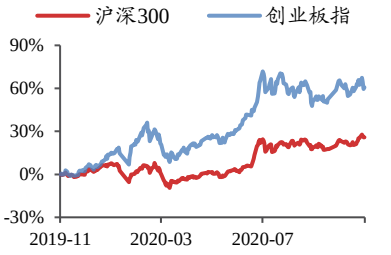
2020 年 11 月 13 日

开源晨会 1113

——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(%)
休闲服务	4.38
家用电器	1.88
化工	1.17
汽车	0.9
轻工制造	0.84

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
银行	-1.13
农林牧渔	-1.1
建筑装饰	-1.0
非银金融	-0.95
国防军工	-0.59

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】非标收缩的压力——宏观经济专题-20201112

1、随着资管新规过渡期临近到期，以通道为主的老产品收缩，或加速非标收缩。

2、非标融资收缩，或拖累 2021 年信用环境、加速信用风险的暴露。

【宏观】货币金融数据，透露的两大关键变化——宏观经济点评-20201112

1、10 月社融增速抬升、信贷增速回落，中长期资金来源的增长已出现放缓迹象。

2、社融与 M2 增速亦有“背离”，除财政支出偏慢外，也可能与同业收缩等有关。

【中小盘专题】“萌宠经济”大潮流，本土宠物食品商踏浪前行——中小盘主题-20201112

2019 年我国户均养狗和养猫数量同比分别增长 3.7%和 7.8%，而单只宠物狗和宠物猫消费额分别增长 14.6%和 21.6%。渠道方面，电商凭借方便快捷、品类丰富以及价格优势等实现快速渗透，2019 年渠道份额已达 42.9%。专业渠道中，传统宠物店由夫妻小店向综合化过渡有望激发渠道活力，而宠物医院的高权威性使其在消费者教育等方面的渠道价值日益凸显。

行业公司

【商业贸易】双十一战报：电商平台创新高，“颜值经济”高景气——行业点评报告-20201112

2020 年双十一各电商平台玩法更加多样，成交额再创新高。 “颜值经济”持续高景气，国货美妆中新锐品牌表现亮眼，11 月 1-3 日，薇诺娜、完美日记以超过 5 亿销售额领跑。同时，受益直播与美团等本地生活电商推广，医美消费量价齐升。此外，2020 年双十一有以下特点：第一，直播带货贯穿全场，天猫店铺自播 GMV 增长 509%；第二，新品牌崛起，16 个上线天猫未满 3 年的品牌成交破亿；第三，下沉市场红利释放，苏宁 7000 家县镇店销售增长 150%。

【农林牧渔】以量补价，猪企销售收入同比实现高增——行业点评报告-20201112

主要猪企 2020 年 10 月出栏量环比下滑；肥猪均价自 2020 年单月首次同比下滑；以量补价，猪企销售收入同比实现高增

【电子：中芯国际(688981.SH)】产能供不应求，Q3 业绩超预期——公司信息更新报告-20201112

公司 2020Q1-3 营收为 208.00 亿元，同比+30.23%，归母净利润 30.80 亿元，同比+168.63%。其中 2020Q3 营收 76.38 亿元，同比+31.71%，环比+12.98%，归母净利润 16.94 亿元，同比+105.54%，环比+78.34%，主要系：1）下游需求的快速增长拉动成熟制程应用平台的强劲增长；2）供需结构失衡引起 8 寸晶圆价格上涨；3）产品组合的优化。公司业绩 Q3 超预期，我们上调公司盈利预测，预计 2020-2022 年公司可分别实现 EPS 0.27（+0.02）/0.30（+0.02）/0.36（+0.04）元，当前股价对应 PE 229/207/170 倍，维持“买入”评级。

研报摘要

总量研究

【宏观】非标收缩的压力——宏观经济专题-20201112

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002 | 杨飞（分析师）证书编号：S0790520070004 | 马洁莹（联系人）证书编号：S0790120080081

疫情背景下，非标收缩放缓对信用派生形成支持，防风险下非标变化不容忽视

本轮信用扩张，除了债券和贷款，非标融资收缩显著放缓的贡献也不应忽视，或与资管新规过渡期延长等因素有关。年初以来，社融持续放量，前 10 个月新增融资同比多增超 9 万亿元，其中，贷款、政府债券均同比多增超 2.9 万亿元，企业债券多增 1.7 万亿元，非标融资少收缩 1.1 万亿元。非标融资收缩放缓，或与疫情冲击下，资管新规过渡期延长、债务延期偿付和货币流动性宽松等措施有关。

伴随政策对防范化解风险重视度提升、监管细则落地，非标收缩压力或趋于加大。尽管资管新规过渡期延长至 2021 年底，不涉及相关监管标准和方向的变化。随着资金空转现象等凸显，央行、银保监会等加强金融风险防控，资金信托、标准化债权等资管新规配套细则加快落地。按照资管新规及配套细则等要求，抑制通道业务、限制非标投资比例、打破刚兑、期限匹配等或是非标调整的主要驱动力。

随着资管新规过渡期临近到期，以通道为主的老产品收缩，或加速非标收缩

资管新规实施后，通道业务持续收缩、收缩任务约完成一半左右。主要资管产品中，券商定向资管、单一资金信托、基金子公司等以通道业务为主的产品持续收缩。截至 2020 年 6 月，通道余额或超 13.5 万亿元、较 2017 年底压缩约 51%，其中券商、信托和基金子公司通道分别为 5.9 万亿元、4.7 万亿元和 2.9 万亿元。

中性情景下，资管产品收缩，或导致一年半内非标融资收缩约 3.5 万亿元。通道业务，大多直接或间接投资非标资产，其规模收缩或加大非标融资收缩压力。随着 2021 年底资管新规过渡期到期临近，中性情景下，通道收缩或加速，券商、和信托等合计收缩规模或占当前通道余额的 80%左右，对应非标融资收缩约 3.5 万亿元；悲观情况下，通道全部收缩完，对应非标融资收缩可能超过 5 万亿元。

非标融资收缩可能拖累 2021 年信用环境，关注房地产、城投平台等信用风险

非标融资收缩，或拖累 2021 年信用环境、加速信用风险的暴露。在贷款等变化相对平稳时，非标融资可能成为影响信用环境的重要因素，例如，2018 年委托和信托贷款收缩 2.3 万亿元、拖累社融增速超 1 个百分点。展望 2021 年，中性情景，非标融资可能收缩 3 万亿元左右，拖累社融增速约 1 个百分点。随着信用收缩逐渐显现，企业现金流和偿债压力上升，或出现类似 2018 年债务违约的大增。

未来可能需要关注，债务压力较大、同时非标债务较多的，如房地产、商业贸易等行业和部分城投平台的信用风险。若以资产负债率来衡量债务压力，以非标债务占总体债务的比重来衡量非标融资的影响，上市公司半年报显示，房地产、公用事业、商业贸易等行业债务压力居前，受非标融资收缩的影响也相对较大。此外，作为城投平台重要渠道，非标融资的收缩可能加大对其依赖较高的平台风险。

风险提示：金融监管升级，测算过程中的偏误和遗漏。

【宏观】货币金融数据，透露的两大关键变化——宏观经济点评-20201112

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002 | 杨飞（分析师）证书编号：S0790520070004 | 马洁莹（联系人）证书编号：S0790120080081

10 月社融增速抬升、信贷增速回落，中长期资金来源的增长已出现放缓迹象

10 月社融与信贷增速的“背离”，或与政府行为、非银融资收缩等有关。10 月，社融存量增速较上月提高 0.2 个百分点至 13.7%，而贷款余额增速 7 月以来首次回落、较上月回落 0.1 个百分点。其中，政府债券为社融主要贡献项、同比多增 3060 亿元；相较之下，财政支出偏慢可能拖累信贷增长，但非银贷款减少，使得社融口径人民币贷款同比多增 1193 亿元，高于全口径贷款同比增量的 285 亿元。

随着政策重心向防风险倾斜，中长期资金来源的增长已出现放缓迹象。企业中长期贷款连续 8 个月同比多增，但 10 月同比增幅回落至 2000 亿元以内，余额增速斜率也在“变浅”；而居民中长期贷款增速，出现小幅回落、10 月下降约 0.1 个百分点。企业债券融资增长，7 月以来逐步放缓，10 月新增 2522 亿元、仅同比多增 490 亿元。此外，委托和信托贷款持续收缩，信托贷款收缩幅度同比扩大。

社融与 M2 增速亦有“背离”，除财政支出偏慢外，也可能与同业收缩等有关

10 月社融与 M2 增速也出现“背离”，或与财政支出进度偏慢、居民存款流出等因素有关。10 月，M2 增速大幅回落 0.4 个百分点至 10.5%，而社融和 M1 增速均明显抬升。分部门存款变化来看，财政存款同比多增 3499 亿元，一定程度反映财政支出偏慢；而居民和企业存款同比分别多减 3557 亿元和 1649 亿元，或与国庆过节、“双 11”提前预售等因素有关。此外，非银存款同比少增 5947 亿元。

同业派生收缩，可能对 M2 增速形成一定拖累。纳入广义货币的非银存款增速，5 月以来震荡回落，10 月较 4 月高点回落近 11 个百分点至 6.4%；同时，货币基金份额 5 月以来持续下降，非银贷款增量大多数时候低于 2019 年同期。非银金融机构与银行同业往来的收缩，或与防风险重视度提升下，打击资金空转等有关。

重申观点：信用修复最快阶段已过去，年底前后或逐步进入信用“收缩”通道

信用修复最快阶段已过去，年底前后或逐步进入信用“收缩”通道。影响信用“收缩”的三条逻辑：（1）“后疫情”时代，政府杠杆行为对信用派生的拉动，可能趋于减弱；（2）随着资管新规过渡期临近到期，通道产品的收缩，或加速非标融资收缩；（3）地产调控收紧、部分城市销售回归常态，对地产融资影响或逐步显现。

信用“收缩”或成为 2021 年主逻辑。伴随经济逐步修复、防风险加强，杠杆行为减弱、非标收缩和地产调控等，或使导致政府债券、企业债券和非标融资等，成为 2021 年社融重要拖累项。中性情景下，2021 年社融和 M2 增速或双双在 10%左右，与转型逻辑相匹配。在总量指标没弹性、结构特征凸显的阶段，不宜再套用传统周期框架进行经济分析（详情参见《2021 年，或为信用“收缩”之年》）。

风险提示：防风险措施升级，信用“收缩”加速。

【中小盘专题】“萌宠经济”大潮流，本土宠物食品商踏浪前行——中小盘主题-20201112

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 孙金钜（分析师）证书编号：S0790519110002 | 丁旺（联系人）证书编号：S0790120040007

单宠消费提升是宠物食品行业增长主要动力，电商与专业渠道价值凸显

2019 年中国宠物食品行业规模 355.9 亿元，过去五年 CAGR 达 34.3%，是全球第二大也是增长最快的市场。国内“萌宠经济”持续升温，宠物食品市场处于量价齐升的阶段，但科学养宠意识和宠物定位提升推动的单宠消费额的提高是行业长期增长的主要动力。2019 年我国户均养狗和养猫数量同比分别增长 3.7%和 7.8%，而单只宠物狗和宠物猫消费额分别增长 14.6%和 21.6%。渠道方面，电商凭借方便快捷、品类丰富以及价格优势等实现快速渗透，2019 年渠道份额已达 42.9%。专业渠道中，传统宠物店由夫妻小店向综合化过渡有望激发渠道活力，而宠物医院的高权威性使其在消费者教育等方面的渠道价值日益凸显。

我国宠物行业仍处初级阶段，新兴品牌迎发展良机

虽然国内“萌宠经济”快速兴起，但从多个维度看宠物行业仍处于初级阶段：（1）横向对比成熟市场，国内养宠渗透率尤其单宠消费水平差距明显；（2）国内养宠群体割裂，一线城市在养宠渗透率和消费力等方面大幅领先低

线级城市；（3）即使是消费能力最强的养宠群体，也尚未形成成熟的养宠理念。在这一初级阶段下，国内宠物食品行业竞争格局远未固化，2019 年 CR10 仅为 19.2%，显著低于日本市场的 51.1%和美国市场的 56.4%。这为新兴品牌的发展创造了广阔的发展空间。2019 年我国宠物食品行业前 10 大公司中有 7 个为本土公司，合计市占率从 2015 年的 7.2%提升至 10.0%，而同期国际宠物食品巨头玛氏和雀巢的市占率则从 10.3%下降至 8.3%。可见，本土宠物食品品牌正加速崛起。

“产品+渠道”精准定位，本土品牌走出差异化崛起路径

宠物行业仍处于初级阶段的背景下：（1）一线城市高学历年轻宠物主主导行业需求，这一群体消费能力强但对宠物食品品质尤为看重；（2）三线及以下城市广大下沉市场商品粮渗透率低且宠物主消费能力较低，但蕴含较大潜力；（3）宠物主养宠心智尚不成熟，能够直接触达宠物主的终端渠道对于俘获消费者心智至关重要，其中宠物医院等专业渠道具有更高的权威性，对于消费者教育的价值日益凸显。对此，众多本土品牌采取不同的产品与渠道销售策略，走出了差异化崛起路径。例如面向一二线城市高消费宠物主的伯纳天纯，通过专业渠道塑造高端化品牌形象，同时以高品质多样化产品维护消费者粘性。而主打下沉市场与养宠小白的疯狂小狗，则依靠高性价比产品打开市场，同时利用电商渠道实现快速渗透。

受益公司：佩蒂股份、中宠股份

佩蒂股份作为功能性宠物零食龙头，产品研发和制造能力优秀，在国内市场主打高端化品牌策略。2021 年海外主粮产能逐步释放后，佩蒂股份国内业务有望加速扩张。中宠股份采取中高端品牌定位，拥有丰富的宠物食品品类，同时较早实现了国内宠物市场全渠道布局。未来中宠股份将在宠物零食的优势基础上重点开拓主粮市场，目前其国内业务正处于快速发展期。

风险提示：养宠政策变动、市场竞争加剧等

行业公司

【商业贸易】双十一战报：电商平台创新高，“颜值经济”高景气——行业点评报告-20201112

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 符超然（联系人）证书编号：S0790120080062

2020 年双十一战报出炉：各电商平台 GMV 纷纷创下新高

1）天猫：11 月 1 日 0 时-11 月 11 日 24 时，天猫累计成交额达 4982 亿（2019 年双十一单日成交额 2684 亿元），全周期成交额接近 2019 年单日 2 倍。2）京东：双十一期间累计成交额为 2715 亿元（2019 年双十一成交额为 2044 亿元，同比增长 33%）。3）苏宁：双十一期间苏宁易购线上订单量同比增长 75%，11 月 11 日开场 19 分钟，苏宁全场景生态渠道 GMV 破 50 亿。总体来看，2020 年双十一各大电商平台玩法更加多样，成交额也纷纷再创新高。

“颜值经济”持续高景气：化妆品销售亮眼，医美成为消费新潮流

化妆品：根据天猫发言人数据，11 月 1 日开场不到 2 小时，欧莱雅、雅诗兰黛、兰蔻、百雀羚等品牌即率先迈入“亿元俱乐部”；京东美妆品类亦表现亮眼，开场十分钟成交额增长 4 倍；新锐美妆品牌如润百颜、小奥汀等亦实现成交额过亿。具体国货化妆品品牌来看，根据 11 月 1-3 日的天猫销售数据：薇诺娜、完美日记以超过 5 亿销售额领跑，花西子、珀莱雅销售额亦分别超过 4 亿、3 亿。医美：受益直播与本地生活电商推广，量价齐升成为消费新潮流。饿了么数据显示，11 月 1-3 日，医美医疗成为最受欢迎生活服务项目，订单量环比增长近 7 倍，平均客单价提升至 6300 元。在渠道方面，不仅垂直渠道新氧 APP 推出了一系列优惠活动，美团、饿了么等本地生活电商平台也加入双十一医美促销战场中，通过直播、达人专家讲解等多种方式，助力医美消费快速增长。

特点：直播带货贯穿双十一、新品牌出彩、深耕下沉市场

1）直播带货贯穿双十一：直播引流作用愈加突出。天猫双十一直播/消费里程碑数据显示，本次双十一店铺自播 GMV 同比增长 509%，吸引消费者超 8 亿、吸引品牌超 25 万、吸引商家超 500 万，从 11 月 1 日 0 点-11 月 11

日 12 点，淘宝直播诞生成交超 1 亿元人民币的直播间达到 28 个。2）新品牌出彩：天猫双十一期间，16 个新品牌（在天猫平台上线未满 3 年）成交额破亿；双十一开门红当日，花西子在眉笔、粉饼领域位于 TOP1，元气森林在饮用水品类实现 TOP1，众多黑马小品牌在细分领域表现优异。3）深耕下沉市场：苏宁本次双十一 7000 家县镇店销售同比增长 150%，京东物流 92%区县、83%乡镇可享 24 小时达。线上线下渠道联动不断深入，各大电商平台深挖低线红利持续下沉。

投资建议：“双十一”充分刺激消费，关注高景气度细分赛道龙头

本次双十一电商购物节战线拉长、玩法多样、参与者众多，各大平台销售额纷纷破记录，消费需求持续释放。建议关注：1）受益电商渠道增长的国货美妆龙头公司（受益标的珀莱雅、上海家化、御家汇、华熙生物，拟上市标的贝泰妮）；2）受益直播和本地生活电商平台推动的医美板块，重点推荐玻尿酸龙头爱美客；3）黄金珠宝板块重点推荐先发布局电商和直播渠道的周大生；4）电商板块持续重点推荐跨境电商龙头吉宏股份。

风险提示：宏观经济风险、消费者购买力下降。

【农林牧渔】以量补价，猪企销售收入同比实现高增——行业点评报告-20201112

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 陈昕晖（联系人）证书编号：S0790120090006

主要猪企 2020 年 10 月出栏量环比下滑

2020 年 10 月主要上市公司出栏量同比增长 104%，环比减少 2%，其中牧原股份、新希望、天邦股份、天康生物、大北农环比下滑，出栏量及环比分别为 152 万头/-8%、91 万头/-8%、35 万头/-17%、15 万头/-5%、18 万头/-2%；正邦科技、温氏股份出栏环比小幅增长，分别为 124 万头/+2%、75 万头/+2%；傲农生物、唐人神、金新农环比大增，分别为 16 万头/+46%、13 万头/+18%、16 万头/+91%。

受近期猪价回落影响，自育肥猪头均盈利相比外销仔猪头均盈利差距扩大，猪企倾向于自育肥增厚盈利水平，在 10 月减少了外销仔猪数量，故而牧原股份、天邦股份生猪出栏数据层面表现为环比下滑，剔除仔猪销量因素，牧原和天邦肥猪销量仍然实现较大幅度环比增长，预计即使减少仔猪外销趋势下，牧原股份全年出栏目标仍有较大概率达成；新希望出栏肥猪、仔猪均环比下滑，我们认为由于 4-5 月份仔猪价格高位时公司减少外购仔猪数量，因此 10 月份出栏肥猪中外购育肥数量降低，考虑到公司 11-12 月外购仔猪育肥出栏及外销仔猪量较大，维持全年 800 万头出栏预期；正邦科技肥猪、仔猪均保持环比略增，公司自 5 月起逐步停止外购仔猪，对应 10 月出栏肥猪中外购育肥比例有所降低，因此公司自育肥猪数量仍然保持稳步增长，展望全年，2020Q4 较低的外购育肥比例也将带来养殖成本的显著降低。

肥猪均价自 2020 年单月首次同比下滑

主要猪企肥猪销售均价自 2020 年 8 月起逐月环比下滑，牧原股份、温氏股份、新希望、正邦科技、天邦股份 10 月肥猪均价分别为 27.65/29.76/28.39/30.23/27.77 元/公斤，环比-14%/-13%/-14%/-12%/-14%，同比-17%/-18%/-16%/-11%/-16%，为 2020 年以来单月首次同比下滑。

以量补价，猪企销售收入同比实现高增

受量价齐跌影响，主要猪企 2020 年 10 月收入环比下滑，牧原股份、温氏股份、新希望、正邦科技、天邦股份分别环比-15%/-10%/-24%/-12%/-34%。同比来看，出栏释放以量补价收入实现同比高增，牧原股份、新希望、正邦科技、天邦股份分别同比+80/+88%/277%/+100%，温氏股份由于前期受冲击较大还未走出疫情影响，收入同比-28%。

风险提示：猪价景气度不及预期、上市公司出栏量不及预期、上市公司养殖成本下降不及预期。

【电子：中芯国际(688981.SH)】产能供不应求，Q3 业绩超预期——公司信息更新报告-20201112

刘翔（分析师）证书编号：S0790520070002 | 罗通（联系人）证书编号：S0790120070043

龙头优势显著，Q3 业绩攀升新高度

受益下游需求旺盛，公司业绩表现优异。公司 2020Q1-3 营收为 208.00 亿元，同比+30.23%，归母净利润 30.80 亿元，同比+168.63%。其中 2020Q3 营收 76.38 亿元，同比+31.71%，环比+12.98%，归母净利润 16.94 亿元，同比+105.54%，环比+78.34%，主要系：1）影像传感器 CIS、电源管理芯片 PMIC、指纹识别芯片、蓝牙芯片、特殊型存储芯片等下游需求的快速增长拉动成熟制程应用平台的强劲增长；2）供需结构失衡引起 8 寸晶圆价格上涨；3）产品组合的优化。公司业绩 Q3 超预期，我们上调公司盈利预测，预计 2020-2022 年公司可分别实现 EPS 0.27（+0.02）/0.30（+0.02）/0.36（+0.04）元，当前股价对应 PE 229/207/170 倍，维持“买入”评级。

盈利能力提升，产能扩张，先进制程占比提升

公司 2020Q1-3 毛利率为 24.53%，净利率为 14.21%。其中 2020Q3 为 26.29%，环比+0.96pct，净利率为 22.86%，环比+10.10pcts，晶圆代工业务价格上涨与市场景气因素贡献显著，2020Q3 公司交付 144 万片 8 寸等值晶圆，同比+9.5%。目前公司月产能已达 51.02 万片，同比+14.9%，产能利用率达 97.8%，同比+0.8pcts。公司国内收入占比进一步提升，目前达 69.7%，同比+9.2pcts。先进制程占比提升，14nm/28nm 制程占比达 14.6%，同比+10.3pcts，环比+5.5pcts。

先进制程研发成果斐然，N+1 工艺已小规模量产

公司 N+1 工艺芯片流片成功，N+1 项目系公司第二代先进工艺，与 14nm 工艺相比，性能提升 20%、功耗降低 57%、逻辑面积缩小 63%，目前已进入小量试产。尽管公司 2020 年资本开支计划因美国出口管制使部分机台供货期延长或有不确定性，及物流原因导致部分机台到货延迟，从 457 亿元下修到 402 亿元。但短期来看，行业 8 寸晶圆产能供不应求，中芯国际作为大陆最先进领先的代工厂，订单饱满，产能利用率持续维持高位，长期来看，公司持续进行产能扩张，N+2 工艺的研发也提上日程，增长潜力巨大。

风险提示：行业竞争加剧风险、技术创新不达预期，外部技术封锁加大风险。

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（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