2020 年 10 月 26 日

转债“炒作”行情的背后

——宏观深度报告

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

杨为敦（分析师）
yangweixiao@kysec.cn
证书编号：S0790520050002

代小笛（联系人）
daixiaodi@kysec.cn
证书编号：S0790120070025

● **转债“炒作”行情是短期投机行为、不可持续，择券应当主要基于正股角度**

近期，转债市场出现大面积高换手、高波动的个券，类似“炒作”行情 2020 年年初也曾出现过，或主要是由散户和游资主导的短期行为。近期，部分个券的成交额大幅上升、走势和正股背离，类似的转债炒作行情并非第一次出现；3 月、8 月前后，转债市场也曾出现过类似情况。从成交额占比来看，炒作行情的参与者主要是散户和游资；几个炒作行情明显的阶段，自然人的成交额占比大幅提升。

转债容易受到资金“炒作”，或与灵活的交易制度下，部分规模较小、机构持仓较少的个券，容易受到资金的操控有关。不同于股票市场，转债市场的交易规则更加灵活，采用“T+0 交易制度”且“不设涨跌幅限制”，这使得部分规模小、机构持仓少的个券价格容易受到资金的控制。近期出现的高换手、高波动个券，普遍具有“评级较低”、“规模较小”、“机构持仓少”、“价格高”等典型特征。

股市的赚钱效应变差，也可能促使部分“投机”资金进入转债市场。回溯历史，转债炒作行情剧烈的几个阶段，多对应权益市场赚钱效应较差、情绪较差的时间段，例如 2020 年的 3 月、7 月前后等。背后的主要逻辑可能是，在权益市场赚钱较差的情况下，部分游资、散户资金可能流向交易制度更加灵活的转债市场。

自“炒作”行情出现以来，证监会和沪深交易所连续发布相关监管政策，从交易行为、信息披露等各个方面加强监督。3 月 22 日，沪深交易所表示将可转债交易情况纳入重点监控。5 月 22 日，深交所规范转债临时停牌制度。7 月 24 日，沪深交易所发布文件以加强投资者适当性管理。10 月 23 日发布的征求意见稿，更加全面、系统性地从转债发行、交易、信息披露等角度规范了转债市场的规则。

监管趋严下，转债“炒作”行情难以持续；未来一段时间，应当注意相关个券的波动风险，从正股角度出发择券。近期，沪深交易所相关负责人表示要加强转债监测。同时证监会发布“征求意见稿”，从交易规则、市场参与者以及交易监测等角度，系统性规范了转债市场交易制度。伴随交易规则的完善，预计异常交易的个券将减少。未来应当防范高价券的赎回风险，从正股角度挖掘结构性机会。

中长期来看，转债“发行”、“交易”、“存续期监督管理”等相关制度的完善，将有利于市场持续扩容、促进投资者积极有序参与交易。发行方面，将新三板公司纳入适用范围等；条款方面，明确赎回和回售条款应当体现权力对等原则、赎回条款触发后强制披露等；存续期监督管理方面，设置债券受托管理人制度等。转债市场制度的系统性规范，有利于市场持续扩容、促进投资者积极有序参与交易。

● **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-美国大选倒计时》-2020.10.25

《宏观经济点评-财政支出积极，4 季度或延续高增》-2020.10.22

《宏观经济点评-经济动能的“错位”和“收敛”》-2020.10.19

目 录

1、 转债“炒作”行情的背后 3
2、 研究结论 8
3、 风险提示 9

图表目录

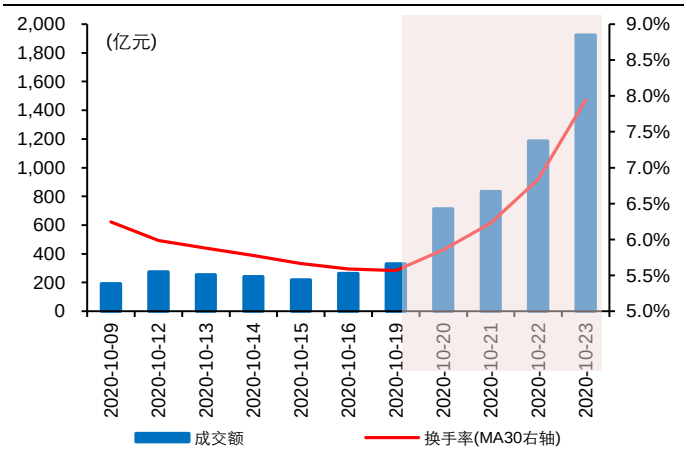
图 1: 上周，转债市场的成交额大幅增加 3
图 2: 上周，出现大量巨额成交、走势和正股背离的个券 3
图 3: 上周，智能转债的走势和正股背离 3
图 4: 上周，蓝盾转债的走势和正股背离 3
图 5: 转债市场的“炒作”行情并非第一次出现 4
图 6: 异常交易的个券主要出现在 2020 年 4
图 7: 2020 年的 3 月、8 月前后都曾出现过炒作行情 4
图 8: 2020 年的 3 月、8 月前后曾出现过异常交易的情形 4
图 9: 异常交易阶段的主要参与者或是自然人 4
图 10: 异常交易阶段，其他类型投资的成交额占比增加 4
图 11: 异常成交个券的评级多较低 5
图 12: 异常成交个券的剩余规模多较小 5
图 13: 异常成交个券的市场价多较高 5
图 14: 异常成交个券的转股溢价率多较低 5
图 15: 转债炒作行情多发生在股市情绪较差阶段 6
图 16: 转债炒作行情多发生在股市赚钱效应较差阶段 6
图 17: 大量高价的个券已经面临赎回风险 7
图 18: 受异常交易情绪带动，当前转债市场情绪较高 7
图 19: 转债发行、交易和存续期内监督相关制度的完善 8
图 20: 转债扩容以来，已成为再融资的重要补充 8

表 1: 2020 年以来，转债市场的监管制度逐渐完善 6
表 2: 《可转换公司债券管理办法（征求意见稿）》的规则更加全面、系统 7

1、 转债“炒作”行情的背后

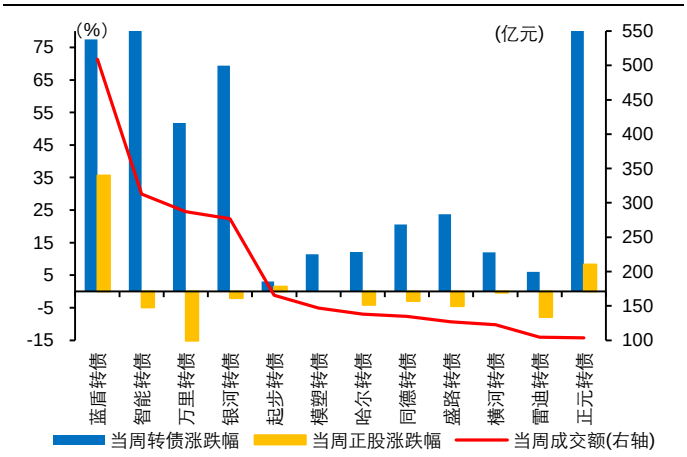
近期，转债市场出现较多“高换手”、“高波动”、“走势和正股大幅背离”的异常交易个券。上周，转债市场再次出点大面积的炒作行情，全市场的成交额大幅上升；周四、周五的成交额分别接近 1200 亿元、2000 亿元。具体来看，蓝盾转债、智能转债、万里转债、银河转债等个券的走势和正股背离，日内振幅和换手率大幅上升；其中，蓝盾转债、智能转债、万里转债上周成交额高达 509、313、287 亿元。

图1：上周，转债市场的成交额大幅增加



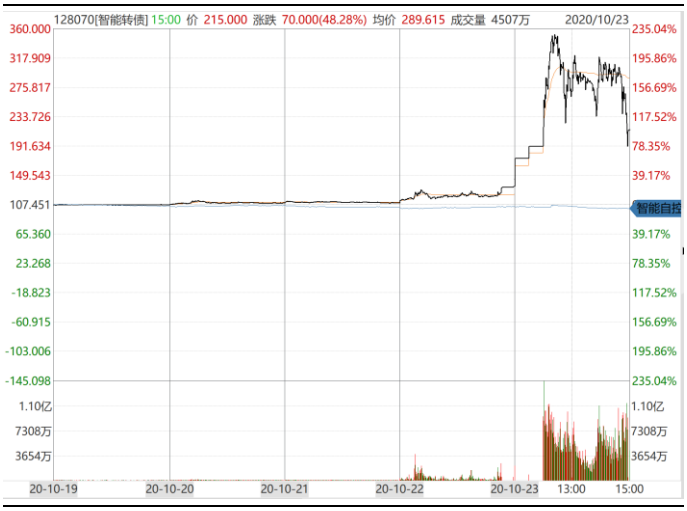
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：上周，出现大量巨额成交、走势和正股背离的个券



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：上周，智能转债的走势和正股背离



数据来源：Wind、开源证券研究所

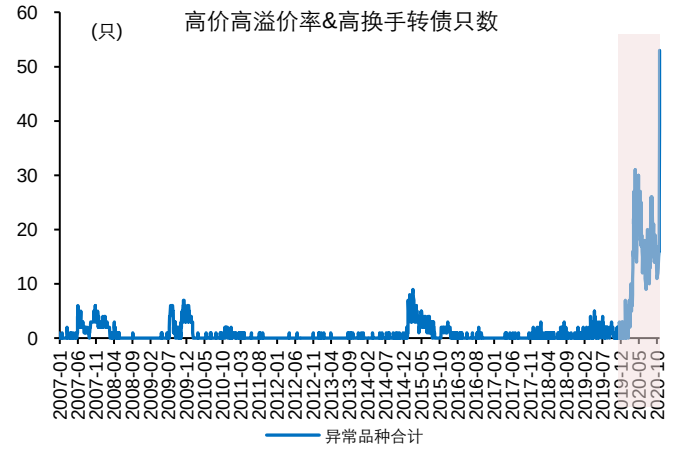
图4：上周，蓝盾转债的走势和正股背离



数据来源：Wind、开源证券研究所

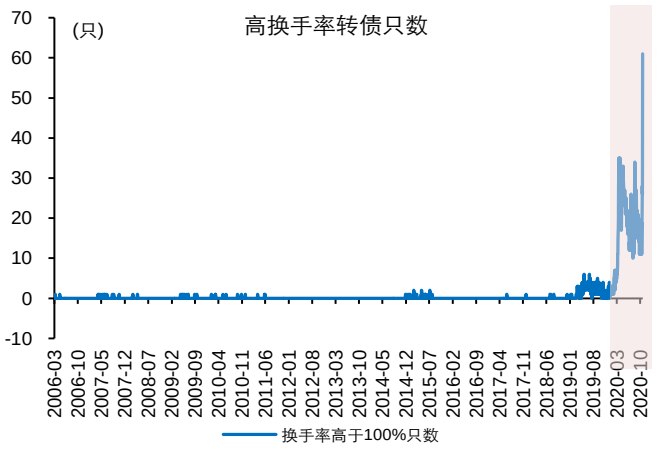
类似的转债“炒作”行情 2020 年年初也曾出现过，或主要是由散户和游资主导的短期行为。回溯历史来看，转债市场的“炒作”行情并非第一次出现；2020 年 3 月、8 月前后，转债市场也曾出现大面积的异常交易行情。转债异常交易的参与者主要是散户和游资；从成交额占比来看，3 月、8 月等转债炒作盛行的时间段，自然人的成交额占比均大幅上升，而基金、保险等主流机构投资者的成交占比大幅下降。

图5：转债市场的“炒作”行情并非第一次出现[①]



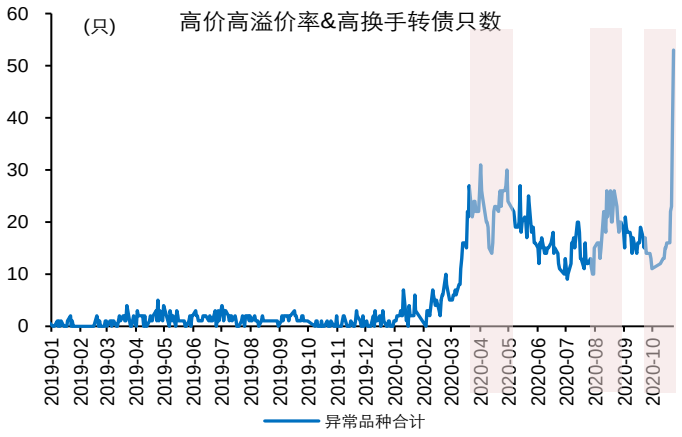
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：异常交易的个券主要出现在 2020 年



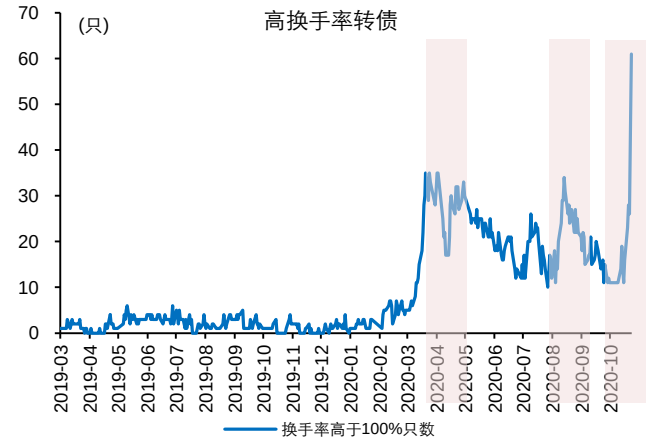
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2020 年的 3 月、8 月前后都曾出现过炒作行情



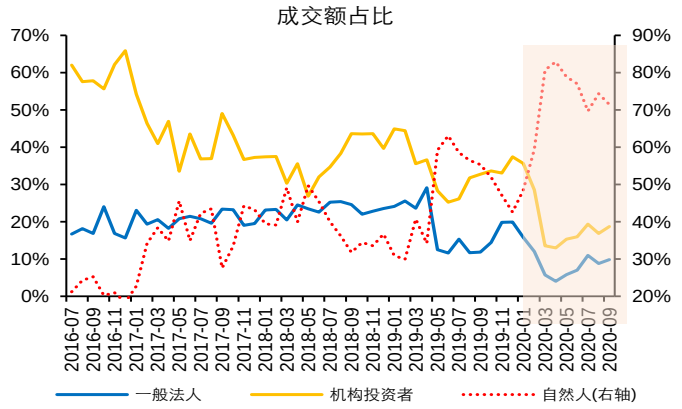
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2020 年的 3 月、8 月前后曾出现过异常交易的情形



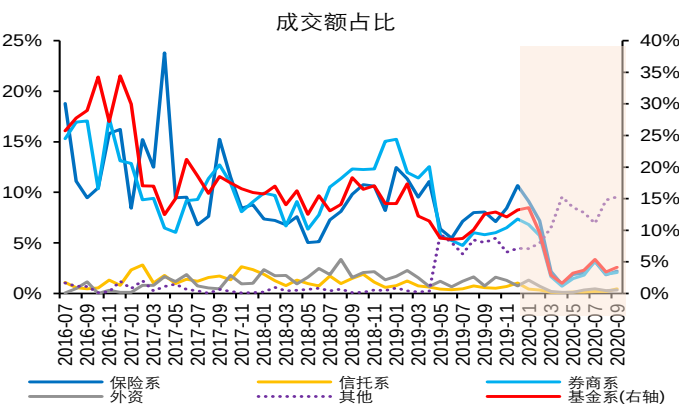
数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：异常交易阶段的主要参与者或是自然人



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：异常交易阶段，其他类型投资的成交额占比增加

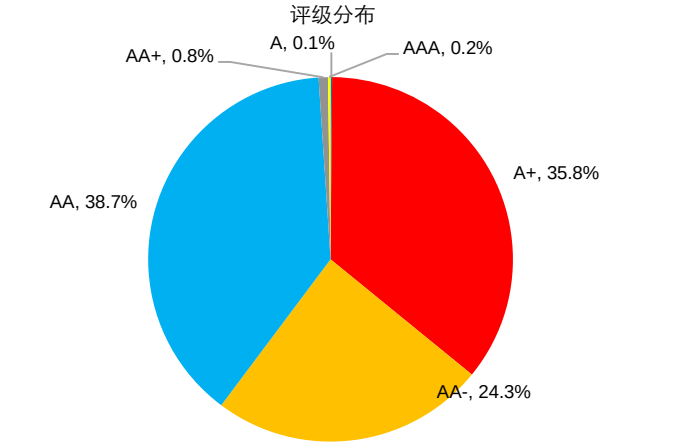


数据来源：Wind、开源证券研究所

[①] 此处统计的“炒作”个券包含两类：一类是市场价高于 140 元且溢价率高于 20%的个券，第二类是转债换手率高于 200%的个券，剔除上市首日的个券。

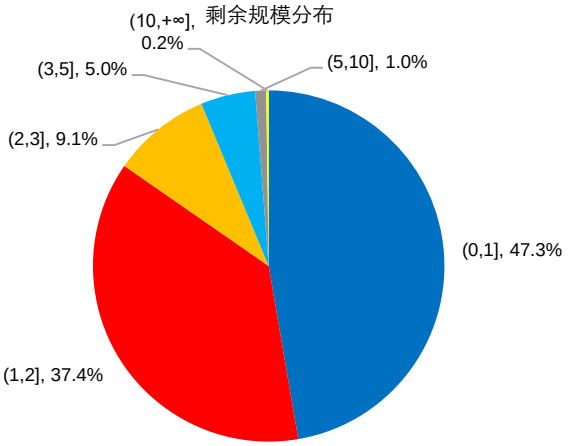
转债容易受到资金“炒作”，或与灵活的交易制度下，部分规模较小、机构持仓较少的个券，容易受到资金的操控有关。不同于股票市场，转债市场的交易规则更加灵活，采用“T+0 交易”且“不设涨跌幅限制”，这使得少量的资金就能够控制部分规模小、机构持仓少的个券价格。近期出现的高换手、高波动个券，普遍具有“评级较低”、“规模较小”、“机构持仓少”、“价格高”等典型特征。

图11：异常成交个券的评级多较低



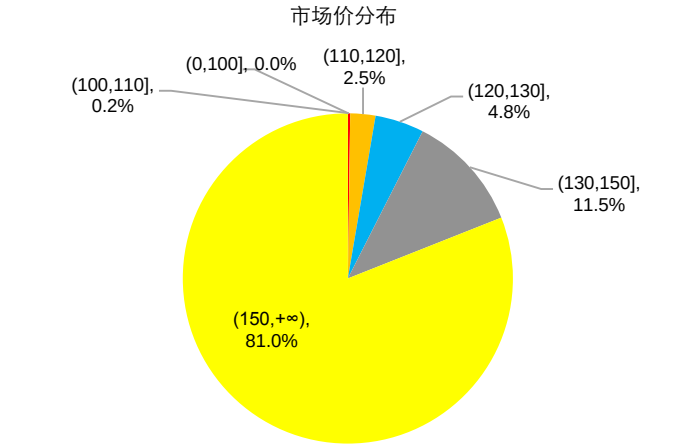
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：异常成交个券的剩余规模多较小



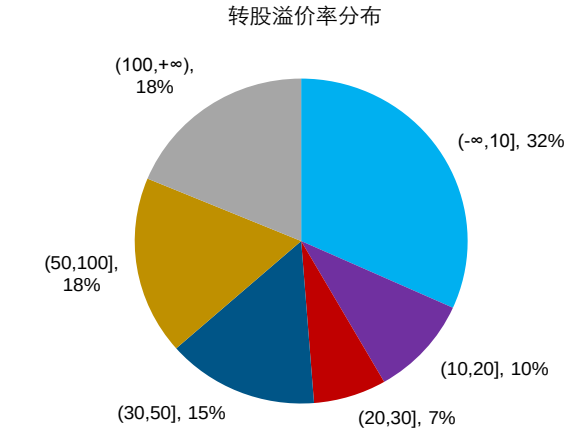
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：异常成交个券的市场价多较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

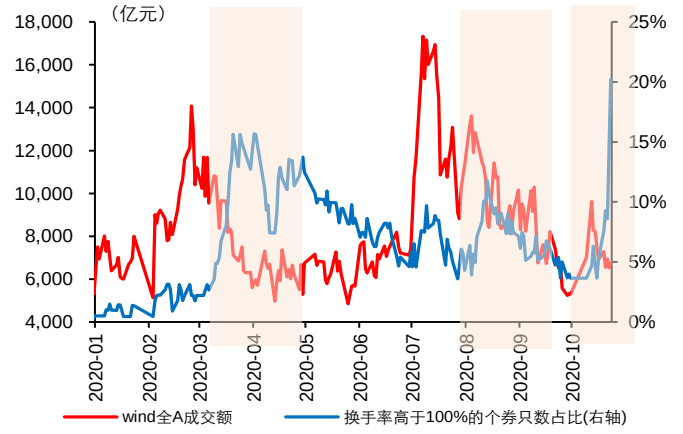
图14：异常成交个券的转股溢价率多较低



数据来源：Wind、开源证券研究所

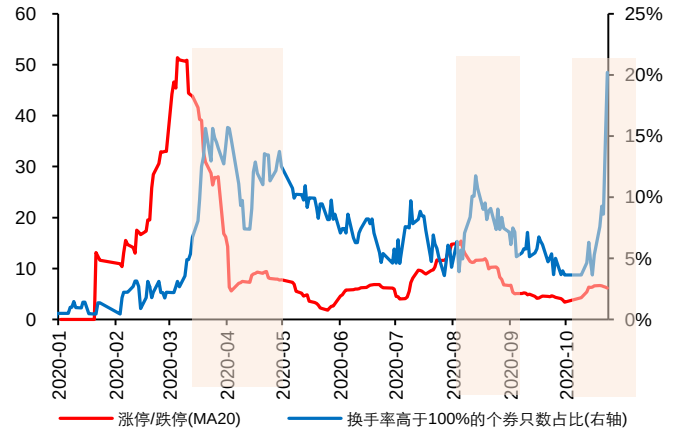
股市的赚钱效应变差，也可能促使部分“投机”资金进入转债市场。历史上，转债炒作行情剧烈的阶段，多对应权益市场赚钱效应较差、情绪较差的时间段，例如 2020 年 3 月、7 月前后等。背后的逻辑或是，权益市场赚钱较差的情况下，部分游资、散户资金更容易流向交易制度更加灵活的转债市场。例如，2020 年 3 月前后，异常交易的个券占比从 0%附近上升至 15%附近；彼时 wind 全 A 指数的成交额从前期 1.4 万亿元左右降至 6000 亿元附近，涨跌停个股只数之比也从高位下滑。

图15：转债炒作行情多发生在股市情绪较差阶段



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：转债炒作行情多发生在股市赚钱效应较差阶段



数据来源：Wind、开源证券研究所

自“炒作”行情出现以来，证监会和沪深交易所连续发布相关监管政策，从交易行为、信息披露等各个方面加强监督。具体来看，3 月 22 日，沪深交易所均表示将可转债交易情况纳入重点监控。5 月 22 日，深交所规范转债临时停牌制度。7 月 24 日，沪深交易所发布《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》，以加强投资者适当性管理。10 月 23 日，证监会发布的《可转换公司债券管理办法（征求意见稿）》（下称“征求意见稿”）的规定更加全面系统，旨在通过完善交易转让、信息披露、赎回与回售条款等，防范转债交易风险、完善企业融资渠道。

表1：2020 年以来，转债市场的监管制度逐渐完善

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。**

资料来源：证监会、沪深交易所官网、中国证券报、开源证券研究所

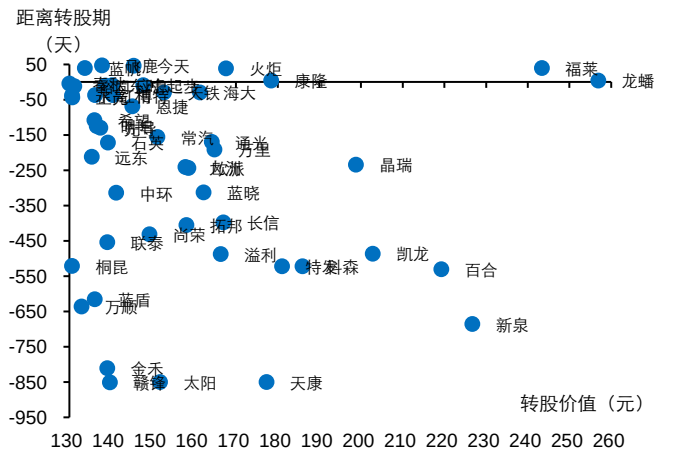
表2：《可转换公司债券管理办法（征求意见稿）》的规则更加全面、系统

主要项目	部分修订/新增的内容	证监会《可转换公司债券管理办法（征求意见稿）》的详细内容
适用范围	纳入新三板公司	1、**上市公司、非上市公众公司**申请在境内发行可转债，并在证券交易所或者国务院批准的其他全国性证券交易场所交易或者转让，适用本办法。 2、**本办法没有规定的，适用中国证监会其他相关规定；本办法已有规定，中国证监会其他相关规定与本办法不一致的，适用本办法。非上市公众公司发行可转债，中国证监会另有规定的，从其规定。**
发行条件和程序	明确定向可转债的发行条件和程序	1、最近三年平均可分配利润足以支付公司债券一年的利息； 2、当符合发行新股的条件，但是按照公司债券募集办法，通过收购本公司股票的方式进行公司债券转换的除外。 3、发行人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。 4、**发行人向特定对象发行可转债，发行对象应当符合股东大会决议规定的条件，且每次发行对象不超过 35 名。** 5、有以下情形的不得再次发行转债：对已发行的公司债券或者其他债务有违约或者延迟支付本息的事实，仍处于继续状态；违反《证券法》规定，改变公司债券所募资金用途。
交易转让	要求交易所对转债交易进行风险监测、制定相应的投资者适当性管理规则；明确定向可转债不得集中交易、所转股票自可转债发行结束之日起 18 个月内不得转让	1、公开转让：**证券交易场所应当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。** 2、定向转让：**发行人向特定对象发行的可转债不得采用公开的集中交易方式转让。上市公司向特定对象发行的可转债转股的，所转股票自可转债发行结束之日起 18 个月内不得转让。** 3、**证券交易场所应当根据可转债的特点及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，对可转债的投资者适当性条件及会员客户管理要求作出规定。** 4、**交易场所应当加强对可转债交易的风险监测，建立跨正股与可转债的监测机制，并根据可转债的特点制定针对性的异常波动指标。可转债交易出现异常波动时，证券交易场所可以根据业务规则要求发行人进行核查、披露异常波动公告，向市场充分提示风险，也可以根据业务规则采取临时停牌等处置措施。**
信息披露	要求触发赎回条款后需明确公告是否赎回	1、**可转债募集说明书约定的赎回条件触发，发行人决定赎回或者不赎回；2、发行人决定行使赎回权的，应当充分披露其实际控制人、控股股东、持股百分之五以上的股东、董事、监事、高级管理人员交易本公司可转债的情况。**
转股、赎回及回售条款	赎回条款：强制披露是否行使赎回权力；若决定不行使赎回权的，在证券交易场所规定的期限内不得再次行使赎回权	1、**募集说明书约定的赎回和回售条款，应当体现权利和义务对等原则，赎回和回售的触发条件、行使期间、行使次数、计息方法等应当平等，不得单方面扩大发行人的权利或者限制债券持有人的权利。** 2、保荐人以及为发行人提供服务的律师事务所应当对募集说明书中的赎回、回售等条款的公平性进行核查并发表意见，确保发行人与债券持有人权利义务对等。保荐人应当在持续督导期内对发行人是否滥用赎回权损害债券持有人合法权益等进行监督。 3、**在可转债存续期内，发行人应当持续关注赎回条件是否满足，预计可能满足赎回条件的，应当在赎回条件满足前及时披露，向市场充分提示风险。** 4、**发行人应当在赎回条件满足后及时披露，明确说明是否行使赎回权。**发行人决定行使赎回权的，应当披露赎回公告，明确赎回的期间、程序、价格等内容，并在赎回期结束后披露赎回结果公告。**发行人决定不行使赎回权的，在证券交易场所规定的期限内不得再次行使赎回权。**
	转股及下修条款：普通可转债不可上修，定向可转债不可下修	1、向不特定对象发行可转债的转股价格应当不低于募集说明书公告日前 20 个交易日发行人股票交易均价和前 1 个交易日均价，**且不得向上修正**。 2、向特定对象发行可转债的转股价格应当不低于认购邀请书发出前 20 个交易日发行人股票交易均价和前 1 个交易日均价，**且不得向下修正**。
可转债持有人权益保护	建立转债受托管理人制度	**向不特定对象发行可转债的，发行人应当为债券持有人聘请债券受托管理人，并订立债券受托管理协议。向特定对象发行可转债的，发行人应当在募集说明书中约定债券受托管理事项。**

资料来源：证监会、开源证券研究所（标红的部分为重要的新增/修订内容，只含部分）

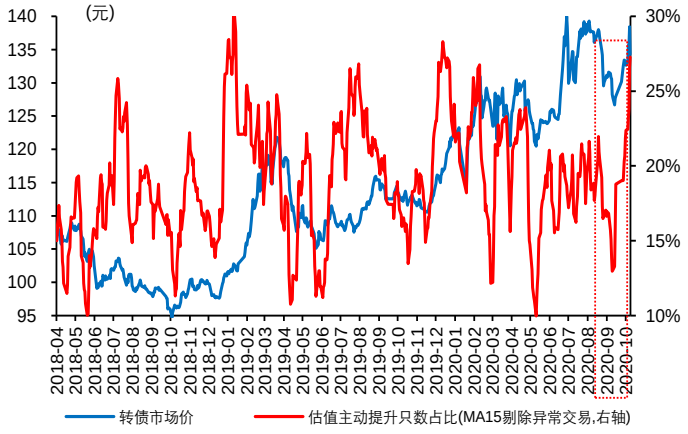
监管制度完善下，转债“炒作”行为或将大幅减少；未来一段时间，应当注意相关个券的波动风险，主要从正股角度进行择券。近期，沪深交易所相关负责人表示要加强转债监测。同时，本次的证监会发布“征求意见稿”，从交易制度、市场参与者以及交易监测等角度，全方位规范了转债的交易规则。例如要求交易所根据可转债的风险和特点制定交易规则、重新评估并调整完善现有交易规则，要求交易所制定投资者适当性管理制度等。伴随交易规则的完善，异常交易的个券将减少。未来一段时间，应当防范高价券的赎回风险，从正股角度挖掘结构性机会。

图17：大量高价的个券已经面临赎回风险



数据来源：Wind、开源证券研究所（负数表示已经进入转股期）

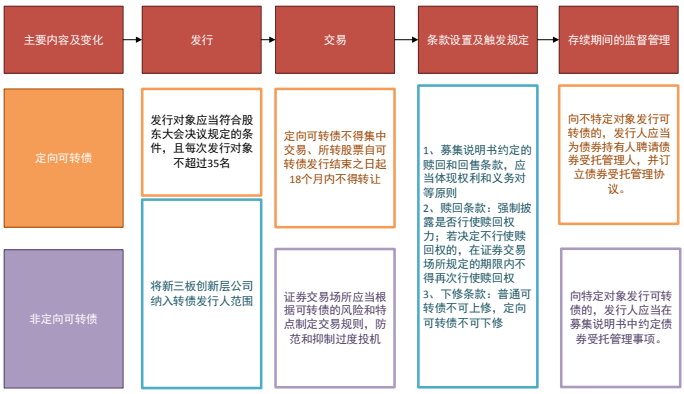
图18：受异常交易情绪带动，当前转债市场情绪较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

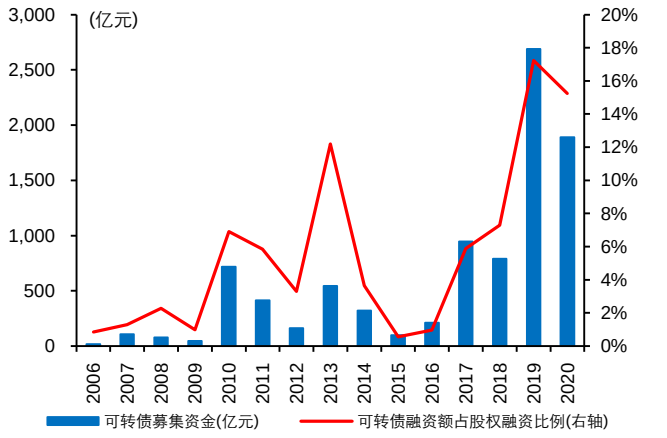
中长期来看，转债“发行”、“交易”、“存续期监督管理”等相关制度的完善，将有利于市场持续扩容、促进投资者积极有序参与交易。发行方面，将新三板公司纳入适用范围等；条款设置方面，明确赎回和回售条款应当体现权力对等原则、赎回条款触发后的强制披露等；存续期监督管理方面，设置债券受托管理人制度等。综合来看，转债发行、交易和存续期内监督相关制度的系统性规范，有利于市场长期持续扩容、促进投资者积极有序参与交易。

图19：转债发行、交易和存续期内监督相关制度的完善



数据来源：证监会、沪深交易所、开源证券研究所

图20：转债扩容以来，已成为再融资的重要补充



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 研究结论

（1）近期，转债市场出现大面积高换手、高波动的个券，类似“炒作”行情2020年年初也曾出现过，或主要是由散户和游资主导的短期行为。近期，部分个券的成交额大幅上升、走势和正股背离，类似的转债炒作行情并非第一次出现；3月、8月前后，转债市场也曾出现过类似情况。从成交额占比来看，炒作行情的参与者主要是散户和游资；几个炒作行情明显的阶段，自然人的成交额占比大幅提升。

（2）转债容易受到资金“炒作”，或与灵活的交易制度下，部分规模较小、机构持仓较少的个券，容易受到资金的操控有关。不同于股票市场，转债市场的交易规则更加灵活，采用“T+0交易制度”且“不设涨跌幅限制”，这使得部分规模小、机构持仓少的个券价格容易受到资金的控制。近期出现的高换手、高波动个券，普遍具有“评级较低”、“规模较小”、“机构持仓少”、“价格高”等典型特征。

（3）股市的赚钱效应变差，也可能促使部分“投机”资金进入转债市场。回溯历史，转债炒作行情剧烈的几个阶段，多对应权益市场赚钱效应较差、情绪较差的时间段，例如2020年的3月、7月前后等。背后的主要逻辑可能是，在权益市场赚钱较差的情况下，部分游资、散户资金可能流向交易制度更加灵活的转债市场。

（4）自“炒作”行情出现以来，证监会和沪深交易所连续发布相关监管政策，从交易行为、信息披露等各个方面加强监督。3月22日，沪深交易所表示将可转债交易情况纳入重点监控。5月22日，深交所规范转债临时停牌制度。7月24日，沪深交易所发布文件以加强投资者适当性管理。10月23日发布的征求意见稿，更加全面、系统性地从转债发行、交易、信息披露等角度规范了转债市场的规则。

（5）监管趋严下，转债“炒作”行情难以持续；未来一段时间，应当注意相关

个券的波动风险，从正股角度出发择券。近期，沪深交易所相关负责人表示要加强转债监测。同时证监会发布“征求意见稿”，从交易规则、市场参与者以及交易监测等角度，系统性规范了转债市场交易制度。伴随交易规则的完善，预计异常交易的个券将减少。未来应当防范高价券的赎回风险，从正股角度挖掘结构性机会。

（6）中长期来看，转债“发行”、“交易”、“存续期监督管理”等相关制度的完善，将有利于市场持续扩容、促进投资者积极有序参与交易。发行方面，将新三板公司纳入适用范围等；条款方面，明确赎回和回售条款应当体现权力对等原则、赎回条款触发后强制披露等；存续期监督管理方面，设置债券受托管理人制度等。转债市场制度的系统性规范，有利于市场持续扩容、促进投资者积极有序参与交易。

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	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