2021 年 03 月 22 日

低价券，今时不同往日

——宏观经济专题

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）
yangfei1@kysec.cn
证书编号：S0790520070004

代小笛（联系人）
daixiaodi@kysec.cn
证书编号：S0790120070025

当前低价券占比接近 2019 年年初历史峰值，引起市场对低价策略的关注；但当前的政策重心、信用环境、估值等均与当时不同，低价策略效果或今时不同往日。

● **不同于 2019 年初，政策“退潮”、信用收缩等，不利于当前的权益类资产估值**

2019 年年初，维稳政策托底；当前，政策重心从疫情中的“稳增长”，重新回到“调结构”、“防风险”等。2018 年下半年，政策重心从“去杠杆”、“防风险”回到“稳增长”，2019 年年初维稳政策托底。伴随疫情的影响逐步消退，2020 年下半年政策重心已开始从疫情中的“稳增长”，重新回归“调结构”、“防风险”等。

政策重心不同，使得信用环境也存在差异；2019 年年初信用环境加速修复，当前已经进入收缩通道。2018 年下半年维稳政策托底，2019 年年初融资环境加速改善。当前，政府杠杆行为减弱、非标融资收缩加快和地产调控加强等影响逐步显性化，信用环境已进入收缩通道；经验显示，信用收缩的阶段，估值多承压。

● **目前，权益估值远高于 2019 年年初，且经济见顶下，盈利预期或逐渐修正**

当前，权益市场整体估值、机构重仓股的估值，均远高于 2019 年年初。整体来看，上证指数、创业板指估值分位数接近 40%、70%（2019 年年初均低于 10%），风险溢价分位数约为 60%、50%（2019 年年初均接近 100%）。分行业看，休闲服务、食品饮料、家电、汽车等行业的估值分位数均远高于 2019 年年初。同时，机构重仓股的绝对和相对估值也处于历史极值附近，均远高于 2019 年年初水平。

与此同时，企业盈利预期也不同；2019 年年初企业盈利增速底部回升，当前总体盈利预期或逐渐修正，行业间趋势分化。历经 2018 年去杠杆、商誉减值风险释放，2019 年年初企业盈利预期改善。政策“退潮”下，当前部分较早修复的经济指标，已依次见顶回落；伴随海外产需缺口收敛，中国出口“替代效应”正逐步衰减。伴随经济见顶回落，盈利预期或逐渐修正，行业间盈利分化仍将继续。

● **宏观环境、估值及盈利预期等的不同，或导致低价策略的效果今时不同往日**

综合来看，当前权益市场的估值压缩风险尚未完全解除，低价策略效果或今时不同往日。伴随去杠杆政策纠偏、商誉减值风险释放，2018 年年底权益市场估值压缩至历史低位；2019 年年初，信用修复、盈利预期上行等，带动权益市场上行。当前政策“退潮”、信用收缩的背景下，权益类资产的风险更多的不在分子端，而是经济环境正常化对资产估值的压制，尤其是部分估值处于历史高位的板块。

应当规避正股估值高、资质较差、可能存在信用风险的个券，优先关注部分正股估值低、盈利确定性强的行业内的优质低价券。例如，以原油为代表的全球定价大宗商品涨价，带来的投资机遇；服务于欧美生产、地产投资及居民外出相关的行业；受益于线上活动回归线下的行业；盈利波动小、防御属性较强的板块等。

● **风险提示：宏观经济或监管政策出现大幅调整，市场出现大幅波动。**

相关研究报告

《宏观经济专题-利率债左侧买点已现》-2021.3.21

《宏观经济专题-美债利率上行的国别影响》-2021.3.21

《宏观经济点评-理性看待年初经济数据》-2021.3.15

目 录

1、 低价券，今时不同往日 3
2、 研究结论 8
3、 风险提示 9

图表目录

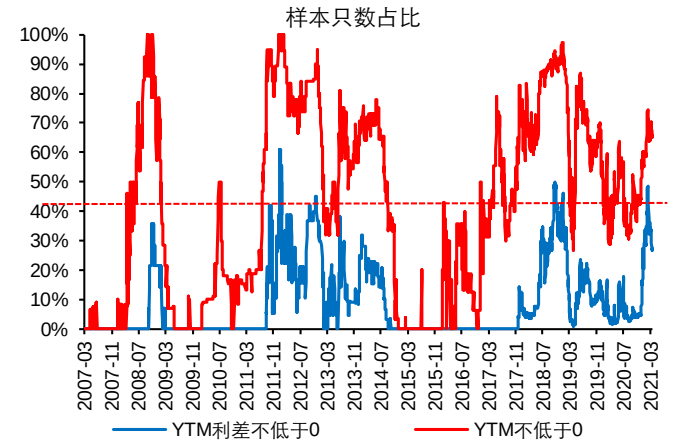
图 1: 近期，低价券占比达到 2019 年年初的历史峰值 3
图 2: 当前，低于 110 元的个券只数占比接近 60% 3
图 3: 2019 年年初，低价券的涨幅居前 3
图 4: 近期，低价券已经有所修复 3
图 5: 当前的宏观环境和市场估值等，均与 2019 年年初存在较大差异 4
图 6: 两个阶段的信用环境也不同 5
图 7: 上证指数的风险溢价远低于 2019 年年初 5
图 8: 创业板指的风险溢价远低于 2019 年年初 5
图 9: 当前，行业 PE 估值分位数远低于 2019 年年初 6
图 10: 当前，行业 PB 估值分位数远低于 2019 年年初 6
图 11: PE 分位数高于 60%的个股占比远超 2019 年年初 6
图 12: 当前，重仓股相对和绝对估值远高于 2019 年年初 6
图 13: 2019 年年初，企业盈利预期底部回升 7
图 14: 国内经济景气见顶，或带动企业盈利预期修正 7
图 15: 经验显示，信用环境的变化一般同步略领先于权益市场估值变化 7
图 16: 未来一段时间，可以关注的几个逻辑 8

表 1: 2018 年年中开始，政策维稳信号持续释放 4
表 2: 2020 年下半年，政策重心重回“调结构”、“防风险” 4

1、 低价券，今时不同往日

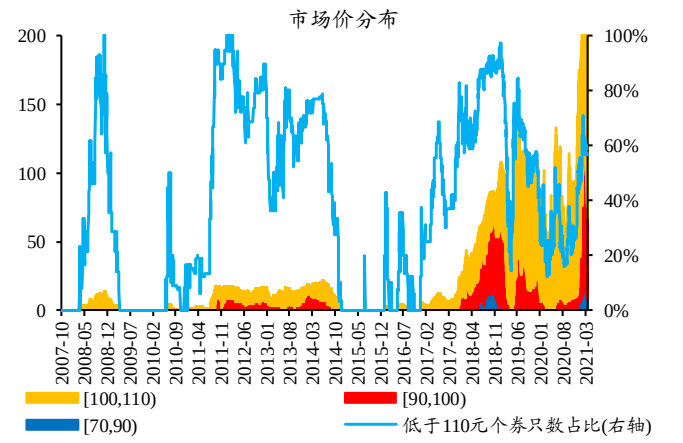
近期，低价转债占比大幅提升、接近 2019 年年初的历史峰值水平，部分投资者开始关注类似于 2019 年年初的低价策略。具体来看，YTM 大于 0 的个券占比接近 70%（2019 年年初最高接近 100%），YTM 大于 10 年期国债收益率的个券占比接近 30%（2019 年年初最高超 40%），市场价低于 110 元的个券占比接近 60%（2019 年年初超 95%）。2019 年年初，多数低价券取得较高收益。类比 2019 年年初，部分投资者再次开始关注低价策略。

图1：近期，低价券占比达到 2019 年年初的历史峰值



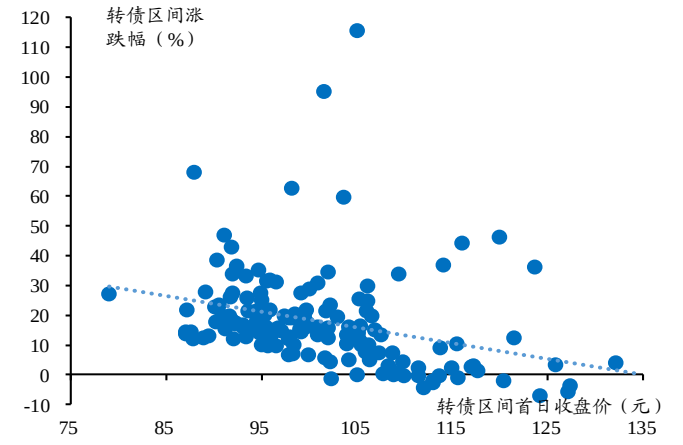
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：当前，低于 110 元的个券只数占比接近 60%



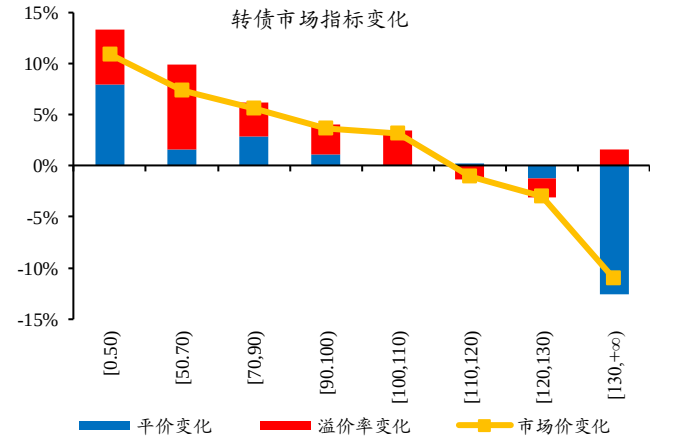
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2019 年年初，低价券的涨幅居前



数据来源：Wind、开源证券研究所（取 2018/12/31-2019/4/18）

图4：近期，低价券已经有所修复



数据来源：Wind、开源证券研究所（取 2021/2/5-2021/3/19）

但当前的政策重心、信用环境、正股估值以及盈利预期，均与 2019 年年初存在较大差异，或导致低价策略的效果今时不同往日。政策方面，2018 年中政策重心从“去杠杆”回到“稳增长”等，2019 年年初维稳政策托底；当前政策重心从“稳增长”重新回归“调结构”、“防风险”等。信用环境方面，政策维稳托底下，2019 年年初融资环境持续改善；当前，政策“退潮”下，信用环境已经进入收缩通道。股市

估值方面，当前市场整体估值、机构重仓股的估值，均远高于 2019 年年初。盈利方面，2019 年年初，企业盈利预期处于底部回升的状态；当前总量经济景气高点可能已经出现，企业盈利预期或面临修正，行业间盈利趋势分化。

图5：当前的宏观环境和市场估值等，均与 2019 年年初存在较大差异

时间	2019年初	当前
政策	政策重心从“去杠杆、防风险”回到“稳增长”	历经2020年疫情，政策逐渐从“稳增长”回到“调结构”、“防风险”等
信用环境	稳增长政策托底下，信用环境逐渐修复	伴随政策“退潮”，信用环境已经进入收缩通道
估值水平	整体估值、行业估值、机构重仓股的估值均处于历史低位	整体估值、行业估值、机构重仓股的估值均处于历史高位
盈利预期	历经2018年去杠杆、商誉减值风险释放，2019年年初企业的盈利增速底部回升	伴随政策“退潮”、信用收缩，当前国内经济景气高点或已出现，企业盈利或修正，且行业间盈利分化

资料来源：开源证券研究所

两个阶段的政策重心存在明显差异，2019 年年初，维稳政策托底；当前的政策重心从“稳增长”重回“调结构”、“防风险”等。历经去杠杆、中美贸易摩擦等，2018 年经济下行压力加大；2018 年年中维稳信号开始释放，2019 年年初维稳政策托底。伴随疫情影响逐渐消退，2020 年下半年政策重心已经从疫情中的“稳增长”，重新回归“调结构”、“防风险”等；2020 年 7 月底中央政治局会议强调稳增长和防风险长期均衡，对防风险重视度明显提升；最新的货币政策执行报告对防风险重视度也进一步提升。

表1：2018 年年中开始，政策维稳信号持续释放

时间	政策/会议	要点
2018.7.23	国务院常务会议	**更好发挥财政金融政策作用，支持扩内需调结构促进实体经济发展；**确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施。**财政金融政策要协同发力**，积极财政政策要更加积极，稳健的货币政策要松紧适度。**聚焦减税降费**；加快今年1.35万亿元地方政府专项债券发行和使用进度；**保持适度的社会融资规模和流动性合理充裕**；加快国家融资担保基金出资到位。
2018.7.31	中央政治局会议	当前经济运行稳中有变，外部环境发生明显变化，坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策。**财政政策要在扩大内需和结构调整上发挥更大作用，加大基础设施领域补短板的力度**；要保持流动性合理充裕；要**做好稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期工作，把稳定就业放在更加突出位置。**
2018.8.31	《个人所得税法》修正表决通过	提高个人所得税起征点至5000元/月，增加子女教育、继续教育、大病医疗、住房贷款利息或者住房租金、赡养老人等六项专项附加扣除，扩大3%、10%、20%三档低税率的级距。
2018.10.15	央行降准	从10月15日起，下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率1个百分点。
2018.10.31	《关于保持基础设施导意见》	**聚焦关键领域和薄弱环节，保持基础设施领域补短板力度。**在脱贫攻坚、铁路、公路、水运、机场、水利、领域补短板力度的指能源、农业农村、生态环保等领域推动基础设施建设，加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，**合理保障融资平台公司正常融资需求**，充分调动民间投资积极性。
2018.10.31	中央政治局会议	当前经济运行稳中有变，**经济下行压力有所加大。**我国经济正在由高速增长阶段转向高质量发展阶段，外部环境也发生深刻变化，**一些政策效应有待进一步释放。**实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，做好稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期工作。研究解决民营企业、中小企业发展中遇到的困难。促进资本市场长期健康发展。
2018.12.5	《关于做好当前和今后一个时期促进就业工作的若干意见》	**把稳就业放在更加突出位置**，坚持实施就业优先战略和更加积极的就业政策。支持企业稳定发展，对不裁员或少裁员的参保企业，可返还其上年度实际缴纳失业保险费的50%；鼓励支持就业创业，提供创业担保贷款积极实施培训，职工教育经费可由就业补助资金支持。
2018.12.13	中央政治局会议	**创新和完善宏观调控**，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作，**保持经济运行在合理区间**，进一步稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期。
2018.12.21	中央经济工作会议	**宏观政策要强化逆周期调节**，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，**适时预调微调，稳定总需求**；积极的财政政策要加力提效，实施更大规模的减税降费，较大幅度增加地方政府专项债券规模；稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕，改善货币政策传导机制，提高直接融资比重，解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题。

资料来源：中国政府网、中国人民银行、开源证券研究所

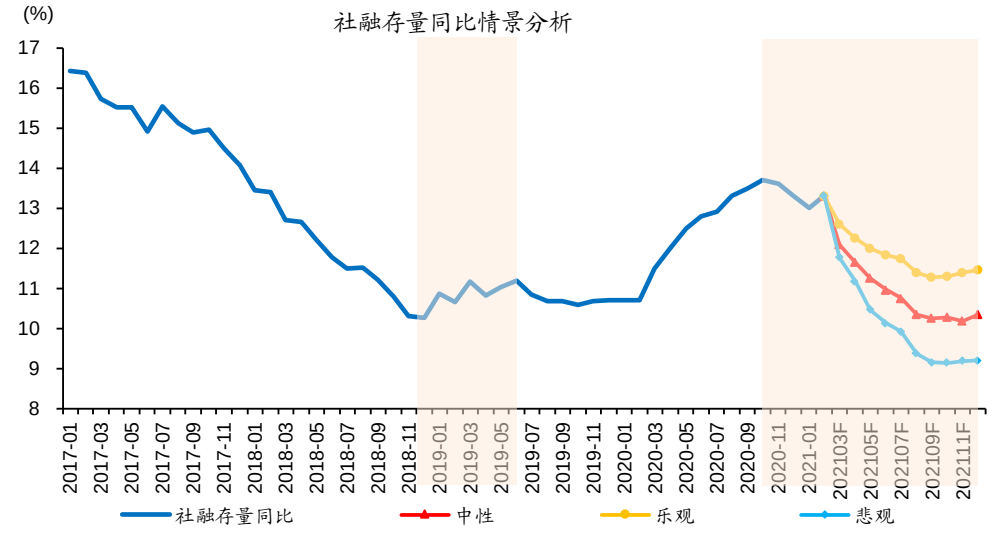
表2：2020 年下半年，政策重心重回“调结构”、“防风险”

时间	会议/文件	货币政策态度	防风险
7月31日	中央政治局会议	**货币政策要更加灵活适度、精准导向**。要确保新增融资**重点流向制造业、中小微企业**。	完善宏观调控跨周期设计和调节，**实现稳增长和防风险长期均衡**。
8月6日	二季度货币政策执行报告	综合运用并创新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，疏通货币政策传导机制，**有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用**。	把握好抗击疫情、恢复经济和防控风险之间的关系，**稳妥推进各项风险化解任务**…**实现稳增长和防风险长期均衡**。
8月14日	《坚定不移打好防范化解金融风险攻坚战》	/	利率下行一致性预期强化后，有可能助长杠杆交易和投机行为，催生新一轮资产泡沫。一些地方的房地产价格开始反弹，**金融资源有可能再次向高风险领域集中**。提升金融服务质效…有序处置重点领域突出风险，**实现稳增长和防风险长期均衡**。
8月25日	国务院政策例行吹风会	要继续提高政策的**直达性和精准性**，精准引导其加大对符合政策导**向小微企业的支持力度**…下阶段要保持流动性合理充裕，但**不搞大水漫灌**；深化市场报价利率改革，引导贷款利率继续下行。	货币政策需要有更大的确定性来应对各种不确定性…**既不让市场缺钱，也不让市场的钱溢出来**等。
9月2日	国常会	坚持**稳健的货币政策灵活适度**，保持政策力度和可持续性，不搞大水漫灌，**引导资金更多流向实体经济**，以促进经济金融平稳运行。	对金融控股公司监管要依法依规，稳妥有序推进实施，**防范化解风险**，增强金融服务实体经济能力。
9月25日	三季度货币政策委员会例会	**有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，提高政策的“直达性”**	打好防范化解重大金融风险攻坚战，守住不发生系统性金融风险的底线，**实现稳增长和防风险长期均衡**。
10月10日	易纲文章《金融助力全面建成小康社会》	我国货币政策**坚持稳健取向，保持在正常货币政策**区间…**实施正常货币政策，保持正的利率，保持正常的、向上倾斜的收益率曲线**。总体上有利于为经济主体提供正向激励，有利于经济社会的可持续发展，也有利于人民币资产的全球竞争力。	**守住不发生系统性金融风险底线**，稳定经济社会发展大局。坚持稳中求进，**平衡好稳增长、调结构与防风险的关系**。
10月21日	易纲在2020金融街论坛演讲	稳健的货币政策**更加灵活适度、精准导向**。货币政策要把握好稳增长和防风险的平衡…**尽可能长时间实施正常货币政策，保持正常的、向上倾斜的收益率曲线**。为经济主体提供正向激励	明年GDP增速回升后，宏观杠杆率将会更稳一些，货币政策需**把好货币供应总闸门，适当平滑宏观杠杆率波动**，使之在长期维持在一个合理的轨道上。
10月24日	王岐山在第二届外滩金融峰会上致辞	/	“要坚持金融服务于实体经济…**中国金融不能走投机赌博的歪路，不能走金融泡沫自我循环的歧路，不能走虑氏稿局的邪路**…在市场化、法治化的基础上，有序处置风险，**守住不发生系统性风险的底线**。
11月6日	国务院政策例行吹风会	**稳健的货币政策将更加灵活适度、精准导向**，根据形势变化和市场需求及时调节政策力度、节奏和重点，一方面**特殊时期出台的政策将适时适度调整**，另一方面对于需要长期支持的领域进一步加大政策支持力度…**加大对小微企业、民营企业的支持**…将搞好跨周期政策设计，创新和完善结构性货币政策工具体系。	资金去哪里？要去实体经济，**不要去玩“钱生钱”的游戏**…总体上当然继续**保持松紧适度**，当然政策调整要基于对经济状况的准确评估，不能仓促，**不能弱化金融服务实体经济这个效果**…另外也**不能出现“政策悬崖”**。

资料来源：中国政府网、中国人民银行、开源证券研究所

政策重心不同，使得信用环境也存在差异；2019 年年初信用环境加速修复，当前已经进入收缩通道。维稳政策托底下，2019 年年初信用环境加速修复；2019 年 1 月新增社融和信贷均创历史新高，社融存量增速明显回升。当前，政策“退潮”下，政府杠杆行为减弱、非标融资收缩加快和地产调控加强等影响逐步显性化，信用环境已经进入收缩通道。经验显示，信用环境同步略领先于估值变化；信用收缩的阶段，估值多承压。（详见前期报告《信用收缩阶段，估值多承压》）

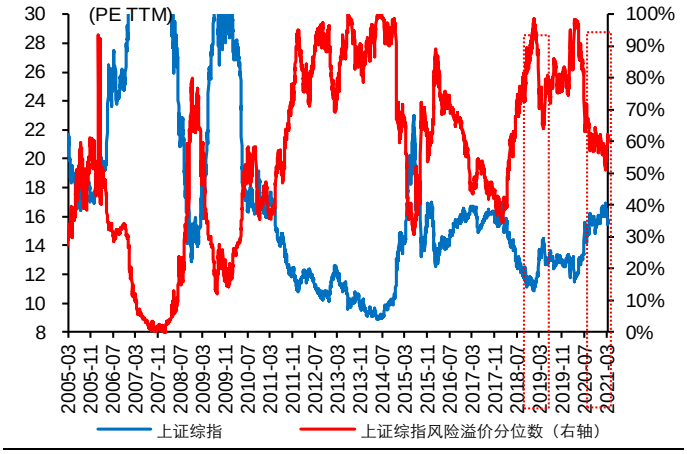
图6：两个阶段的信用环境也不同



数据来源：Wind、开源证券研究所

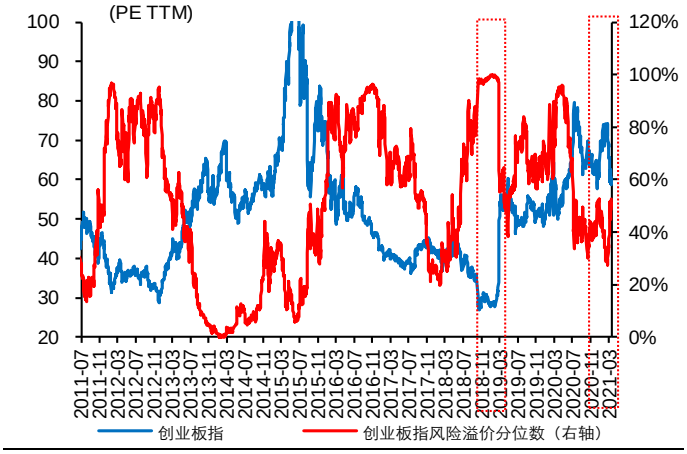
当前，权益市场整体估值及机构重仓股的估值，均远高于 2019 年年初。从整体估值看，上证指数、创业板指估值分位数接近 40%、70%（2019 年年初均低于 10%），风险溢价分位数约为 60%、50%（2019 年年初均接近 100%）。细分行业来看，休闲服务、食品饮料、家电、汽车等行业估值分位数均远高于 2019 年年初。同时，机构重仓股的绝对和相对估值也处于历史极值附近，远高于 2019 年年初；例如当前机构重仓股中估值分位数高于 60%的个股占比超过 70%，远高于 2019 年年初、甚至超过 2015 年的峰值水平。

图7：上证指数的风险溢价远低于 2019 年年初



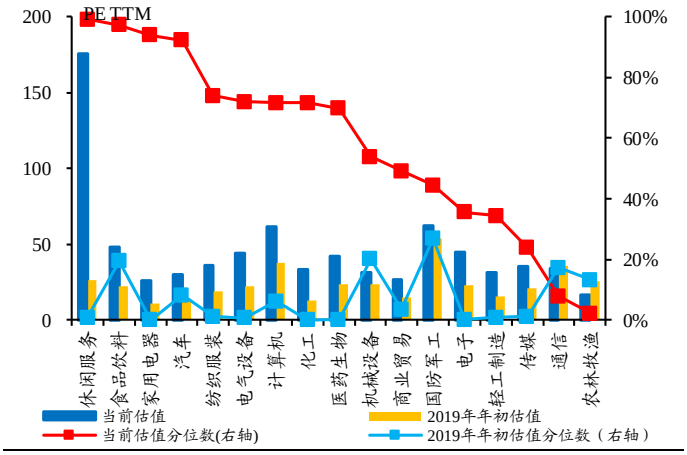
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：创业板指的风险溢价远低于 2019 年年初



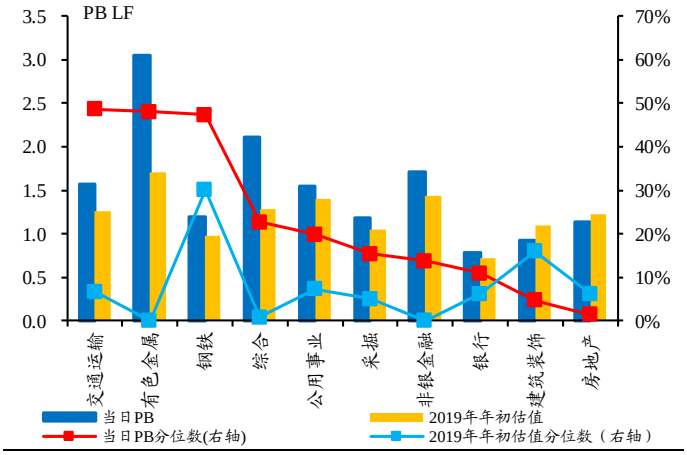
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：当前，行业 PE 估值分位数远低于 2019 年年初



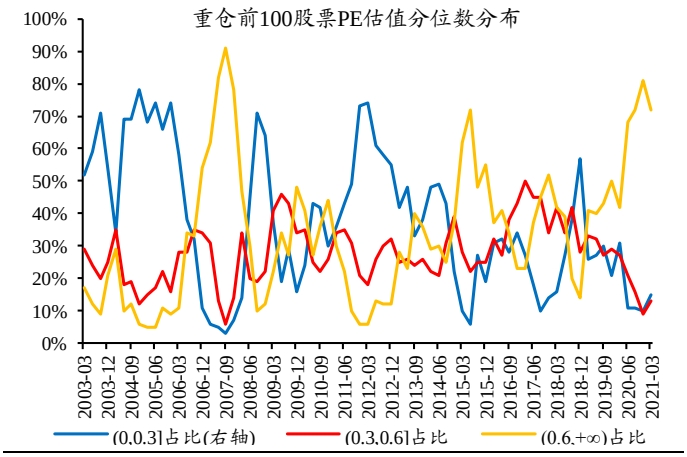
数据来源：Wind、开源证券研究所（部分行业）

图10：当前，行业 PB 估值分位数远低于 2019 年年初



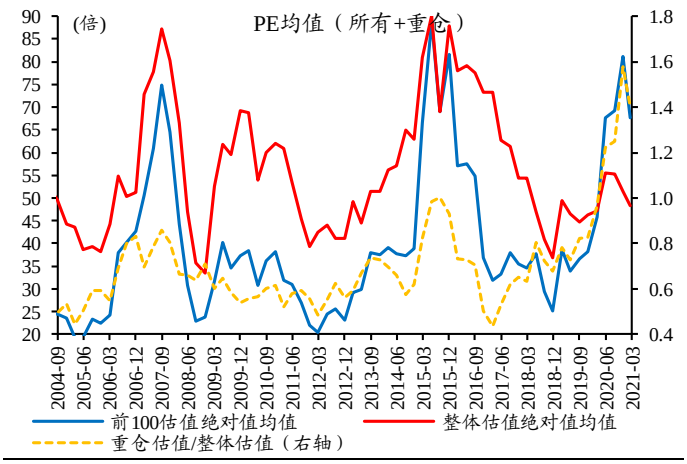
数据来源：Wind、开源证券研究所（部分行业）

图11：PE 分位数高于 60%的个股占比远超 2019 年年初



数据来源：Wind、开源证券研究所（机构重仓前 100 口径）

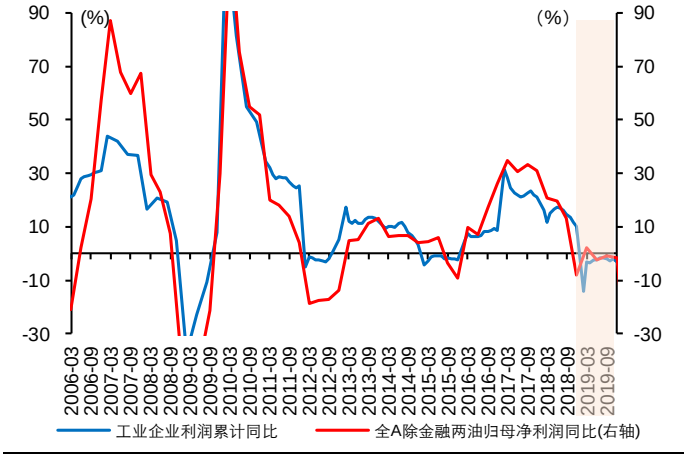
图12：当前，重仓股相对和绝对估值远高于 2019 年年初



数据来源：Wind、开源证券研究所

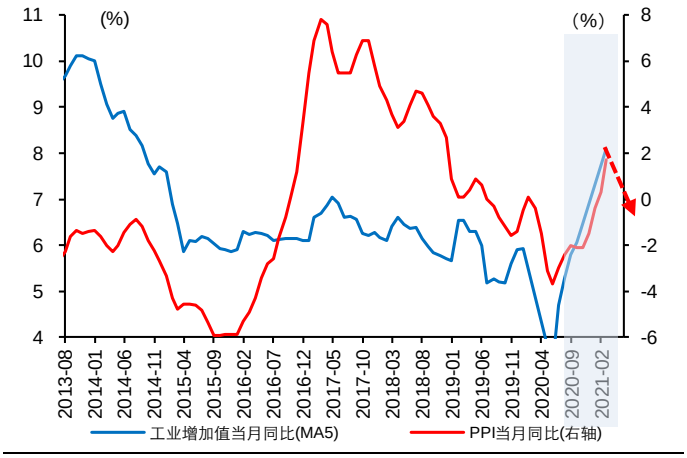
与此同时，企业盈利预期也不同；2019 年年初企业盈利增速底部回升，当前盈利预期或逐渐修正，行业间盈利趋势分化。历经 2018 年去杠杆、商誉减值风险释放，2019 年年初企业盈利预期改善。伴随政策“退潮”，当前部分较早修复的经济指标，已依次见顶回落；同时海外产需缺口收敛，中国出口“替代效应”正逐步衰减。伴随国内经济景气见顶回落，盈利预期或逐渐修正，行业间分化仍将继续。

图13：2019 年年初，企业盈利预期底部回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

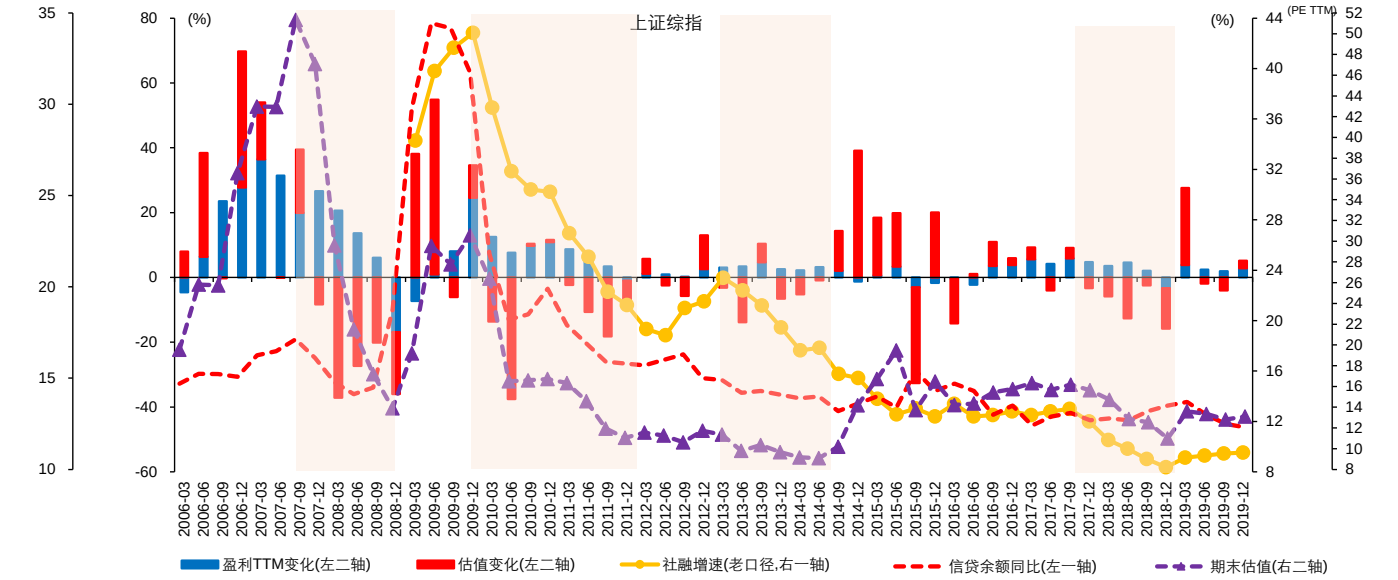
图14：国内经济景气见顶，或带动企业盈利预期修正



数据来源：Wind、开源证券研究所

综合来看，当前权益市场的估值压缩风险尚未完全解除，低价策略效果或今时不同往日。伴随去杠杆政策纠偏、商誉减值风险释放，2018 年年底权益市场估值压缩至历史低位；2019 年年初，信用修复、盈利预期上行等，带动权益市场上行。当前政策“退潮”、信用收缩的背景下，权益类资产的风险更多的不在分子端，而是经济环境正常化对资产估值的压制，尤其是部分估值处于历史高位的板块。

图15：经验显示，信用环境的变化一般同步略领先于权益市场估值变化[①]

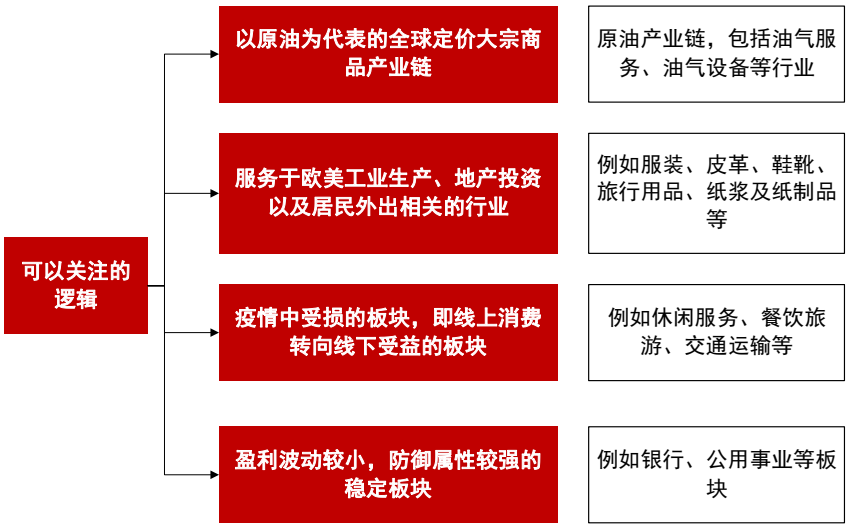


数据来源：Wind、开源证券研究所

[①] 信用环境的代理变量，2010 年使用信贷余额同比，2010 年之后使用老口径社融累计同比。

应当规避正股估值高、资质较差、可能存在信用风险的个券；结构上来看，优先关注部分正股估值低、盈利确定性强行业内的优质低价券。具体来看，可以关注几条逻辑链：（1）以原油等为代表的全球定价的大宗商品涨价，带来的投资机遇，例如原油产业链上游的油气设备、油气服务，及行业集中度较高、成本转嫁能力强的化工品等；（2）服务于欧美工业生产、地产投资以及居民外出相关的行业，如纸制品、鞋靴、纺织服装等；（3）前期在疫情中受损的板块，即受益于线上活动转向线下的部分行业，如休闲服务、餐饮旅游、交运等。（4）盈利波动较小、防御属性较强的板块，例如银行、公用事业等相关行业。

图16：未来一段时间，可以关注的几个逻辑



资料来源：开源证券研究所

2、 研究结论

（1）2019 年年初，维稳政策托底；当前，政策重心从疫情中的“稳增长”，重新回到“调结构”、“防风险”等。2018 年下半年，政策重心从“去杠杆”、“防风险”回到“稳增长”，2019 年年初维稳政策托底。伴随疫情的影响逐步消退，2020 年下半年政策重心已开始从疫情中的“稳增长”，重新回归“调结构”、“防风险”等。

（2）政策重心不同，使得信用环境也存在差异；2019 年年初信用环境加速修复，当前已经进入收缩通道。2018 年下半年维稳政策托底，2019 年年初融资环境加速改善。当前，政府杠杆行为减弱、非标融资收缩加快和地产调控加强等影响逐步显性化，信用环境已进入收缩通道；经验显示，信用收缩的阶段，估值多承压。

（3）当前，权益市场整体估值、机构重仓股的估值，均远高于 2019 年年初。整体来看，上证指数、创业板指估值分位数接近 40%、70%（2019 年年初均低于 10%），风险溢价分位数约为 60%、50%（2019 年年初均接近 100%）。分行业看，休闲服务、食品饮料、家电、汽车等行业的估值分位数均远高于 2019 年年初。同时，机构重仓股的绝对和相对估值也处于历史极值附近，均远高于 2019 年年初水平。

（4）与此同时，企业盈利预期也不同；2019 年年初企业盈利增速底部回升，当

前总体盈利预期或逐渐修正，行业间趋势分化。历经 2018 年去杠杆、商誉减值风险释放，2019 年年初企业盈利预期改善。政策“退潮”下，当前部分较早修复的经济指标，已依次见顶回落；伴随海外产需缺口收敛，中国出口“替代效应”正逐步衰减。伴随经济见顶回落，盈利预期或逐渐修正，行业间盈利分化仍将继续。

（5）综合来看，当前权益市场的估值压缩风险尚未完全解除，低价策略效果或今时不同往日。伴随去杠杆政策纠偏、商誉减值风险释放，2018 年年底权益市场估值压缩至历史低位；2019 年年初，信用修复、盈利预期上行等，带动权益市场上行。当前政策“退潮”、信用收缩的背景下，权益类资产的风险更多的不在分子端，而是经济环境正常化对资产估值的压制，尤其是部分估值处于历史高位的板块。

（6）应当规避正股估值高、资质较差、可能存在信用风险的个券，优先关注部分正股估值低、盈利确定性强的行业内的优质低价券。例如，以原油为代表的全球定价大宗商品涨价，带来的投资机遇；服务于欧美生产、地产投资及居民外出相关的行业；受益于线上活动回归线下的行业；盈利波动小、防御属性较强的板块等。

3、 风险提示

宏观经济或监管政策出现大幅调整，市场出现大幅波动。

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R2（中低风险），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C2、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C2、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

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