

2026 年 08 月 02 日

拥挤修复途中

策略研究团队

——投资策略周报

韦冀星（分析师）

简宇涵（分析师）

weijixing@kysec.cn

jianyuhan@kysec.cn

证书编号：S0790524030002

证书编号：S0790525050005

● 经过剧烈调整后，科技行情的压力部分缓解

7 月市场面临剧烈调整，核心宽基指数均出现大幅下跌。相较前四轮调整，本轮调整较为剧烈，背后是科技叙事逆风、流动性担忧、微观结构脆弱同时出现。经过剧烈调整后，科技行情的压力得到部分缓解，科技叙事担忧缓解，流动性压力部分释放。(1) AI 资本开支担忧缓解，ROI 提振科技逻辑：本周美股科技巨头密集披露 2026Q2 财报及 2027 财年资本开支指引，市场对“AI 资本开支见顶”的担忧明显缓解，微软、亚马逊和谷歌凭借强劲的云业务增长证明 AI 投入正开始带来回报。(2) 海内外流动性压力缓解：外降杠杆接近尾声，长鑫上市落地，美联储货币政策落地。

● 短期市场的核心锚点：拥挤度

虽然科技的压力部分缓解，但是市场仍面临拥挤度高的压力；本轮科技调整剧烈的主要原因之一是拥挤下脆弱的筹码结构，并导致市场重回再平衡，部分资金流向不拥挤且阻力最小的板块。展望后市，拥挤度更是核心指标，历史上拥挤度下降往往带来风格切换。因此，拥挤度是后续市场节奏的核心锚点。历史复盘，拥挤度达到阈值，市场易发生风格切换。A 股过去这 5 次微观结构拥挤，市场均发生变盘，表现为微观拥挤度突破阈值后，前 5% 个股成交额集中度下降，并伴随着小盘跑赢大盘。

● 微盘股：极致拥挤后的修复方向

当前市场下，相较科技主线，小微盘股是阻力较小的方向，同时具备较高的弹性，有望迎来修复。微盘股历史复盘，微盘股大跌后，反弹概率较高，幅度大。本轮微盘股调整的背景或更接近 2020 年 12 月到 2021 年 2 月，均处于主线集中行情中，参考 2020-2021 年行情，本轮微盘股与基金重仓股在走势分化后存在收敛的可能，微盘股将迎来修复。

● 投资建议：后续以拥挤度为锚

下一阶段的核心观测变量是交易拥挤度能否真正回落至合理区间。短期看，如果拥挤度下降，继续做好再平衡，市场将继续寻找前期涨幅有限、机构持仓较低且具备业绩支撑的方向。再平衡行情重点关注三类机会：(1) 极致拥挤后的修复方向，关注微盘股。复盘历史上微盘股的调整，2010 年至今，共存在 12 次大幅调整，深度调整后，微盘股反弹概率高且幅度较大；(2) 风格回归带来的配置修复，关注银行、公用事业、电力等稳定和金融方向；(3) 已经出现盈利改善线索的低位行业，关注以有色、煤炭为代表的资源品，以及基础化工、农林牧渔、医药、非银金融和部分消费行业。但这类行情能否由反弹演变为趋势，仍需后续财报和高频数据确认 ΔG 。

中期看，牛市逻辑没有被破坏，但需要降低斜率预期。科技中期仍是主线，后续很难再回到全面普涨的强 Beta，下一阶段的收益来源将更多来自科技内部的重新筛选，而不是科技板块整体估值继续抬升。配置上重点寻找“二次点火+叙事张力”的交集：(1) 国产算力、半导体、PCB 等 AI 硬件链中真正有订单和利润兑现的环节；(2) 电力设备、电力、能源金属、液冷等科技外溢形成的新景气方向；(3) 商业航天、军工、机器人等具备产业趋势和叙事扩张能力的新方向。

● 风险提示：宏观政策超预期变动；地缘风险超预期升级；历史不代表未来。

相关研究报告

- 《微盘股：极致拥挤后的修复方向——投资策略专题》-2026.7.29
- 《开源金股，8 月推荐——投资策略专题》-2026.7.28
- 《机构关注度环比回升：食品饮料、纺织服装、社会服务——机构调研周跟踪》-2026.7.27

目 录

1、 经过剧烈调整后，科技行情的压力部分缓解.....	3
2、 短期市场的核心锚点：拥挤度	5
2.1、 拥挤度高是本轮科技剧烈调整的核心矛盾.....	5
2.2、 拥挤度达到阈值，市场易发生风格切换.....	6
2.3、 微盘股：极致拥挤后的修复方向	10
3、 投资建议：以拥挤度为锚	12
4、 风险提示	12

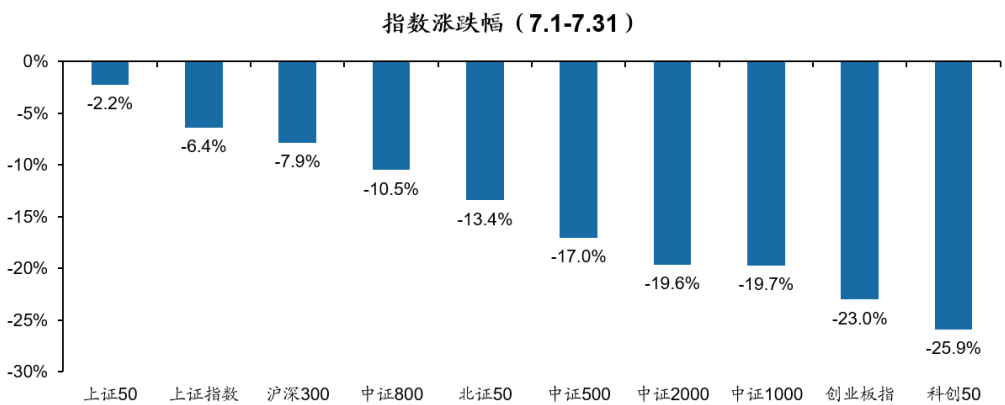
图表目录

图 1： 2026 年 7 月，市场剧烈调整，其中科创 50 和创业板指跌幅较深.....	3
图 2： 相较前四轮调整，本轮调整最为剧烈.....	3
图 3： 截至 2026 年 7 月 31 日，前 5% 个股成交额集中度已经连续两个半月高于 45% 的历史警戒线.....	5
图 4： 2007 年 11 月微观结构拥挤期间市场风格切换.....	6
图 5： 2008 年 10 月微观结构拥挤期间市场风格切换.....	7
图 6： 2015 年 1 月微观结构拥挤期间市场风格切换.....	7
图 7： 2018 年 2 月微观结构拥挤期间市场风格切换.....	8
图 8： 2021 年 2 月微观结构拥挤期间市场风格切换.....	9
图 9： 2010 年至今，万得微盘股指数存在 12 次大幅调整，每次调整后反弹概率较高、幅度不低	10
图 10： 2020-2021 交易拥挤行情，微盘股先与基金重仓股走势分化，随后又收敛.....	11
图 11： 历史上，每当市场成交额较大，微盘股深度调整后的反弹力度普遍更强	11

1、 经过剧烈调整后，科技行情的压力部分缓解

本月（2026 年 7 月），市场面临剧烈调整，核心宽基指数均出现大幅下跌，其中以科创 50 和创业板指为代表的科技板块跌幅较深，科创 50 涨跌幅达-25.9%，创业板指涨跌幅达-23.0%。

图1： 2026 年 7 月，市场剧烈调整，其中科创 50 和创业板指跌幅较深



数据来源：Wind、开源证券研究所

相较前四轮调整，本轮调整较为剧烈，背后是科技叙事逆风、流动性担忧、微观结构脆弱同时出现。对比前四轮科技调整，无论是宽基指数的跌幅，还是冲击因素，本轮调整更为剧烈。本轮调整背后存在“三重压力”，首先市场在AI硬件开支放缓的担忧中，导致光模块、PCB 等 AI 硬件跌幅较大；其次，流动性承压，韩国股市降杠杆，国内长鑫科技上市分流科技资金；最后，微观结构拥挤导致科技主线相对脆弱，前 5%个股成交额集中度持续突破阈值。

图2： 相较前四轮调整，本轮调整最为剧烈

四次调整	调整时间区间	时长	上证指数调整幅度	沪深300调整幅度	创业板调整幅度	科创50调整幅度	冲击因素	调整原因
第一次调整	2025/8/26-2025/9/4	8	-3.03%	-2.33%	0.48%	-4.72%	短期技术性调整	①科技板块短期累计涨幅较大，集中出现短期兑现。②9.3日阅兵结束后阅兵效应减退，相关板块调整。③8月29日，上交所调整科创50指数样本，下调寒武纪权重，机构被动减持，科技板块承压。
第二次调整	2025/11/13-2025/12/16	24	-4.38%	-3.19%	-1.61%	-6.24%	科技叙事扰动、流动性承压、微观结构拥挤	①AI泡沫论升温，市场态度转向谨慎。②TMT成交额集中度突破40%。③美债利率上行，成长估值阶段性承压。
第三次调整	2026/3/3-2026/3/23	15	-8.83%	-6.57%	-1.79%	-13.88%	地缘风险冲击风险偏好、流动性弱化	①霍尔木兹海峡首次封锁触发市场恐慌，风险资产集中抛售。②内资机构面临地缘政治风险采取防御性减仓策略。③美债收益率上行，成长板块承压。④成长板块内结构性调整。
第四次调整	2026/5/14-2026/6/11	21	-6.02%	-5.52%	-5.62%	-6.08%	科技叙事扰动、流动性承压、微观结构拥挤	①AI硬件利润分配格局变化，存储板块承压。②市场微观交易结构拥挤。③美联储加息或维持高利率的担忧升级，全球风险资产重估。④SpaceX750亿美元融资，引发投资者对微观市场流动性担忧。

数据来源：Wind、开源证券研究所

经过剧烈调整后，科技行情的压力得到部分缓解，科技叙事担忧缓解，流动性压力部分释放：

（1）AI 资本开支担忧缓解提振科技逻辑

本周美股科技巨头密集披露 2026Q2 财报及 2027 财年资本开支指引，市场对“AI 资本开支见顶”的担忧明显缓解，微软、亚马逊和谷歌凭借强劲的云业务增长证明 AI 投入正开始带来回报。四家云厂商资本开支指引集体上修或维持高位增长，但市场并未因此进一步恐慌，核心原因在于云收入增速、积压订单同步大幅走高——AI 投入-产出的正循环在本季财报中得到验证，此前资本开支失控、ROI 难兑现的担忧阶段性解除。

（2）海外降杠杆接近尾声，长鑫上市落地，美联储货币政策落地

近期，海内外流动性压力边际缓解。海外降杠杆方面，本轮海外去杠杆的核心在韩国市场，年初至今韩国股市大涨，散户和机构投资者通过一些带杠杆的 ETF 入市，极大提高了市场的杠杆率，目前，结构性被动平仓高峰已过，去杠杆进程接近尾声。国内流动性压力主要集中在长鑫科技的上市，长鑫科技上市是科创板史上最大 IPO，登顶 A 股市值榜首，分流了部分科技资金。美联储货币政策，连续第五次按兵不动，内部鹰派分歧加剧，短期利率风险得到释放。

2、短期市场的核心锚点：拥挤度

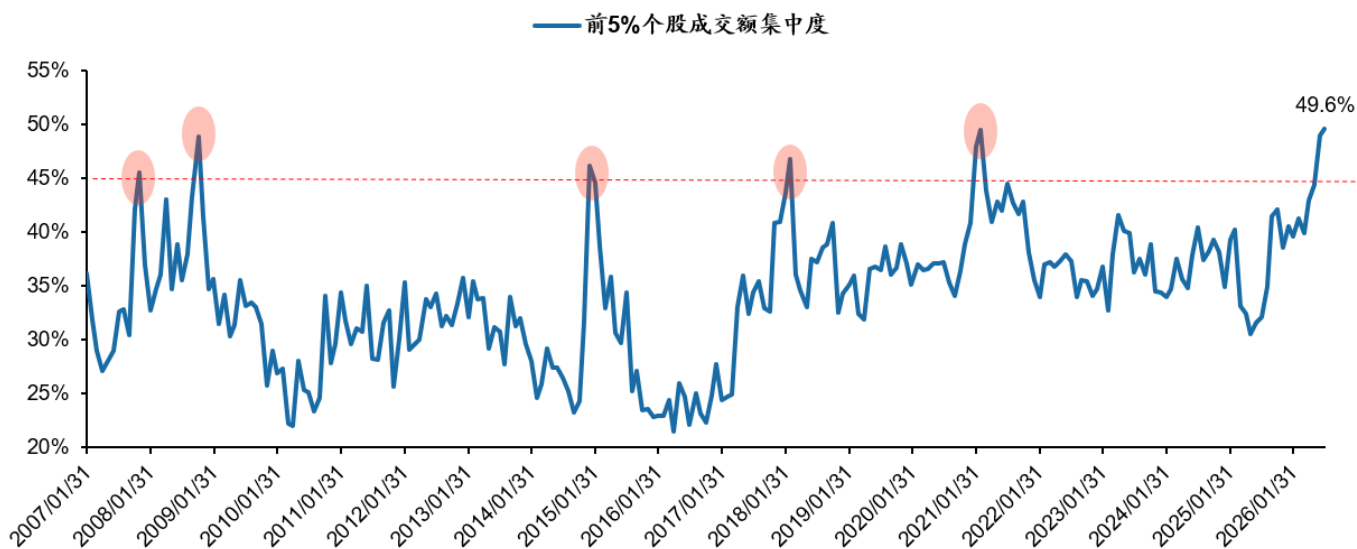
虽然科技的压力部分缓解，但是市场仍面临拥挤度高的压力；我们在 7.25 报告《K 型行情不会线性延续，扩散仍待 ΔG 接力》中强调，机构持仓向少数行业集中，市场交易拥挤，成交高度集中在前 5% 个股中，持仓与交易双重集中，K 型行情难以继续沿原有斜率运行。本轮科技调整剧烈的主要原因之一是拥挤下脆弱的筹码结构，并导致市场重回再平衡，部分资金流向不拥挤且阻力最小的板块。展望后市，拥挤度更是核心指标，历史上拥挤度下降往往带来风格切换。**因此，拥挤度是短期市场的核心锚点。**

2.1、拥挤度高是本轮科技剧烈调整的核心矛盾

回顾本轮调整，可分为两个阶段：第一阶段为 7 月 1 日至 7 月 16 日，第二阶段为 7 月 17 日至今。第一阶段是拥挤下的估值消化，导火索是 meta 事件引发的算力过剩，属于正常回调，与前四次回调的幅度及时长相近，相应的防御手段表现为景气度有所好转的行业的估值修复，创新药大幅上涨；第二阶段，从 7 月 17 日开始，市场波动大幅上行，亏钱效应扩散，高拥挤度下市场相对脆弱，一旦恐慌情绪出现，行情易出现大幅调整。

外部消息只是导火索，脆弱的筹码结构才是放大器。第二阶段科技大跌，表面原因是隔夜海外科技股下挫，引发科技内部快速调仓；但背后的真正原因，是公募持仓与市场交易同时走向极致集中。电子、通信配置比例已处历史高位，非成长基金风格漂移数量占比达到 89.9%；与此同时，前 5% 个股成交额集中度已经连续两个半月高于 45% 的历史警戒线。

图3：截至 2026 年 7 月 31 日，前 5% 个股成交额集中度已经连续两个半月高于 45% 的历史警戒线



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、拥挤度达到阈值，市场易发生风格切换

展望后市，拥挤度将是核心观察指标。复盘历史，每次 A 股微观结构拥挤实际上是一个“催化剂”，催化市场重新对 DDM 三要素进行定价；而 A 股过去这 5 次微观结构拥挤背后市场的变盘：

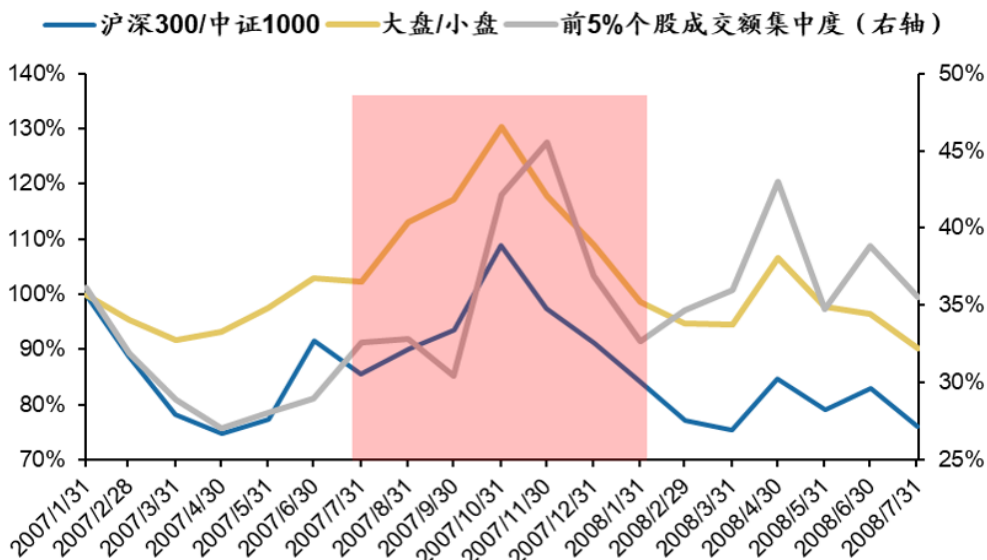
(1) 2007 年 11 月：

①微观结构表征现象：A 股前 5%成交额个股交易集中度从 2007 年 4 月的 27.1%快速上行，在 11 月达到 45.6%，超过 45%阈值；

②市场走势：发生“牛转熊”，市场风格从大盘占优转为小盘占优。

③背后原因：DDM 核心条件反转。美国次贷危机影响扩散至全球，A 股盈利周期也出现显著拐点（盈利顶在 2007Q1）。

图4：2007 年 11 月微观结构拥挤期间市场风格切换



数据来源：Wind、开源证券研究所

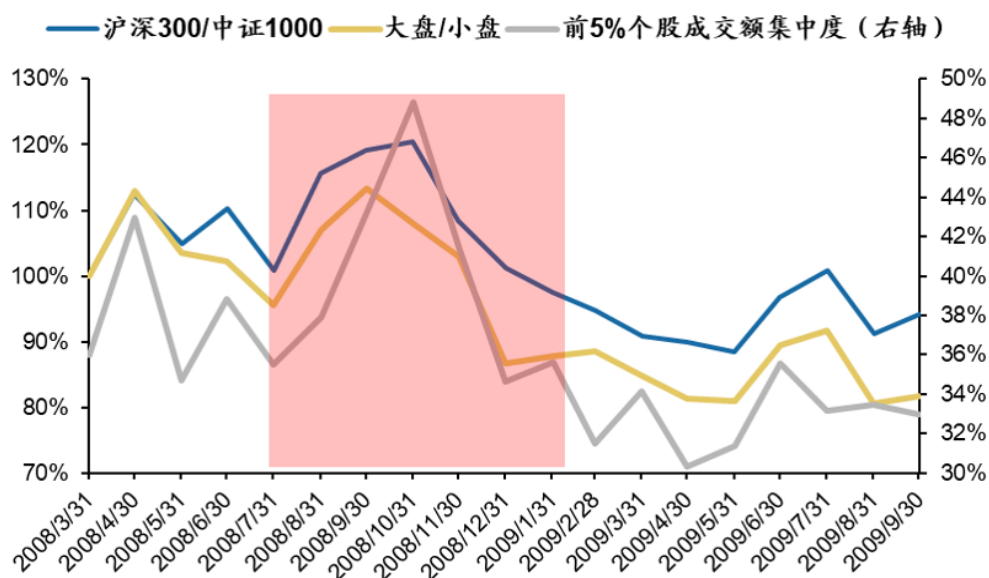
2) 2008 年 10 月：

①微观结构表征现象：A 股前 5%成交额个股交易集中度从 2008 年 7 月的 35.5%快速上行，在 10 月达到 48.8%，超过 45%阈值；

②市场走势：发生“熊转牛”，市场风格从大盘占优转为小盘占优。

③背后原因：DDM 三要素逆转。2008 年 11 月初，“4 万亿”刺激政策出台救市，使得 DDM 模型分子分母端共同逆转。

图5：2008 年 10 月微观结构拥挤期间市场风格切换



数据来源：Wind、开源证券研究所

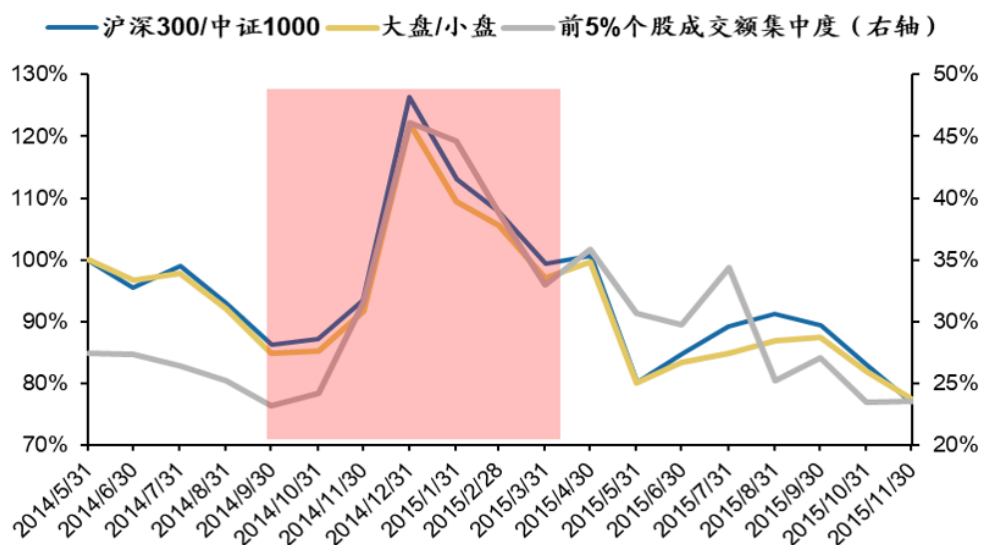
(3) 2015 年 1 月：

①微观结构表征现象：A 股前 5%成交额个股交易集中度从 2014 年 9 月的 23.2%快速上行，在 12 月达到 46.1%，超过 45%阈值；

②市场走势：牛市中继，但市场风格从大盘占优转为小盘占优。

③背后原因：盈利并未发生显著变化，DDM 三要素当中的流动性和风险偏好发生了显著扩散。2015 年初，在“金融股对手方流动性枯竭+场内外杠杆资金快速入场”的组合下，市场中的交易者开始寻找不那么拥挤、但逻辑也在改善、且弹性更大的小盘股。

图6：2015 年 1 月微观结构拥挤期间市场风格切换



数据来源：Wind、开源证券研究所

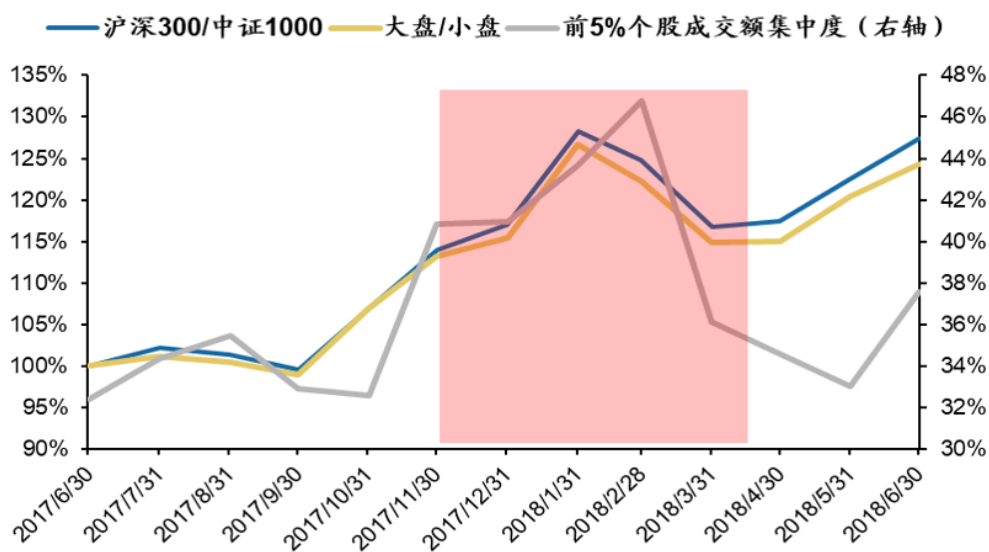
(4) 2018 年 2 月：

①微观结构表征现象：A 股前 5%成交额个股交易集中度从 2017 年 10 月的 32.6%快速上行，在 2018 年 2 月达到 46.8%，超过 45%阈值；

②市场走势：发生“牛转熊”，市场风格从大盘占优转为小盘占优。

③背后原因：DDM 三要素均反转。分母端，金融市场去杠杆带来持续紧信用，资管新规下股市流动性大幅减弱，同时中美贸易冲突导致风险偏好大幅下行；分子端，在紧信用背景下经济下行压力增大，内需转弱对企业盈利产生负面影响。

图7：2018 年 2 月微观结构拥挤期间市场风格切换



数据来源：Wind、开源证券研究所

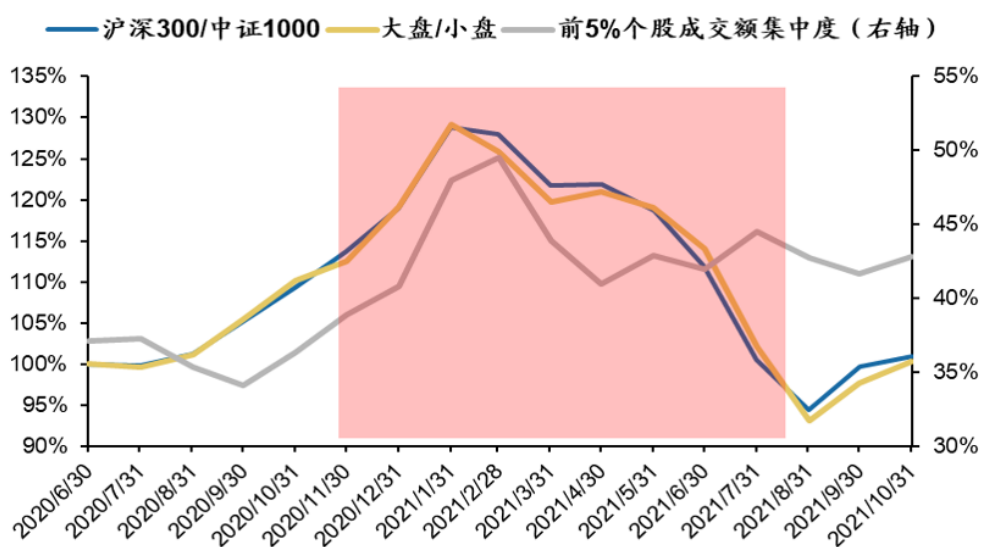
(5) 2021 年 2 月：

①微观结构表征现象：A 股前 5%成交额个股交易集中度从 2020 年 9 月的 34.1%快速上行，在 2021 年 2 月达到 49.6%，超过 45%阈值；

②市场走势：牛市中继，但市场风格从大盘占优转为小盘占优。

③背后原因：DDM 的盈利端发生结构性 (ΔG) 发生迁移变化，分母端流动性同样发生变化。分子端盈利：前期占优的“茅指数”的盈利增速边际改善幅度 (ΔG) 出现回落，而“新半军”为代表的成长制造业则接力出现“高增速 (G) 和高盈利增速改善 (ΔG) 兼备”；分母端流动性：中美利差在 2020Q4 触顶后回落，支撑大盘成长的流动性积极要素弱化。

图8：2021 年 2 月微观结构拥挤期间市场风格切换



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、微盘股：极致拥挤后的修复方向

历史前五次复盘，市场极致拥挤后，小盘相对占优，并伴随着市场拥挤度的下降。当前市场下，相较科技主线，小微盘股是阻力较小的方向，同时具备较高的弹性，有望迎来修复。

(1) 微盘股历史规律：微盘股大跌后，反弹概率较高，幅度大

微盘股大幅调整后，反弹概率较高且幅度较大。复盘历史上微盘股的调整，2010年至今，共存在 12 次大幅调整，普遍回调幅度超过 20%，平均调整时长在 26 个交易日，平均调整幅度为 27.4%。微盘股大幅调整后，5、10、20、30、40、50 个交易日内反弹概率较高，概率普遍超过 80%，历史 11 次深度调整里，9 次出现修复，其中 7 次反弹幅度较大。

深度调整后，微盘股涨幅随着交易日增加而变大。均值视角下，50 个交易日内平均涨跌幅为 19.2%，相较万得全 A 的超额平均在 12.8%；中位数视角下，50 个交易日内涨跌幅中位数为 20.1%，相较万得全 A 的超额中位数在 12.4%。

图9：2010 年至今，万得微盘股指数存在 12 次大幅调整，每次调整后反弹概率较高、幅度不低

微盘股调整	开始日期	结束日期	时长 (交易日)	万得微盘股指数 跌幅	调整后X个交易日的涨跌幅						调整后X个交易日相较万得全A的超额					
					5	10	20	30	40	50	5	10	20	30	40	50
1	2026-05-12	2026-07-20	49	-25.9%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
2	2024-01-05	2024-02-07	24	-46.7%	0.3%	14.5%	26.0%	44.6%	46.2%	23.5%	3.8%	7.3%	13.8%	28.8%	32.4%	12.4%
3	2022-04-07	2022-04-27	15	-20.0%	3.9%	8.7%	13.7%	19.3%	20.6%	23.1%	-2.9%	0.5%	3.8%	2.4%	2.3%	0.4%
4	2020-12-07	2021-02-10	47	-22.6%	0.7%	11.8%	11.7%	17.1%	19.9%	21.7%	-0.9%	13.4%	20.1%	25.5%	25.0%	26.3%
5	2018-05-23	2018-06-21	21	-21.6%	-0.6%	-1.3%	2.4%	1.1%	0.1%	-1.7%	3.4%	4.4%	5.4%	5.1%	7.4%	4.9%
6	2018-01-24	2018-02-09	13	-18.8%	-0.4%	2.0%	13.6%	9.3%	19.4%	13.6%	0.3%	0.3%	3.3%	9.9%	18.4%	15.2%
7	2017-03-23	2017-06-01	46	-25.4%	2.3%	4.6%	2.9%	3.2%	-2.1%	-4.2%	0.3%	2.2%	-1.8%	-2.3%	-7.7%	-10.4%
8	2015-12-25	2016-01-28	24	-30.7%	6.6%	5.8%	7.0%	4.3%	19.0%	26.6%	3.0%	3.3%	5.5%	3.3%	3.4%	13.0%
9	2015-08-17	2015-09-15	20	-32.8%	7.8%	7.0%	23.1%	36.5%	51.5%	66.6%	3.6%	7.2%	11.3%	16.9%	23.0%	35.6%
10	2015-06-19	2015-07-10	15	-39.0%	25.4%	41.0%	39.2%	37.3%	4.6%	13.0%	9.6%	18.9%	26.4%	32.6%	18.0%	26.7%
11	2011-11-16	2012-01-10	38	-23.5%	1.3%	1.0%	4.3%	14.7%	19.5%	20.1%	-1.7%	-2.9%	1.2%	5.9%	9.8%	11.5%
12	2010-04-14	2010-05-18	24	-20.6%	4.8%	2.2%	9.3%	-1.8%	1.1%	9.1%	1.3%	0.7%	5.7%	2.1%	3.4%	5.6%
平均值				-27.4%	4.7%	8.8%	13.9%	16.9%	18.2%	19.2%	1.1%	5.0%	9.2%	12.0%	12.8%	12.8%
				涨跌幅为正概率	82%	91%	100%	91%	91%	82%	64%	91%	91%	91%	91%	91%

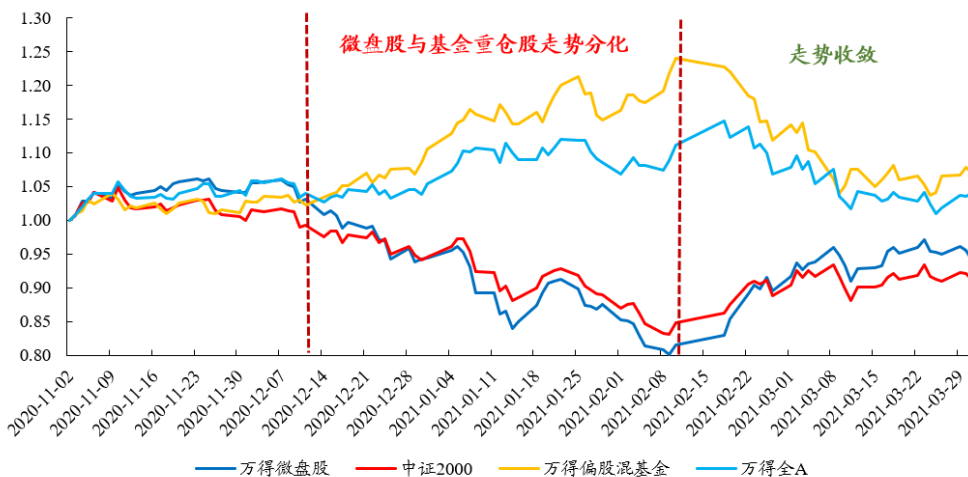
数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 参考 2020-2021 年初主线拥挤行情，微盘股或将迎来修复

本轮微盘股调整的背景或更接近 2020 年 12 月到 2021 年 2 月，均处于主线集中行情中。2020-2021 年是机构通向配置的典型时期，机构聚焦核心资产。疫情后，全球流动性宽松，核心资产盈利具备较高确定性，叠加“公募大发行”，资金无差别涌入基金重仓股，白酒、新能源、医药的行业集中度达到历史极值，出现明显的“资金驱动估值、估值吸引资金”自我强化。与本轮的科技主线拥挤行情类似，微盘股因资金集中于主线而被挤压，出现大幅调整。

参考 2020-2021 年行情，本轮微盘股与基金重仓股在走势分化后存在收敛的可能，微盘股将迎来修复。复盘 2020-2021 年行情，存在三个阶段：阶段一，2020 年 11 月，微盘股与基金重仓股走势一致，跟随市场一起上涨；阶段二，2020 年 12 月到 2021 年 2 月初，基金重仓股加速上涨，但微盘股开始下跌，二者走势分化；阶段三，2021 年 2 月到 3 月，基金重仓股开始下跌，并伴随着微盘股大幅反弹，二者走势收敛。

图10：2020-2021 交易拥挤行情，微盘股先与基金重仓股走势分化，随后又收敛



数据来源：Wind、开源证券研究所

每当市场成交额较大，微盘股深度调整后的反弹力度普遍更强。复盘历史上数次微盘股深度回调，每当市场整体成交额相对较大，例如第二次、第三次、第四次、第九次、第十次，调整后的微盘股反弹幅度相对较大。

图11：历史上，每当市场成交额较大，微盘股深度调整后的反弹力度普遍更强

微盘股调整	开始日期	结束日期	万得全A三个阶段日均成交额/百万元			调整后X个交易日万得微盘股指数的涨跌幅					
			调整前30个交易日日均成交额	调整期间日均成交额	调整后30个交易日日均成交额	5	10	20	30	40	50
1	2026-05-12	2026-07-20	2513182	3089554	-	-	-	-	-	-	-
2	2024-01-05	2024-02-07	783744	765551	1018157	0.3%	14.5%	26.0%	44.6%	46.2%	23.5%
3	2022-04-07	2022-04-27	1015877	865563	878142	3.9%	8.7%	13.7%	19.3%	20.6%	23.1%
4	2020-12-07	2021-02-10	804040	933150	882323	0.7%	11.8%	11.7%	17.1%	19.9%	21.7%
5	2018-05-23	2018-06-21	422535	377118	345709	-0.6%	-1.3%	2.4%	1.1%	0.1%	-1.7%
6	2018-01-24	2018-02-09	454413	510370	431954	-0.4%	2.0%	13.6%	9.3%	19.4%	13.6%
7	2017-03-23	2017-06-01	486673	463878	399503	2.3%	4.6%	2.9%	3.2%	-2.1%	-4.2%
8	2015-12-25	2016-01-28	885787	582693	491374	6.6%	5.8%	7.0%	4.3%	19.0%	26.6%
9	2015-08-17	2015-09-15	1147057	795929	726798	7.8%	7.0%	23.1%	36.5%	51.5%	66.6%
10	2015-06-19	2015-07-10	1736434	1314887	1137292	25.4%	41.0%	39.2%	37.3%	4.6%	13.0%
11	2011-11-16	2012-01-10	149254	100813	129795	1.3%	1.0%	4.3%	14.7%	19.5%	20.1%
12	2010-04-14	2010-05-18	213570	201292	145084	4.8%	2.2%	9.3%	-1.8%	1.1%	9.1%

数据来源：Wind、开源证券研究所

3、投资建议：以拥挤度为锚

下一阶段的核心观测变量是交易拥挤度能否真正回落至合理区间。

短期看，如果拥挤度下降，继续做好再平衡，市场将继续寻找前期涨幅有限、机构持仓较低且具备业绩支撑的方向。再平衡行情重点关注三类机会：

(1) 极致拥挤后的修复方向，关注微盘股。复盘历史上微盘股的调整，2010年至今，共存在12次大幅调整，深度调整后，微盘股反弹概率高且幅度较大；

(2) 风格回归带来的配置修复，关注银行、公用事业、电力等稳定和金融方向；

(3) 已经出现盈利改善线索的低位行业，关注以有色、煤炭为代表的资源品，以及基础化工、农林牧渔、医药、非银金融和部分消费行业。但这类行情能否由反弹演变为趋势，仍需后续财报和高频数据确认 ΔG 。

中期看，牛市逻辑没有被破坏，但需要降低斜率预期。科技中期仍是主线，后续很难再回到全面普涨的强Beta，下一阶段的收益来源将更多来自科技内部的重新筛选，而不是科技板块整体估值继续抬升。配置上重点寻找“二次点火+叙事张力”的交集：

(1) 国产算力、半导体、PCB等AI硬件链中真正有订单和利润兑现的环节；

(2) 电力设备、电力、能源金属、液冷等科技外溢形成的新景气方向；

(3) 商业航天、军工、机器人等具备产业趋势和叙事扩张能力的新方向。

4、风险提示

宏观政策超预期变动；

地缘政治超预期升级风险；

历史数据不代表未来表现。

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

本研究报告的署名人员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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了署名人员的研究观点，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。本报告署名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。

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，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

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。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3层
邮编：200120
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

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

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