2021 年 04 月 02 日

当季报不再公布的时候

——投资策略专题

策略研究团队

牟一凌（分析师）
mouyiling@kysec.cn
证书编号：S0790520040001

王汎炜（联系人）
wangkuangwei@kysec.cn
证书编号：S0790120040033

相关研究报告

《投资策略专题-丢盔不弃甲——南下“定价权”周度跟踪之八》-2021.3.31

《投资策略专题-开源金股，4 月推荐》-2021.3.30

《投资策略专题-动荡中的企稳——风格洞察与性价比追踪系列（三）》-2021.3.30

● **证监会在最新《信披方法》中不再强制披露季报，而交易所制度尚未改变**

在最新修订后的《上市公司信息披露管理办法》中，明确了定期报告的范围，仅包括年度报告和中期报告。换言之，证监会将在未来不再要求一季报与三季报的强制披露，然而上市公司是否可以就此无须再公布季报还要等待上交所与深交所的具体业务规则后续是否会跟进修改。

● **港股经验：自愿披露率偏低，投资者偏好积极披露季报的公司**

整体而言，港股市场上自愿披露季报的公司占比仅为两成左右。分行业看，以**信息技术、医疗保健**为代表的高新技术板块平均季报披露率相对高于以**地产、金融与能源**为代表的传统板块。背后隐含的原因是高新技术行业需要给予投资者更多的企业经营信息来作为业绩增长的验证，使投资者对其的成长性定价得以维持。然而随着信息技术与医疗保健行业近些年来大幅扩容，使得行业的季报披露率持续下降；而与此相反，金融，工业的行业企业扩容增速平稳，而披露家数增速波动较大，披露率经历了从下降到重回上升的过程。值得一提的是，我们剔除基本面、市值和个股流动性因素后构建了自愿披露季报指数与不披露季报指数，从历史回测结果来看：**自愿披露季报指数长期跑赢不披露季报指数，在 2005 年以来的十五年中，仅有两个时间段略微跑输。我们的结论是：投资者似乎更愿意对信息披露更充分的公司给予溢价。**

● **自愿披露的两个效应：平抑股价波动、校准盈利预期**

部分投资者可能会认为自愿披露季报的公司因市场存在对其业绩的博弈心理而在业绩披露前后的股价波动率会显著放大。然而我们计算了自愿披露季报指数与不披露季报指数自 2005 年以来在三季报披露前后的股价波动率，发现自愿披露季报指数的波动率较为平缓，且普遍显著低于不披露季报指数的波动。我们认为背后的原因可能是**由于自愿披露季报指数的成分股相对充分的信息披露，使得投资者往往对其业绩存在预期的锚，因此在业绩披露期前后，估值波动会向业绩预期收敛。**与此同时，我们同样计算了业绩预告披露前后分析师的盈利预测变化，发现业绩预告中所含的季度业绩信息的对提高分析师的盈利预测精度有重大帮助，以此可以推测，当三季报不再强制披露之时，积极披露季报的公司因增量的公共信息使得投资者对其的盈利预测精度提升，而有望被更充分地定价。

● **未来，信披质量在定价中更重要**

当下交易所披露制度尚未变更，上市公司仍被全部要求进行季报披露。如果未来这一要求放松，那未来上文中研究的季报披露效应会使得投资者更偏向于自愿披露的公司，市场中将由于公司信批质量的不同而出现一种关注度和流动性的分化。如果我们以交易所公布的上市公司信息披露考评结果为依据，外推未来季报自愿披露情况，则**非银金融、银行、交通运输与家电**将因过往信披质量优秀公司占比较高而值得投资者关注。

风险提示：测算误差；代表性误差

目　录

1、 最新《信披方法》中不再对季报披露做强制要求 3
2、 港股经验：季报自愿披露率整体偏低 3
3、 投资者更偏好信息披露更充分的公司 5
4、 季报披露带来的增量信息 6
4.1、 自愿披露季报的公司在业绩披露期前后波动率较低 6
4.2、 季报中的信息往往会提高盈利预测的精度 7
5、 未来，信披质量在定价中更加重要 8
6、 风险提示 10

图表目录

图 1: 港股市场上自愿披露季报的公司占比相对较少，仅为两成左右 3
图 2: 各行业 2005 年来季报披露率变化 4
图 3: 2008 年至 2013 年大量新公司的上市是信息技术行业季报披露率下降的主要原因 5
图 4: 2007 年至 2017 年医疗保健行业扩容速度高于行业季报披露家数增速 5
图 5: 工业行业企业扩容增速平稳，而披露家数增速波动较大 5
图 6: 金融行业企业扩容增速平稳，而披露家数增速波动较大 5
图 7: 自愿披露季报指数与不愿披露季报指数的股价历史走势 6
图 8: 自愿披露季报指数在三季报披露前后的波动率较为平缓，且普遍显著低于不披露季报指数的波动 7
图 9: 整体而言，季度业绩信息的披露对提高分析师的盈利预测精度有重大帮助 8
图 10: 医药生物中连续 3 年获评为 A 的个股数目最多，而公司占比最高的行业为银行 9

表 1: 深市主板上信披质量高且 2021 年“欠账”少的股票集合（仅供参考，不做具体投资建议） 9

1、 最新《信披方法》中不再对季报披露做强制要求

2021 年 3 月 18 日，证监会发布了最新修订后的《上市公司信息披露管理办法》，并于 5 月 1 日起正式实行。相较于 2007 年 1 月的第一版，本次修改主要解决三个问题：一是落实新《证券法》要求；二是着重解决信息披露监管中面临的突出问题，如个别上市公司滥用自愿披露“蹭热点”、董监高在定期报告披露时集体发表异议声明等；三是将近年来中国证监会信息披露监管中的成熟制度、经验上升到规章层面，如在《信披办法》中进一步补充重大事件的类型，夯实信息披露监管的制度基础。

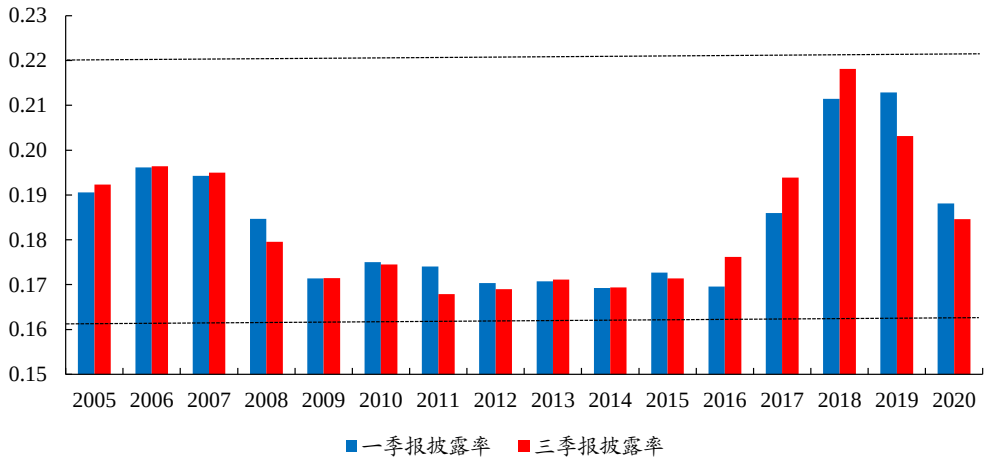
值得注意的是，在本次修订中，根据 2020 年 3 月发布的新《证券法》要求，明确了定期报告的范围，仅包括年度报告和中期报告，不在《信披办法》中规定季度报告内容，季度报告的披露要求将由交易所在其业务规则中明确，换言之，证监会将在未来不再要求一季报与三季报的强制披露，然而上市公司是否可以就此无须再公布季报还取决于上交所与深交所的具体业务规则后续是否会跟进修改。

2、 港股经验：季报自愿披露率整体偏低

不再对季报做强制披露的要求在港股市场上早已实行多年，而美国证监会则对非美国公司的季报披露不做要求，对美国公司要求则相对更为严格。考虑到在美国证监会注册的非美公司来自世界各地，且存在大量多地上市的公司，同时受多地监管，因此很难分辨一家公司披露季报究竟是自愿性质，或是异地监管要求，因此我们选择将分析目光重点落在港股市场。

整体而言，在不做季度报告强制披露要求的背景下，港股市场上自愿披露季报的公司占比相对较少，仅为两成左右。我们统计了自 2005 年以来港股市场一季度与三季度的业绩公布情况，剔除 A 股与港股两地上市的公司后，自愿披露一季报与三季报的公司个数占比维持在[16%，22%]之间，呈现出一个“U”型变化，在金融危机后，季报披露率逐步下降，直至 2016 年才缓慢回升，整体均值为 18.35%。

图1：港股市场上自愿披露季报的公司占比相对较少，仅为两成左右



数据来源：Wind、开源证券研究所

从各个行业 2005 年以来平均季报披露率的角度来看，**以信息技术、医疗保健、电信服务为代表的高新技术板块平均季报披露率相对高于以地产、金融与能源为代**

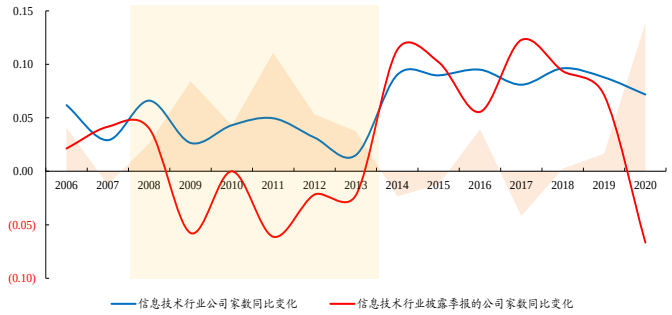
表的传统板块。这也符合我们的认知：高新技术行业需要给予投资者更多的企业经营信息作为业绩验证，使投资者对其的成长性定价得以维持。与此相反，地产金融等传统行业被普遍认为业绩缺乏想象空间，投资者对其业绩的关注度相对较低，从而使得公司也相对缺乏主动披露季报的意愿。然而值得注意的是，信息技术与医疗保健行业近些年来大幅扩容，公司家数存量同比增速高于披露季报的公司家数同比增速，使得行业的季报披露率持续下降；而与此相反，金融，工业的行业企业扩容增速平稳，而披露家数增速波动较大，整体上使得行业季报披露率逐步抬升。

图2：各行业 2005 年来季报披露率变化

日期	信息技术	公用事业	医疗保健	可选消费	工业	房地产	日常消费	材料	电信服务	能源	金融
2005/3/31	0.4845	0.1818	0.4000	0.1909	0.0962	0.0500	0.2368	0.2131	0.2500	0.1538	0.1042
2005/9/30	0.4700	0.1818	0.4167	0.1947	0.1019	0.0496	0.2308	0.2258	0.2500	0.1500	0.1042
2006/3/31	0.4660	0.2121	0.4103	0.1917	0.1207	0.0470	0.2143	0.2424	0.2500	0.1707	0.1146
2006/9/30	0.4615	0.2059	0.4000	0.2033	0.1186	0.0458	0.2326	0.2239	0.2500	0.1667	0.1134
2007/3/31	0.4717	0.2353	0.3902	0.1928	0.1210	0.0443	0.2326	0.2143	0.2222	0.1667	0.1134
2007/9/30	0.4722	0.2286	0.3810	0.1922	0.1250	0.0552	0.2128	0.2113	0.2000	0.1628	0.1224
2008/3/31	0.4602	0.2000	0.3721	0.1762	0.1221	0.0482	0.2157	0.2000	0.2000	0.1556	0.1010
2008/9/30	0.4348	0.2000	0.3256	0.1828	0.1353	0.0417	0.1538	0.1667	0.2000	0.2000	0.1100
2009/3/31	0.4224	0.2286	0.3256	0.1679	0.1259	0.0355	0.1852	0.1625	0.2000	0.1522	0.1000
2009/9/30	0.4103	0.2222	0.3182	0.1715	0.1185	0.0353	0.1786	0.1829	0.1818	0.1489	0.1089
2010/3/31	0.4050	0.2368	0.3556	0.1809	0.1232	0.0222	0.1667	0.2045	0.2727	0.1200	0.1188
2010/9/30	0.3871	0.2105	0.3061	0.1818	0.1259	0.0275	0.1639	0.2211	0.3333	0.1000	0.1321
2011/3/31	0.3622	0.2439	0.2885	0.1785	0.1438	0.0324	0.1746	0.1961	0.3333	0.1132	0.1364
2011/9/30	0.3516	0.2326	0.2453	0.1699	0.1519	0.0319	0.1618	0.1619	0.3333	0.1273	0.1532
2012/3/31	0.3435	0.2000	0.2857	0.1739	0.1576	0.0265	0.1549	0.1607	0.3333	0.1525	0.1607
2012/9/30	0.3383	0.2000	0.2857	0.1672	0.1617	0.0366	0.1528	0.1356	0.3846	0.1667	0.1607
2013/3/31	0.3308	0.2000	0.2857	0.1721	0.1588	0.0355	0.1528	0.1597	0.3846	0.1613	0.1667
2013/9/30	0.3382	0.1739	0.2982	0.1633	0.1742	0.0450	0.1389	0.1488	0.3846	0.1587	0.1739
2014/3/31	0.3379	0.1489	0.2879	0.1639	0.1676	0.0429	0.1410	0.1406	0.3846	0.1563	0.1803
2014/9/30	0.3311	0.1429	0.2941	0.1614	0.1744	0.0419	0.1463	0.1462	0.3571	0.1563	0.1774
2015/3/31	0.3418	0.1373	0.2817	0.1692	0.1782	0.0372	0.1548	0.1504	0.4000	0.1563	0.1641
2015/9/30	0.3293	0.1346	0.2436	0.1646	0.1801	0.0413	0.1494	0.1704	0.3333	0.1538	0.1742
2016/3/31	0.3295	0.1509	0.2093	0.1606	0.1965	0.0360	0.1444	0.1606	0.3125	0.1538	0.1643
2016/9/30	0.3352	0.1698	0.2088	0.1801	0.2016	0.0439	0.1505	0.1449	0.3125	0.1515	0.1608
2017/3/31	0.3422	0.1509	0.1939	0.1950	0.2319	0.0351	0.1354	0.1489	0.2500	0.1493	0.1933
2017/9/30	0.3472	0.1404	0.1881	0.2048	0.2383	0.0307	0.1569	0.1597	0.2941	0.1765	0.2013
2018/3/31	0.3415	0.1579	0.2056	0.2389	0.2477	0.0544	0.1869	0.1644	0.2941	0.1806	0.2073
2018/9/30	0.3426	0.1724	0.2105	0.2500	0.2457	0.0455	0.2124	0.1678	0.2778	0.1918	0.2241
2019/3/31	0.3363	0.1500	0.2101	0.2396	0.2445	0.0433	0.1913	0.1558	0.3333	0.1948	0.2346
2019/9/30	0.3172	0.1475	0.1969	0.2308	0.2354	0.0430	0.1897	0.1484	0.3333	0.1948	0.2011
2020/3/31	0.2929	0.1429	0.1778	0.2111	0.2090	0.0333	0.1917	0.1341	0.3333	0.1795	0.2169
2020/9/30	0.2846	0.1429	0.1644	0.2134	0.2107	0.0325	0.1707	0.1386	0.2778	0.1899	0.1947
披露率波动	**0.0599**	**0.0353**	**0.0765**	**0.0245**	**0.0469**	**0.0080**	**0.0313**	**0.0311**	**0.0634**	**0.0230**	**0.0405**
平均披露率	0.3660	0.1794	0.2800	0.1836	0.1634	0.0388	0.1731	0.1695	0.2885	0.1556	0.1524

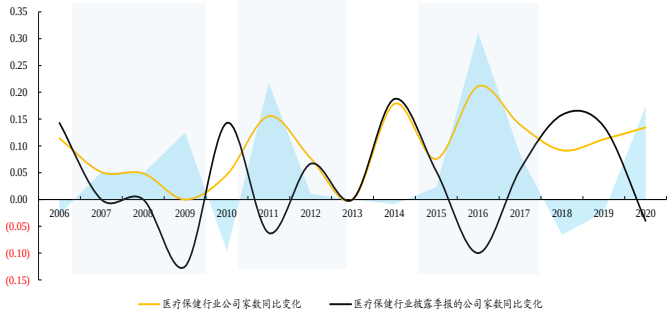
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2008 年至 2013 年大量新公司的上市是信息技术行业季报披露率下降的主要原因



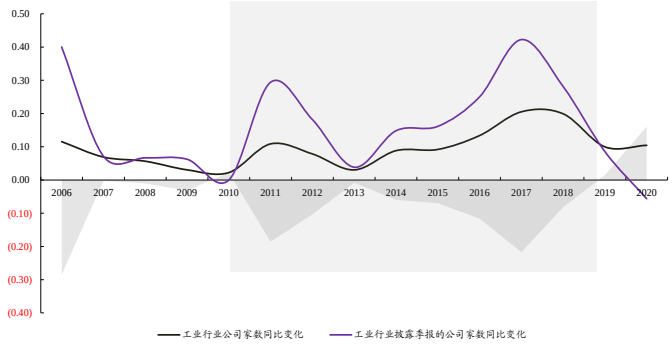
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2007 年至 2017 年医疗保健行业扩容速度高于行业季报披露家数增速



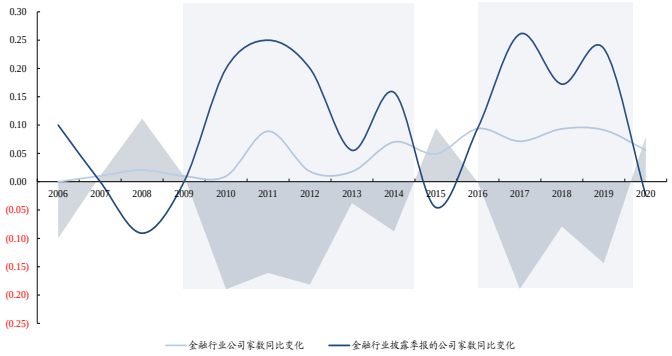
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：工业行业企业扩容增速平稳，而披露家数增速波动较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：金融行业企业扩容增速平稳，而披露家数增速波动较大



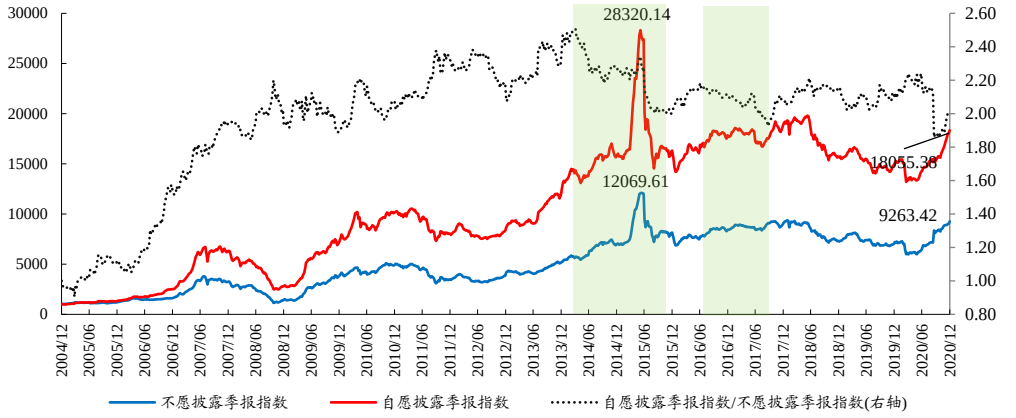
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 投资者更偏好信息披露更充分的公司

在面对两家基本面、估值与流动性基本一致的公司选择上，投资者似乎更愿意对信息披露更充分的公司给予溢价。接下来我们尝试在港股中通过设立自愿披露季报的股票组合与不披露季报的股票组合[1]，按流通市值等权构建自愿披露季报指数与不愿披露季报指数，调仓日为每年的 4 月 30 日与 10 月 31 日。通过比较两者历史走势发现，自愿披露季报指数自 2005 年以来，仅在 2014 年至 2015 年，2016 年中至 2017 年中表现劣于不愿披露季报指数，从这个角度来看，在其他条件相同时，投资者往往更加偏好披露季报的公司。

[1] 为剔除其他因素对股价涨跌与波动的影响，我们对两个组合的基本面，估值与流动性进行限制。采用的计量模型为 PSM（倾向得分匹配）模型，PSM 可将多维指标的信息通过一定算法压缩到一个一维的综合指标——倾向得分 P，并根据该值大小的接近程度，找到与公司各个指标最为相似的另一家公司。我们通过这种方法，为所有自愿发布季报的股票一一匹配其在 ROE、净利润同比增速、换手率、总市值这四个方面整体最相似，但不发布季报的同行业公司组成不披露季报的股票组合。模型具体原理请查阅文献《The central role of the propensity score in observational studies for causal effects》。

图7：自愿披露季报指数自 2005 年以来，仅在 2014 年至 2015 年，2016 年中至 2017 年中表现劣于不愿披露季报指数



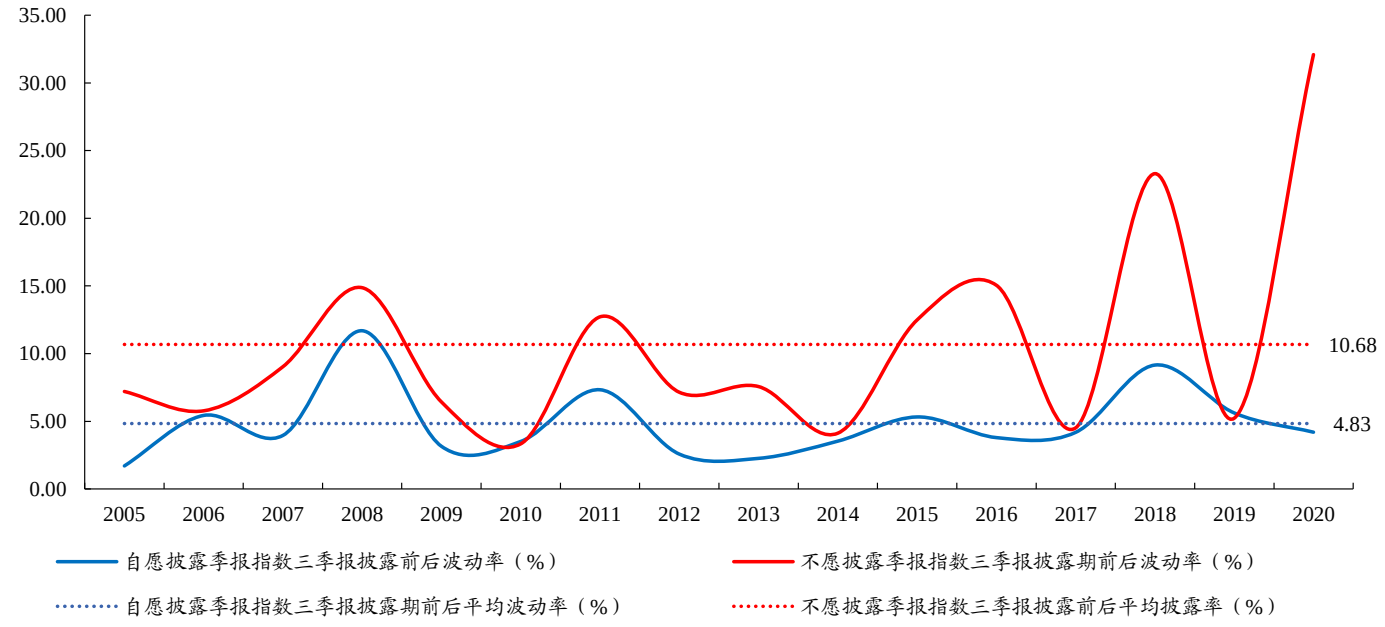
数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 季报披露带来的增量信息

4.1、 自愿披露季报的公司在业绩披露期前后波动率较低

考虑到一季报披露期与年报重合，为剔除年报披露带来的扰动。在分析季报披露期内对两类指数股价波动的影响之时，我们仅考虑自 2005 年以来的所有三季报披露期前后（9 月 15 日至 11 月 15 日）的自愿披露季报指数与不披露季报指数的股价波动率。我们发现，**自愿披露季报指数在三季报披露前后的波动率较为平缓，且普遍显著低于不披露季报指数的波动。**我们认为背后的原因可能是由于自愿披露季报指数的成分股相对充分的信息披露，使得投资者往往对其业绩存在预期的锚，因此**在业绩披露期前后，估值波动会向业绩预期收敛**，即博弈的心理相对减退，股价往符合投资者一致预期的业绩增速方向匹配。而投资者在三季报披露期间对不披露季报指数成分股进行定价之时，参考的是同行业中的披露三季报的公司经营信息，因此一致预期的合力相对较弱，股价波动也相对较大。

图8：自愿披露季报指数在三季报披露前后的波动率较为平缓，且普遍显著低于不披露季报指数的波动



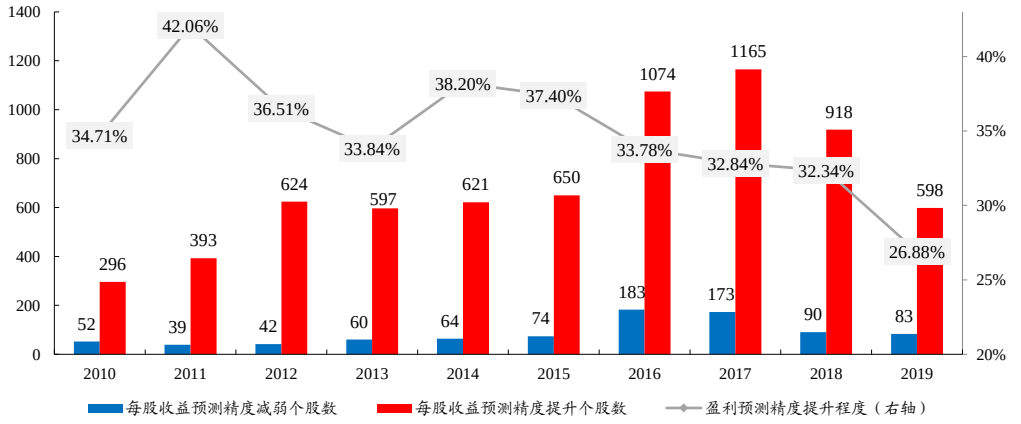
数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、 季报中的信息往往会提高盈利预测的精度

卖方分析师一致预期往往分为公共信息与私人信息两部分，而公共信息的一大来源便是各时期的定期报告，分析师往往会依据定期报告中相关基本面数据的公布来更新相关模型中盈利预测结果。理论上，在不考虑私人信息的条件下，自愿披露季报的公司提供了更充足的公共信息，因此分析师对其盈利预期相对于不披露季报的公司更加准确。由于港股分析师盈利预测数据较难获得，我们采用对 A 股市场上的相关公司季报业绩预告披露前后分析师盈利预测的精度变化来替代港股季报披露前后的分析师盈利预测精度的变化。考虑到一季报业绩预告披露前后会受到年报披露的干扰，因此仅考虑三季报业绩预告披露前后的分析师盈利预测精度变化。

整体而言，季度业绩信息的披露对提高分析师的盈利预测精度有重大帮助。我们统计了自 2010 年以来每一期个股中报披露后至三季报业绩预告披露前的分析师对当期每股收益一致预期与业绩预告披露后至未来 7 天的分析师每股收益的一致预期数据，并与当期实际的每股收益偏离程度进行对比。可以发现，在业绩预告披露后，分析师对其每股收益的预测进行调整之后，往往与实际值的偏差会缩小，即盈利预测精度得到一定程度提高，平均提升 34.87%。

图9：整体而言，季度业绩信息的披露对提高分析师的盈利预测精度有重大帮助



数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：盈利预测精度提升程度的计算方式为每期所有个股业绩预告公告前盈利预测偏离度与业绩预告公布后盈利预测偏离度之差的中位数。

5、 未来，信披质量在定价中更加重要

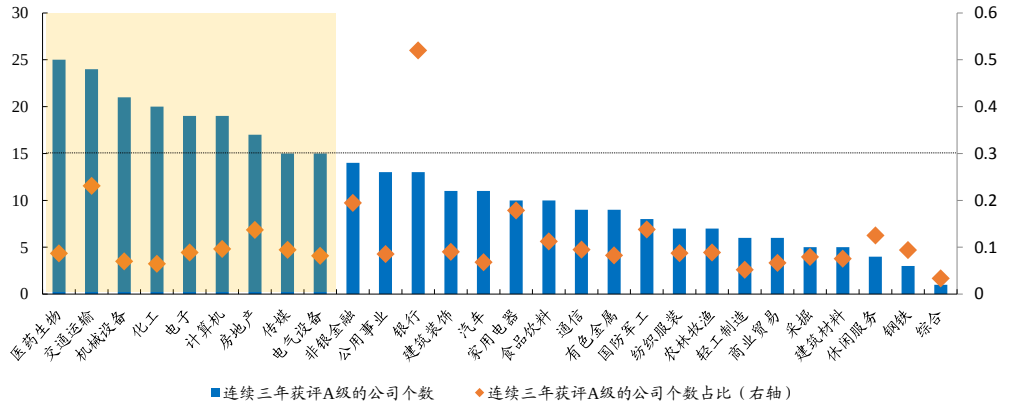
尽管由于当前交易所的规定尚未修改，上市公司依然被强制性要求披露季报。然而相比于关注政策何时调整，我们更加建议投资者关注政策调整后将会带来的潜在变化，并为此做好准备。

在上述分析中，我们已经知道在政策非强制性背景下，依然自愿公开自身季度经营业绩的公司历史表现往往优于不愿披露的同类公司，更加受投资者的偏好。我们认为这背后的原因是投资者对其信息披露透明度与质量的额外定价；与此同时，其业绩披露的相对高频使得投资者对其盈利预测精度相对更高，更容易把握。

因此，如果未来季报披露不再强制，自愿披露意识强、积极与市场沟通、信批质量高的个股与行业会更加吸引投资者的关注，也将成为流动性汇聚的地方。换句话说，在未来政策如果发生改变的环境里，该部分行业与个股有望因其优异的信披记录而享受更高的关注度甚至溢价，投资者应当对季报取消造成的这种结构性分化给予重视。

基于此，我们筛选了深交所与上交所公布的上市公司信息披露考评结果中，近三年获评均为 A（信息披露质量最高）的个股，这些个股的平均市值为 988.59 亿元，且主要分布于**医药生物、交通运输、机械、化工**等行业，而**银行、交通运输、非银金融与家用电器**等行业的高信披质量公司占比更高。

图10：医药生物中连续3年获评为A的个股数目最多，而公司占比最高的行业为银行



数据来源：Wind、开源证券研究所

最后，我们同样依据深交所每年公布的信息披露考评结果（上交所自2016年才开始公布考评结果，因公布时间较短而暂不做考虑），筛选出上市五年以上且每年评级均为A或共有10年以上评级为A的个股展示如下。

表1：深市主板上信披质量高且2021年“欠账”少的股票集合（仅供参考，不做具体投资建议）

股票代码	股票名称	当前市值（亿元）	市盈率所处分位数（TTM）	2019年ROE（%）	2020年ROE（%）	2021年预期ROE（%）	2019年收益率（%）	2020年收益率（%）	2021年预期收益率（三年年化收益率等于年化ROE，%）
002372.SZ	伟星新材	402.17	99.10	27.05	30.83	29.51	5.22	47.78	38.44
002003.SZ	伟星股份	54.54	15.54	12.29	16.37	14.30	-8.47	19.86	36.14
002029.SZ	七匹狼	40.50	41.39	5.92	5.91	4.80	-4.19	-8.58	34.22
000402.SZ	金融街	204.14	45.23	10.34	7.02	9.84	31.23	-17.41	19.67
002244.SZ	滨江集团	139.08	14.35	10.22	11.41	16.10	25.33	-3.79	18.25
000089.SZ	深圳机场	182.11	99.77	5.02	6.22	5.10	26.55	-15.55	9.70
002415.SZ	海康威视	5,222.97	90.75	30.53	27.80	24.72	30.28	51.91	5.13
002091.SZ	江苏国泰	103.98	12.31	11.67	11.23	10.10	26.89	8.77	-0.92
000937.SZ	冀中能源	132.86	29.28	4.46	3.85	5.09	-0.42	17.00	-2.16
002008.SZ	大族激光	452.01	89.02	7.53	10.55	15.68	32.56	7.42	-3.43
000538.SZ	云南白药	1,539.40	43.87	10.31	14.46	14.30	24.10	31.36	-11.47
002230.SZ	科大讯飞	1,075.22	62.91	8.22	12.04	11.77	40.34	18.87	-18.77
000728.SZ	国元证券	336.45	20.52	3.66	5.28	4.56	36.68	10.64	-24.54
002405.SZ	四维图新	332.36	96.09	4.52	5.95	2.87	71.30	-11.27	-25.05
000550.SZ	江铃汽车	247.83	82.36	1.42	5.13	12.80	8.38	50.28	-26.16
002007.SZ	华兰生物	725.19	72.29	19.89	23.39	21.84	62.30	57.51	-29.49
000729.SZ	燕京啤酒	206.88	97.50	1.76	2.10	2.50	15.96	31.03	-29.91
002142.SZ	宁波银行	2,335.92	96.88	17.10	14.90	14.98	76.59	27.54	-31.31
002001.SZ	新和成	821.43	70.56	13.24	19.63	19.64	60.43	47.46	-31.49
002152.SZ	广电运通	283.11	92.72	8.59	7.54	8.55	74.42	12.23	-35.24

股票代码	股票名称	当前市值（亿元）	市盈率所处分位数（TTM）	2019 年 ROE（%）	2020 年 ROE（%）	2021 年预期 ROE（%）	2019 年收益率（%）	2020 年收益率（%）	2021 年预期收益率（三年年化收益率等于年化 ROE，%）
000708.SZ	中信特钢	1,332.45	91.04	24.18	22.90	22.11	177.50	67.41	-59.89
300124.SZ	汇川技术	1,470.54	92.89	13.79	21.69	22.63	53.41	205.60	-63.78

数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：2020 年未披露业绩的公司 ROE 与 2021 年 ROE 均采用分析师一致预期数据。2021 年预期收益率计算方式为假设 2019 年至 2021 年三年年化收益率等于年化 ROE 反解得出。

6、 风险提示

测算误差；代表性误差

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	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	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，属于机密材料，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16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