2021 年 02 月 21 日

宏观研究团队

转债市场的逻辑

——宏观经济专题

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

● **估值主动压缩，或与权益市场预期收益率收敛、信用风险及转债新规等有关**

近期，转债市场遭遇正股和溢价率双重压力，估值大幅主动压缩。具体来看，市场价从 1 月 25 日 135 元最低跌至 2 月 5 日 119 元，转股溢价率从 32%降至 30%，期间平价均值从 107 元降至 96 元。其中，100 到 110 元、110 到 120 元等主流平价区间个券，在正股震荡走平或小幅下行的情况下，受溢价率压制而持续下跌。

本轮溢价率主动压缩的主要原因：(1)政策“退潮”背景下，市场对权益类资产的预期收益率或收敛：2020 年四季度，偏债基金已经“主动”减持转债。**(2)华夏幸福事件等信用风险事件导致机构流动性紧张：**2 月 1 日，华夏幸福公告 52.55 亿元债务逾期，或导致部分基金被赎回，引发机构流动性紧张、抛售转债。**(3)转债新规出台：**转债新规，对前期受资金“炒作”的高价高溢价率品种影响较大。

伴随估值的主动压缩，转债市场情绪已有所释放；但相较于历史，当前的转股溢价率仍然较高，且个券的估值分化。从构建的转债市场情绪指标来看，目前市场情绪已有所释放；但历史对比来看，目前的转股溢价率仍较高，尤其是主流平价区间的个券估值均处于历史 60%分位数以上。同时，转债市场内部的估值分化严重，同等平价区间个券的转股溢价率差异较大，优质个券估值远高于市场均值。

● **政策“退潮”、信用收缩的背景下，转债仍可能阶段性面临正股、估值的压力**

政策“退潮”、信用收缩的背景下，需警惕高估值资产的估值压缩风险。经验显示，进入信用收缩通道约一个季度，权益市场估值一般开始阶段性承压；其中，低估值、盈利有支撑板块估值受冲击较小，高估值板块压力较大。这一背景下，高价高估值个券，也多会阶段性面临正股、溢价率双重压力。如 2008、2010 年信用收缩阶段，转债市场价格高、估值贵，大量个券面临正股和溢价率双重拖累。

伴随经济景气见顶回落，市场盈利预期或修正，可能影响正股表现。伴随政策“退潮”、信用收缩，房地产、基建等投资需求趋于回落，PMI 生产指数等生产端景气指标也开始高位回落。同时，高炉开工率、钢材表观消费量、水泥出货率等高频指标，近期均已降至往年农历同期水平以下。在产需逐步收敛的背景下，总量经济的高点可能已经出现，市场的盈利预期或逐步修正，从而影响正股的表现。

综合来看，政策“退潮”、信用收缩下，转债市场仍可能阶段性面临正股和溢价率的压力，需警惕高价高估值的品种、资质偏弱的低价品种的风险。信用收缩环境下，权益类资产的估值或继续承压；同时，经济的高点可能已经出现，盈利预期或面临下修。此外，信用风险频发下，转债市场估值或持续受到干扰。高价、高转股溢价率背景下，转债市场或仍将阶段性面临正股和转股溢价率的压力。

● **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-就地过年下的经济“开门红”》-2021.2.17

《宏观经济专题-“春节”效应 VS 经济“趋势”》-2021.2.16

《宏观经济专题-3 分钟看清春节海外要闻》-2021.2.15

目 录

1、 转债市场的逻辑 3
2、 研究结论 9
3、 风险提示 10

图表目录

图 1: 近期，转债市场持续下行 3
图 2: 转债表现弱于正股，溢价率大幅主动压缩 3
图 3: 和历史类似，估值压缩的个券的主要分为三类 4
图 4: 近期，估值主动压缩的个券 4
图 5: 信用收缩下，权益市场的预期收益率或收敛 4
图 6: 四季度，偏债基金主动大多“主动”减持转债 4
图 7: 华夏幸福的偿债压力较大 5
图 8: 转债新规出台以来，“炒作”品种有所减少 5
图 9: 目前，市场情绪已经有所释放 6
图 10: 当前，转债市场内部的估值分化较大 6
图 11: 部分优质个券的估值，远高于市场均值 6
图 12: 和历史对比来看，转债市场处于中高价格、中高溢价率的状态 7
图 13: 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 14: 1 月，PMI 生产和新订单指数双双回落 8
图 15: 12 月，工业增加值增速达到 2015 年以来的高位 8
图 16: 信用风险，对转债市场的影响逻辑 8
图 17: 2021 年信用债到期、回售集中于 3 月至 5 月 8
图 18: 未来一段时间，转债估值仍可能阶段性承压 9

表 1: 主流平价区间的个券市场价和溢价率，均处于历史中高水平 3
表 2: “炒作”行情出现以来，转债新规、交易规则陆续出台 5
表 3: 目前，主流平价区间个券估值较高 6

1、 转债市场的逻辑

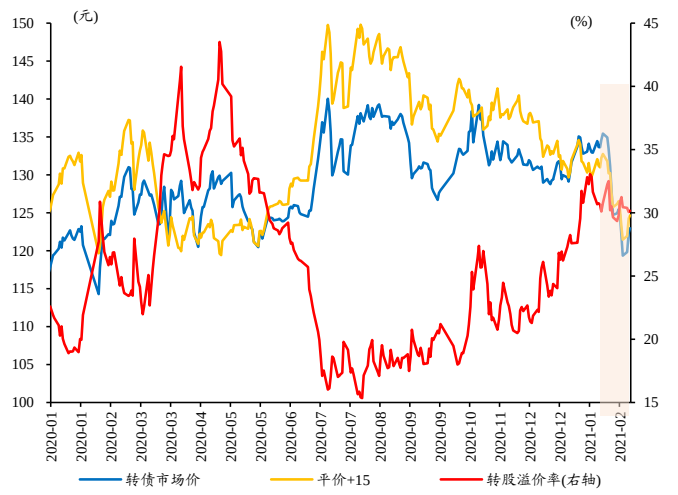
近期，转债表现持续弱于正股，转股溢价率大幅主动压缩。2021 年 1 月 25 日以来，转债市场大幅下行，表现持续弱于正股，转股溢价率大幅主动压缩。具体来看，整体市场价从 1 月 25 日的 135 元最低跌至 2 月 5 日的 119 元，转股溢价率从 32%降至 30%，期间正股也大幅下行、平价均值从 107 元降至 96 元。其中，100 到 110 元、110 到 120 元等主流平价区间的个券，在正股震荡走平或小幅下行的情况下，受溢价率大幅压缩的影响而持续下跌。

图1：近期，转债市场持续下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：转债表现弱于正股，溢价率大幅主动压缩



数据来源：Wind、开源证券研究所

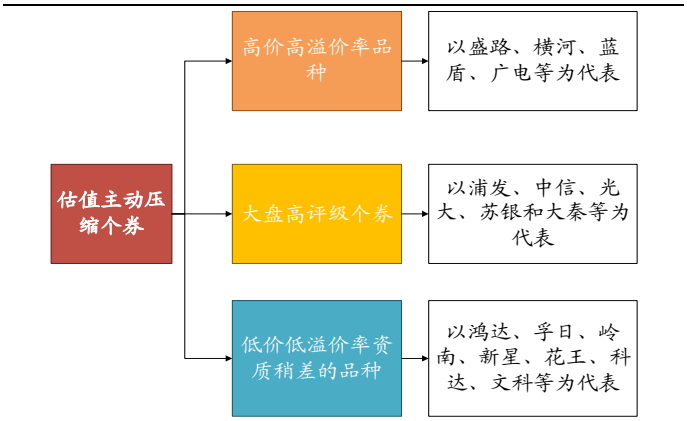
表1：主流平价区间的个券市场价和溢价率，均处于历史中高水平

平价区间	转债市场价（元）		转股溢价率（%）		平价（元）	
	2021/1/25	2021/2/5	2021/1/25	2021/2/5	2021/1/25	2021/2/5
0-50	86.35	87.14	109.83	116.02	42.08	41.66
50-70（含 50）	96.28	95.64	55.61	55.87	62.50	61.54
70-90（含 70）	111.90	101.59	39.23	29.48	80.55	78.77
90-100（含 90）	**113.20**	**105.95**	**19.90**	**12.87**	**94.51**	**93.88**
100-110（含 100）	**124.43**	**115.18**	**19.48**	**10.15**	**104.32**	**104.67**
110-120（含 110）	**137.75**	**126.36**	**19.22**	**10.27**	**115.50**	**114.68**
120-130（含 120）	**144.21**	**130.86**	**15.49**	**4.83**	**124.64**	**124.81**
130 以上	262.99	254.57	10.91	6.39	231.25	228.07
总体	134.93	119.33	32.24	30.44	106.79	96.45

数据来源：Wind、开源证券研究所（全部样本）

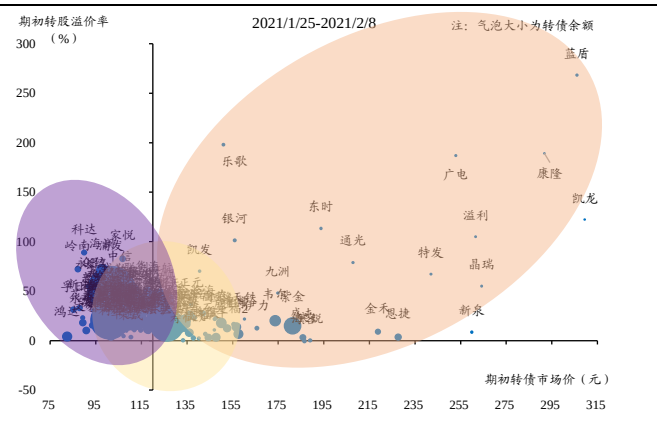
本次主动压估值的个券，主要分为三种类型：高价高溢价率品种、大盘高评级个券以及部分弱资质低价券。(1)高价高溢价率品种：主要包括盛路（350 元，290%）[①]、横河（490 元，560%）、蓝盾（310 元，270%）、广电（250 元，190%）等个券。(2)大盘高评级个券：主要是浦发、中信、光大、苏银和大秦等个券。(3)部分弱资质低价券：例如鸿达、孚日、岭南、新星、花王、科达、文科等个券。

图3：和历史类似，估值压缩的个券的主要分为三类



资料来源：开源证券研究所

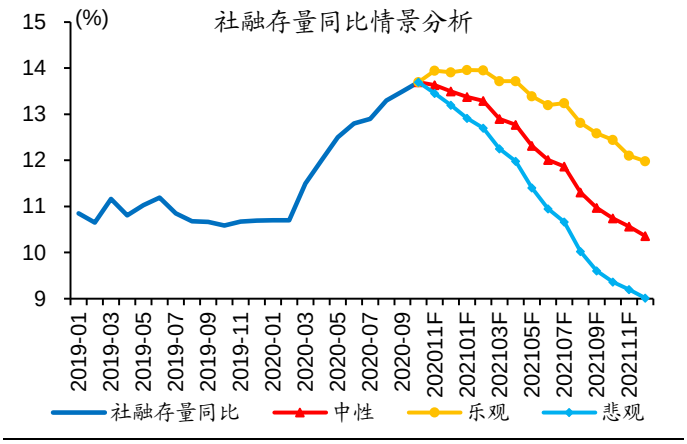
图4：近期，估值主动压缩的个券



数据来源：Wind、开源证券研究所

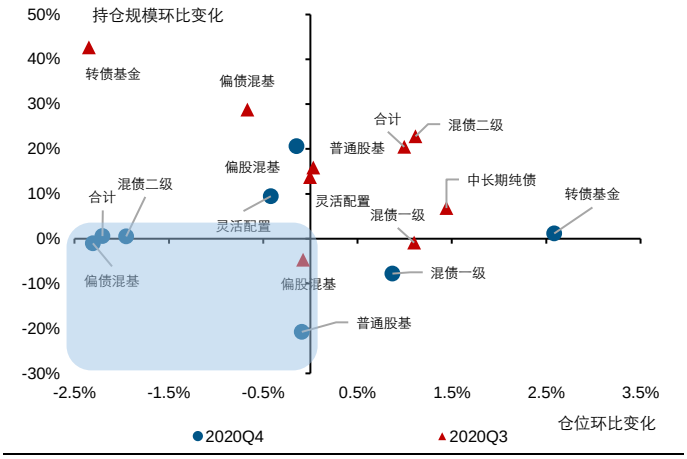
溢价率主动压缩的主要原因：(1)政策“退潮”背景下，市场对权益类资产的预期收益率或收敛：伴随政策“退潮”、信用收缩，市场可能对 2021 年的权益类资产预期收益率有所收敛。2020 年四季度，偏债基金已经开始“主动”减持转债，持仓转债的规模和仓位均环比下行。**(2)华夏幸福事件导致机构流动性阶段性紧张[②]：**2021 年 2 月 1 日，华夏幸福公告 52.55 亿元债务逾期。信用风险事件可能导致部分基金被赎回，引发机构流动性紧张、抛售转债。**(3)转债新规陆续出台：**转债炒作行情出现以来，监管机构陆续发布《可转换公司债券管理办法》、转债交易新规等，对前期受资金“炒作”较为严重的高价高溢价率品种影响较大。

图5：信用收缩下，权益市场的预期收益率或收敛



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：四季度，偏债基金主动大多“主动”减持转债

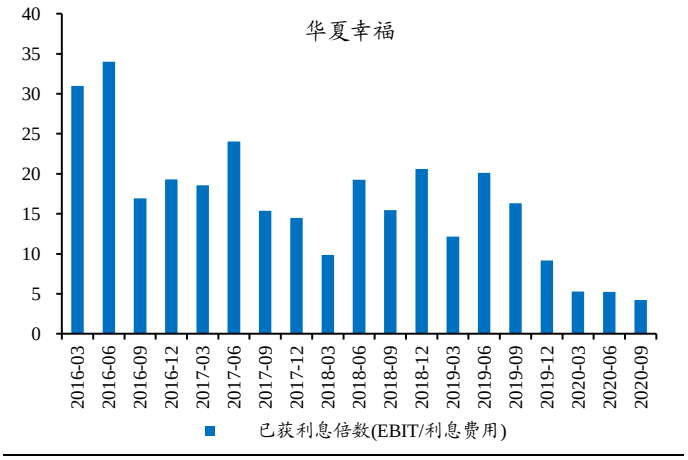


数据来源：Wind、开源证券研究所

[①] 括号内部为 2021 年 1 月 25 日近似的转债市场价和转股溢价率。

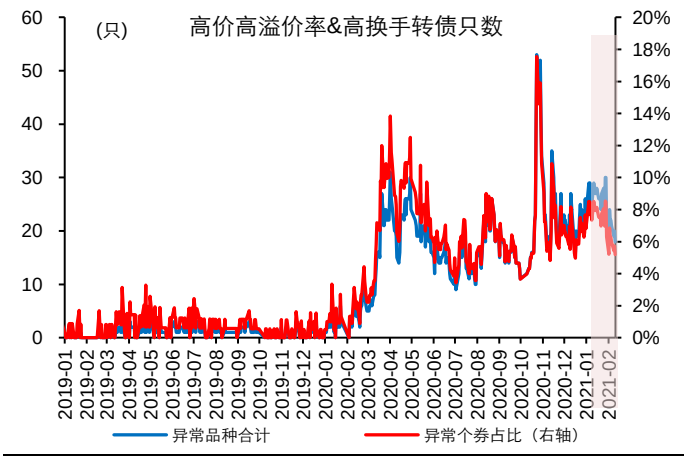
[②]华夏幸福 2021 年 2 月 1 日公告称，因公司流动性紧张，发生 52.55 亿元人民币的债务逾期，涉及银行贷款、信托贷款等债务形式，未涉及债券、债务融资工具等产品；不过其承诺“不逃废债”，将积极解决问题。

图7：华夏幸福的偿债压力较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：转债新规出台以来，“炒作”品种有所减少



数据来源：Wind、开源证券研究所

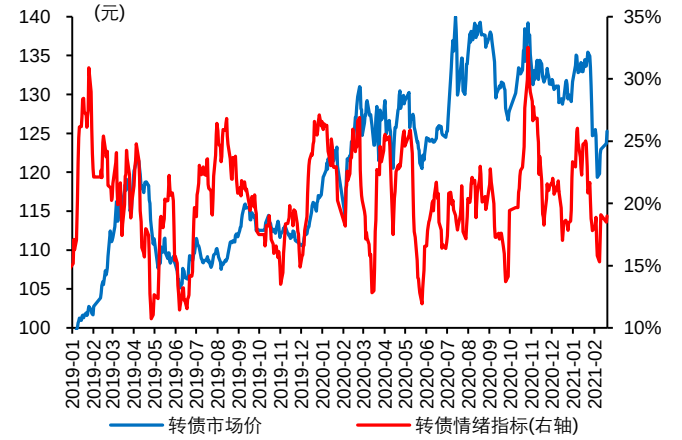
表2：“炒作”行情出现以来，转债新规、交易规则陆续出台

时间	部门	政策/文件	相关表述/主要内容整理
2020/3/20	沪深交易所	沪深交易所公告	将**可转债交易情况纳入重点监控**，对影响市场正常交易秩序、误导投资者交易决策的异常交易行为及时实施自律监管。
2020/5/22	深交所	关于对可转换公司债券实施盘中临时停牌有关事项的通知	一、**可转换公司债券竞价交易出现下列情形的，本所可以对其实施盘中临时停牌措施**：盘中成交价较前收盘价首次上涨或下跌达到或超过 20%的；盘中成交价较前收盘价首次上涨或下跌达到或超过 30%的。二、单次盘中临时停牌的持续时间为 30 分钟，具体时间以本所公告为准。临时停牌时间跨越 14:57 的，于当日 14:57 复牌，并对已接受的申报进行复牌集合竞价，再进行收盘集合竞价。三、盘中临时停牌期间，投资者可申报，也可撤销申报。复牌时对已接受的申报实行复牌集合竞价。四、本所可以视可转换公司债券盘中交易情况调整相关指标阈值，或采取进一步的盘中风险控制措施。五、本通知自 2020 年 6 月 8 日起施行。
2020/7/24	沪深交易所	关于发布《向不特定对象发行的可转换公司债券投资风险揭示书必备条款》及相关事项的通知	**投资者在本通知实施后参与向不特定对象发行的可转债申购、交易的，应当以纸面或者电子方式签署《向不特定对象发行的可转换公司债券投资风险揭示书》**。投资者未签署《风险揭示书》的，会员不得接受其申购或者买入委托，已持有相关可转债的投资者可以选择继续持有、转股、回售或者卖出。自 2020 年 10 月 26 日起实施。
2020/10/23	证监会	《可转换公司债券管理办法（征求意见稿）》	**一是明确发行条件和程序**。对发行条件进行原则规定，基本维持现有规定不变，同时明确向特定对象发行可转债购买资产构成重大资产重组的，还应当符合重大资产重组的条件。**二是完善交易转让制度**。要求证券交易场所根据可转债的风险和特点制定交易规则，防范和抑制过度投机；进行程序化交易的，要符合证监会规定并向证券交易场所报告；要求证券交易场所制定投资者适当性管理制度，证券公司对客户的投资者适当性进行核查评估，引导投资者理性参与可转债交易；防范强赎风险，加强对发行人行使强赎权行为的监管和规范；加强风险监测，要求交易所建立跨品种监测机制，并制定针对性的异常波动指标，及时采取有关处置措施。**三是完善信息披露**。进一步归位于可转债的“债性”，在《证券法》规定基础上，结合可转债自身的特点以及实际监管经验，对临时披露事件进行了详细规定。**四是完善转股价格确定和调整机制，加强对转股价格以及价格修正行为的规范。五是加强可转债持有人权益保护，参照《公司债券发行与交易管理办法》建立了可转债受托管理制度。六是明确规则衔接**。本办法已有规定的，适用本办法；本办法没有规定的，适用证监会其他相关规定。
	沪深交易所	相关负责人	一、深交所相关负责人介绍，要从四方面认真做好可转债交易监管，严密防控交易风险：一是加强盘中实时监控，将涨跌异常可转债纳入重点监控，对异常交易及时采取监管措施；二是强化可转债交易核查，发现涉嫌违法违规及时上报证监会；三是深化交易与信息披露监管联动，主动关注、及时问询，督促上市公司做好信息披露，提高市场透明度；四是加大监管信息公开力度，通过每周监管动态向市场披露重点监控的可转债名单。**下一步将持续做好交易监管工作，加强交易与信息披露联合监管，研究完善包括临时停牌在内的可转债交易制度，有效防范市场风险，切实维护市场交易秩序，充分保护投资者合法权益。** 二、上交所表示，**将可转债交易情况纳入重点监控，对影响市场正常交易秩序、误导投资者交易决策的异常交易行为及时实施自律监管。**
2020/12/31	证监会	《可转换公司债券管理办法》	**一是关于交易制度**。要求证券交易场所根据可转债的风险和特点，完善现行交易规则，防范和抑制过度投机，同时要根据正股所属板块的投资者适当性要求，制定相应的投资者适当性管理规则；明确强制赎回条款触发前后发行人的信息披露要求；明确证券交易场所的风险监测职责等。**二是关于信息披露**。以《证券法》第八十条、第八十一条关于信息披露的规定为基础，结合可转债的特点以及交易所实际监管经验，对临时披露重大事件进行了完善。**三是关于转股价格**。按照兼顾发行人、股东与可转债持有人权益的原则，结合现行再融资办法，对上市公司发行可转债转股价格的确定、修正及调整进行了完善。**四是关于受托管理制度**。依照《证券法》第九十二条规定建立可转债受托管理制度，明确受托管理人职责要求等。**五是关于监管处罚**。对于违反本办法规定的行为，证监会将采取相关监管措施；依法应予行政处罚的，依照有关规定进行处罚；情节严重的，对有关责任人员采取证券市场禁入措施；涉嫌犯罪的，依法移送司法机关追究刑事责任。**六是关于规则衔接**。《管理办法》不改变可转债现有发行规则，同时为上市公司向特定对象发行可转债购买资产预留一定的制度空间。**七是关于新老划断**。《管理办法》施行日及施行日以后发行申请被受理的可转债适用本办法，但是本办法有关交易规则、投资者适当性、信息披露、赎回回售等交易环节的要求，一体适用于已经发行和尚未发行的可转债。
2021/2/5	沪深交易所	《关于可转换公司债券程序化交易报告工作有关事项的通知》	以建立信息报告制度为核心，明确可转债程序化交易报告管理的相关要求。**一是规定程序化交易投资者范围**，包括会员客户、会员及直接使用交易单元进行交易的证券投资基金管理公司、保险机构等投资者（以下简称其他机构）。**二是明确报告方式**，会员客户应当向接受其交易委托的会员报告，由会员向上交所报告，会员及其他机构直接向上交所报告。**三是规定信息报告内容**，包括投资者身份、证券账户、资金来源及交易策略等信息。**四是要求投资者应当确保报告信息真实、准确、完整**，上交所/深交所可以根据自律监管需要，采用现场和非现场的方式，对可转债程序化交易报告情况进行监督检查。

资料来源：证监会、沪深交易所公告、中国证券报、开源证券研究所

伴随估值的主动压缩，目前转债市场情绪已经有所释放；但和历史对比来看，目前的转股溢价率仍然较高，且个券的估值分化。从我们构建的转债市场情绪指标来看，市场情绪已经有所释放。但从历史对比来看，目前的转股溢价率仍然较高，尤其是部分主流平价区间的个券估值均处于历史 60%分位数以上。同时，转债市场内部的估值分化严重，同等平价区间个券的转股溢价率差异较大，部分优质个券的估值远高于市场均值。

图9：目前，市场情绪已经有所释放



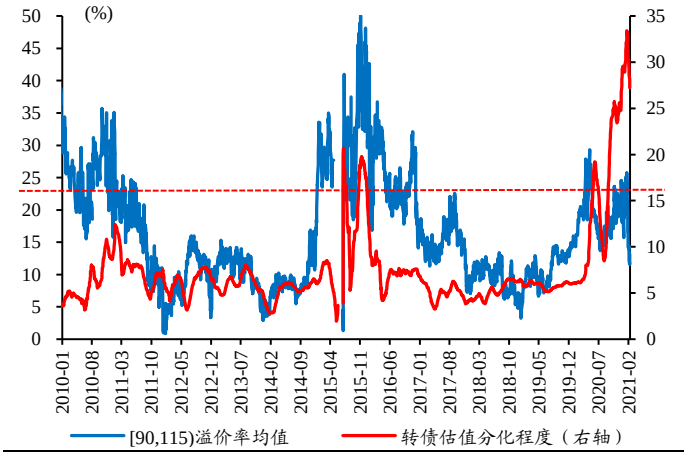
数据来源：Wind、开源证券研究所

表3：目前，主流平价区间个券估值较高

平价区间	绝对值		2006 年至今的分位数	
	市场价	转股溢价率	市场价	转股溢价率
0-50	85.53	116.62	2.10%	22.50%
50-70（含 50）	95.46	54.74	10.60%	12.50%
70-90（含 70）	105.97	31.75	43.00%	42.90%
90-100（含 90）	111.55	17.74	46.70%	48.70%
100-110（含 100）	113.27	9.19	28.90%	34.10%
110-120（含 110）	125.56	10.17	62.70%	63.20%
120-130（含 120）	134.70	7.40	69.80%	68.10%
130 以上	242.88	6.06	96.40%	80.90%
总体	125.29	26.90	68.10%	42.90%

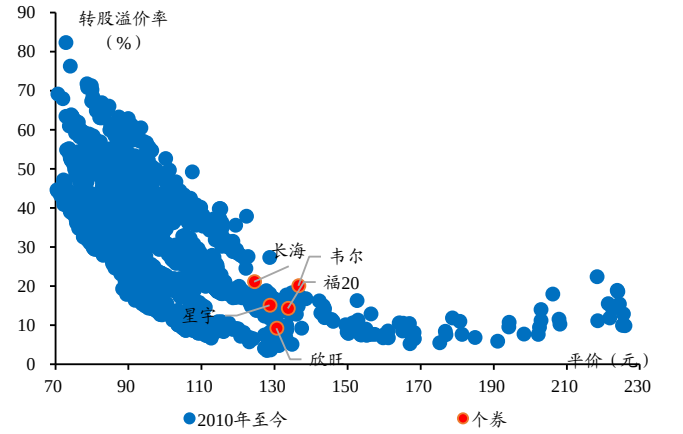
数据来源：Wind、开源证券研究所（全部样本，截至 2021/2/19）

图10：当前，转债市场内部的估值分化较大



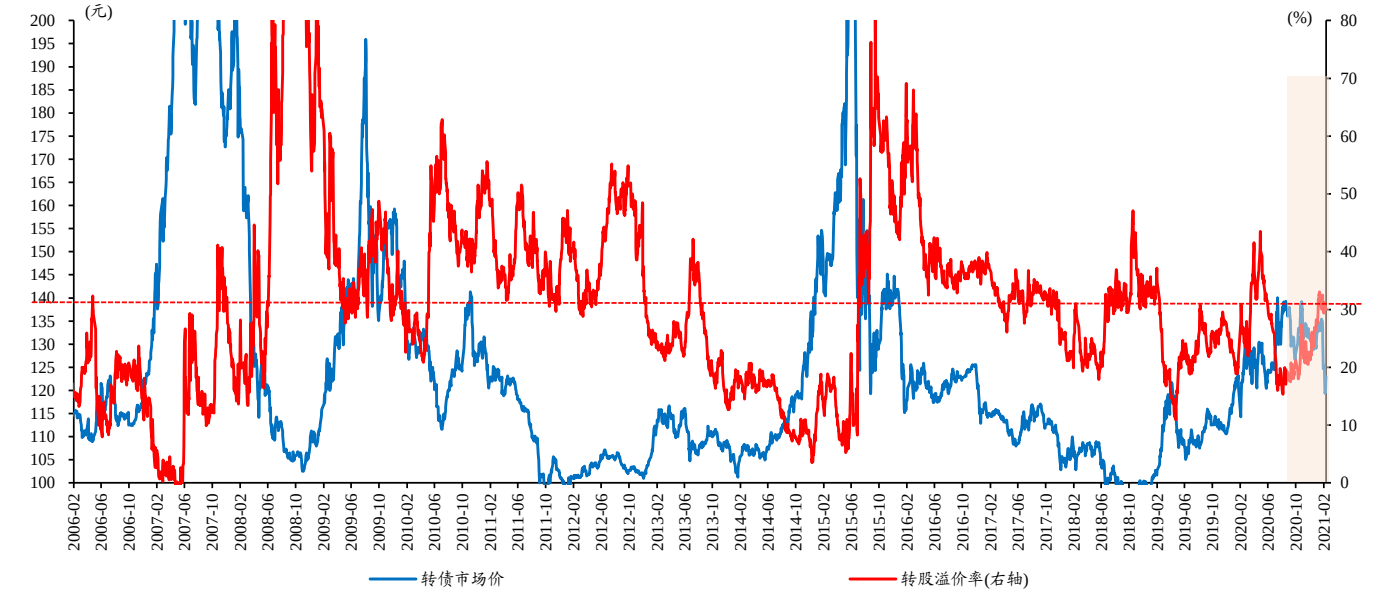
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：部分优质个券的估值，远高于市场均值



数据来源：Wind、开源证券研究所

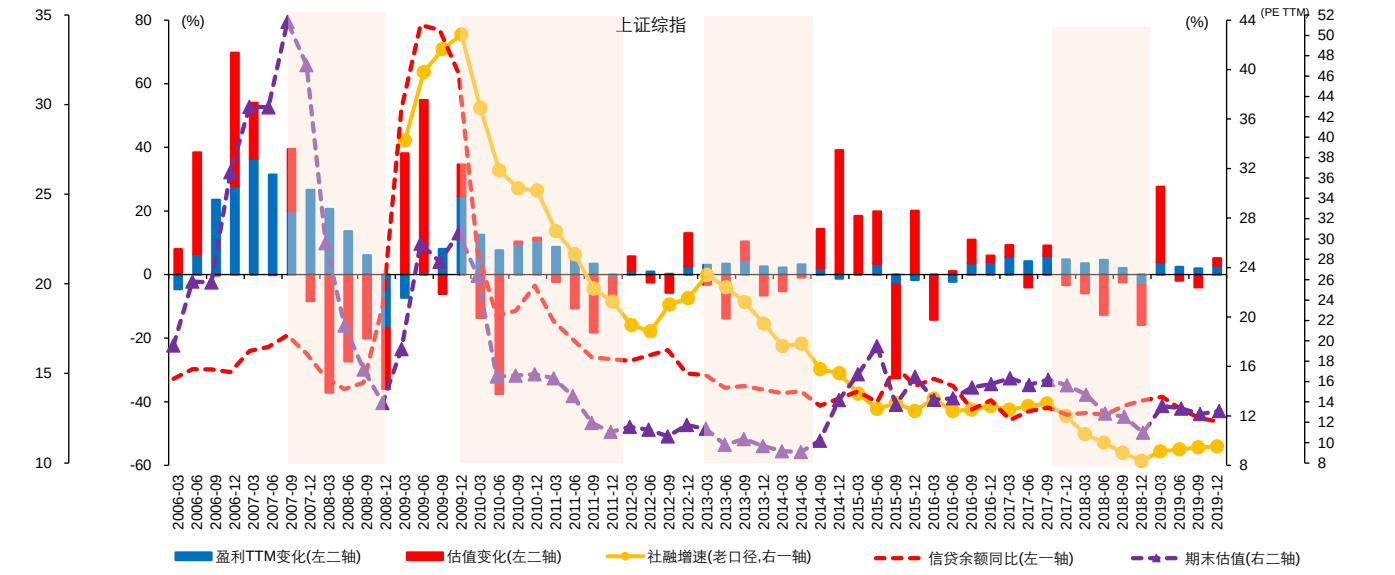
图12：和历史对比来看，转债市场处于中高价格、中高溢价率的状态



数据来源：Wind、开源证券研究所

政策“退潮”、信用收缩的背景下，需警惕高估值资产的估值压缩风险。经验显示，进入信用收缩通道一个季度左右，权益市场的估值一般开始阶段性承压；尤其是在盈利快速大幅下行、估值处于高位的阶段，估值压缩的幅度更加显著。具体板块来看，低估值、盈利有支撑的板块估值受冲击一般较小，高估值板块压力较大。这一背景下，高价、高估值个券，多会阶段性面临正股、溢价率的双重压力。例如，2008、2010 年信用收缩阶段，转债市场价格高、估值贵，大量个券均面临正股和溢价率双重压力。（详细参见前期报告《信用收缩下，估值多承压》）

图13：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[③]

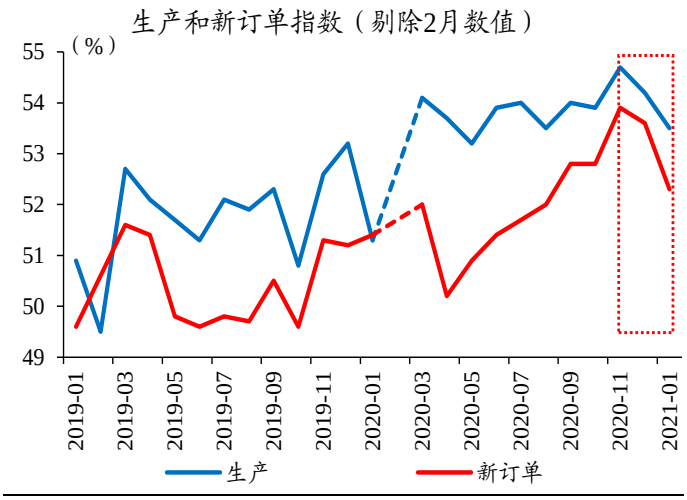


数据来源：Wind、开源证券研究所

[③] 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。

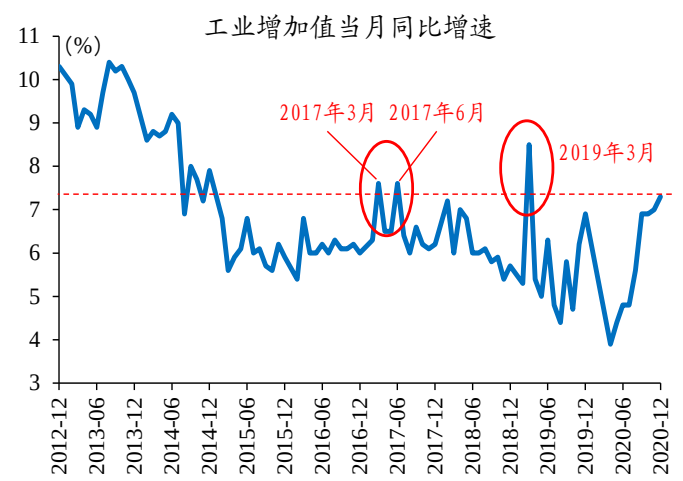
伴随经济景气见顶回落，市场的盈利预期或逐步修正，可能影响正股表现。伴随政策“退潮”、信用收缩，房地产、基建等投资需求趋于回落，PMI 生产指数等生产端景气指标也开始高位回落。同时，高炉开工率、钢材表观消费量、水泥出货率等高频指标，近期均已降至往年农历同期水平以下。产需逐步收敛下，总量经济的高点或已经出现，市场的盈利预期或有所修正，从而影响正股的表现。（详细参见前期报告《经济的高点，或已出现》）

图14：1 月，PMI 生产和新订单指数双双回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

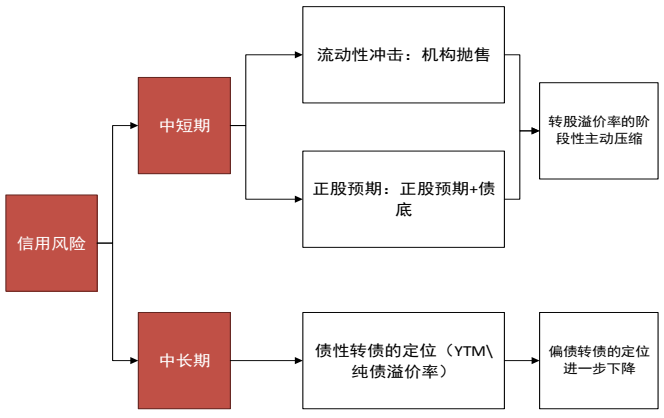
图15：12 月，工业增加值增速达到 2015 年以来的高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

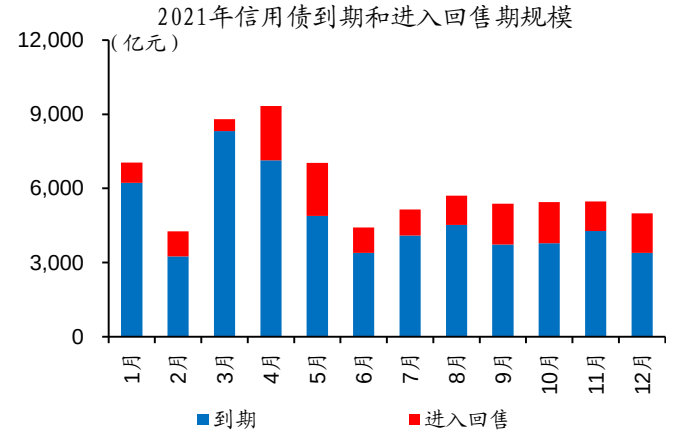
此外，信用风险频发等，亦会阶段性干扰市场情绪，进而影响转债市场。伴随政策“退潮”、信用收缩，2021 年企业贷款、债券等债务偿付压力明显上升，非标融资收缩压力也可能加大；节奏上来看，2021 年上半年企业债务偿付压力较大、尤其是 3 月至 5 月，非标收缩等压力可能在年中开始加速显现。历史经验显示，中短期，信用风险可能通过影响机构流动性和正股预期两种途径，影响转债市场；中长期，转债扩容过程中，信用风险频发也可能导致市场对债性转债的定位降低。

图16：信用风险，对转债市场的影响逻辑



资料来源：开源证券研究所

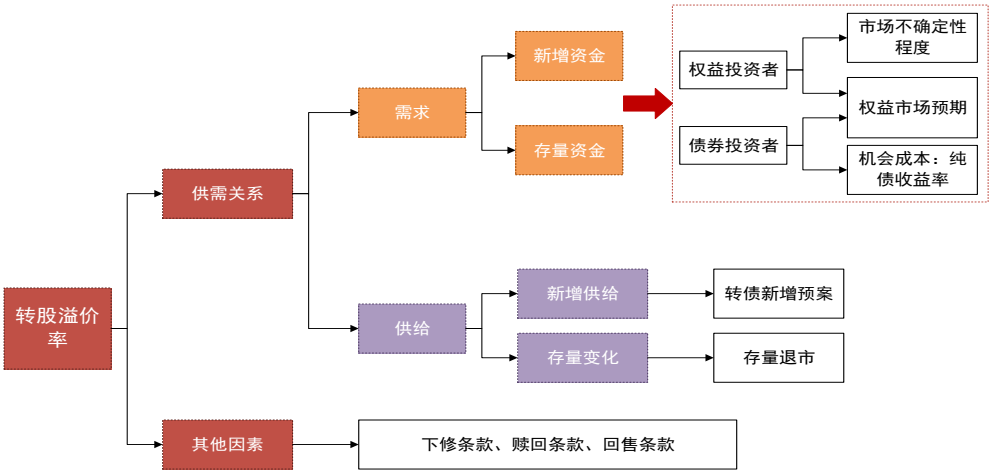
图17：2021 年信用债到期、回售集中于 3 月至 5 月



数据来源：Wind、开源证券研究所

综合来看，政策“退潮”、信用收缩下，转债市场仍可能阶段性面临正股和溢价率的压力，需警惕高价高估值的品种、资质偏弱的低价品种的风险。伴随政策“退潮”、信用收缩，权益类资产估值或继续承压；同时，经济的高点可能已经出现，盈利预期或逐渐修正。此外，信用风险频发下，转债市场的估值可能会持续受到干扰。高价、高溢价率背景下，转债市场或仍将阶段性面临正股和转股溢价率的双重压力，未来一段时间需警惕高价高溢价率品种及弱资质低价券的风险。

图18：未来一段时间，转债估值仍可能阶段性承压



资料来源：开源证券研究所

2、 研究结论

（1）近期，转债市场遭遇正股和溢价率双重压力，估值大幅主动压缩。具体来看，市场价从 1 月 25 日 135 元最低跌至 2 月 5 日 119 元，转股溢价率从 32%降至 30%，期间平价均值从 107 元降至 96 元。其中，100 到 110 元、110 到 120 元等主流平价区间个券，在正股震荡走平或小幅下行的情况下，受溢价率压制而持续下跌。

（2）本轮溢价率主动压缩的主要原因：(1)政策“退潮”背景下，市场对权益类资产的预期收益率或收敛：2020 年四季度，偏债基金已经“主动”减持转债。(2)华夏幸福事件等信用风险事件导致机构流动性紧张：2 月 1 日，华夏幸福公告 52.55 亿元债务逾期，或导致部分基金被赎回，引发机构流动性紧张、抛售转债。(3)转债新规出台：转债新规，对前期受资金“炒作”的高价高溢价率品种影响较大。

（3）伴随估值的主动压缩，转债市场情绪已有所释放；但相较于历史，当前的转股溢价率仍然较高，且个券的估值分化。从构建的转债市场情绪指标来看，目前市场情绪已有所释放；但历史对比来看，目前的转股溢价率仍较高，尤其是主流平价区间的个券估值均处于历史 60%分位数以上。同时，转债市场内部的估值分化严重，同等平价区间个券的转股溢价率差异较大，优质个券估值远高于市场均值。

（4）政策“退潮”、信用收缩的背景下，需警惕高估值资产的估值压缩风险。经验显示，进入信用收缩通道约一个季度，权益市场估值一般开始阶段性承压；其中，低估值、盈利有支撑板块估值受冲击较小，高估值板块压力较大。这一背景下，高价高估值个券，也多会阶段性面临正股、溢价率双重压力。如 2008、2010 年信用收缩

阶段，转债市场价格高、估值贵，大量个券面临正股和溢价率双重拖累。

（5）伴随经济景气见顶回落，市场盈利预期或修正，可能影响正股表现。伴随政策“退潮”、信用收缩，房地产、基建等投资需求趋于回落，PMI 生产指数等生产端景气指标也开始高位回落。同时，高炉开工率、钢材表观消费量、水泥出货率等高频指标，近期均已降至往年农历同期水平以下。在产需逐步收敛的背景下，总量经济的高点可能已经出现，市场的盈利预期或逐步修正，从而影响正股的表现。

（6）综合来看，政策“退潮”、信用收缩下，转债市场仍可能阶段性面临正股和溢价率的压力，需警惕高价高估值的品种、资质偏弱的低价品种的风险。信用收缩环境下，权益类资产的估值或继续承压；同时，经济的高点可能已经出现，盈利预期或面临下修。此外，信用风险频发下，转债市场估值或持续受到干扰。高价、高转股溢价率背景下，转债市场或仍将阶段性面临正股和转股溢价率的压力。

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