2021 年 01 月 03 日

股权融资大时代，密切关注解禁节奏

——中小盘 IPO 专题

中小盘研究团队

任浪（分析师）
renlang@kysec.cn
证书编号：S0790519100001

孙金钜（分析师）
sunjinju@kysec.cn
证书编号：S0790519110002

丁旺（联系人）
dingwang@kysec.cn
证书编号：S0790120040007

● **股权融资大扩容背景下，A 股解禁和减持规模创新高**

注册制改革推动的 IPO 大扩容以及再融资新政落地推动定增市场的快速复苏，资本市场迎来了股权融资的大时代，A 股解禁规模也不断攀升。2020 年首发解禁市值达 2.98 万亿元，同比大幅增加 89.8%。2020 年定增解禁市值达 1.3 万亿元，同比增长 3.1%。解禁规模的大幅扩容叠加较高的解禁收益共同推动减持规模持续提升。2020 年 A 股平均解禁收益率达 109.7%，较 2017、2018 和 2019 年的 27.3%、40.1%和 39.3%大幅提升。可观的解禁收益率提升了减持意愿，2020 年重要股东实际减持市值占总解禁市值的比例达 19.1%，同样较 2017、2018 和 2019 年的 10.4%、10.6%和 17.0%显著提升，对应 2017/2018/2019/2020 年绝对减持金额分别为 2281.8/2503.3/4658.1/7386.9 亿元。

● **一般性解禁扰动可被快速消化，集中大额解禁对个股/科创板带来较大压力**

我们对 2017 年以来解禁数据的分析结果显示：个股解禁前 7 天开始出现明显的相对负收益，且随着解禁日的临近，相对负收益越发显著，而解禁日之后，相对收益迅速回正。即一般情况下，限售股解禁会使股价短期承压，但这更多是情绪上的扰动，市场能够快速消化。**但从科创板经验来看，集中的大额解禁对个股和板块会形成较大的压力。**2020 年科创板月解禁规模占流通市值比例平均为 15.3%（其他板块均在 2%以下），其中 7 月份高达 78.8%。在大额解禁压力下，科创板个股收益率显著跑输市场，且在解禁日之后 7 天内，解禁个股股价相对科创 50 指数仍有明显的负收益。大额解禁不光对个股造成直接影响，对科创板整体也产生了显著压力。2020 年 7 月 22 日集中解禁日至 12 月 25 日，科创 50 指数累计下跌 9.8%，而同期上证指数/深证成指/创业板指/中小板指分别上涨 1.9%/2.6%/2.6%/2.6%。

● **2021 年解禁规模或近 5 万亿元，集中解禁时点与板块值得重视**

我们预计 2021 年 A 股整体解禁规模将超过 4.8 万亿元，同比 2020 年增长 9.1%，其中首发解禁规模将达 3.5 万亿元，定增解禁达 1.3 万亿元。随着注册制在存量市场的全面推广，首发解禁将在未来一段时期内推动 A 股解禁规模持续攀升。**而借鉴科创板的经验，对于集中解禁规模较大的时点和板块，需提前关注可能面临的解禁压力。**据我们统计，2021 年 5-10 月将是解禁高峰期，其中 6 月单月解禁规模预计超 1 万亿元。板块方面，2021 年创业板预计解禁规模达 1.2 万亿元，对应 2020 年 8 月创业板实施注册制以来的 IPO 扩容。另外，2021 年科创板解禁集中在 7-8 月，届时对科创板整体的影响同样值得重视。行业方面，高成长性高估值是 2021 年集中解禁行业。其中首发解禁主要集中在电子、医药、非银金融、电气设备、机械设备和计算机行业，预计定增解禁规模前六大行业依次为化工、电子、传媒、电气设备、计算机和国防军工。个股方面，2021 年宁德时代、迈瑞医疗、工业富联、中信建投、中国人保、京沪高铁的解禁规模将超千亿元。

● **风险提示：**流动性风险、市场剧烈波动风险等。

相关研究报告

《中小盘 IPO 专题-次新股说：退市新规出炉，改革进展超预期（2020 批次 48、49）》-2020.12.20

《中小盘 IPO 专题-退市新规出炉，进一步强化优胜劣汰的市场生态》-2020.12.15

《中小盘 IPO 专题-次新股说：精选层转板上市制度出炉（2020 批次 46、47）》-2020.12.8

目 录

1、 股权融资大时代，解禁规模持续攀升 3
1.1、 注册制下 IPO 持续扩容，首发解禁规模大幅增长 3
1.2、 再融资新政推动定增市场复苏，定增解禁规模迎高峰 4
1.3、 高解禁收益率提升减持意愿，2020 年减持规模超 7000 亿元 5
2、 一般性解禁扰动可快速消化，集中大额解禁使个股/科创板明显承压 6
2.1、 一般性解禁的影响主要限于情绪层面，市场消化速度快 6
2.2、 集中大额解禁压力对个股/科创板指数带来更为持久的影响 7
3、 2021 年解禁规模将再创新高，重视集中解禁时间与板块 8
3.1、 预计 2021 年 A 股解禁规模近 4.8 万亿元，首发解禁占比 74% 8
3.2、 2021 年解禁高峰在 6 月，特别关注科创板和创业板解禁压力 9
3.3、 2021 年解禁主要集中在高成长性行业，6 只个股解禁规模超千亿 10
4、 风险提示 11

图表目录

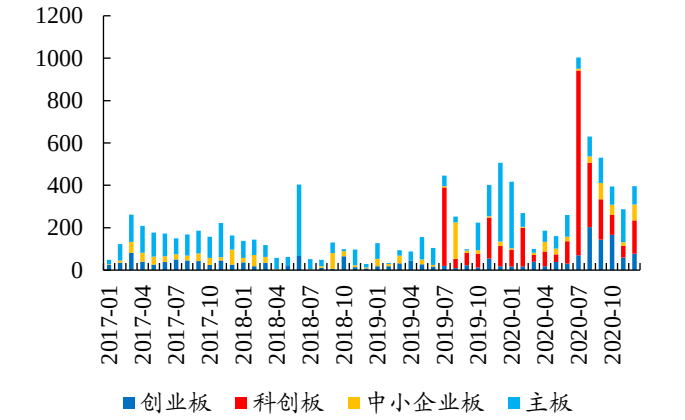
图 1: 注册制下 IPO 显著扩容（亿元） 3
图 2: 注册制带动首发解禁规模提升（亿元） 3
图 3: 首发解禁行业分布变化较大 4
图 4: IPO 行业结构变化较大 4
图 5: 2020 年以来 A 股定增预案数量大幅增加 4
图 6: 2020 年已上市定增募资额明显提升（亿元） 4
图 7: 定增解禁规模逐步抬升（亿元） 5
图 8: 2020 年定增融资行业分布较集中（亿元） 5
图 9: 首发限售股解禁收益率创近年来新高 6
图 10: 减持市值占解禁市值比例持续提升 6
图 11: 个股解禁日后情绪快速获得修正 7
图 12: 科创板解禁压力显著大于其他板块 7
图 13: 解禁对科创板个股压力更大 7
图 14: 2020 年上半年科创板涨幅明显领跑 8
图 15: 科创板集中解禁以来显著跑输其他板块 8
图 16: 大规模解禁使科创板承压 8
图 17: 预计 2021 年 A 股解禁规模将续创新高 9
图 18: 2021 年 A 股解禁压力集中在 5-10 月 9
图 19: 预计 2021 年首发解禁主要集中在高成长高估值行业 10
图 20: 预计 2021 年定增解禁主要集中在高成长高估值行业 10
图 21: 前 10 大解禁行业的解禁高峰集中在 5-9 月 11
图 22: 2021 年各板块解禁规模前五大个股一览 11

1、 股权融资大时代，解禁规模持续攀升

1.1、 注册制下 IPO 持续扩容，首发解禁规模大幅增长

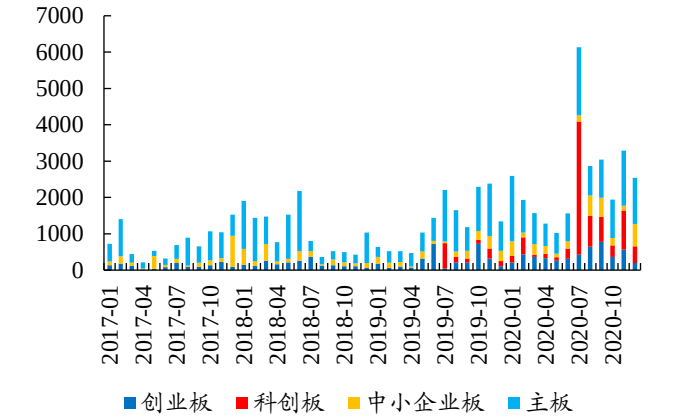
2019 年注册制率先在科创板试点以来，A 股 IPO 大幅扩容，带动 2020 年首发解禁规模创新高。由于注册制下上市门槛降低且发行审核效率大幅提升，导致 2019 年下半年来 A 股 IPO 融资规模显著扩大。2019 年 A 股 IPO 募资总额为 2532.5 亿元（其中科创板募资额占比 32.5%），同比 2018 年的 1378.2 亿元大增 83.8%。而 2020 年 IPO 规模继续扩容，A 股首发募资额已超 4600 亿元，相比 2019 年全年增长了 83.0%。IPO 的持续扩容直接带动了解禁规模的提升。2020 年全年 A 股首发解禁市值达 3.0 万亿元，同比 2019 年的 1.6 万亿元大幅增加 89.8%。从板块看，主板仍是解禁主要来源，2020 年首发解禁市值 1.3 万亿元，占比 43.9%，其次是科创板的 4863.1 亿元，占比 16.3%。时间上，2020 年下半年首发解禁规模占全年比例达 66.6%，对应 2019 年科创板注册制实施以来的 IPO 扩容。

图1：注册制下 IPO 显著扩容（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

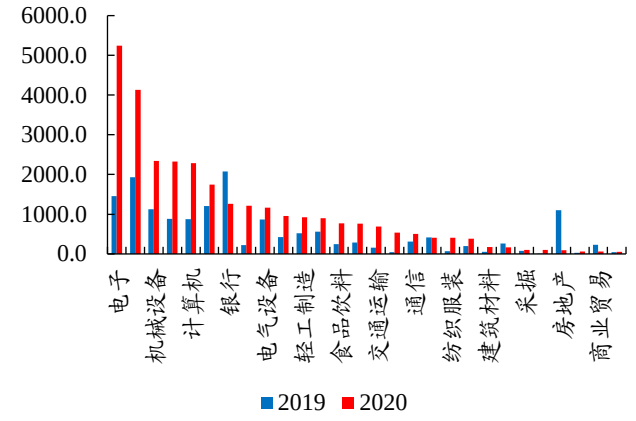
图2：注册制带动首发解禁规模提升（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

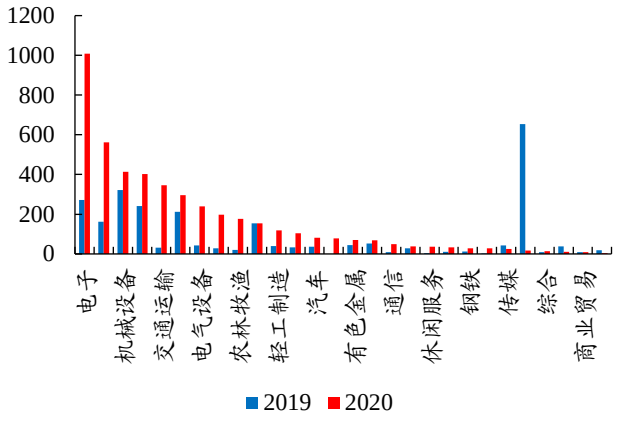
从行业分布看，2020 年首发解禁主要行业与 2019 年有较大变化。2019 年，A 股首发解禁规模最大的前五大行业依次为银行、医药、电子、非银金融和机械设备。相比之下，2020 年首发解禁市值规模最大的前五大行业分别为电子、医药、机械设备、化工和计算机，解禁市值规模分别为 5239.3、4130.3、2345.9、2324.4 和 2281.9 亿元。可见，首发解禁行业分布变化较大，主要受 IPO 行业结构的影响。

图3：首发解禁行业分布变化较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：IPO 行业结构变化较大

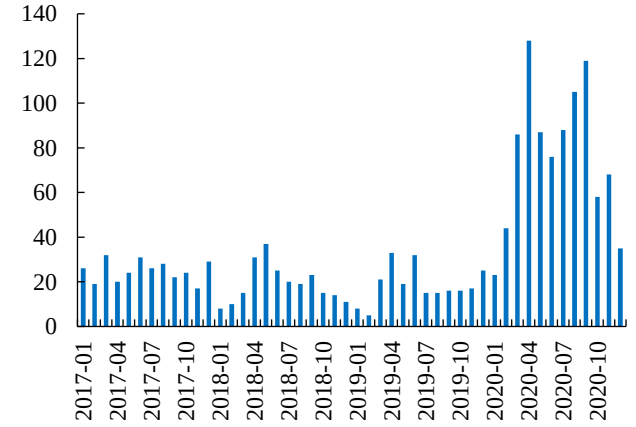


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、 再融资新政推动定增市场复苏，定增解禁规模迎高峰

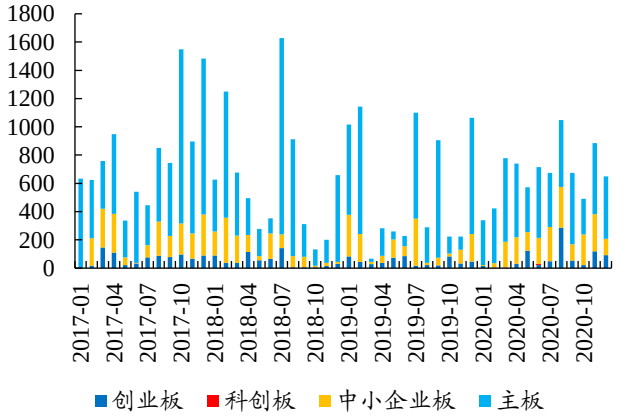
2020 年初再融资新政的落地推动定增市场复苏，定增解禁规模也随之抬升。受益于再融资新规对定增政策的松绑，今年以来 A 股定增市场明显复苏，新公告定增预案数达 926 个，相比 2019 年的 222 个大幅增加 313.1%。而 2020 年已上市定增规模为 7989.5 亿元，同比增长 17.5%。与此同时，定增解禁规模也开始抬升，预计 2020 年定增解禁市值达 1.3 万亿元，同比 2019 年增长 3.1%。分板块看，2020 年主板定增解禁规模达 8379.3 亿元，是定增解禁的最主要来源，中小板和创业板定增解禁规模占比则分别为 23.6%和 9.9%。随着 2021 年新发定增预案的逐步落地以及新老定增政策切换带来的解禁时间错配的影响，我们预计 2021 年定增和解禁规模将继续攀升。

图5：2020 年以来 A 股定增预案数量大幅增加



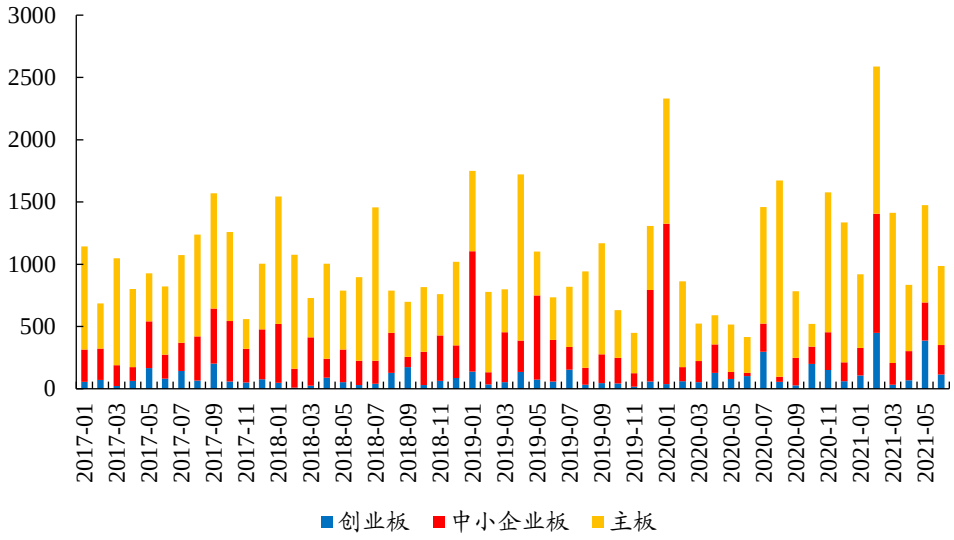
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2020 年已上市定增募资额明显提升（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

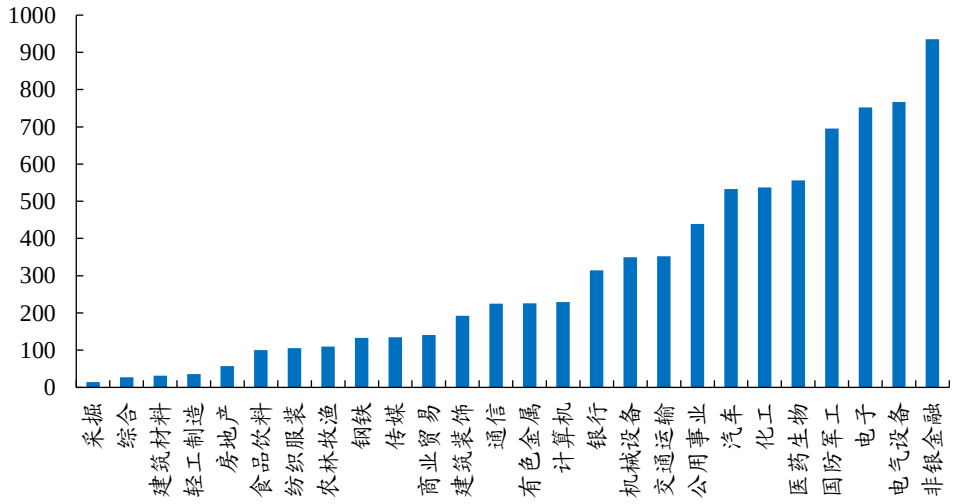
图7：定增解禁规模逐步抬升（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所，注：2021 年为预测数据

2020 年已上市定增所属行业较集中，或对应 2021 年的定增解禁高峰。根据我们的统计，2020 年已发行定增规模最大的前五个行业依次为非银金融、电气设备、电子、国防军工和医药生物，对应定增融资规模 935.2、766.3、751.7、695.5 和 556.1 亿元，合计募资规模占 A 股总定增募资额的 46.3%。可见，2020 年定增行业分布较集中，预期这些行业在 2021 年也将迎来定增解禁高峰。

图8：2020 年定增融资行业分布较集中（亿元）



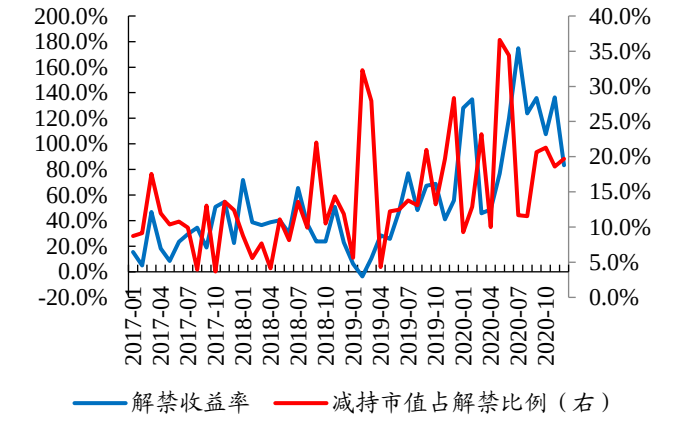
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、 高解禁收益率提升减持意愿，2020 年减持规模超 7000 亿元

2017 年以来首发解禁收益率持续走高，减持意愿也随之提升。我们以解禁日收盘价相对于发行价涨跌幅来衡量首发原股东限售股解禁收益率。数据显示，自 2017 年初以来，首发限售股解禁收益率持续提升，2020 年平均解禁收益率为 109.7%，其中 7 月份解禁收益率高达 174.8%，而 2017、2018 和 2019 年分别仅 27.3%、40.1%和 39.3%。解禁收益率的提高推动了实际减持比例的提升。2020 年 A 股公司公告重要股东减持

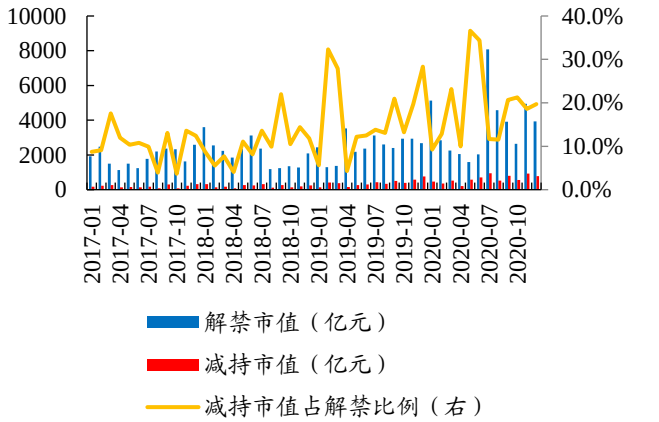
市值占总解禁市值的比例达 19.1%，而 2017、2018 和 2019 年的这一比例分别为 10.4%、10.6%和 17.0%。对应 2017/2018/2019/2020 年绝对减持金额分别为 2281.8/2503.3/4658.1/7386.9 亿元。

图9：首发限售股解禁收益率创近年来新高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：减持市值占解禁市值比例持续提升



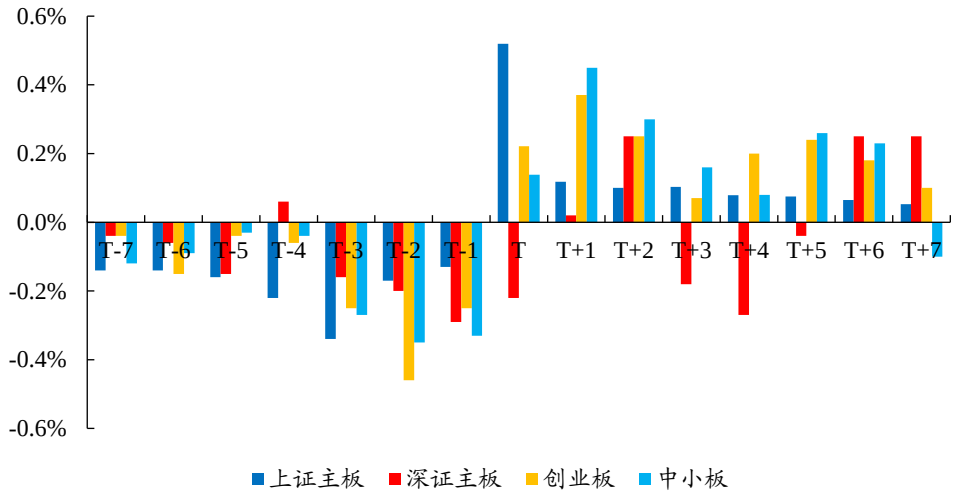
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 一般性解禁扰动可快速消化，集中大额解禁使个股/科创板明显承压

2.1、 一般性解禁的影响主要限于情绪层面，市场消化速度快

一般而言，解禁时点越近对股价影响越大，但解禁后影响迅速消除。我们对 2017 年以来 A 股分板块上市公司的解禁数据进行了回归分析，对解禁与股价走势之间的关系进行了探究。其中，我们用解禁市值占流通市值的比例衡量解禁压力的大小，用个股在指定区间内相对所属上市板块的 α 衡量解禁对股价的影响大小。结果显示，在限售股解禁的前 7 天开始，个股出现较明显的负相对收益，且随着解禁日的临近，负相对收益越发明显。而解禁日当天，上证主板、创业板和中小板解禁个股均出现了显著的正相对收益，且在解禁日之后 7 天内基本保持相对所处上市板的正相对收益。这可解释为解禁日后短期利空落地，股价对前期悲观情绪予以修正。**总之，一般情况下，虽然限售股解禁会使短期股价承压，但这更多是情绪上的扰动，且在解禁日后这一影响会迅速消失。**

图11：个股解禁日后情绪快速获得修正



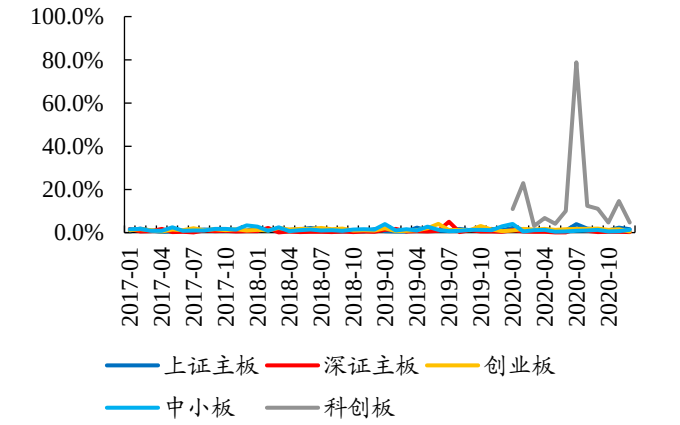
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：纵轴表示解禁个股相对所属上市板的相对收益

2.2、 集中大额解禁压力对个股/科创板指数带来更为持久的影响

科创板集中解禁压力显著高于其他板块，导致解禁个股在更长时间内仍具有负的相对收益。前述板块均为存量市场，绝大部分股票上市时间较长，因此解禁节奏较为平缓。2017 年以来上证主板/深证主板/创业板/中小板的月解禁规模占流通市值比例平均为 1.3%/0.7%/1.5%/1.4%。而增量板块科创板自 2019 年 7 月开市以来，新股上市数量集中，对应 2020 年迎来解禁高峰。2020 年科创板月解禁规模占流通市值比例平均为 15.3%，其中 7 月份高达 78.8%。集中大额的解禁对个股造成了更为持久的股价压力。我们的分析结果显示，在解禁日之后 7 天内，科创板解禁个股股价相对科创 50 指数仍有明显的负收益，表明在大额解禁压力下，科创板个股面临的压力更大。

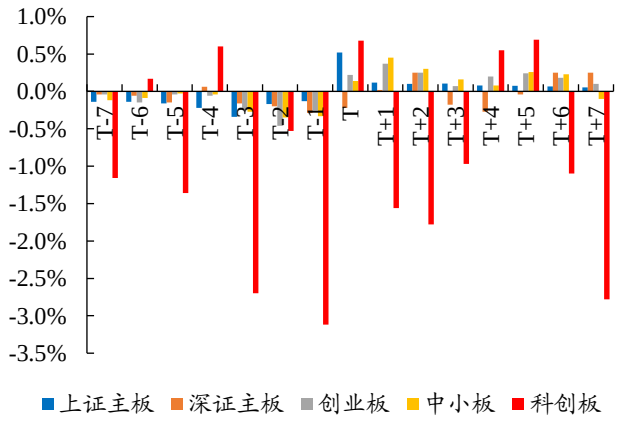
图12：科创板解禁压力显著大于其他板块



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：纵轴表示解禁市值占流通市值比例

图13：解禁对科创板个股压力更大



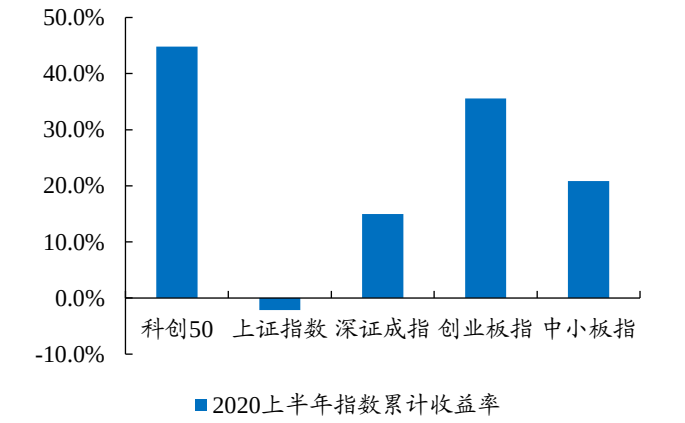
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：纵轴表示解禁个股相对所属上市板的相对收益

科创板整体来看，集中解禁同样使得科创 50 指数表现持续弱于其他板块。科创板作为 A 股中科创成色最高的板块，科创和成长属性更强，在 2020 年上半年整体表现优于各主要板块。2020 年上半年，科创 50 指数累计上涨 44.8%，相比之下上证指数/深证成指/创业板指/中小板指同期累计收益率分别为-2.1%/15%/35.6%/20.8%，可见科创

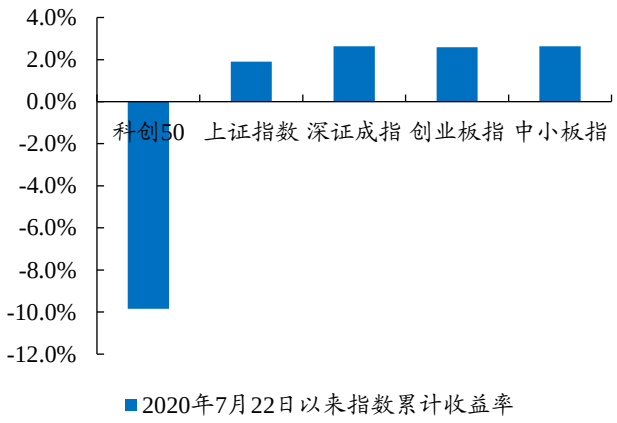
板显著领跑其他板块。但 2020 年 7 月开始，科创板迎来首批上市公司的集中解禁，导致科创 50 指数出现幅度远大于其他板块的回调，且在短暂的反弹后，科创 50 指数持续走弱。自 2020 年 7 月 22 日集中解禁日至 12 月 25 日，科创 50 指数累计下跌 9.8%，而同期上证指数/深证成指/创业板指/中小板指分别上涨 1.9%/2.6%/2.6%/2.6%。可见，集中的大额解禁对科创板整体也产生了较大压力。

图14：2020 年上半年科创板涨幅明显领跑



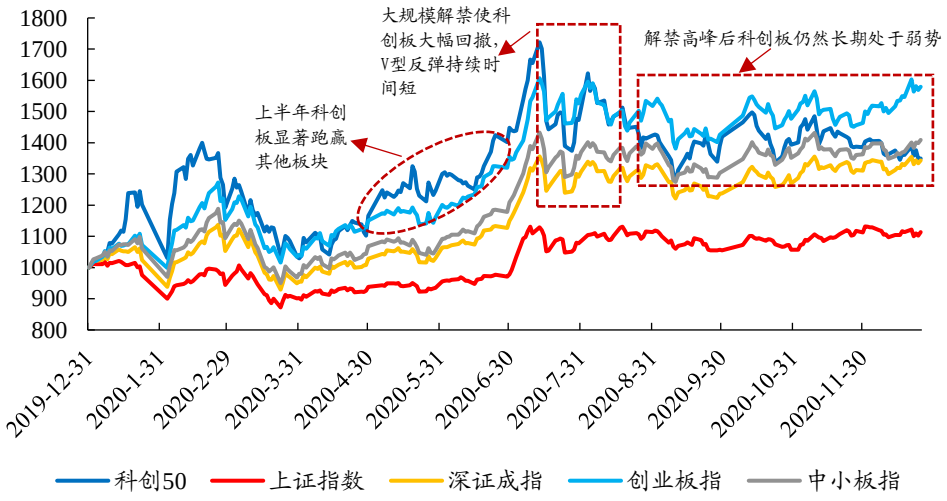
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：科创板集中解禁以来显著跑输其他板块



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：大规模解禁使科创板承压



数据来源：Wind、开源证券研究所，各指数均以 2019 年底为基准标准化

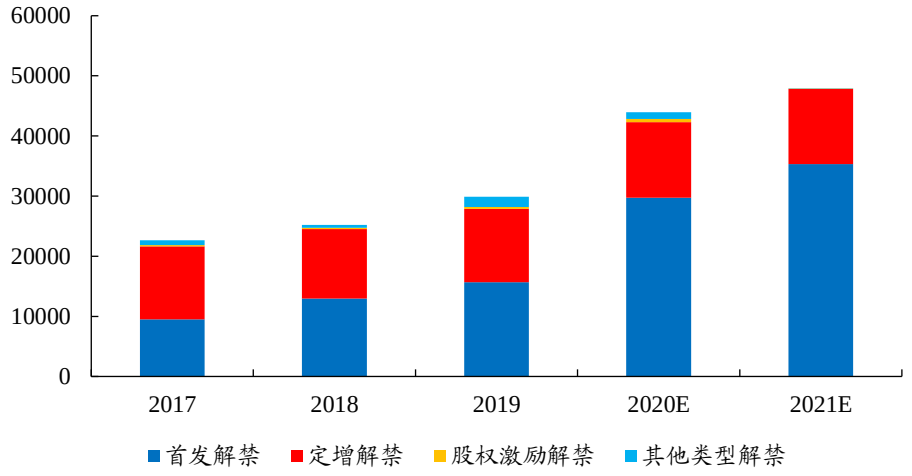
3、 2021 年解禁规模将再创新高，重视集中解禁时间与板块

3.1、 预计 2021 年 A 股解禁规模近 4.8 万亿元，首发解禁占比 74%

注册制的推广以及直接融资重要性的提升促进 IPO 持续扩容，随之而来的解禁规模的攀升同样值得重视。预计 2021 年 A 股解禁规模将超过 4.8 万亿元，同比 2020 年增长 9.1%并再创新高。其中，首发解禁规模将达 3.5 万亿元，占比 73.7%。**首发解禁占比的持续提升反映了 IPO 的持续扩容，且随着注册制的全面推广，首发解禁将在未来一段时期内推动 A 股解禁规模持续攀升。**另外，保守预计 2021 年定增解禁规模

达 1.3 万亿元，占比 26.1%，且随着 2021 年上半年定增预案的落地实施，2021 年定增解禁规模将继续增加（竞价定增锁定六个月）。

图17：预计 2021 年 A 股解禁规模将续创新高

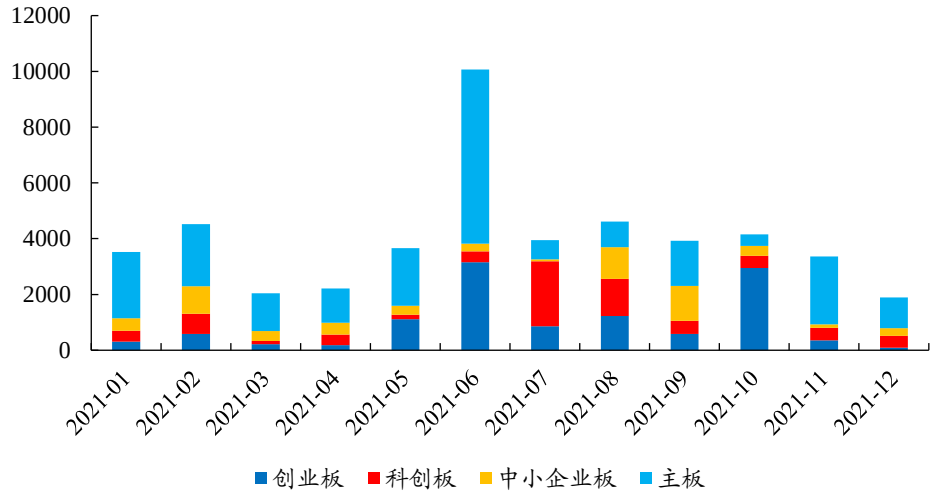


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、 2021 年解禁高峰在 6 月，特别关注科创板和创业板解禁压力

时间点上，2021 年解禁高峰出现在 6 月及以后，板块方面则特别关注科创板和创业板解禁。2021 年 6 月，A 股将迎来新一轮解禁高峰，单月解禁规模预计超 1 万亿元，与 2020 年 7 月的高点 8000 多亿元相比，还要高出 25%。另外，2021 年 5-10 月解禁规模预计占 2021 年全年的 63%，若减持规模占解禁市值的比例与 2020 相比保持稳定，届时持续且集中的解禁可能对市场造成明显的压力。板块方面，2021 年创业板预计解禁规模 1.2 万亿元，占 A 股整体的 24.3%，对应 2020 年 8 月创业板实施注册制以来的 IPO 扩容。另外，2021 年科创板解禁集中在 7-8 月，届时对科创板整体的影响同样值得重视。

图18：2021 年 A 股解禁压力集中在 5-10 月

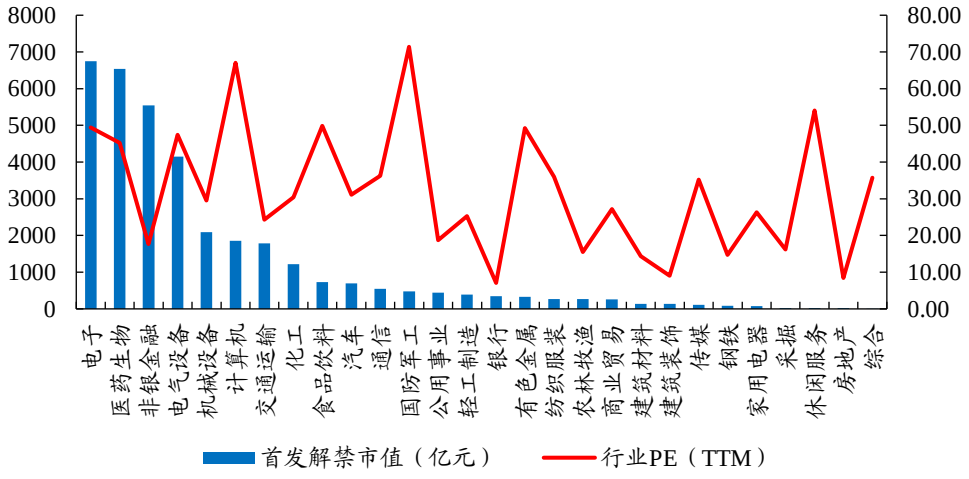


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、 2021 年解禁主要集中在高成长性行业，6 只个股解禁规模超千亿

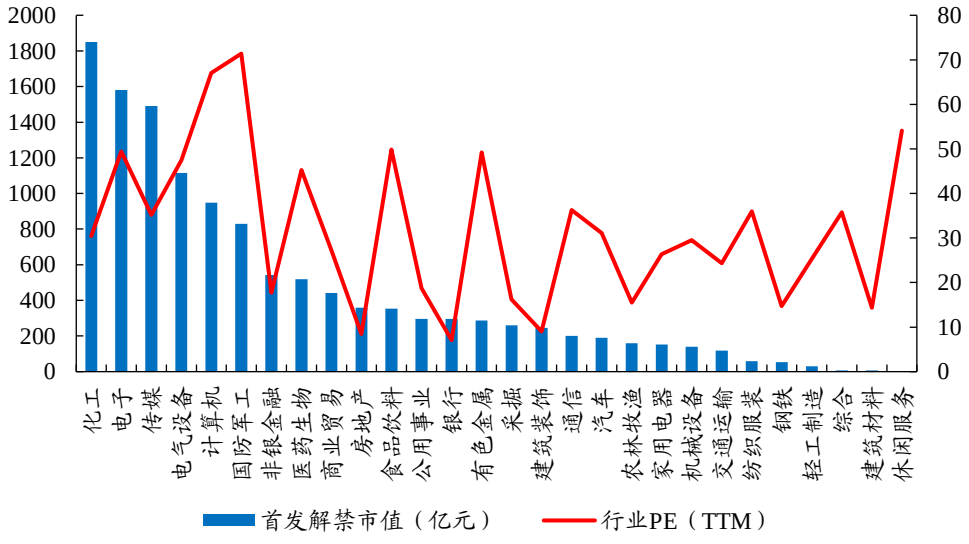
行业角度看，2021 年解禁主要集中在高成长性行业。具体来看，预计 2021 年首发解禁规模最大的前六个行业依次为电子、医药、非银金融、电气设备、机械设备和计算机，解禁规模分别为 6745.8、6536.0、5542.9、4148.5、2094.3 和 1858.2 亿元。预计定增解禁规模前六大行业依次为化工、电子、传媒、电气设备、计算机和国防军工，解禁规模分别为 1850.3、1581.3、1490.5、1114.4、947.7 和 830.0 亿元。时间上，上述行业主要解禁压力则集中在 2021 年 5-9 月。

图19：预计 2021 年首发解禁主要集中在高成长高估值行业



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：预计 2021 年定增解禁主要集中在高成长高估值行业



数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：前 10 大解禁行业的解禁高峰集中在 5-9 月

	2021-01	2021-02	2021-03	2021-04	2021-05	2021-06	2021-07	2021-08	2021-09	2021-10	2021-11	2021-12
电子	380.3	312.4	159.5	266.9	424.7	2483.5	926.7	1288.8	1498.0	21.8	254.3	311.3
医药生物	214.7	128.2	137.1	393.7	1009.7	582.6	586.4	759.6	268.9	2758.9	100.5	128.9
非银金融	78.2	520.6	66.0	38.1	78.3	2651.9		164.9		367.5	2091.3	28.2
电气设备	4.8	485.7	21.5	211.9	294.4	3208.6	290.2	221.4	161.9	27.0	271.1	64.8
化工	90.6	707.7	157.7	149.8	72.9	275.5	43.4	493.7	516.6	246.9	88.6	224.9
计算机	178.8	260.3	806.8	71.7	565.2	41.6	613.5	49.9	79.3	26.6	87.4	30.9
机械设备	37.4	401.5	30.7	35.3	300.5	228.0	95.4	559.3	65.5	13.4	214.4	253.3
交通运输	1506.5	36.8	110.5	3.7	3.2	0.1	147.1	30.0	57.8			7.6
传媒	28.5	687.7	17.6	8.1	103.5	20.7	557.8	12.2	62.0			101.5
国防军工	70.1	76.5	187.7	121.7	230.1	0.8	0.5	156.4	282.8	98.1	0.8	77.8
食品饮料	12.6	249.1	8.0	313.5	36.9		9.1	373.2	49.2	27.4	17.4	2.4
汽车	35.0	38.5	65.8	200.2	130.6	6.2	x`	50.9	18.4	305.3	5.1	16.0
通信	47.3	290.7	73.1	2.5	1.1	53.9	180.6	68.3	6.5	5.2	23.7	0.0
公用事业	71.6	2.6	67.1	9.9	169.3	215.1	97.9	43.3	10.5	8.1	13.3	28.6
商业贸易	230.5	69.5	16.5	12.8		54.3	1.1	34.5	82.3		23.7	171.3
银行	109.5				20.4		165.8		344.5			
有色金属	117.2	86.6	5.2	77.4	148.6		48.8	12.5	72.1		5.4	44.2
农林牧渔	11.2	24.5	2.8	94.1	9.0	13.6		10.6	31.6	136.3	2.5	91.3
轻工制造	12.8	45.2	21.4	144.8	8.1	3.9	23.8		136.4		14.6	8.9
房地产	156.7	25.3	10.0		22.3	0.0	36.2		5.0	0.2	138.0	0.0
建筑装饰	1.5	2.1	16.9	25.7	23.2	192.2		84.8	1.1	20.0	7.4	5.6
纺织服装	14.0	6.2	6.8	0.8	6.4	13.4	42.5	10.5	147.5	19.4		63.8
采掘	31.0	2.7	52.2	25.8				173.4				
家用电器	14.4				2.0	16.2	41.9		12.2	3.0		166.5
建筑材料	65.7			3.4				1.5		72.9		1.1
钢铁		55.3	0.5			2.4	17.5		0.6			60.6
休闲服务	0.6	1.3					3.3	18.9				
综合	2.5		0.7			4.5			8.9			0.5

数据来源：Wind、开源证券研究所

另外，我们对 2021 年各上市板块中解禁规模较大的个股进行了梳理，其中宁德时代等 6 只个股解禁规模预计将超千亿元（但其中大股东解禁占比较高），届时可能面临的解禁压力同样值得关注。**2021 年各板块解禁规模前五大个股相关解禁信息如下：**

图22：2021 年各板块解禁规模前五大个股一览

上市板	股票代码	股票简称	大额解禁日期	解禁市值（亿元）	大股东解禁占比	所属行业
主板	601138.SH	工业富联	2021-06-08	2295	43%	电子
	601066.SH	中信建投	2021-06-21	2098	52%	非银金融
	601319.SH	中国人保	2021-11-16	1958	100%	非银金融
	601816.SH	京沪高铁	2021-01-18	1396	0%	交通运输
	603259.SH	药明康德	2021-05-10	859	61%	医药生物
中小板	002938.SZ	鹏鼎控股	2021-09-22	831	89%	电子
	002607.SZ	中公教育	2021-02-01	642	0%	传媒
	002600.SZ	领益智造	2021-08-13	614	81%	电子
	002812.SZ	恩捷股份	2021-08-16	400	24%	化工
	002939.SZ	长城证券	2021-10-26	186	100%	非银金融
创业板	300750.SZ	宁德时代	2021-06-10	3117	62%	电气设备
	300760.SZ	迈瑞医疗	2021-10-18	2709	50%	医药生物
	300413.SZ	芒果超媒	2021-07-12	558	100%	传媒
	300454.SZ	深信服	2021-05-17	426	48%	计算机
	300741.SZ	华宝股份	2021-02-04	298	91%	食品饮料
科创板	688981.SH	中芯国际-U	2021-07-16	457	0%	电子
	688561.SH	奇安信-U	2021-07-22	457	0%	计算机
	688256.SH	寒武纪-U	2021-07-20	334	0%	电子
	688180.SH	君实生物-U	2021-07-15	297	0%	医药生物
	688169.SH	石头科技	2021-02-22	291	0%	机械设备

数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 风险提示

流动性风险、市场剧烈波动风险等。

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

	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