2020 年 11 月 15 日

信用冲击后的市场主线

——投资策略周报

策略研究团队

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

梅锴（联系人）
meikai@kysec.cn
证书编号：S0790120070044

● **债券市场风险外溢至股票市场，引发投资者担忧**

10 月至今，债券市场信用债事件频发，并最终于上周系统性冲击了债券市场，风险也最终外溢至股票市场：上周五（11 月 13 日）上证指数跌 0.86%，分行业看，食品饮料（-2.15%）、银行（-1.91%）、房地产（-1.70%）、非银金融（-1.61%）板块跌幅居前。股票市场出现连锁反应并非单纯“情绪”可以解释，我们认为有以下几个重要的传导机制：**（1）债券投资者的恐慌性抛售与赎回，金融机构负债端压力陡增引发流动性风险，**最直接的是债券型基金面对赎回压力时可能会抛售掉其持仓中流动性较好的股票资产（银行、食品饮料为主）；**（2）信用利差扩大，股票风险溢价中本来包含了信用风险溢价，信用风险上升时权益投资者也理应要求更多风险补偿（对应估值下降）；（3）信用收缩预期下，由于上市公司融资受限，盈利扩张能力减弱，业绩增长的不确定性将会增加；**对于金融板块而言，投资者还担心其持有债券资产面对潜在损失。静态来看，周五市场的反应有一定合理性，但未来事件边际变化对于上述定价存在动态修正的可能。

● **过度悲观后，好的边际变化正在出现，反弹正在酝酿**

需要承认信用违约事件对于我国信用风险定价体系以及社会信用资源的未来分配的影响是深远的。但是，当下债券市场本身可能已经过度反应：2014 年 11 月至今央企和国有企业回收率 17.89%和 14.11%，但部分市场上交易的未违约的信用债价格已经低于过去 6 年内的债券违约回收价值。当下基本面已经出现积极变化：流动性上央行周五开展了 1300 亿元 7 天逆回购操作；永煤集团已于 11 月 13 日将兑付利息支付至应收固定收益产品付息兑付资金户。**后续看，市场对于信用风险存在过度反应，大概率出现修正，而股票风险溢价也将相应回落。**值得一提的是，金融与地产板块当下的权益风险溢价水平的已经为信用风险的回升提供了补偿，而我们测算的基本面直接冲击其实相对较小，后续有较强的反弹需求。

● **历史复盘：债券流动性冲击后股票市场的反弹机遇**

历史上看，当债券市场出现系统性流动性冲击时，对于股票市场往往形成扰动，但是也是投资机会的孕育。通过复盘 2013 年中与 2016 年末的两次“钱荒”，我们发现，流动性风险短期内均对股市形成一定的压制，金融，地产跌幅同样排名靠前，但在钱荒结束之后，市场均出现了快速反弹，同时受到冲击的板块均在反弹中表现出色。由于学习效应的存在，本轮冲击的恢复速度会快于此前。

● **回归主线：交易通胀与复苏**

国内市场将从信用冲击中恢复，而全球已经在开始交易经济复苏与再通胀，全球风格切换共振已来，投资者应该果断布局（不分先后）：（1）在复苏具有方向的确定性下，经济复苏带来价值修复：**金融（银行、保险、房地产）**。（2）把握国内经济动能切换下制造业复苏的投资机会：**化工（大炼化、钛白粉）、集运、机械设备、家电、造纸。**（3）通胀交易也可以布局：**有色（铜、铝），煤炭（焦煤）。**

● **风险提示：**永煤事件持续发酵，国内外疫情超预期扩散

相关研究报告

《投资策略点评-买入复苏，勿再犹豫》-2020.11.9

《投资策略周报-大选以后，买入复苏》-2020.11.8

《投资策略专题-经济的一面镜子——2020 三季报深度分析》-2020.11.5

目 录

1、 信用债市场异动，打击流动性与风险偏好 3
2、 合理但不一定对：反弹即将出现 6
3、 历史经验：债券市场波动对于股票市场往往是机遇 8
4、 冲击之后，回归通胀交易 10
5、 风险提示 11

图表目录

图 1： DR007 与 Shibor 利率大幅上行，债券质押价值下降 4
图 2： 信用利差扭转过去一个多月来的下行趋势，开始上行 4
图 3： 有近 20%的非金融上市公司也采用发债形式进行融资 5
图 4： 股票市场调整较大的板块均是两大影响因素直接作用的板块 5
图 5： 偏好债券的基金，权益资产投资集中于银行、食品饮料等板块（单位：亿元） 6
图 6： 11 月 13 日，债券型基金跌幅较高，偏好债券的混合型基金同样下跌（单位：%） 6
图 7： 地方国有企业债券违约回收率相对较高 7
图 8： 上交所交易的部分信用债中，已有多只国有企业发行债券价格低于违约回收价值 7
图 9： 房地产、银行等行业股权风险溢价处于高位，具有较大的安全边际 8
图 10： 2013 年中，国债收益率与 R007 快速上升 9
图 11： 2016 年末，国债收益率与 R007 快速上升 9
图 12： 2013 年“钱荒”复盘 9
图 13： 工业金属价格大幅上涨，经济复苏与通胀预期加强 11
图 14： 与实际利率负相关的黄金震荡下行，原油价格止跌回升 11
图 15： 道琼斯工业指数开始跑赢标普 500 与纳斯达克指数 11
图 16： 最近两周来美国股市发生较为明显的风格切换 11

表 1： 本次信用事件发行主体均为地方国企 3
表 1： 金融机构持有信用债规模占其投资规模的比例较低 8
表 2： 钱荒后的反弹期，与实体经济更相关的相关行业表现更好 10

1、 信用债市场异动，打击流动性与风险偏好

10 月至今，债券市场信用债事件频发，并最终于上周系统性冲击了债券市场，甚至对股票市场也造成了明显冲击。信用违约的重点事件经过为：自今年 2020 年 5 月以来，华晨集团接连被曝出信托违约、股权冻结、多起被列为执行人信息等，在 7 月初，评级机构便有对华晨汽车集团控股有限公司下属子公司股份冻结进行关注，在 9 月底密集下调其债券和发行主体的评级，10 月 23 日，华晨汽车集团控股有限公司未能按期足额兑付“17 华汽 05”，债券余额为 10 亿元，最终构成实质性违约，市场不安情绪开始躁动。而 11 月 10 日控股集团有限公司因未能按期兑付“20 永煤 SCP003”到期应付本息构成实质违约的消息则彻底“引爆”信用债市场。

与此前各种信用事件发行主体多为民企不同的是，本次信用事件发行主体事发之前均为“AAA”评级，尤其是构成实质性违约的华晨集团与永煤集团背后均有地方政府信用支持。高评级债券的违约本身就极具话题性与市场冲击力，而地方国企的公司属性则激发了投资者对发行主体偿债支持意愿、地方政府信用背书可靠性等的质疑。如果说前者华晨集团违约市场已有一定预期，市场反应并不剧烈，那么永煤集团的短期信用债违约事件可以说出乎预料，最终造成了市场投资者上周四开始对弱信用国企信用债进行恐慌性抛售。

表1：本次信用事件发行主体均为地方国企

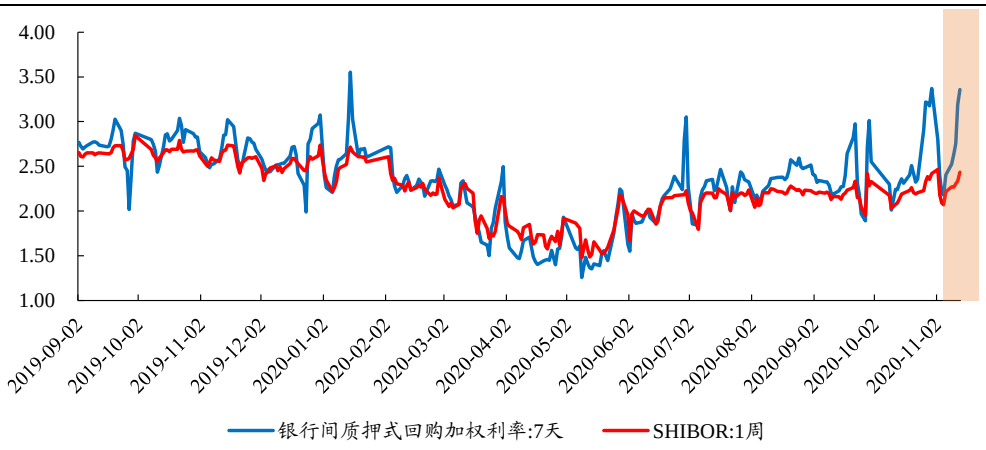
时间	事件	发行人性质	第一大股东
10 月 23 日	华晨汽车集团控股有限公司因未能按期兑付“17 华汽 05”本息，构成实质违约	地方国有企业	辽宁省人民政府国有资产监督管理委员会
11 月 10 日	永城煤电控股集团有限公司因未能按期兑付“20 永煤 SCP003”到期应付本息，构成实质违约	地方国有企业	河南能源化工集团有限公司

资料来源：Wind、开源证券研究所

股票市场周五出现了连锁反应，其背后并非简单“情绪”影响，确实有一定传导逻辑，我们认为主要在于：

1) **债券投资者的恐慌性抛售与赎回，金融机构负债端压力陡增引发流动性风险。**永煤集团的突然违约沉重打击了债券市场参与者的信心，高收益债持有者无差别抛售，大量高收益债券价格在 11 月 12 日，13 日两天内持续下跌，引发恐慌情绪扩散，通过各类理财产品，基金产品入债市的投资者进行大量赎回，多只基金净值出现较大跌幅；与此同时，在银行间市场，信用债的短期质押价值下降，机构融资额下降。金融机构负债端压力增加，不得不卖出高流动性的利率债和持有的权益资产以补充流动性，股票市场受流动性抽离与投资者恐慌情绪影响也出现波动。

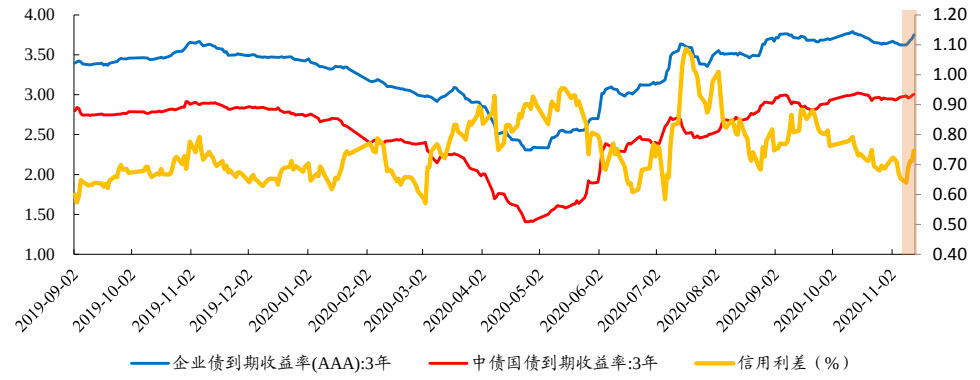
图1：DR007 与 Shibor 利率大幅上行，债券质押价值下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

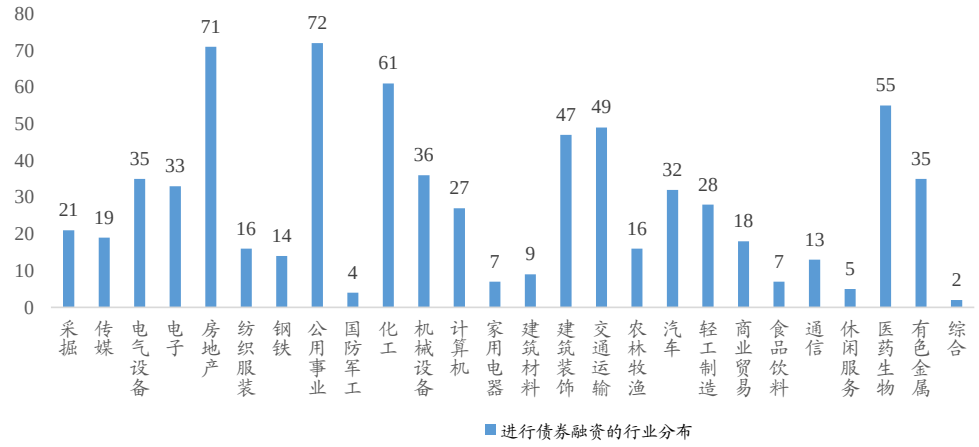
2) **信用债事件导致了信用利差扩大，同时使得市场对信用收缩的预期加强，对于系统性信用风险产生了担忧。权益风险溢价中本身包含信用风险溢价+成长性风险溢价，两大因素都会受到相应影响。**国企违约引发投资者对国企信用债的重新定价，信用利差扩大，当信用风险溢价明显上升时，全市场权益风险溢价理论上会相应上升（对应估值下降）。另一方面，投资者的谨慎情绪使得债券市场融资功能部分丧失，多只债券募集发生困难或定价过低（收益率过高），相继取消发行，投资者认为信用收缩在加速。在信用环境边际趋紧的环境里：对于金融企业而言，市场担心持有损失甚至出现系统性金融风险；对于企业而言，融资难度加大，增长预期会因此下降。

图2：信用利差扭转过去一个多月来的下行趋势，开始上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：有近20%的非金融上市公司也采用发债形式进行融资

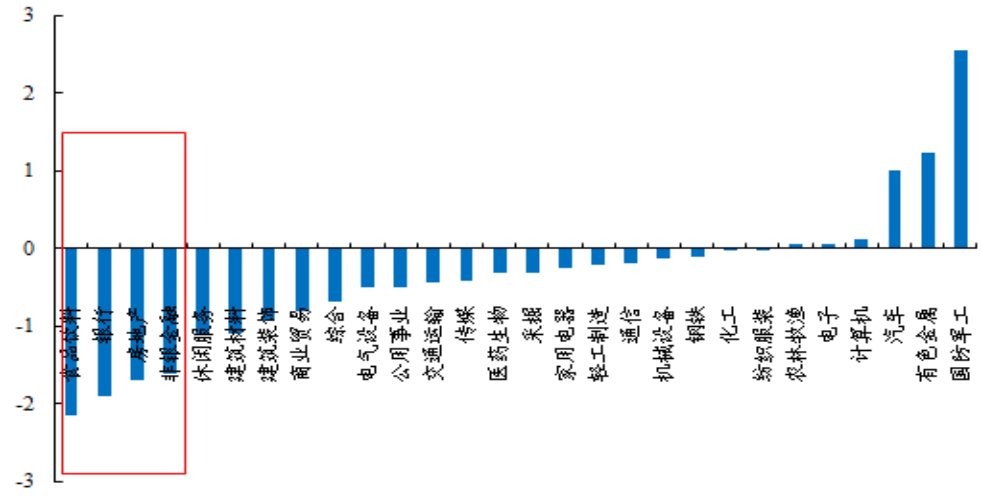


数据来源：Wind、开源证券研究所

综合考虑以上的传导逻辑可以更好理解上周出现的信用事件对股票市场形成扰动：上周五（11月13日）上证指数跌0.86%，分行业看，食品饮料（-2.15%）、银行（-1.91%）、房地产（-1.70%）、非银金融（-1.61%）板块跌幅居前，**均是我们认为的两种传导逻辑下的对应板块：**

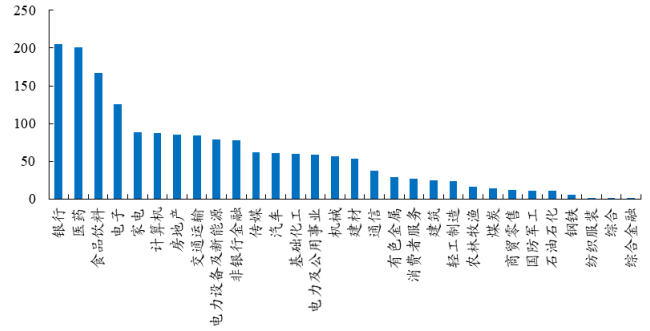
从**债券市场参与者直接损失看**，金融机构是债券市场的主要参与者，市场担忧债券市场的风险将一定程度上威胁金融行业的基本面；**从股票交易者结构看**，食品饮料与银行是偏债型基金参与权益资产配置的主要行业，为应对赎回压力，流动性较好的资产将会有一定卖出压力，叠加白酒板块近期出现的炒作现象，同时银行板块还面对事件本身基本面的担忧；**从债券融资需求看**，投资者担心潜在的信用收缩对本已面临融资压力的地产行业而言将是“雪上加霜”。

图4：股票市场调整较大的板块均是两大影响因素直接作用的板块



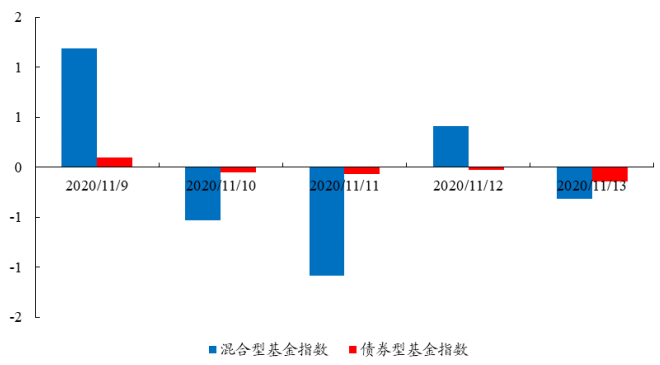
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：偏好债券的基金，权益资产投资集中于银行、食品饮料等板块（单位：亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：11 月 13 日，债券型基金跌幅较高，偏好债券的混合型基金同样下跌（单位：%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：基金口径为全部债券型基金及持有信用债（短融+企业债+中票）占比 20%以上的混合型基金。由于基金三季报只披露重仓股，我们使用 2020 年中报数据

2、 合理但不一定对：反弹即将出现

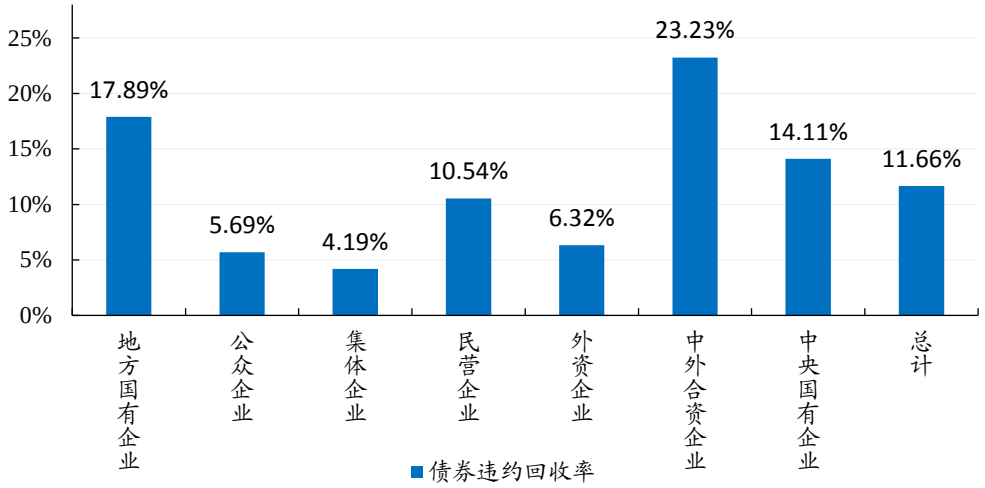
我们分析了股票市场对于上述事件的反应有一定的合理性，但是动态来看，其实未必正确：

不可否认的是，无论事件如何演绎，该类事件会对信用风险定价体系和社会信用资源的分配产生深远影响，地方政府融资将会受到一定程度冲击，社会信用扩张的主体将会出现变化，这与我们《结构之光：制造业的十年之变》中讨论的问题是一致的。

但从信用事件当前发展来看，在 11 月 13 日周五，央行开展 1600 亿元 7 天逆回购操作，全周（11 月 9 日至 11 月 13 日）累计投放净 2300 亿元，在补充流动性的同时安抚市场情绪，后续相应多部门监管与处理措施也有望进一步出台。同时，据上清所通告，永煤集团已于 11 月 13 日将兑付利息支付至应收固定收益产品付息兑付资金户，本金也在筹措过程中，事件本身已经出现了边际变化。**这也意味着，市场如果以发生系统性风险的预期来定价股票市场中的标的，那么这种行为是需要修正的；流动性冲击带来的资产价格下跌，也会因为流动性冲击的过去而恢复。**

当下债券市场本身可能已经过度反应。我们统计了 2014 年 11 月至今的所有违约债券的违约回收率（假设近期违约的债券主体后期不再进行新的偿付），地方国有企业与中央国有企业的债券违约回收率较高，分别为 17.89%和 14.11%。而我们发现，**部分市场上交易的信用债价格已经低于过去 6 年内的债券违约回收价值，我们认为市场恐慌过度造成了一定程度的错误定价，在基本面已经出现边际变化下，市场信用利差有望收窄，股票风险溢价也将随之收敛。**

图7：地方国有企业债券违约回收率相对较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

备注：债券违约回收率=（兑付本金+兑付利息）/（违约本金+违约利息）

图8：上交所交易的部分信用债中，已有多只国有企业发行债券价格低于违约回收价值

上交所企业债					上交所公司债				
债券代码	债券简称	公司属性	2020/11/12	2020/11/13	债券代码	债券简称	公司属性	2020/11/12	2020/11/13
124849.SH	PR辽沿海		3.83	3.83	136859.SH	16鲁通02	民营企业	1.86	1.88
124677.SH	PR乌城建	地方国有企业	5.67	5.67	155085.SH	18紫光04	中央国有企业	18.85	16.48
127043.SH	PR黑重建		7.28	7.28	155169.SH	19紫光01	中央国有企业	18.14	17.10
139177.SH	PR新路鑫	地方国有企业	14.88	14.89	155279.SH	19紫光02	中央国有企业	23.84	19.72
124943.SH	PR兰国投	地方国有企业	15.12	15.13	136231.SH	16金茂01	民营企业	25.02	25.03
127004.SH	PR溧昆仑	地方国有企业	18.06	18.07	136506.SH	16洛娃01	民营企业	31.08	31.10
127019.SH	PR丹徒投	地方国有企业	19.53	19.54	136058.SH	15宜集债	民营企业	37.23	37.25
127106.SH	PR黑债01		19.73	19.74	143457.SH	18新大02	民营企业	39.44	39.46
124429.SH	PR亭公投	地方国有企业	19.88	19.89	136574.SH	PR河西02	地方国有企业	40.35	40.35
124886.SH	PR长农建	地方国有企业	19.93	19.93	136498.SH	PR河西01	地方国有企业	40.64	40.64

资料来源：Wind、开源证券研究所

从行业本身来看，对于金融机构而言，除证券公司以外，其持有信用债总额占其债券投资比例或股票、债券投资总额的比例都较低。以持有信用债规模最大的银行为例，其持有信用债规模只占债券投资总额的 8.14%，占整体资产规模更低。而**持有违约债券规模更小**，且违约债券仍有一定收回可能，其实信用债市场波动对金融行业基本面直接冲击相较有限。金融板块的下跌，反映了市场其实在对出现系统性风险产生了过多担忧，这其实是不必要的。

表1：金融机构持有信用债规模占其投资规模的比例较低

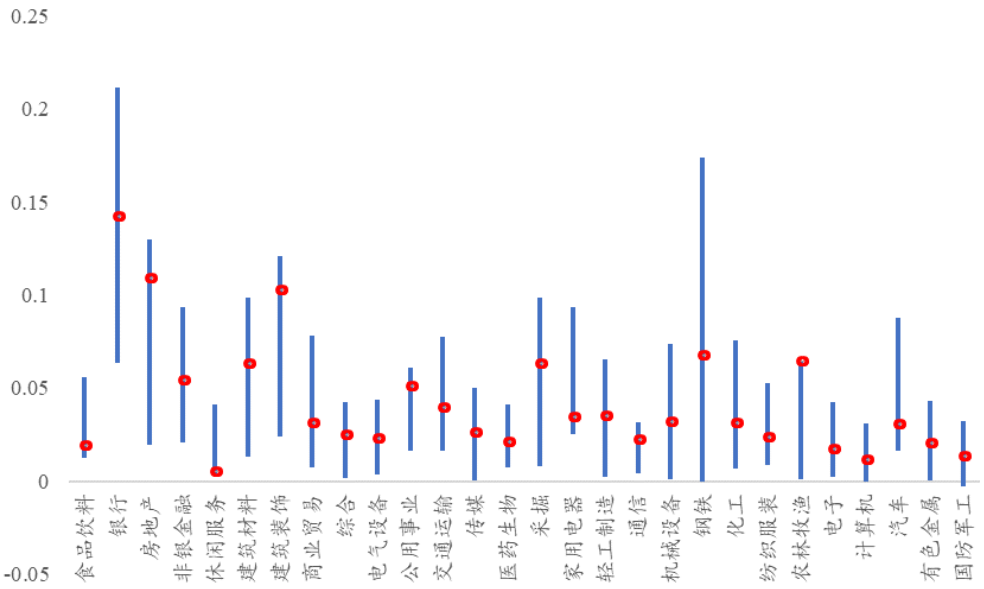
机构类型	持股市值（亿元）	持债总额（亿元）	持有信用债总额	信用债/债券投资总额	信用债/股债投资总额	信用债/总资产
银行	317.6	538,260.4	43,815.9	8.14%	8.14%	1.42%
证券公司	501.5	17,305.9	7,738.2	44.71%	41.5%	10.66%
保险	16193.6	24,009.1	2,946.59	12.27%	7.33%	1.34%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：信用债、债券统计口径为托管在上清所、中债登的全部债券；银行分类口径为，全国性商业银行、城商行、农商行、村镇银行、农村合作银行。

从股权风险溢价角度来看（股债性价比比的视角），当前房地产、银行等行业给予投资者的风险补偿水平处于历史的高位水平，股权风险溢价本身已经对信用风险上升给出了充足补偿。隐含的逻辑来看，正是 A 股投资者一直以来对于银行、房地产板块的担忧带来的估值折价。这意味着，即使信用风险出现，银行、房地产为代表的板块“价值”因为当下的股票价格水平，并不存在明显问题。**在市场修正过程中，两大板块的反弹可能一触即发。**

图9：房地产、银行等行业股权风险溢价处于高位，具有较大的安全边际



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 历史经验：债券市场波动对于股票市场往往是机遇

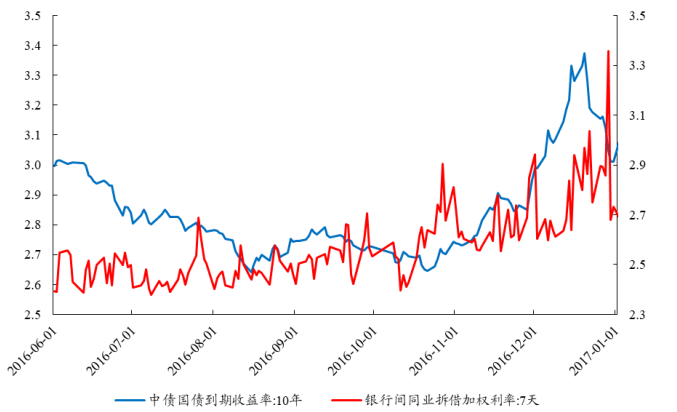
历史上看，当债券市场出现系统性流动性冲击时，对于股票市场往往形成扰动，但是也是投资机会的孕育。流动性风险造成的影响在历史上最典型的案例便是 2013 年和 2016 年的“钱荒”。以 R007 利率与国债利率飙升为标志，我们对 2013 年 6 月与 2016 年 12 月出现的两次“钱荒”进行复盘。

图10：2013 年中，国债收益率与 R007 快速上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

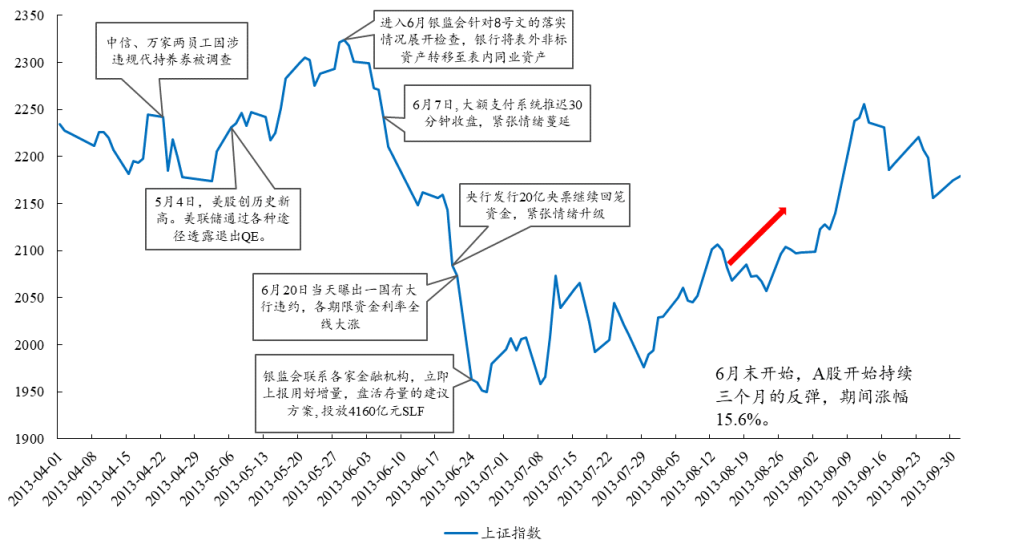
图11：2016 年末，国债收益率与 R007 快速上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

（1）2013 年“钱荒”：2013 年上半年，债市监管逐步升级。银监会发布 8 号文，规范影子银行与非标。央行暂停丙类户开户，限制加杠杆主体。4 月，某债券基金经理因涉违规代持养券被调查。受监管政策影响，很多机构开始主动售债以去杠杆。6 月初，受美联储暗示退出 QE，外汇占款回落，端午备付以及央行公开市场回笼流动性影响，银行间资金面持续紧张，短端利率走高。按以往惯例，当市场资金面紧张之际，央行会及时“施以援手”释放流动性。但此次央行一反常态，6 月 20 日发行 20 亿央票回笼资金。紧张情绪升级，R007 触及 12.25%的高位，钱荒发生。随后，央行通过 SLF(常备借贷便利)向市场投放资金 4160 亿元，钱荒暂告段落。

图12：2013 年“钱荒”复盘



数据来源：Wind、开源证券研究所

（2）2016 年“钱荒”：2016 年下半年，海外方面，美联储加息和特朗普“基建+减税+反移民”的再通胀政策导致全球流动性拐点出现。国内方面，**1-8 月经济通胀上行，货币政策从宽松转为中性。**央行对于流动性的监管开始从严，银行表外理财纳

入 MPA 纳入广义信贷检测范围等一系列去杠杆政策出台，在解杠杆的过程中，市场从资产荒转到了钱荒，债券市场收益率大幅走升，同时“萝卜章”代持门等风险事件的出现也引发了市场的恐慌情绪。而随着央行投放流动性、监管层强力协调，国债收益率在 12 月 20 日触及 3.37%后回落，钱荒逐渐退潮。

两次钱荒在短期内均对股市形成一定的压制，金融，地产跌幅同样排名靠前，但在钱荒结束之后，市场均出现了快速反弹。我们认为，两次钱荒发生的重要前提是央行收紧货币、强化金融监管，而非实体经济原因。尽管短期内可能对资产价格产生负面扰动，但由于流动性收紧的**核心目的在于“保持经济增长”的同时，更好地引导资金进入实体经济。**因此，随着投放流动性缓释风险，经过流动性收紧的窗口阶段后，股票市场往往回归经济基本面。而从**过去两次钱荒后市场反弹的板块表现**看，市场基本修正了前期的错误定价，市场下跌反而是机会的孕育。

本轮流动性冲击因为监管和市场的学习效应，时间可能会被缩短，投资者应该保持乐观，为随后的反弹做结构调整的准备。

表2：钱荒后的反弹期，与实体经济更相关的相关行业表现更好

板块表现	2013 年钱荒期（2013/5/31-2013/6/26）	2016 年钱荒期（2016/11/30-2016/12/29）	板块表现	2013 年钱荒反弹期（2013/6/27-2013/9/12）	2016 年末钱荒反弹期（2016/12/30-2016/4/7）
钱荒期跌幅前十名	有色金属（-21.6%）	计算机（-9.7%）	钱荒期反弹涨幅前十名	传媒（40.1%）	家用电器（15.0%）
	采掘（-21.4%）	传媒（-9.7%）		交通运输（32%）	建筑装饰（12.5%）
	房地产（-21.2%）	建筑装饰（-9.4%）		商业贸易（28.5%）	钢铁（12.1%）
	非银金融（-20.4%）	非银金融（-9.4%）		休闲服务（24.8%）	建筑材料（11.5%）
	建筑材料（-20.4%）	家用电器（-8.9%）		银行（23.0%）	食品饮料（11.5%）
	银行（-19.8%）	有色金属（-8.4%）		非银金融（23.0%）	国防军工（9.7%）
	钢铁（-18.8%）	房地产（-6.9%）		计算机（21.2%）	有色金属（9.0%）
	建筑装饰（-18.5%）	采掘（-6.9%）		房地产（21.0%）	交通运输（8.5%）
	纺织服装（-17.8%）	医药生物（-6.4%）		纺织服装（19.5%）	公用事业（7.7%）
	交通运输（-17.5%）	机械设备（-6.4%）		农林牧渔（19.1%）	电子（7.6%）

数据来源：Wind、开源证券研究所

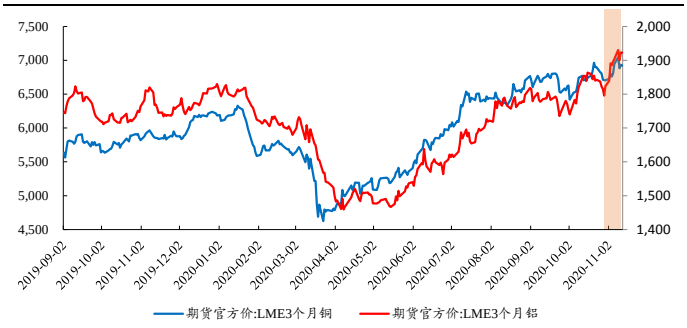
4、 冲击之后，回归通胀交易

信用债市场异动对市场带来的短期扰动后，全球复苏和再通胀交易才是市场真正主线，投资者应该提前做好布局。北京时间 2020 年 11 月 9 日晚间，辉瑞制药公布了最新的新冠疫苗研究数据，表明了在大规模试验中疫苗取得了良好的效果。我们在 10 月的报告《为全球风格共振做好准备》中提到，随着美国经济复苏深化与实际利率反弹，美股出现风格切换概率在增大，而疫苗研发的新突破与美国大选落地无疑提振了市场对于经济复苏的确定性预期，美股上周（2020 年 11 月 9 日至 2020 年 11 月 13 日）发生了较为明显的风格切换，**道琼斯工业指数跑赢标普 500 与纳斯达克指数；行业方面，工业，能源，金融，地产领涨。在大宗商品方面，工业属性的资产已经开始明显跑赢更与流动性相关的贵金属。**

随着全球风格切换正在发生，与 A 股共振在途，A 股的风格切换将向更深入推进。市场当下的机会在于：部分因为“没有未来”而给予较低定价的板块。全球经济

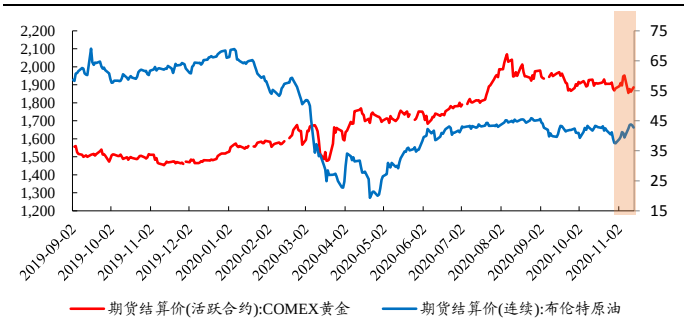
的回暖与再通胀将带来明显的景气回升，成为全市场价值发现的宏观基础。我们认为当前投资者抓紧时间买入复苏，勿再犹豫，把握以下三条主线（不分先后）：（1）在复苏具有方向的确定性下，经济复苏带来价值修复，信用冲击后将率先反弹：**金融（银行、保险、房地产）。**（2）把握国内经济动能切换下制造业复苏的投资机会：**化工（大炼化、钛白粉）、集运、机械设备、家电、造纸。**（3）通胀交易也可以布局：**有色（铜、铝），煤炭（焦煤）。**

图13：工业金属价格大幅上涨，经济复苏与通胀预期加强



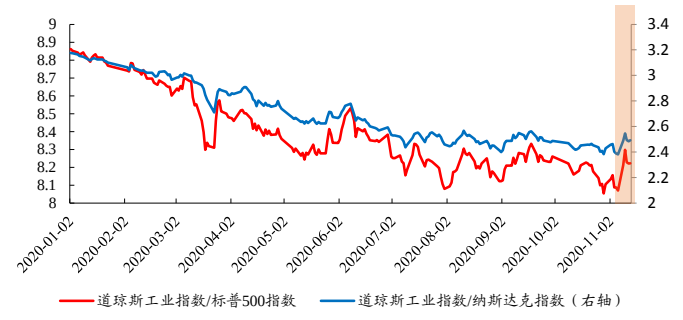
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：与实际利率负相关的黄金震荡下行，原油价格止跌回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：道琼斯工业指数开始跑赢标普 500 与纳斯达克指数



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：最近两周来美国股市发生较为明显的风格切换

行业指数	上周（2020年11月2日至2020年11月6日）涨跌幅（%）	本周（2020年11月9日至2020年11月13日）涨跌幅（%）
标普500非必需消费	7.39	-1.10
标普500必需消费	4.61	3.58
标普500医疗	8.25	1.82
标普500工业	7.20	5.28
标普500信息技术	9.70	-0.40
标普500材料	7.63	1.42
标普500房地产	4.39	5.19
标普500通信设备	7.60	0.79
标普500公共事业	2.79	2.77
标普500金融	4.54	8.28
标普500能源	0.81	16.46

数据来源：Wind、开源证券研究所

5、 风险提示

永煤事件持续发酵，国内外疫情超预期扩散

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