2021 年 03 月 08 日

理解财政，把脉政策“风向”

——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

马洁莹（联系人）
majieying@kysec.cn
证书编号：S0790120080081

2021 年一般财政赤字和专项债规模超预期，市场解读分歧较大。本文详细梳理财政政策思路发现，“低”效率杠杆行为确定性转向，保民生、防风险成重心。

● **财政政策退出方向明确、重在保就业民生，稳定杠杆和防风险保证更可持续**

财政政策退出方向明确，仍保有较高赤字规模，重在保就业民生，并非维持高强度政府投资。相较于 2020 年的“更加积极有为”，2021 年财政政策强调“提质增效、更可持续”，“节用为民、坚持过紧日子”，重点加大对保就业保民生保市场主体的支持力度；同时，政府投资相关动能明显弱化，对重大工程项目等表述由此前的“加强…建设”改为“支持”、“实施”，专项债优先支持在建工程等。**财政政策更可持续，主要体现为保持政府杠杆率基本稳定和抓实化解地方政府隐性债务。**按照财政部长的解释，财政政策更可持续包含不急转弯、为今后留出空间和化解财政风险隐患，其中，不急转弯主要针对民生、中小微企业等“三保”领域；保持政府部门宏观杠杆率基本稳定，为今后预留政策空间；持之以恒抓实化解地方政府隐性债务风险，坚决防范基层“三保”支出风险，确保财政可持续。

● **“低”效率杠杆行为确定性转向，保民生和防范化解地方债务风险成政策重心**

“稳”杠杆背景下，“低”效率杠杆行为确定性转向，专项债优先支持在建工程、重点向民生项目等倾斜。2021 年明显淡化专项债撬杠杆作用、强调优先支持在建工程，交通投资计划投资规模近年来首次下降、较 2020 年下降 25%。除基建项目外，政府投资更多向惠及面广的民生项目倾斜，专项债重点用于生态环保、社会事业、保障性安居工程等民生领域，及部分用于补充中小银行资本金等。**政策对地方债务风险重视度明显上升，遏制隐性债务增长和化解隐性债务风险、加强地方债管理等。**化解地方政府隐性债务工作，近年来一直在推进；疫情期间债务风险的加速累积，使得化解债务的迫切性上升。2020 年 7 月以来，当局对地方债务风险重视度明显上升，强化监督问责、整治举债乱象；不仅加大隐性债务监管和化解，对地方债风险管理也明显加强，加强项目评估、强化信息披露等。

● **政策“退潮”下，货币流动性或较难出现趋势性收紧，利率债行情确定性强**

政策“退潮”、信用“收缩”下，货币流动性环境或较难出现趋势性收紧。伴随政策“退潮”，信用环境已进入收缩通道；如果流动性持续紧张，可能加速实体融资收缩、债务风险暴露，不利于经济、金融体系稳定。同时，再贷款再贴现等工具，及贷款展期、信用债等集中到期，仍需货币政策稳妥支持。此外，内外需“K”型分化下，商品涨价带来的结构性通胀，不会成为政策转向收紧的理由。**重申观点：从“固收+”到“+固收”，利率债行情确定性强、通胀交易提供较好买点，权益类资产估值压缩风险尚未解除。**2021 年，政策“退潮”之年，重心已回归“调结构”、“防风险”。伴随经济和信用“收缩”预期逐步收敛，利率债利多因素加速显现，长端收益率或将重回下行通道；而权益类资产估值压缩的风险尚未解除，低估值、盈利有支撑板块受的冲击较小，部分高估值板块压力较大。

● **风险提示：**金融风险加速释放。

相关研究报告

《宏观经济专题-10Y 美债破 2%风险四论：美国群体免疫时点，可能大幅提前》-2021.3.7

《宏观经济专题-两会要点解析》-2021.3.6

《宏观经济点评-景气延续回落，非制造业扰动明显》-2021.2.28

目 录

1、 理解财政，把脉政策“风向” 3
2、 研究结论：财政退出方向明确，重在保民生、防风险 7
3、 风险提示 8

图表目录

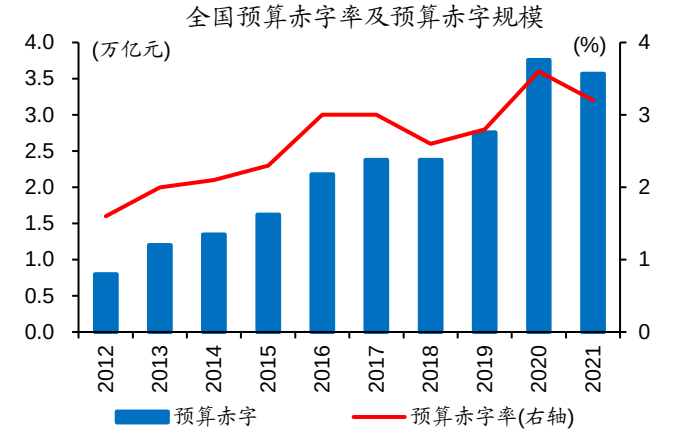
图 1： 2021 年预算赤字和赤字率较 2029 年小幅下降 3
图 2： 2021 年地方债额度较 2020 年小幅下降 3
图 3： 2020 年专项债投向基建占比较高 5
图 4： 2021 年交通固定资产计划投资规模明显下滑 5
图 5： 2020 年，政府和企业杠杆明显抬升 5
图 6： 地方债和城投债到期偿付压力逐步上升 5
图 7： 中性情景下，2021 年社融增速回落至 10%左右 6
图 8： “紧信用”环境，多对应“宽货币” 7
图 9： 2021 年 3 月和 4 月信用债集中到期 7
图 10： PPI 上行、经济下行阶段，长端收益率下行 7
图 11： 信用“收缩”阶段，权益类资产估值多承压 7

表 1： 积极的财政政策要提质增效、更可持续 3
表 2： 财政政策更可持续思路明确 4
表 3： 政策对防范地方债务的重视明显提升 6
表 4： 各地“化债”多采用财政资金偿还、债务展期等 6
表 5： 金融监管明显加强 6

1、 理解财政，把脉政策“风向”

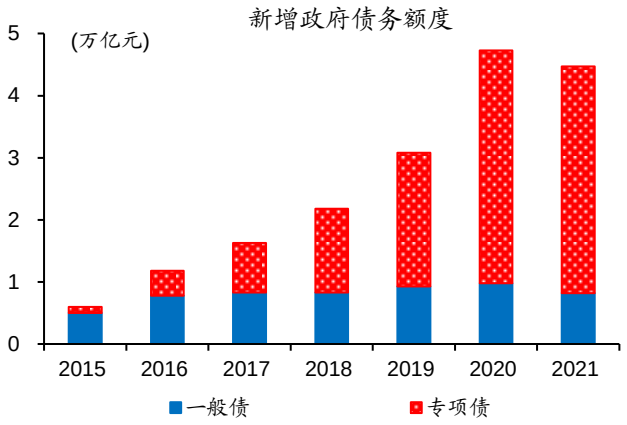
2021 年一般财政赤字和专项债规模均超预期，市场解读分歧较大。2021 年一般财政目标赤字率 3.2%、预算赤字规模 3.57 万亿元，赤字率高于市场平均预期的 3%左右；专项债额度 3.65 万亿元，而此前大多预期在 3-3.5 万亿元左右；抗疫特别国债不再发行，与市场预期基本一致。与前两年相比，一般财政赤字和专项债规模，均较 2020 年有所回落，但远高于 2019 年水平。

图1：2021 年预算赤字和赤字率较 2020 年小幅下降



数据来源：新华网、Wind、开源证券研究所

图2：2021 年地方债额度较 2020 年小幅下降



数据来源：财政部、开源证券研究所

财政政策退出方向明确，仍保有较高赤字规模，重在保就业民生，并非维持高强度政府投资。相较于 2020 年的“更加积极有为”，2021 年财政政策强调“提质增效、更可持续”，“节用为民、坚持过紧日子”，重点加大对保就业保民生保市场主体的支持力度；同时，政府投资相关动能明显弱化，对重大工程项目等表述由此前的“加强…建设”改为“支持”、“实施”，专项债优先支持在建工程等。

表1：积极的财政政策要提质增效、更可持续

	2021 年政府工作报告	2020 年政府工作报告
强调财政政策可持续性	一、**积极的财政政策要提质增效、更可持续。**考虑到疫情得到有效控制和经济逐步恢复，今年赤字率拟按 3.2%左右安排、**比去年有所下调，不再发行抗疫特别国债。** 二、**各级政府都要节用为民、坚持过紧日子**，确保基本民生支出只增不减。	一、**积极的财政政策要更加积极有为。**今年赤字率拟按 3.6%以上安排，财政赤字规模比去年增加 1 万亿元，同时发行 1 万亿元抗疫特别国债。**这是特殊时期的特殊举措。** 二、要**大力优化财政支出结构**，基本民生支出只增不减，重点领域支出要切实保障，一般性支出要坚决压减。
“三保”是财政政策重点	一、因财政收入恢复性增长，财政支出总规模比去年增加，**重点仍是加大对保就业保民生保市场主体的支持力度。** 二、政府投资**更多向惠及面广的民生项目倾斜**，新开工改造城镇老旧小区 5.3 万个。	一、上述 2 万亿元全部转给地方…**主要用于保就业、保基本民生、保市场主体。** 二、就业优先政策要全面强化。**财政、货币和投资等政策要聚力支持稳就业。**努力稳定现有就业，积极增加新的就业，促进失业人员再就业。

刺激投资相关表述弱化	一、今年拟安排地方政府专项债券 3.65 万亿元，**优先支持在建工程，合理扩大适用范围。** 二、**继续支持促进区域协调发展的重大工程，推进“两新一重”建设，**实施一批交通、能源、水利等重大工程项目，建设信息网络等新型基础设施，发展现代物流体系。	一、今年拟安排地方政府专项债券 3.75 万亿元，比去年增加 1.6 万亿元，**提高专项债券可用作项目资本金的比例，**中央预算内投资安排 6000 亿元。 二、**加强交通、水利等重大工程建设。增加国家铁路建设资本金 1000 亿元。**

资料来源：政府工作报告、开源证券研究所

财政政策更可持续，主要体现为保持政府杠杆率基本稳定和抓实化解地方政府隐性债务。按照财政部长的解释，财政政策更可持续包含不急转弯、为今后留出空间和化解财政风险隐患，其中，不急转弯主要针对民生、中小微企业等“三保”领域（详情参见《“不急转弯”的政策内涵》）；保持政府部门宏观杠杆率基本稳定，为今后预留政策空间；持之以恒抓实化解地方政府隐性债务风险，坚决防范基层“三保”支出风险，确保财政可持续。

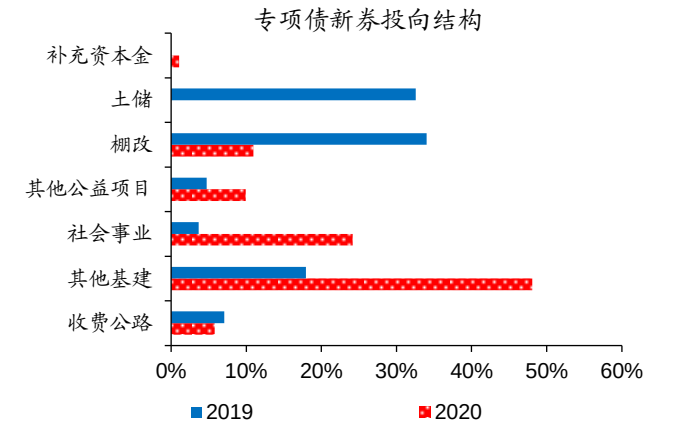
表2：财政政策更可持续思路明确

会议/文件	财政可持续内涵
政府工作报告	一、**深化财税金融体制改革。**强化预算约束和绩效管理，加大预算公开力度，精简享受税费优惠政策的办理流程和手续。落实中央与地方财政事权和支出责任划分改革方案。 二、**稳妥化解地方政府债务风险，**及时处置一批重大金融风险隐患。
财政部部长通道答记者问	积极的财政政策强调更可持续，覆盖内容很广，体现在今年的预算安排上，有三个特点： 一、**财政政策保持基本稳定，**不急转弯。 二、**与今后年份的财政政策做好衔接，**留出空间。我们将持续完善政府债务管理，**保持政府部门宏观杠杆率基本稳定，**既保持对经济恢复的必要支出力度，又为今后应对风险挑战预留政策空间。 三、**坚决做实化解财政风险隐患，**持之以恒抓实化解地方政府隐性债务风险，坚决防范基层“三保”支出风险，确保财政经济稳健运行、可持续。
2021 年中央与地方财政预算草案	一、保持适度支出强度。加大优化支出结构力度，坚持艰苦奋斗、勤俭节约、精打细算，全面落实政府过紧日子要求，增强国家重大战略任务财力保障，把宝贵的财政资金用在刀刃上。 二、优化和落实减税降费政策。 三、**增加中央对地方转移支付规模。**落实中央与地方财政事权和支出责任划分改革要求，深化预算管理制度改革，稳步推进税制改革，加快建立现代财税体制。 四、**合理确定赤字率。**加强财政资源统筹，推进财政支出标准化，强化预算约束和绩效管理，努力提高财政支出效率。 五、**适度减少新增地方政府专项债券规模。**加强地方政府债务管理，抓实化解地方政府隐性债务风险工作，促进财政可持续发展

资料来源：中国政府网、开源证券研究所

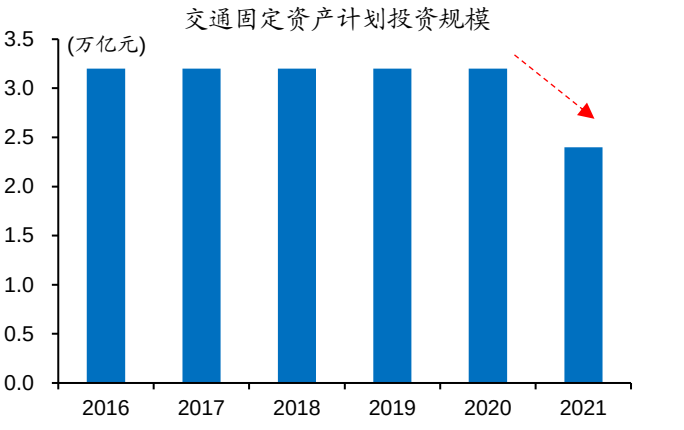
“稳”杠杆背景下，“低”效率杠杆行为确定性转向，专项债优先支持在建工程、重点向民生项目等倾斜。不同于 2020 年，2021 年政府工作报告明显淡化专项债撬杠杆作用、强调优先支持在建工程，交通投资计划投资规模近年来首次下降、较 2020 年下降 25%。除基建项目外，政府投资更多向惠及面广的民生项目倾斜，专项债重点用于农林水利、生态环保、社会事业、保障性安居工程等民生领域，及部分用于补充中小银行资本金、间接加大对中小微企业的支持等。

图3：2020 年专项债投向基建占比较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

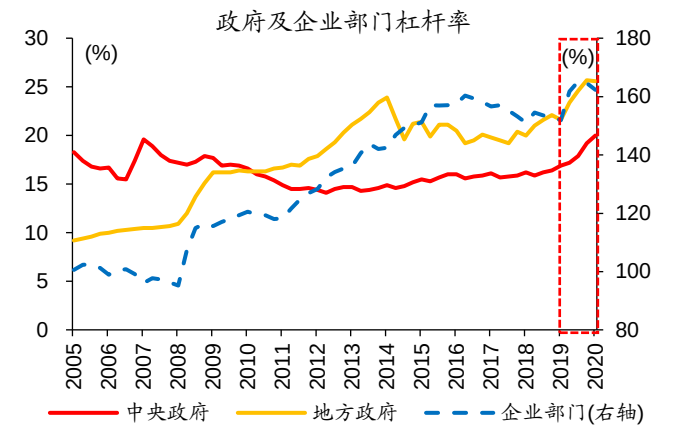
图4：2021 年交通固定资产计划投资规模明显下滑



数据来源：Wind、交通运输部、开源证券研究所

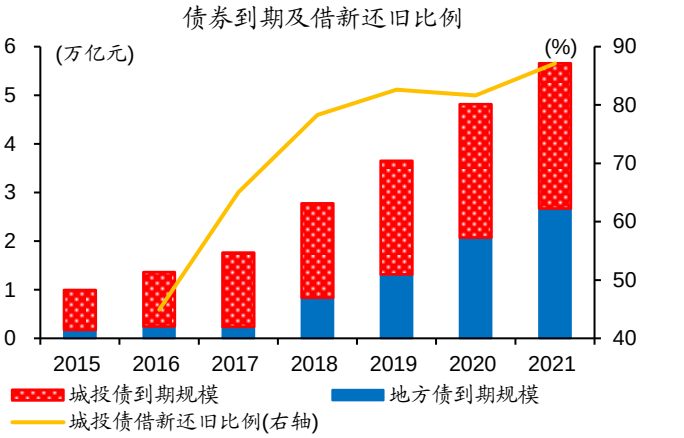
而化解地方政府隐性债务工作，近年来一直在推进；疫情期间债务风险的进一步累积，使得化解债务的迫切性上升。从 2014 年地方债“开前门、堵后门”，到 2017 年地方政府债务终身追责，再到 2018 年结构性去杠杆，化解隐性债务工作在不断推进。为缓解疫情冲击，政策托底加码带来实体杠杆明显抬升，尤其是地方政府和企业杠杆，加速地方政府、城投平台和地方国企的债务累积，债务偿付压力进一步加大、局部地区债务风险已经在陆续暴露。

图5：2020 年，政府和企业杠杆明显抬升



数据来源：CNBS、开源证券研究所

图6：地方债和城投债到期偿付压力逐步上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

近期，当局对地方政府债务的重视度明显上升，遏制隐性债务增长和化解隐性债务风险、加强地方债管理等。2020 年 7 月以来，当局对地方债务风险重视度明显上升，强化监督问责、整治举债乱象；不仅加大隐性债务监管和化解，对地方债风险管理也明显加强，加强项目评估、强化信息披露等。近期政府工作报告等强调，加强地方政府债务管理、抓实化解隐性债务风险工作。伴随地方政府债务压力的上升，部分地区陆续推进债务化解，主要方法包括财政资金偿还、债务借新还旧或展期等。

表3：政策对防范地方债务的重视明显提升

时间	事件	主要内容
2020年7月	中央政治局会议	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。
2020年8月	十三届全国人大常委会第二十一次会议	健全地方政府隐性债务常态化监测机制，统一口径、统一监管，实现对所有隐性债务全覆盖，完善制度建设，堵塞监管漏洞，及时发现和处置潜在风险，指导和督促各地综合采取措施，**稳妥化解隐性债务存量**。强化监管问责，从严整治举债乱象，**有效遏制隐性债务增量**。
2020年8月	关于2019年中央和地方预算执行情况与2020年中央和地方预算草案的报告	健全地方政府债务常态化监测机制，统一口径、统一监管，及时发现和处置潜在风险...**综合采取各类措施稳妥化解存量隐性债务**。
2020年8月	2020年上半年中国财政政策执行情况报告	**对不重视风险、继续违法违规新增隐性债务的地方，严肃查处问责**...牢牢守住不发生系统性风险的底线。
2020年9月	关于做好修订后的预算法实施条例贯彻实施工作的通知	要进一步加强地方政府债务管理，严格执行地方政府债务的预算调整、转贷程序，及时开展风险评估和预警工作，**切实防范和化解债务风险**。
2020年11月	《关于进一步做好地方政府债券发行工作的意见》	不断完善地方债发行机制，提升发行市场化水平；优化地方债期限结构，合理控制筹资成本；**加强地方债发行项目评估，严防偿付风险**；完善地方债信息披露和信用评级，促进形成市场化融资约束机制。
2020年12月	刘昆"开发性、政策性金融机构 不得配合地方政府变相举债"	开发性、政策性金融机构等必须审慎合规经营，综合考虑项目现金流、抵质押物等审慎授信，**严禁向地方政府违规提供融资或配合地方政府变相举债**...加强督查审计问责，严格落实政府举债终身问责制和债务问题倒查机制。**严禁地方政府以企业债形式增加隐性债务**。
2021年1月	财政部部长答记者问	有的地区仍在新增隐性债务，个别地区偿债风险有所上升，"给地方政府债务戴上'紧箍咒'...财政部门将积极采取"开前门"和"堵后门"并行、保障和规范并举等措施，进一步完善管理、强化监管，**推进地方政府债务"阳光化"，切实把债务风险关进笼子里**。
2021年2月	《公司债券发行与交易管理办法》	发行公司债券，应当符合地方政府性债务管理的相关规定，**不得新增政府债务**。
2021年3月	政府工作报告	**稳妥化解地方政府债务风险**，及时处置一批重大金融风险隐患。
2021年3月	2020年中国财政政策执行情况报告	**积极化解地方政府隐性债务风险工作**...做好重点领域风险防范化解工作，确保财政经济稳健运行、可持续。
2021年3月	十三届人大四次会议部长通道，刘昆接受采访	坚决做实化解财政风险隐患，**持之以恒extract实化解地方政府隐性债务风险**，坚决防范基层"三保"支出风险，确保财政经济稳健运行、可持续。

资料来源：中国人民银行、政府网站、开源证券研究所

表4：各地“化债”多采用财政资金偿还、债务展期等

分类	省市	案例
安排财政资金偿还	南阳市官庄工区	实行政府隐性债务限额管理、将政府隐性债务纳入预算。
	贵州兴仁县	做好预算安排资金偿还存量债务工作，通过拓宽财源渠道、优化支出结构、盘活存量资金等方式，逐步化解债务风险。
出让政府股权以及经营性国有资产权益偿还	沈阳市辽中区	区政府计划将9处区下属企事业单位拥有的共38,372万平方米的办公楼、回迁楼等进行集中拍卖，用于偿还已纳入全口径债务监测系统的到期和逾期债务。
	宁夏固原市	对已建成投入使用的政府资产做出配售（公共租赁住房），用于偿还保障性住房项目形成的共5.12亿元债务，不足部分逐年纳入财政预算或用腾退土地出让收益来偿还。
利用项目结转资金、经营收入偿还	江苏泰州市	鼓励国有企业以项目结转资金、经营收入等偿还部分到期债务
	山西柳林县	对于有一定收益的在建项目，加快项目建设进度，尽早实现预期收益，提高项目本身的投资回报。
合规转换为企业经营性债务	山西交控	将政府还贷路资产负债整体划转至集团层面，相应的政府隐性债务转变为企业经营性债务。
借新还旧、展期等	青海	青海省政府与国开行就青海省投债务化解进行座谈，并达成了国开行作为债务委会牵头行的共识，拓宽了公司改革脱困的思路。国开行是青海省投最大债权行之一，截至2018年6月末，国开行给青海省投的授信额度为44.2亿元，已使用额度为26.95亿元。
	山东寿光	市平台公司已分别与民生银行、中信银行等进行了对接。针对不同主体的债务置换政策和要求，初步梳理筛选后向银行提交了债务置换项目；将近2-3年内到期的、利率较高的融资租赁、信托等隐性债务置换为长期的、利率较低的债务，拉长存量隐性债务偿还期限，缓解该市隐性债务即期偿债压力。

资料来源：各地政府网站、21世纪经济报道、开源证券研究所

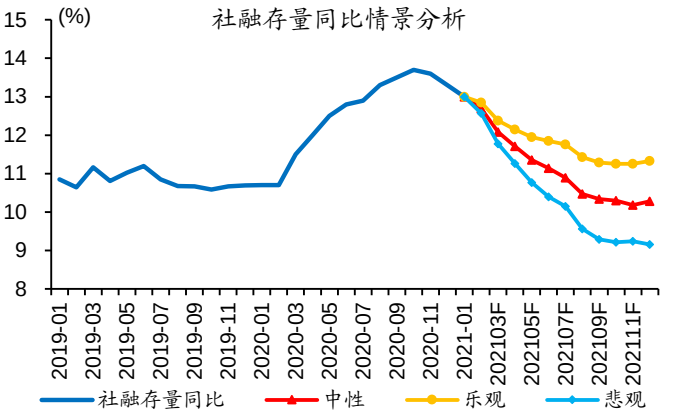
伴随防风险等影响显现，信用“收缩”趋势不改、力度或被低估。2020年10月我们就开始提示的信用“收缩”三条逻辑链，政府杠杆行为减弱、非标融资收缩加快和地产调控加强等正逐步显现。政策“退潮”的同时，信托、地产等监管进一步加强，进而加大信托、信用债等相关领域融资压力。伴随防风险加强、资管新规过渡期到期等，信用“收缩”或将加速；中性情景下，2021年社融存量增速或回落至10%左右。

表5：金融监管明显加强

时间	事件/文件	主要内容
2020年11月	《网络小额贷款业务管理暂行办法（征求意见稿）》	对自然人的单户网络小额贷款余额原则上不得超过人民币30万元，不得超过其最近3年年均收入的三分之一，该两项金额中的较低者为贷款金额最高限额；对法人或其他组织及其关联方的单户网络小额贷款余额原则上不得超过人民币100万元等。
2020年12月	互联网平台网络小额贷款业务	自查自纠违规行为、规范和整改业务，新增业务要按新的办法和精神开展，**存量业务要稳妥有序整改**。四是保护消费者合法权益，不增加客户融资成本，不降低客户服务质量和标准，支持实体经济发展。
2021年1月	《关于规范商业银行通过互联网开展个人存款业务有关事项的通知》	**不得通过非自营网络平台开展定期存款和活期两便存款业务**，已开展的存量业务到期自然结清；商业银行不得利用存款保险制度内容进行不当营销宣传，**应当在个人存款项目下单独设置互联网渠道存款统计科目**。
2021年1月	《非银行支付机构条例（征求意见稿）》	**以强化金融监管为重点**，其中**强化了支付领域反垄断监管措施**，特别是明确界定相关市场范围以及市场支配地位认定标准，维护公平竞争市场秩序。
2021年1月	2021年中国银保监会工作会议	**持续整治影子银行，对高风险影子银行业务的新形式新变种露头就打**。对理财存量资产处置不力的机构加大监管力度，**依法将金融活动全面纳入监管，对同类业务、同类主体一视同仁，加强对银行保险机构与互联网平台合作开展金融活动的监管**。坚决遏制垄断和不正当竞争行为，防止资本在金融领域的无序扩张和野蛮生长。
2021年2月	加强存款管理工作电视电话会议	存款基准利率作为整个利率体系的“压舱石”，要长期保留...督促地方法人银行回归服务当地的本源，**不得以各种方式开办异地存款**...**继续加强对不规范存款创新产品的监测管理**，维护存款市场竞争秩序...
2021年2月	2021年度信托监管工作会议	**继续压降信托通道业务规模**，逐步**压缩违规融资类业务规模**，加大对表内外风险资产的处置...要求各家信托公司**认清形势，不要有侥幸或者观望心理**...融资类信托、违规金融同业通道、风险处置、房地产信托等各方面均有明确压降目标。
2021年2月	《关于进一步规范商业银行互联网贷款业务的通知》	互联网贷款业务，需要分散合作机构的集中度风险（25%），降低合作机构自身的杠杆率（出资30%），限制城商行异地扩张冲动（禁止异地发放贷款），**从资产和负债两端分别对互联网存款和互联网贷款进行严格约束**。

资料来源：银保监会、21世纪经济报道、开源证券研究所

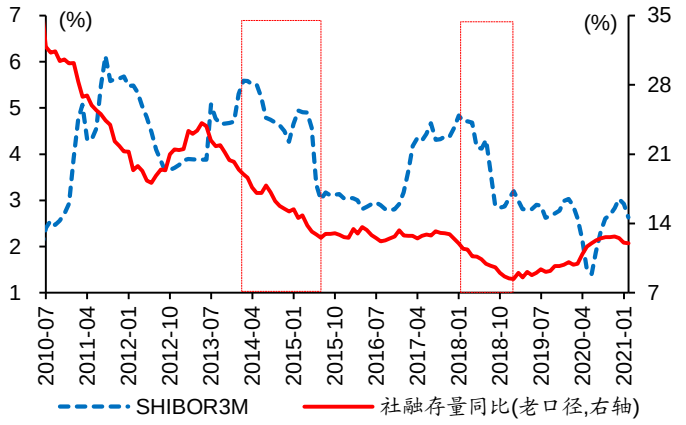
图7：中性情景下，2021年社融增速回落至10%左右



数据来源：Wind、开源证券研究所

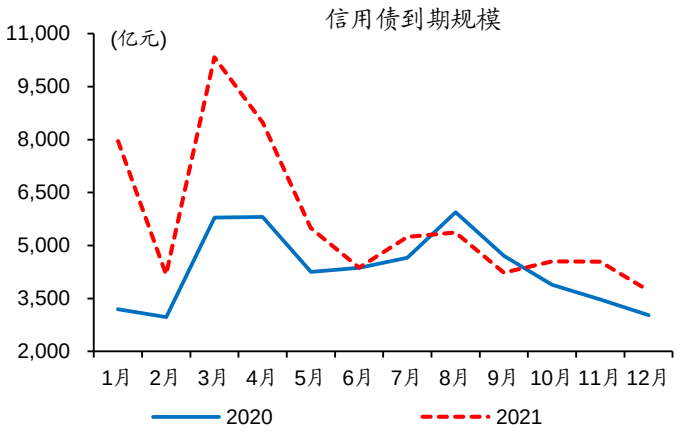
政策“退潮”、信用“收缩”下，货币流动性环境或较难出现趋势性收紧。伴随政策“退潮”，信用环境已进入收缩通道；如果流动性持续紧张，可能会加速实体融资收缩、债务风险暴露，不利于经济、金融体系稳定。同时，再贷款再贴现等工具，及贷款展期、信用债等集中到期，仍需要货币政策稳妥支持。经验显示，信用“收缩”阶段，政策搭配以“宽货币”和“紧信用”为主，并适时适度采取对冲措施。近期央行也明确强调要防止信用收缩（详情参见《流动性“变盘”，这次不一样》）。此外，内外需“K”型分化下，商品涨价带来的结构性通胀，不会成为政策转向收紧的理由。

图8：“紧信用”环境，多对应“宽货币”



数据来源：Wind、开源证券研究所

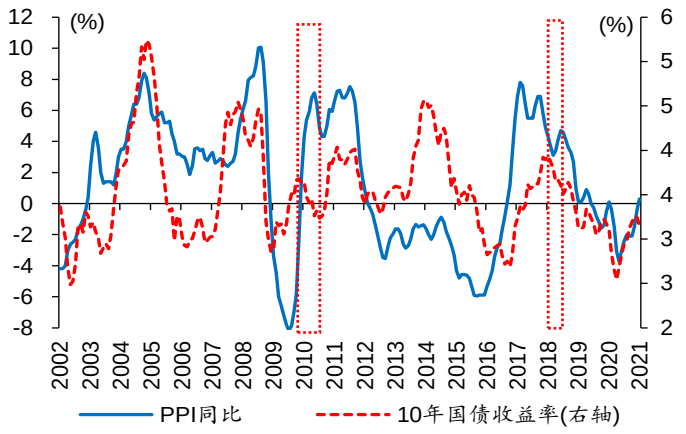
图9：2021 年 3 月和 4 月信用债集中到期



数据来源：Wind、开源证券研究所

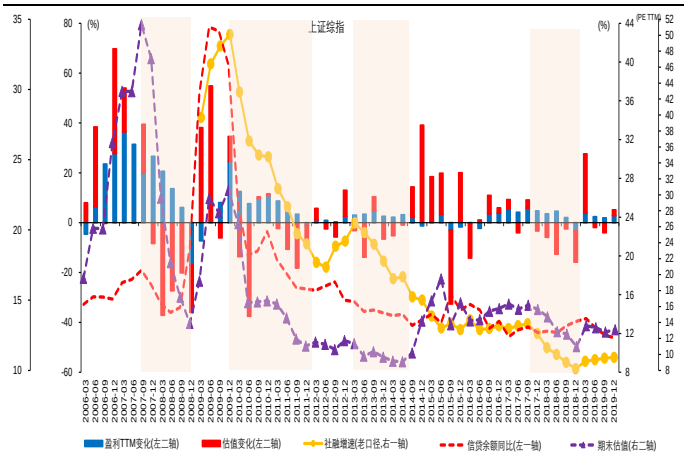
重申观点：从“固收+”到“+固收”，利率债行情确定性强、通胀交易提供较好买点，权益类资产估值压缩风险尚未解除。2021 年，政策“退潮”之年，重心已回归“调结构”、“防风险”。伴随经济和信用“收缩”预期逐步收敛，利率债利多因素加速显现，长端收益率或将重回下行通道；而权益类资产估值压缩的风险尚未解除，低估值、盈利有支撑板块受冲击或较小，部分高估值板块压力较大。

图10：PPI 上行、经济下行阶段，长端收益率下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：信用“收缩”阶段，权益类资产估值多承压



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 研究结论：财政退出方向明确，重在保民生、防风险

（1）财政政策退出方向明确，仍保有较高赤字规模，重在保就业民生，并非维持高强度政府投资。财政政策更可持续，主要体现为保持政府杠杆率基本稳定和抓实化解地方政府隐性债务。

（2）“稳”杠杆背景下，“低”效率杠杆行为确定性转向，专项债优先支持在建工程、重点向民生项目等倾斜。政策对地方债务风险重视度明显上升，遏制隐性债务

增长和化解隐性债务风险、加强地方债管理等。

（3）政策“退潮”、信用“收缩”下，货币流动性环境或较难出现趋势性收紧。重申观点：从“固收+”到“+固收”，利率债行情确定性强、通胀交易提供较好买点，权益类资产估值压缩风险尚未解除。

3、 风险提示

金融风险加速释放。

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	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