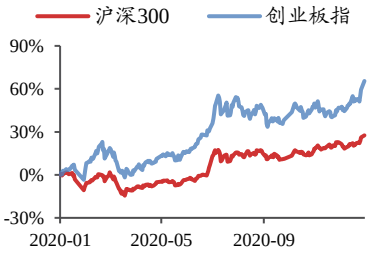
2021 年 01 月 05 日

开源晨会 0105

——晨会纪要

市场快报

沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
电气设备	7.37
农林牧渔	6.86
国防军工	6.01
有色金属	5.43
汽车	2.49

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
房地产	-2.36
银行	-1.87
纺织服装	-0.39
非银金融	-0.31
商业贸易	-0.19

数据来源：贝格数据

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

观点精粹

总量视角

【宏观】2020 年财政结余，对信用环境的影响——宏观经济专题-20210104

从历史来看，2020 年广义财政“超收”幅度低于多数年份；往年审计情况也显示，支出端对结余的影响更为明显。2020 年上半年，受疫情影响，多数项目支出偏慢；下半年，伴随疫情影响消退、政策调整等，财政支出明显加快。截至 11 月底，直达资金已列支超 80%，专项债发行规模已支出 93.5%。中性情境下，全年财政结余 5000 亿元左右，较 2019 年增加大约 8500 亿元。总体来看，财政结余的变化，对短期信用环境可能形成一定扰动，影响相对有限。

行业公司

【电气设备】特斯拉推动电动化提速，2021 有望全面繁荣——行业周报-20210103

对电车行业我们提出三大方向：1）行业将迎来全面繁荣；2）部分环节供需紧张程度有望超预期；3）技术、工艺创新有望提速。具体的投资方向已经在延伸：从终端车企到中上游材料和零部件，从一线环节到二线环节，从确定性板块到模糊性板块（氢能源、储能等）。长期的投资方向，核心是特斯拉、宁德时代产业链。

【房地产】百强房企增速持续回暖，房地产贷款政策再收紧——行业周报-20210103

政策将会处于当前“房住不炒+因城施策”框架下，但方向和力度则会相机而变。目前房地产板块估值有所修复，但仍处于历史低位。预计全年结算将回到增长轨道。我们建议 2021 年 1 季度继续关注地产板块机会，维持行业看好评级。

【传媒】游戏发行商议价能力或提升，内容电商百舸争流——行业周报-20210103

1、腾讯华为之争下，游戏发行商的议价能力或增强，继续加大游戏板块配置力度
2、内容电商百舸争流，迎来黄金时代，差异化助力视频平台崛起

【商贸零售：豫园股份(600655.SH)】45.3 亿元竞得舍得集团 70%股权，继续加码消费产业布局——公司信息更新报告-20210104

公司以 45.3 亿元竞得四川沱牌舍得集团有限公司 70%股权。鉴于此次收购整合进展仍具有不确定性，我们维持盈利预测不变，预计公司 2020-2022 年 EPS 为 0.90/1.07/1.28 元，当前股价对应 PE 为 9.9/8.3/6.9 倍，维持“买入”评级。

【食品饮料：山西汾酒(600809.SH)】三年改革圆满收官，开启“十四五”复兴新征程——公司信息更新报告-20210104

公司预计 2020 年净利润 29.5-32.4 亿元，同增 41.6%-55.5%。我们上调盈利预测，预计 2020-2022 EPS 分别为分别为 3.56 元、4.56 元、5.68 元，当前股价对应 PE 分别为 105、82、66 倍，维持“买入”评级。

【医药：美年健康(002044.SZ)】合理价格收购马鞍山美年，并购基金培育门店战略实施顺利——公司信息更新报告-20210103

考虑公司出售美因基因 20.0607%股权带来的收益，预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.18/0.24/0.30 元，当前股价对应 P/E 分别为 63/47/38 倍，维持“买入”评级。

研报摘要

总量研究

【宏观】2020 年财政结余，对信用环境的影响——宏观经济专题-20210104

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002 | 段玉柱（联系人）证书编号：S0790120070013

2020 年财政结余或增加 8500 亿元左右，对信用环境有所扰动、影响相对有限

近期部分市场人士，关注财政是否会形成大规模结余、进而对 2021 年的信用环境形成扰动。2020 年，一般债、专项债、特别国债等广义财政预算“赤字”达 8.51 万亿元、同比大幅增长 73%；1-11 月，广义财政收入同比增速为-2.0%，已高于年初的预算增速-4.8%。部分市场观点认为，2020 年广义财政同时出现“超收”和“少支”、将形成大规模的财政结余，并对 2021 年的信用环境形成扰动。

财政结余的产生，主要由“超收”和“少支”导致；往年审计情况显示，支出端对结余的影响更为明显。2020 年 1-11 月，广义财政收入预算执行进度为 92.5%，低于多数年份，“超收”对结余变化的影响弱于往年。历史来看，结余受支出端影响更为明显，比如项目开工、财政拨付、工程进度等偏慢，均会造成资金结余。

2020 年上半年，受疫情影响，多数项目支出偏慢；下半年，伴随疫情影响消退、政策调整等，财政支出明显加快。疫情影响下，除了社保、防疫等民生相关支出外，多数财政支出项目下滑明显。上半年广义财政支出同比仅增长 0.6%、总体偏慢。2 季度起，疫情影响消退、经济活动修复，财政支出开始加快；政策也积极调整，通过加强资金和项目对接等方式，提高资金使用效益、促进财政支出。

2020 年下半年，主要财政资金迅速下拨列支，广义财政支出增速维持高位。截至 11 月底，新增赤字、特别国债等直达资金下达完毕，80%以上已经列支；已发行专项债支出 3.32 万亿元，占发行规模的 93.5%。7-11 月，广义财政支出维持高位、同比增长 16.4%，较上半年提高 15.8 个百分点。11 月当月支出增速甚至达到 22.1%，创下年内新高。总体来看，各项资金支出进度较快，无大规模滞留。

中性情境下，2020 年全年财政结余约为 5000 亿元，较 2019 年增加 8500 亿元左右。2020 年 1-11 月，包括政府债务融资收入在内，收支差额约为 2.5 万亿元。12 月，广义财政收入增速可能回落、支出保持相对高位，形成赤字近 2 万亿元。中性情境下，全年财政结余为 5000 亿元左右，较 2019 年增加大约 8500 亿元。

总体来看，财政结余的变化，对短期信用环境可能形成一定扰动，影响相对有限；财政资金“沉淀”对经济节奏的影响，仍需进一步跟踪。2020 年财政下拨列支较快，国库中的新增结余规模不大，对信用环境的扰动相对有限。但从往年审计和 2020 年收支情况来看，财政列支后“沉淀”在项目单位、未实际使用的现象是客观存在的，这部分的“沉淀”资金会对经济节奏形成一定扰动，后续仍需跟踪。

风险提示：财政政策大幅调整；数据测算存在误差。

行业公司

【电气设备】特斯拉推动电动化提速，2021 有望全面繁荣——行业周报-20210103

刘强（分析师）证书编号：S0790520010001 | 蔡紫豪（分析师）证书编号：S0790520120001

周观点：特斯拉继续引领电动化大趋势，行业全面繁荣可期

（1）新能源汽车：2021 年开启，电动化呈现加速发展态势：首先是龙头企业特斯拉的标志性产品 Model Y 超预期大幅降价，继续引领本轮电动化向上周期，后续电动 SUV 产品有望快速提升渗透率；其次是欧洲月度数据继续高增长，欧洲是本轮行业向上周期率先高增长的区域，其数据具有一定风向标作用。展望 2021 年，我们提出三大方向：（1）行业将迎来全面繁荣；（2）部分环节供需紧张程度有望超预期；（3）技术、工艺创新有望提速。具体

的投资方向已经在延伸：从终端车企到中上游材料和零部件（订单将以乘数效应向上游传导，关注资源端的弹性），从一线环节到二线环节（一线龙头产品的供不应求向二线传导），从确定性板块到模糊性板块（氢能源、储能等）。长期的投资方向，核心是特斯拉、宁德时代产业链。（2）光伏：2020 年国内光伏并网或超预期，印证了行业的高景气度；展望 2021 年，我们提出三大方向：（1）市场化大发展的开启之年；（2）供给侧革命关键一年；（3）改革将为行业增添新动力。我们认为 2021 年总体是光伏供给端革命的阶段，将带来各环节竞争格局的优化，部分二线企业将有比较好的阶段性机会：异质结、大硅片、颗粒硅等。投资方面，中长期关注具有全球核心竞争力的公司，隆基股份、通威股份等龙头受益；短期继续关注逆变器、玻璃、胶膜等环节的弹性机会，阳光电源、福莱特、福斯特等受益。

国产 Model Y 大幅降价，引领电动化加速发展

1 月 1 日，特斯拉宣布国产 Model Y 正式发售，长续航版、高性能版车型价格分别为 33.99 万元、36.99 万元，较此前的降幅分别为 14.81 万元、16.51 万元。参考 Model 3 的降本方案，我们预计后续标续版 Model Y 有望推出，售价或将降至 30 万元以下。假定标续版 Model Y 于 2021 年中推出，我们预计 2021 年、2022 年特斯拉全球销量分别为 96、132 万辆，同比增速 92.4%、37.5%；国内销量分别为 34、43 万辆，同比增速 157.6%、26.5%。另外，得益于国产特斯拉的低成本优势（背后是更高的生产效率、完善的产业链配套等），我们预计国产特斯拉出口将持续提升。

板块和公司跟踪

新能源汽车行业层面：特斯拉国产 Model Y 降价约 15 万元。

新能源汽车公司层面：宁德时代拟在福建、江苏、四川新设生产基地。

光伏行业层面：广西印发 1.028GW 光伏平价项目名单。

光伏公司层面：福莱特与晶科能源等签订《战略合作协议》，拟定 2021-2023 年销售 59GW 组件用光伏压延玻璃。

风电行业层面：广西发改委印发 2021 年第一批重大项目方案通知。

风电公司层面：东方电缆 2020 年 12 月 31 日公布中标项目合计 5.6 亿元。

风险提示：新技术发展超预期、疫情导致需求低于预期、新能源市场竞争加剧。

【房地产】百强房企增速持续回暖，房地产贷款政策再收紧——行业周报-20210103

齐东（分析师）证书编号：S0790520060001 | 陈鹏（分析师）证书编号：S0790520100001

房住不炒基调不变，长效机制持续完善，维持行业看好评级

我们认为，地产仍是当前财政和投资的重要托底工具，政策将会处于当前“房住不炒+因城施策”框架下，但方向和力度则会相机而变。目前房地产板块估值有所修复，但仍处于历史低位。伴随疫情影响逐渐消散，预计全年结算将回到增长轨道。我们建议 2021 年 1 季度继续关注地产板块机会，维持行业看好评级。

百强房企增速持续回暖，深圳旧改意愿比例放开

（1）央行建立银行业房地产贷款集中度管理制度，深圳旧改意愿比例放开。中央货币政策委员会四季度例会召开，稳健货币政策的具体表述由 3 季度的“更加灵活、精准导向”转变为“灵活精准、合理适度”，预计货币政策会持续保持灵活且偏中性。央行、银保监会建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度，明确房地产贷款集中度管理制度的机构覆盖范围、管理要求及调整机制，分档设置房地产贷款余额占比和个人住房贷款余额占比两个上限。政策对银行流向房地产市场资金强化监管，未来房地产行业内核心资产价值将持续凸显，资源获取优势更为明显。（2）周内地方政策覆盖面广，整体调控以稳为主。政策调控方面，浙江住建厅要求把落实房地产长效机制、

稳定住房价格放在全省经济社会发展全局来统筹，坚持房地产调控目标不动摇力度不放松。人才政策方面，广州放宽“双一流”高校本科及以上学历人才入户社保年限。住房租赁方面，北京住建委等四部门明确首都功能核心区内禁止经营短租住房,同时强调在“十四五”期间，将调整优化公租房政策，继续大力发展公租房，有效增加房源供应。预售政策方面，济南将预售资金监管按照工程建设进度分为 4 个节点控制留存比例等，南昌审核销售许可时应核减自持房面积，待达到条件后方可办理预售证。城市更新方面，深圳提出旧住宅区所在地块经专有部分面积占比 95%以上且占总人数 95%以上的物业权利人同意后，即可征收；由“双百要求”降至双 95%，新规后城市更新步伐有望进一步加快。（3）量价齐升，百强房企单月销售额增速创年内新高。2020 年 12 月，百强房企销售额单月同比增长 29.2%，较前值提升 9.1 个百分点；单月销售增速创年内新高；销售面积单月同比增长 13.8%，较前值减少 9.4 个百分点，年底房企推货力度提升，同时市场热度处于高位，价格端表现坚挺。2020 年 1-12 月，百强房企销售额累计同比增长 9.6%，较前值提升 0.5 个百分点。

成交：单周一二手成交同比增速可观

（1）新房：根据房管局数据，2021 年第 1 周，全国 32 城成交面积 514 万平米，同比增长 10%，环比下降 16%。（2）二手房：2021 年第 1 周，全国 9 城成交面积为 144 万平米，同比增速 31%，前值 3%。

资金：信用债、海外债单周发债规模同比有所分化

2021 年第 1 周，信用债发行 44 亿元，同比增加 193%，环比增加 16%，平均加权利率 5.57%，环比增加 174BPs；本周未发行海外债。

风险提示：行业销售波动；政策调整导致经营风险；融资环境变动。

【传媒】游戏发行商议价能力或提升，内容电商百舸争流——行业周报-20210103

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 余倩莹（联系人）证书编号：S0790120040010

腾讯华为之争下，游戏发行商的议价能力或增强，继续加大游戏板块配置力度

1 月 1 日凌晨，华为游戏中心社区公告称“因腾讯游戏单方面就双方合作做出重大变更从而导致双方的继续合作产生重大障碍，经谨慎评估后将腾讯游戏从华为平台下架”，当天腾讯游戏回应表示正积极与华为手机游戏平台沟通协商，争取尽快恢复，当晚华为应用市场又重新上架了腾讯游戏。我们认为，此次华为与腾讯游戏关于合作的纷争，是过去一段时间移动游戏研发/发行商与安卓应用商店之间关于流水分成的分歧的又一次体现；在买量发行越来越主流的当下，游戏厂商、尤其是头部发行商对于安卓应用商店的依赖度显著降低，从而对安卓应用商店降低联运游戏流水分成比例（之前按惯例为 50%）的诉求越发强烈，考虑到游戏发行商买量成本的逐渐上行，维持原有 50%分成比例或使得发行商的利润率进一步被压缩，从而迫使其越来越多的绕开安卓应用商店，如买量后直接跳转官网下载安装包，或选择只与零分成的 Taptap 平台合作等。我们判断，腾讯作为头部游戏发行商，其与应用商店的博弈结果或成为整个游戏行业的指引，长期来看，买量是大势所趋，安卓应用商店大概率逐步降低联运流水分成比例，或提供联运外的更多资源与游戏厂商合作，游戏发行商相对应用商店的议价能力有望增强；另一方面，七麦数据监测显示苹果于 2020 年 12 月 31 日下架超过 3.75 万款含付费/内购的未提交版号信息的游戏，苹果对于版号政策的严格执行将进一步推升移动游戏集中度，从而提升头部厂商的利润率。短期来看，市场此前对游戏板块 2020Q4 及 2021Q1 业绩较悲观，而基于新产品上线、疫情防控等因素，2021Q1 游戏板块业绩超预期的可能性较大，当前仍处于业绩预期和估值修复的过程中，游戏板块估值性价比仍高，建议继续加大配置；重点推荐完美世界、姚记科技、心动公司、创梦天地，受益标的包括腾讯控股、吉比特、网易、三七互娱。

内容电商百舸争流，迎来黄金时代，差异化助力视频平台崛起

Bilibili 的跨年晚会再次体现出圈效果，官方数据显示直播人气峰值超过 2.5 亿，远超 2019 年的 8500 万，内容的更主流大众化成为普遍评价，冠名赞助商元气森林和首席合作方美的植入方式让人耳目一新；湖南卫视（芒果 TV 平台独播）的跨年演唱会更多对“小芒”电商平台进行推广，且再次体现明星粉丝经济特质。我们判断，2021 年视频平台将加速拓展电商业务，内容电商迎来黄金年代，且视频平台各有特色、并行不悖。Bilibili 在出圈卓有成效后，

有望成为越来越多品牌投放的主阵地，会员购围绕衍生品电商展开，线上线下结合推动 B 站社区文化变现；芒果超媒的“小芒”电商或更垂直聚焦于明星及综艺内容粉丝变现；抖音或加大品牌入驻及店铺自播扶持力度，GMV 提升空间大；快手在上市后或加大电商闭环建设及中长尾主播扶持，以提升电商货币化率。内容电商板块继续重点推荐芒果超媒，受益标的包括哔哩哔哩，积极关注快手与抖音的资本化进展。

风险提示：疫情的发展及对线上线下娱乐时长的影响仍存在不确定性；已定档游戏的最终上线时间仍有可能变动；平台经济反垄断的影响存在不确定性。

【商贸零售：豫园股份(600655.SH)】45.3 亿元竞得舍得集团 70%股权，继续加码消费产业布局——公司信息更新报告-20210104

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 李旭东（联系人）证书编号：S0790120010014

事件：公司公告以 45.3 亿元价格成功竞得舍得集团 70%股份

12 月 31 日，公司发布公告称以 45.3 亿元从天洋控股手中竞得四川沱牌舍得集团有限公司 70%股权（舍得集团持有舍得酒业 29.95%股权），加码白酒行业布局。我们认为，公司在巩固珠宝主业优势基础上，围绕家庭快乐消费主线持续推进餐饮、食饮、美丽健康等消费产业布局，长期看，有望为公司带来盈利与估值双升。鉴于此次收购整合进展仍具有不确定性，我们维持盈利预测不变，预计公司 2020-2022 年归母净利润为 34.89/41.43/49.88 亿元，对应 EPS 为 0.90/1.07/1.28 元，当前股价对应 PE 为 9.9/8.3/6.9 倍，维持“买入”评级。

投资标的为川酒优质品牌，有望借助复星全国性渠道实现弱势区域扩张

本次公司投资标的舍得酒业，近年来在白酒行业消费升级趋势下，坚持舍得+沱牌双品牌战略，持续改善产品结构：次高端单品品味舍得、智慧舍得驱动业绩增长，超高端品牌“天之孚”、“舍不得”等提升产品形象。而在经营区域方面，目前东北、西北、四川、山东等为舍得酒业优势区域，在华东、华南市场较为弱势。2020 年前三季度，舍得酒业实现营业收入 17.6 亿元（-4.3%），归母净利润 3.1 亿元（+2.6%）。此次豫园股份大股东复星集团间接入主后，有望对舍得酒业进行渠道赋能，助力后者在弱势区域快速扩张。

珠宝同店有望受益于婚庆需求释放，多元推进消费产业布局助力估值提升

2020 年前三季度公司净增珠宝门店 463 家，门店合计达 3222 家，疫情中逆势实现快速扩张。近期社零数据也显示，黄金珠宝消费持续回暖，婚庆需求释放有望带动公司同店进一步恢复。此外，公司近年来围绕家庭快乐消费主线加快布局餐饮、食饮、美丽健康等消费新兴赛道，未来将贡献重要成长增量。长期看，新消费业务在增厚利润同时，也有望提升公司整体估值水平。

风险提示：珠宝门店恢复低于预期；新店培育期过长；并购整合不及预期。

【食品饮料：山西汾酒(600809.SH)】三年改革圆满收官，开启“十四五”复兴新征程——公司信息更新报告-20210104

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 逄晓娟（联系人）证书编号：S0790120040011

1、改革成果显著，未来发展路径清晰，维持“买入”评级

公司发布业绩预告，预计 2020 年营收 138-141 亿元，同比增 16.1%-18.6%；其中 2020Q4 营收 34.3-37.3 亿元，同增 24.4-35.3%。公司净利润 29.5-32.4 亿元，同增 41.6%-55.5%；其中 2020Q4 净利润 4.7-7.6 亿元，同比增 95.9-215.7%。未来五年，公司将持续进行产品升级与全国化建设，同时深化机制改革，不断完善市场管理制度，看好公司实现又快又好发展。由于收入、净利润增长超预期，我们上调盈利预测，预计 2020-2022 归母净利润分别为 31.0 亿元、39.7 亿元、49.5 亿元 EPS 分别为 3.56 元（+0.41）、4.56 元（+0.71）、5.68 元（+0.99），同比分别增长 60%、28%、25%，当前股价对应 PE 分别为 105、82、66 倍，维持“买入”评级。

2、疫情下公司逆势增长，结构升级与全国化顺利推进

2020 年青花系列和玻汾系列提价顺畅，销售拓展顺利。全国化持续推进，预计 2020 年省外占比进一步提升，长江以南市场取得突破性进展。单四季度净利润增速远高于全年，我们分析主要原因是四季度回款顺利，营收提速，其次是 2019 年四季度由于营销费用确认较高导致 2019Q4 净利润基数较低所致。

3、升级新品发力高端价格带，有望带动汾酒全系列价格带上移

十四五期间，公司将坚持“汾酒+竹叶青”双轮驱动，深化何汾酒系列“抓两头带中间”的发展方向。其中青花系列未来以青花 30 为基础，向上追赶高端竞品，向下带动青花 20 的发展，重塑品牌价值。同时玻汾和青花发展基础上，强化腰部产品发展，全力推进巴拿马星火计划，真正实现汾酒全系列整合发力。

4、大力推进全国化，同时重点优化经销商结构，提升单点产出

十四五期间，公司将持续推进全国化，继续开发长江以南和东部沿海市场的发展潜力，进一步提升省外的发展占比。同时围绕各区域发展实际，不断优化经销商结构，加强核心终端建设和核心消费者培育，未来五年公司仍处在市场拓展与结构升级的黄金成长阶段，成长速度仍快。

风险提示：宏观经济波动导致需求下滑，公司全国化进展不及预期等。

【医药：美年健康(002044.SZ)】合理价格收购马鞍山美年，并购基金培育门店战略实施顺利——公司信息更新报告-20210103

杜佐远（分析师）证书编号：S0790520050003 | 蔡明子（分析师）证书编号：S0790520070001

并购基金培育门店战略实施顺利

公司公告称，公司下属子公司拟以自有资金 1120 万元收购马鞍山美年 56%股权，拟以自有资金不超过 7700 万元向广州美医、金牛美年、厦门慈铭、天津美佳、美兆喆源 5 家体检中心增加投资。考虑公司 2020 年出售美因基因 20.0607%的股权带来的投资收益，我们上调 2020 年公司归母净利润，预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 7 亿（前值为 0.2 亿）、9.51 亿元、11.77 亿元，EPS 分别为 0.18/0.24/0.30 元，当前股价对应 P/E 分别为 63/47/38 倍，维持“买入”评级。

收购价格合理，收购、增资门店皆具备较好成长性

此次是美年健康首次收购并购基金培育门店（马鞍山美年）。收购、增资的门店具有较好成长性：收购门店马鞍山美年 2019 年净利率为 6.5%，2020 年 1-10 月净利率提升至 17.9%，盈利能力快速提升；增资门店天津美佳 2019 年收入 351.64 万元，2020 年 1-10 月收入达到 1239.53 万元，广州美医于 2020 年 1-10 月的收入为 4267.13 万元，超过了其 2019 年收入 3978.21 万元，美兆喆源于 2020 年 1-10 月的收入为 1338.73 万元，也超过其在 2019 年的全年收入 1262.27 万元，业绩快速提升。公司收购/增资门店价格合理：收购马鞍山美年按 2019 年业绩计算的 PS 为 1.12 倍，PE 为 17 倍，按 2020 年 1-10 月业绩计算的 PE 为 7 倍，考虑到体检机构大部分利润在 11、12 月份体现，因此实际收购 PE 远小于 7 倍；增资门店中，广州美医、金牛美年、厦门慈铭、天津美佳、美兆喆源增资价格对应的 PS 分别为 2.27/1.35/2.15/11.06/4.49 倍——此次门店收购及增资价格合理。

基本面逐季好转，2021 年起有望回归正常增长轨道

公司继续稳健发展，巩固现有团检市场的优势，同时大力开拓个检市场和优质渠道，加大力度开发央企等大型优质客户的集团订单，进一步完善专业体检和健康管理服务，同时强化产品创新和研发工作，2021 年起有望回归正常增长轨道。

风险提示：体检中心扩张过程中的管理风险。

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。

开源证券股份有限公司

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