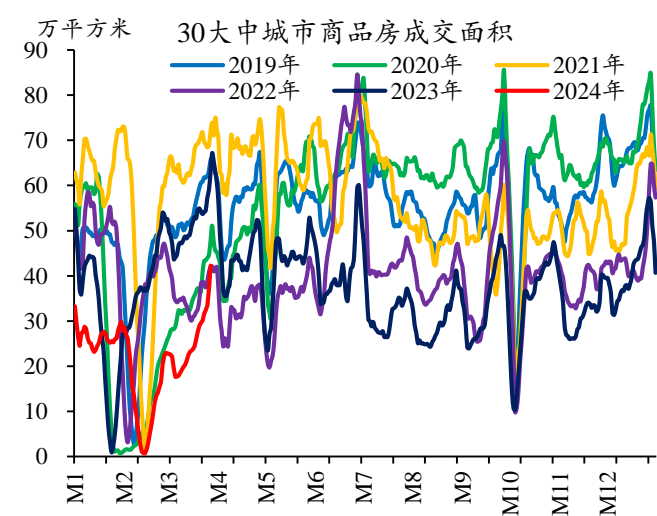
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、地产：二手房成交量表现尚可

3.1、商品房：成交面积仍处历史低位

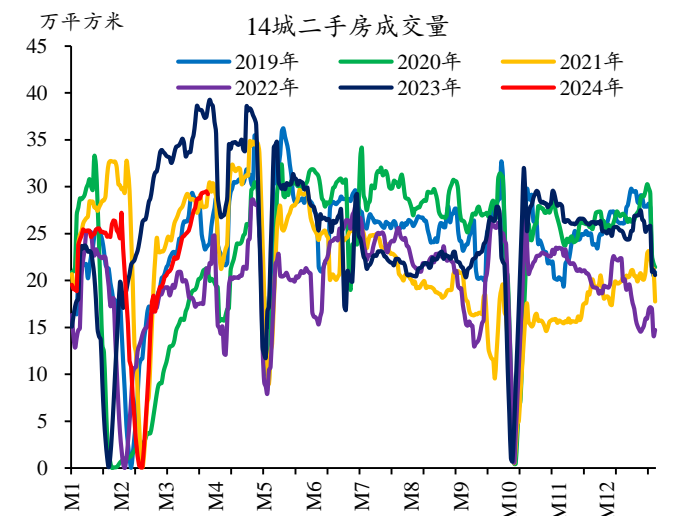
最近两周(3月16日至3月29日)，全国30大中城市商品房成交面积平均值较上两周环比回升78.1%，但从季节性上看处于同期历史低位，较2021、2022、2023年同期分别同比下降48.4%、2.7%、37.2%。二手房市场看，价格方面，截至3月11日，二手房出售挂牌价指数延续回落；成交量接近2019、2021年，弱于2023年。

图28：商品房成交面积处于同期历史低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：14城二手房成交量接近2019、2021年，弱于2023年

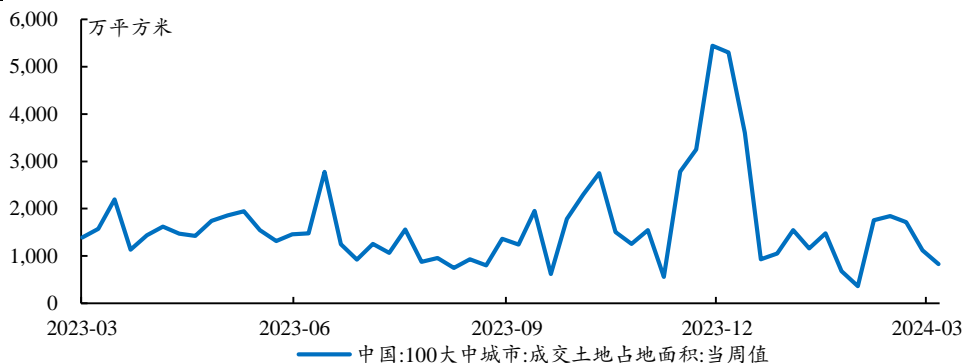


数据来源：Wind、开源证券研究所；注：14城指北京、深圳、杭州、南京、成都、青岛、苏州、厦门、东莞、扬州、南宁、佛山、金华、江门。

3.2、土地：成交面积同环比均回落

最近两周(3月16日至3月29日)，100大中城市成交土地占地面积较上两周环比下降45.1%，较2023年同期同比下降34.0%。

图30：土地成交面积同环比均有所下降



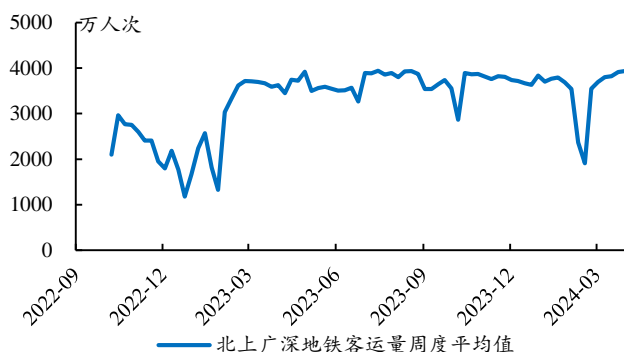
数据来源：Wind、开源证券研究所

4、交通运输：居民出行同比正增，出口运价延续回落

4.1、居民出行：地铁客运延续回升且超历史同期

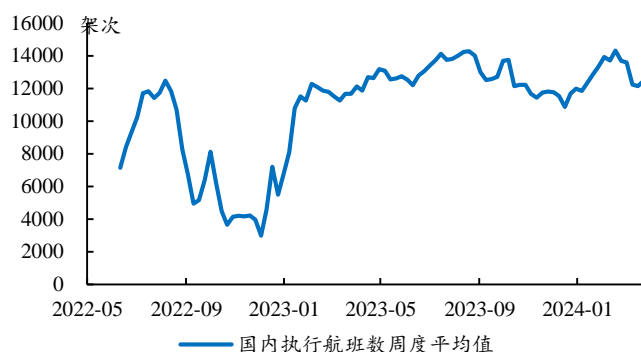
最近两周（3月17日至3月30日），北上广深地铁客运量平均值较上两周环比上升2.9%，较2023年同期同比上升8.7%。国内执行航班数平均值较上两周环比上升2.7%，较2023年同期同比上升5.2%。

图31：最近两周北上广深地铁客运量回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：最近两周国内执行航班数量有所回升

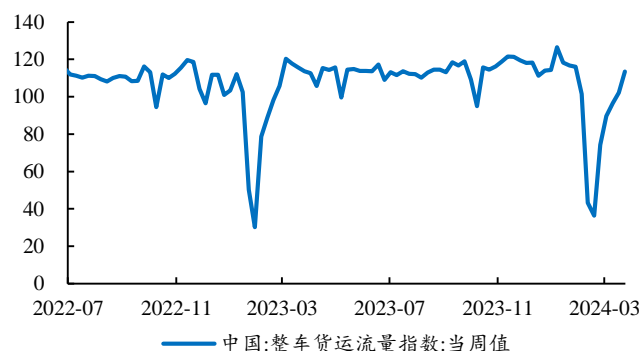


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、物流运输：延续回暖

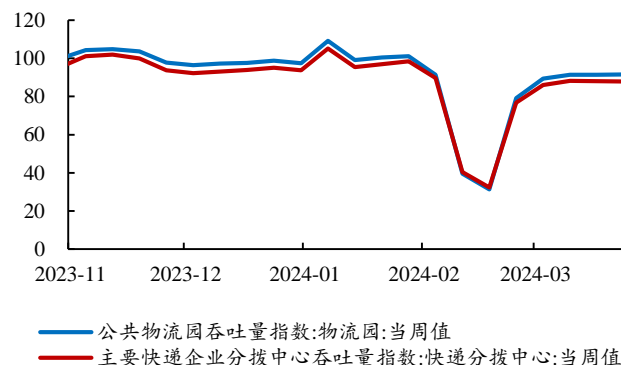
最近两周（3月16日至3月29日），整车货运流量指数、公路物流园吞吐量指数与主要快递企业分拨中心吞吐量指数平均值较上两周分别环比上升15.8%、1.2%、0.8%。节奏上看，整车货运流量指数、公路物流园吞吐量指数与主要快递企业分拨中心吞吐量指数春节以来已连续回升，但尚未恢复至节前水平。

图33：最近两周整车货运流量指数延续回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：近两周公路物流园吞吐量指数与主要快递企业分拨中心吞吐量指数回升速度放缓

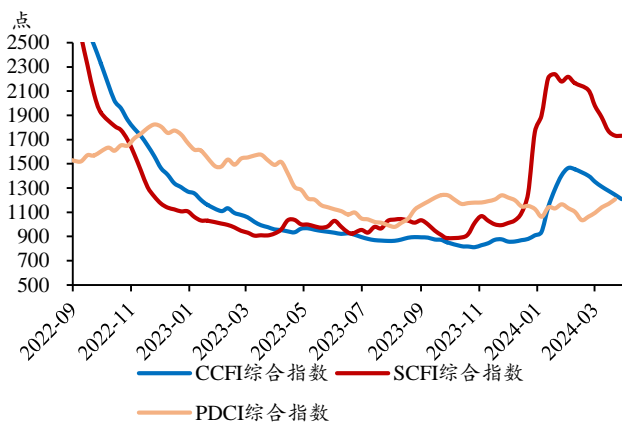


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.3、运价：出口运价延续回落，大宗商品运价指数整体回落

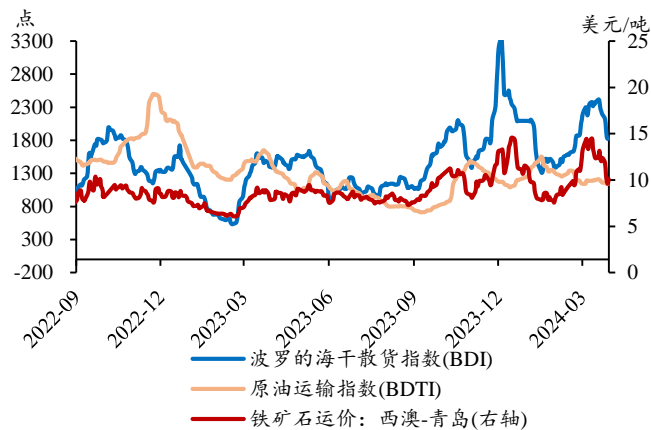
最近两周(3月16日至3月29日),出口运价回落、内贸运价回升,CCFI指数、SCFI指数、PDCI指数平均值较上两周分别环比-5.3%、-5.3%、+4.6。大宗商品运价整体回落,BDI指数、BDTI指数、铁矿石运价指数平均值较上两周分别环比-7.4%、-1.8%、-15.0%。

图35：最近两周出口运价延续回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：最近两周国际大宗商品运价整体回落

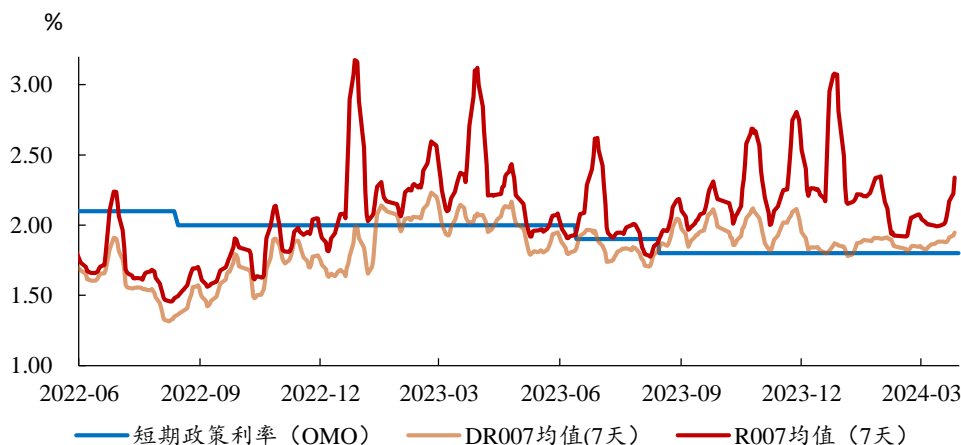


数据来源：Wind、开源证券研究所

5、流动性：资金利率波动上行，逆回购以净投放为主

最近两周（3月16日至3月29日），资金利率波动上行，截至3月29日，R007为2.8%，DR007为2.0%。DR007近7天中枢为2.0%，高于3月均值。

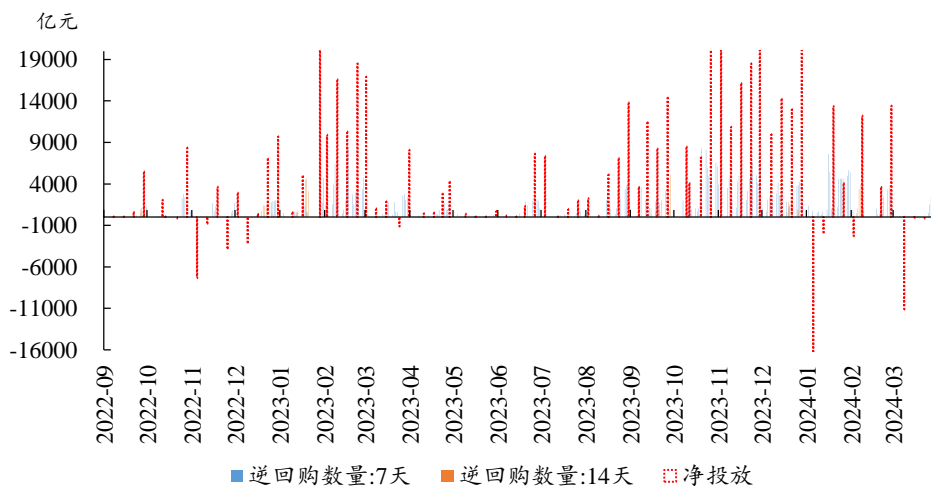
图37：最近两周资金利率波动上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

最近两周（3月16日至3月29日），央行逆回购以净投放为主。最近一周央行实现货币净投放8280亿元，3月18-22日，央行货币净回笼170亿元。

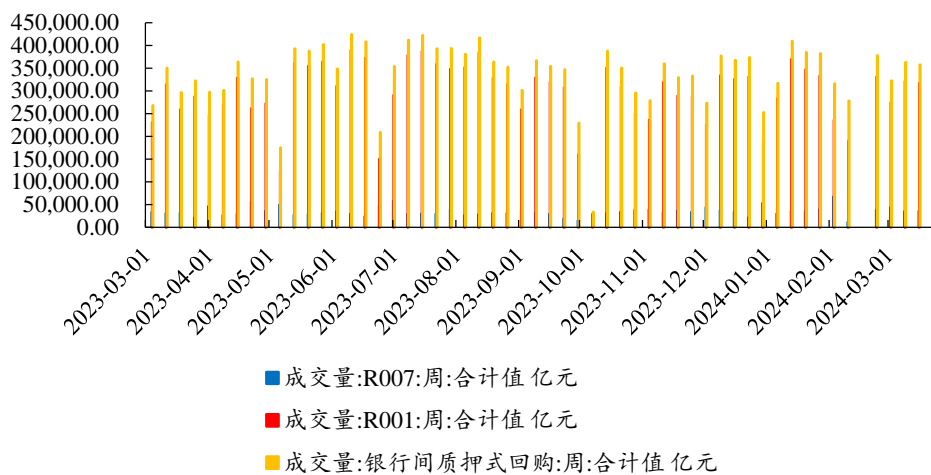
图38：最近两周央行逆回购以净投放为主



数据来源：Wind、开源证券研究所

最近两周（3月16日至3月29日），质押式回购成交量共为71.2万亿元。本周质押式逆回购较上周减少0.3万亿元。

图39：最近两周质押式回购成交量共为 71.2 万亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

6、风险提示

大宗商品价格波动超预期，政策力度超预期。

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