2020 年 10 月 12 日

4 季度的财政空间

——宏观经济专题

宏观研究团队

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

张蓉蓉（分析师）
zhangrongrong@kysec.cn
证书编号：S0790520070006

段玉柱（联系人）
duanyuzhu@kysec.cn
证书编号：S0790120070013

● **经济延续修复、政府债融资扩张背景下，4 季度广义财政支出或保持较高增速**

7 月以来，受一般财政提振，广义财政支出大幅抬升；经济延续修复背景下，4 季度税收或对一般财政继续形成支撑。7-8 月，广义财政支出明显加快、增速跳升至 15%以上（上半年增速 0.6%），主要受一般财政的提振。2 季度以来，税收快速修复，8 月增速较 3 月提高 39.2 个百分点，增值税、所得税等主体税种均改善明显。在经济持续修复的背景下，4 季度相关税收或对一般财政继续形成支撑。

广义财政方面，大规模政府债融资、疫情带来的支出后移，对 4 季度广义支出增速也形成支持。2020 年全年政府债融资规模 8.51 万亿元，较 2019 年增加 3.6 万亿元。4 季度，尚余 1.7 万亿额度未发行，是往年同期的 2 倍多。前期政府债融资的“沉淀”，以及剩余额度的新发行，将对 4 季度财政支出形成支持。此外，2019 年“前高后低”的支出节奏，在基数上也有利于 4 季度支出增速的提振。

考虑地产政策调整、资金盘活、政府债支出进度等扰动，中性情境下，9-12 月广义支出增速中枢或在 15%左右。7 月以来，伴随房企融资等政策边际收紧，土地成交面积下行，土地出让收入也有所回落。8 月土地出让收入增速 14.9%，较 5-7 月增速中枢下滑超过 5 个百分点。此外，沉淀资金盘活、政府债使用进度等，也可能对支出形成扰动。中性情境下，9-12 月广义财政支出或保持较高增速。

投向来看，一般财政在社保就业等领域发力，政府债以基建投资为主、兼顾棚改等非基建项目；年内基建持续性或受支持，弹性有待观察。一般财政重点发力“六保”，比如社保就业支出增速从上半年的 1.7%，提高到 7-8 月的 60.7%，增幅达 59 个百分点。单是社保就业项下的社保补贴支出，全年预计新增 5000 亿元左右，呈现支出“刚性”。专项债等资金主要投向基建，但棚改、民生等非基建占比超过 40%、比重不低。总体来看，4 季度广义财政对基建持续性仍有一定支持。

● **高频数据：蔬菜价格持平、猪肉价格回落，人民币对美元升值，商品普遍上涨**

【通胀观察】蔬菜价格环比持平，猪肉价格降幅扩大。28 种蔬菜平均批发价持平于 4.91 元/公斤；猪肉平均批发价下跌 3.2%、至 43.96 元/公斤，降幅扩大。

【汇率表现】美元指数下跌，人民币对美元升值。上周美元指数下跌 0.85%，周五收于 93.01；美元兑人民币汇率收于 6.71，人民币对美元周环比升值 1.45%。

【大宗商品】商品价格上涨，农产品指数领涨。南华商品综指上涨 3.0%；细分品种中豆粕涨幅较大，周环比涨幅为 5.7%；黄金小幅下跌，周环比跌幅 0.2%。

● **风险提示：**海内外宏观经济或监管政策出现超预期变化。

相关研究报告

《宏观经济专题-邮寄投票，美国大选的风险点》-2020.10.11

《宏观经济专题-3 分钟看清国庆全球要闻》-2020.10.7

《宏观经济专题-超大城市落户松动，背后的宏观逻辑》-2020.9.27

目 录

1、 4 季度的财政空间 4
2、 高频数据跟踪 9
2.1、 通胀观察：蔬菜价格持平，猪肉批发价格下跌 9
2.2、 汇率表现：美元指数下跌，人民币对美元升值 10
2.3、 大宗商品：商品期货均上涨，农产品指数领涨 10
3、 中观行业跟踪 11
3.1、 下游：商品房成交面积减少，土地市场量跌价涨 11
3.2、 中游：钢铁、有色价格多数上行，水泥玻璃上涨 13
3.3、 上游：原油结算价上涨，有色金属价格普遍上行 15
4、 风险提示 16

图表目录

图 1： 1-8 月支出增速低于预算 4
图 2： 7-8 月广义财政支出增速抬升明显 4
图 3： 7 月以来一般财政支出加快，对广义财政形成提振 4
图 4： 2020 年，“支出后移”特征凸显 4
图 5： 伴随经济修复，税收收入也相应回升 5
图 6： 增值税增速持续抬升 5
图 7： 企业和个人所得税收入持续改善 5
图 8： 4 季度增值税收入基数较低，也有利于增速改善 5
图 9： 2020 年 4 季度未发行的债券额度 1.7 万亿元 6
图 10： 2019 年支出“前高后低”，形成基数支持 6
图 11： 土地出让收入增速放缓 6
图 12： 7 月以来，土地成交面积下降明显 6
图 13： 社保就业、卫生健康等支出同比增长较大 7
图 14： 7-8 月的增速改善以社保就业最为显著 7
图 15： 财政部对 2020 年下半年财政政策展望 8
图 16： 非基建类的财政支出弹性较小、呈现一定“刚性” 8
图 17： 一般财政对社保的补贴规模持续上升 8
图 18： 2020 年全年社保降费或增加 1.5 万亿元收入缺口 8
图 19： 1-9 月，专项债主要投向交通物流、社会民生等 9
图 20： 1-9 月，基建占专项债投资规模的 56%左右 9
图 21： 农业部 28 种重点监测蔬菜价格持平 9
图 22： 农业部猪肉平均批发价下跌 9
图 23： 人民币对美元升值，美元指数下降 10
图 24： 人民币对欧元升值、对日元升值 10
图 25： 美元兑人民币即期-中间日均价差为-112 基点 10
图 26： 离岸、在岸人民币日均价差为-85 基点 10
图 27： 30 大中城商品房成交面积环比减少 11
图 28： 30 大中城商品房一线城市成交面积减少 11
图 29： 30 大中城商品房二线城市成交面积减少 12

图 30: 30 大中城商品房三线城市成交面积减少 12
图 31: 100 城供应土地占地面积减少 12
图 32: 100 城供应土地挂牌均价上涨 12
图 33: 100 城住宅类用地成交土地溢价率下降 13
图 34: 100 城三线城市住宅类用地成交土地溢价率下降 13
图 35: 钢价、线材、长材价格指数上涨 13
图 36: 前周全国高炉开工率上涨 13
图 37: 水泥价格指数上涨 14
图 38: 玻璃价格指数上涨 14
图 39: 长江有色市场铜、铝平均价格上涨 14
图 40: 长江有色市场铅平均价格下跌、锌平均价格上升 14
图 41: 上期所铜、铝库存均增加 15
图 42: 上期所铅、锌库存均增加 15
图 43: 焦煤价格持平前周、动力煤价格上涨 15
图 44: 国内独立焦化厂(100 家)焦炉生产率上升 15
图 45: 国际原油期货结算价格上涨 16
图 46: LME3 个月铜、铝价格均上涨 16

表 1: 年内广义财政支出中枢或维持在较高增速区间 7
表 2: CPI 分项同比 9
表 3: 食品分项周度环比（%） 10
表 4: 商品期货市场核心品种总体上涨 11
表 5: 商品期货市场细分品种表现分化 11

1、 4 季度的财政空间

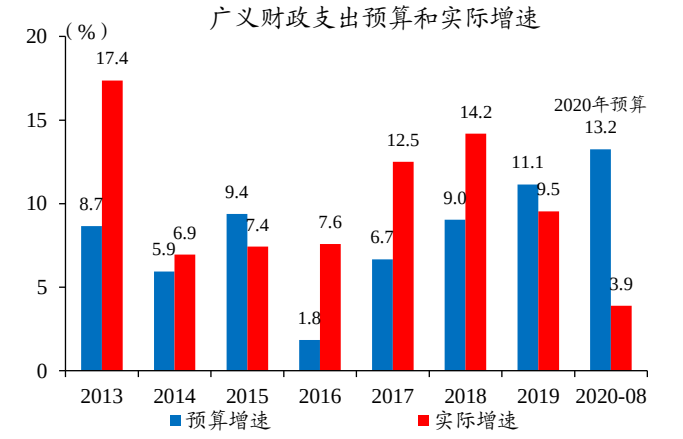
事件:

8 月，广义财政支出同比增长 16.8%，其中一般财政支出增长 8.7%、政府性基金支出增长 31.4%。（数据来源：Wind）

点评:

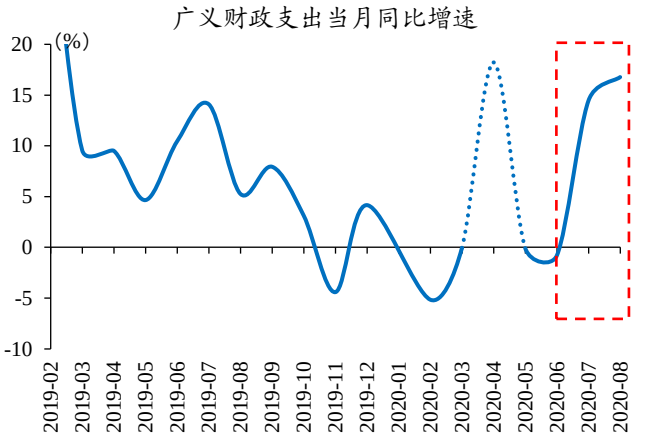
7 月以来，受一般财政提振，广义财政支出大幅抬升，7-8 月增速跳升到 15%以上，“支出后移”特征凸显。2020 年上半年，广义财政支出总体偏慢，累计支出同比仅为 0.6%。7 月以来，支出明显加快、7-8 月广义支出增速跳升至 15%以上，8 月单月同比增速达到 16.8%，全年“支出后移”特征凸显（详细分析请参考我们的报告《被低估的财政空间》、《“大国财政”系列（一）：财政分析新框架》）。其中，政府性基金支出稳定在 20%左右，主要是一般财政支出修复、带动广义财政上行。

图1：1-8 月支出增速低于预算



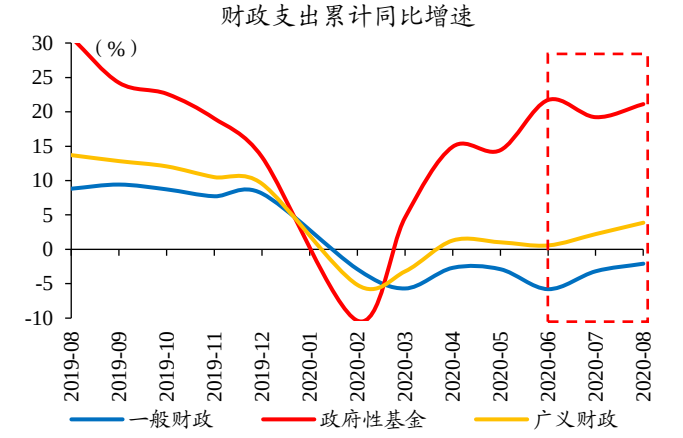
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：7-8 月广义财政支出增速抬升明显



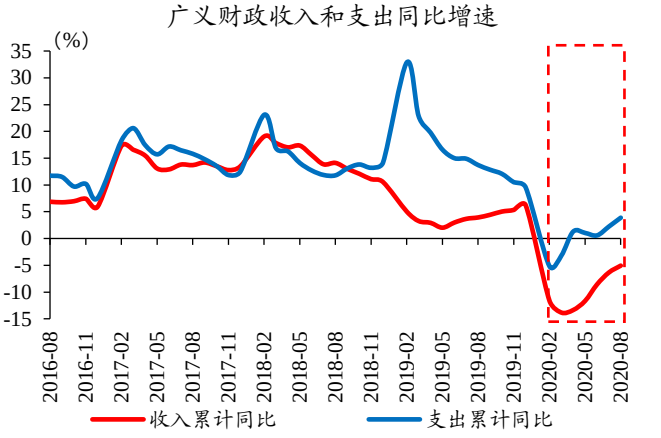
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：7 月以来一般财政支出加快，对广义财政形成提振



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2020 年，“支出后移”特征凸显



数据来源：Wind、开源证券研究所

在经济修复、税基改善背景下，4 季度税收或将对一般财政收入形成支撑。2 季度以来，税收收入快速修复，单月增速从 3 月的-32.2%提高到 8 月的 7%，增幅达 39.2 个百分点，增值税、所得税等主体税种均改善明显。在经济持续修复的背景下，4 季度相关税收或对一般财政仍有提振。例如和经济活动密切相关的增值税，增速持续上行，4 季度还会受到基数支撑，单季收入增速或可进一步抬升至 10%以上。

图5：伴随经济修复，税收收入也相应回升

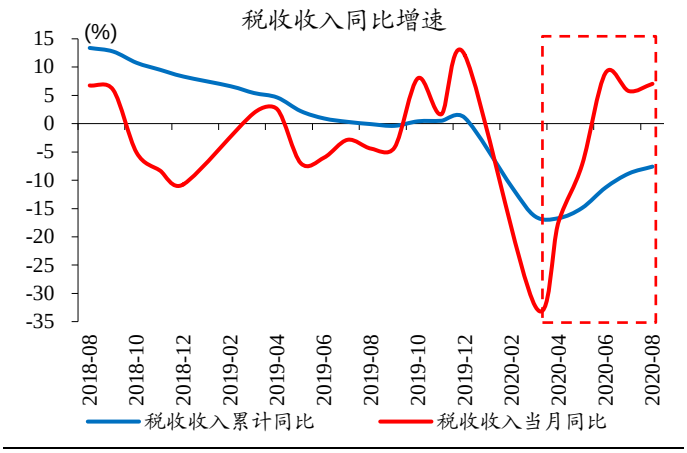
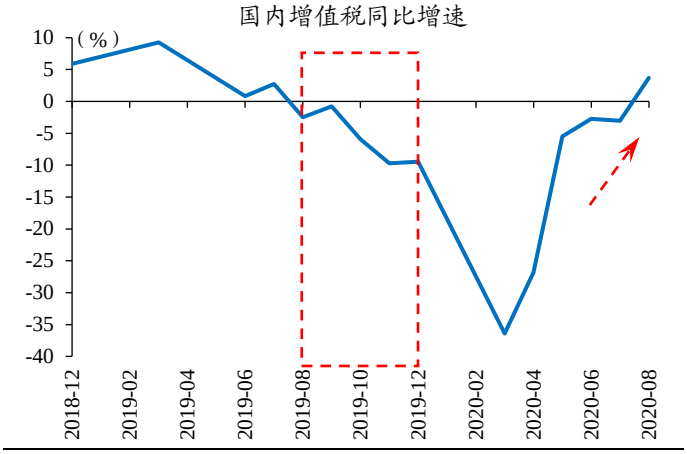
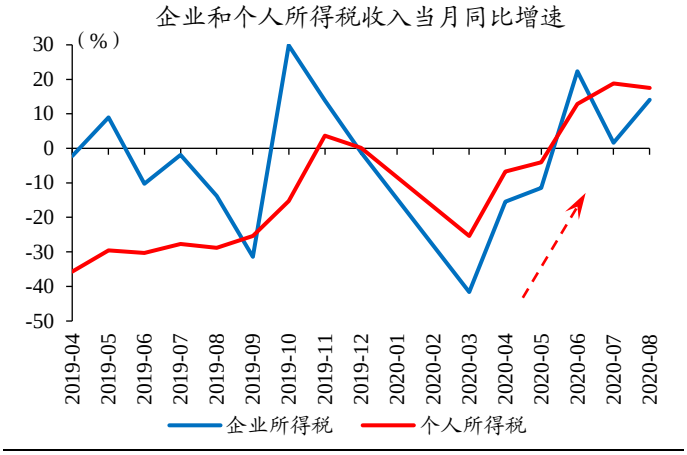


图6：增值税增速持续抬升



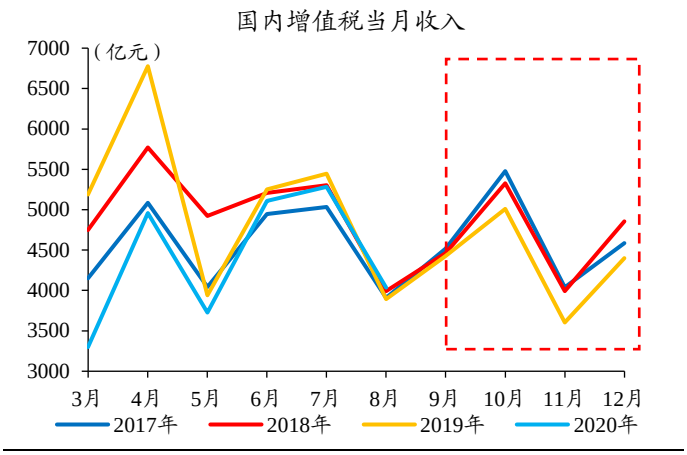
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：企业和个人所得税收入持续改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

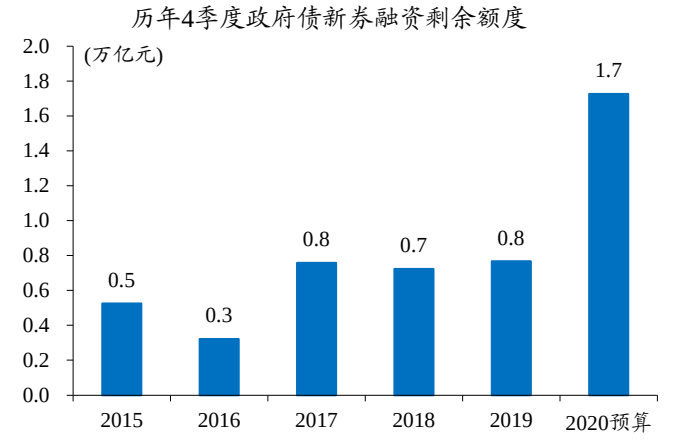
图8：4 季度增值税收入基数较低，也有利于增速改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

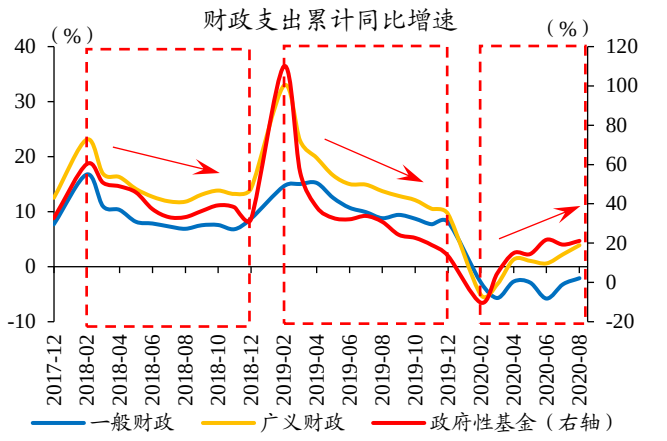
广义财政方面，大规模政府债融资、疫情带来的支出后移，对 4 季度广义支出增速也形成支持。2020 年全年政府债融资规模 8.51 万亿元，较 2019 年增加 3.6 万亿元。4 季度，尚余 1.7 万亿额度未发行，是往年同期的 2 倍多。前期政府债融资的“沉淀”，以及剩余额度的新发行，将对 4 季度财政支出形成支持。此外，2019 年“前高后低”的支出节奏，在基数上也有利于 4 季度支出增速的提振。

图9：2020 年 4 季度未发行的政府债额度 1.7 万亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

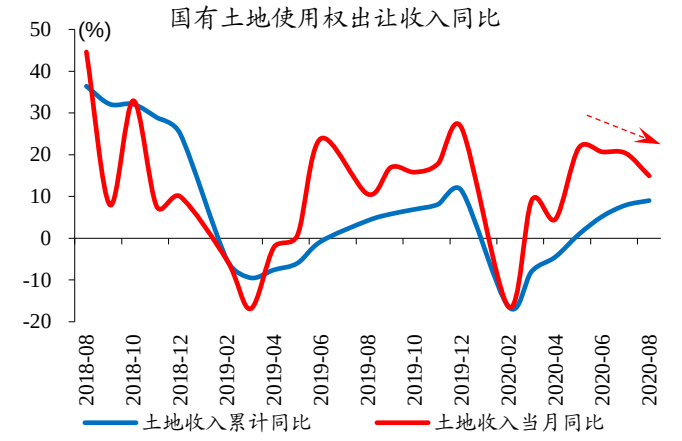
图10：2019 年支出“前高后低”，形成基数支持



数据来源：Wind、开源证券研究所

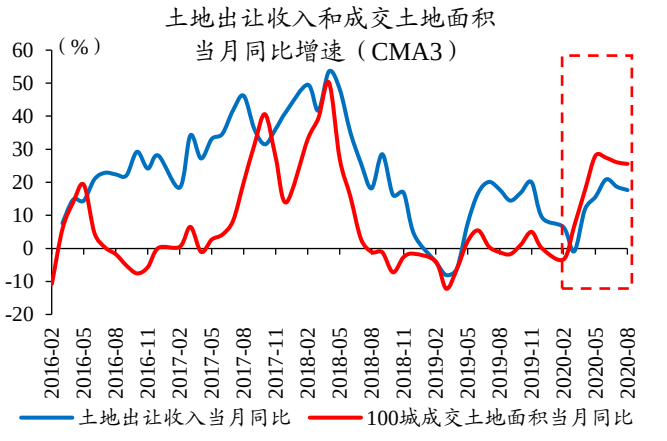
地产政策调整、资金盘活、政府债支出进度等因素，或对 4 季度广义财政空间形成扰动。7 月以来，伴随房企融资等政策边际收紧，土地成交面积下行，土地出让收入也有所回落。8 月当月土地出让收入增速 14.9%，相较于 5-7 月 20%以上的增速中枢，下滑超过 5 个百分点。年初以来，政策始终坚持“房住不炒”，8 月进一步提出了房企“三条红线”的监管指标，对土地出让收入的影响可能延续。此外，沉淀资金盘活、政府债使用进度等，也可能对广义支出形成扰动。

图11：土地出让收入增速放缓



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：7 月以来，土地成交面积下降明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

中性情境下，9-12 月广义财政支出或保持在较高增速区间，中枢在 15%左右。综合考虑经济修复、政府债融资对广义财政支出的支持，以及土地市场、资金盘活、政府债使用进度等可能的扰动因素，中性情境下，9-12 月广义财政支出增速或在 15%左右，保持在较高增速区间。4 季度财政盘活力度、以及政府债融资的实际支出进度，仍需保持关注。

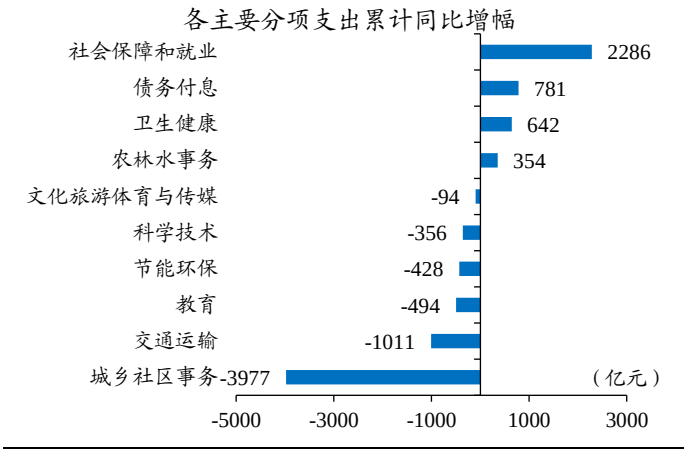
表1：年内广义财政支出中枢或维持在较高增速区间

9-12月广义支出增速		地方财政实际盘活资金占比				
		0%	10%	20%	30%	40%
专项债+特别国债支出进度	70%	9.8	11.4	13.1	14.7	16.3
	80%	13.6	15.2	16.9	18.5	20.1
	90%	17.4	19.1	20.7	22.3	24.0
	100%	21.3	22.9	24.5	26.1	27.8

数据来源：财政部、开源证券研究所

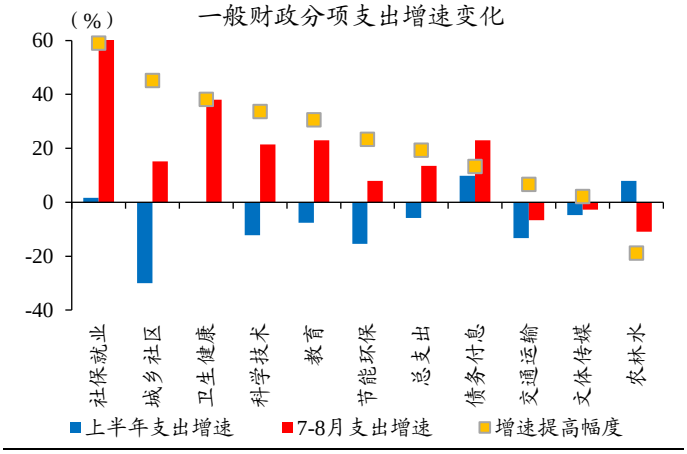
投向来看，一般财政的支出扩张，重点在社保就业、卫生健康等民生相关支出发力。7月以来，广义财政扩张的边际拉动项来自于一般财政；支出方向主要指向民生领域，其中社保就业支出增速从上半年的1.7%，提高到7-8月的60.7%，增幅达59个百分点；防疫建设相关的卫生健康支出，增速提高38.2个百分点。在包含基建投资的支出项中，城乡社区事务增速改善幅度较大，达到45.2个百分点。

图13：社保就业、卫生健康等支出同比增长较多



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：7-8月的增速改善以社保就业最为显著



数据来源：Wind、开源证券研究所

社保就业等方向的财政支出具有一定“刚性”，后续或将保持较高增速。年初以来，一般财政的发力重心便在“六保”；8月，财政部《中国财政政策执行情况报告》对财政政策展望，也和“六保”一一对应。此类支出弹性较小，呈现一定“刚性”。以社保就业支出为例，2019年一般财政补贴社保1.94万亿元，而2020年社保降费又新增了大约1.5万亿元社保收入缺口。按过去几年的比例估算，单“社会保障和就业”项下的社保补贴支出，便额外增加5000亿元左右[1]，可拉动9-12月社会保障和就业支出增速大约30个百分点。

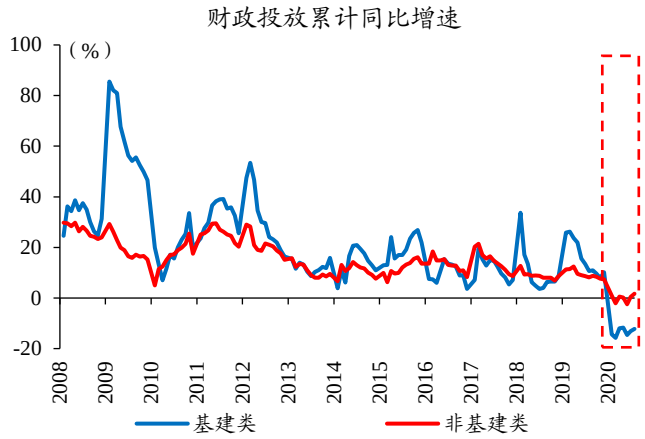
[1] 2019年社保降费4252亿元，财政补贴支出相应增加2616亿元，补贴比例约为60%左右。在一般财政的补贴中，2013-2017年，通过“社会保障和就业”项目支出的资金，占比在60%以上；2018年该比例较低，但也在50%左右。

图15：财政部对2020年下半年财政政策展望

保居民就业	• 千方百计稳定和扩大就业。
保基本民生	• 聚焦打赢脱贫攻坚战，持续改善民生。
保市场主体	• 落实落细减税降费政策，支持市场主体纾困发展。
保粮食能源安全	• 多措并举保粮食能源安全。
保产业链供应链稳定	• 以创新发展和产业升级保产业链供应链稳定。
保基层运转	• 兜牢“三保”底线，保基层正常运转。

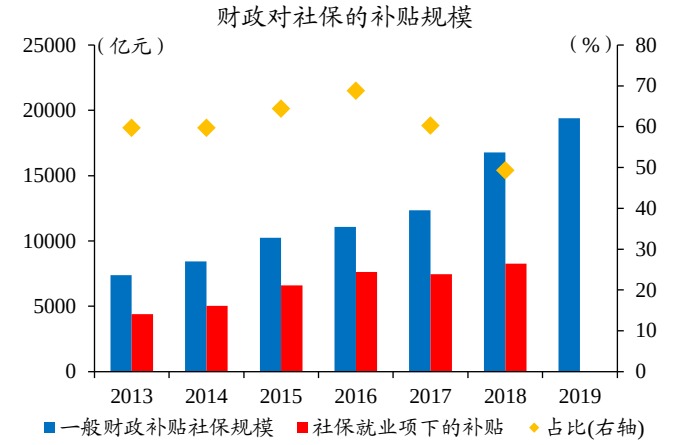
数据来源：财政部、开源证券研究所

图16：非基建类的财政支出弹性较小、呈现一定“刚性”



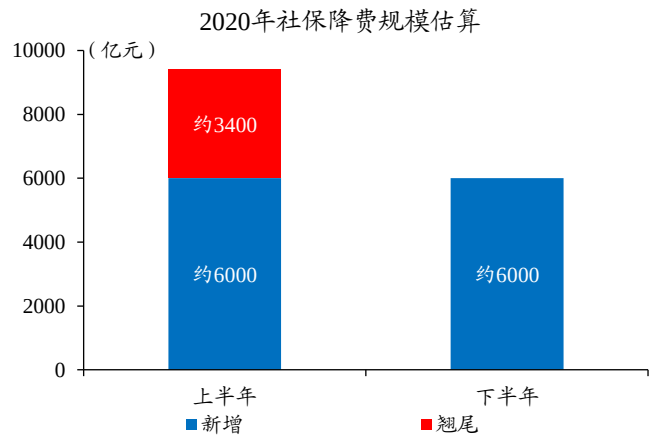
数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：一般财政对社保的补贴规模持续上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

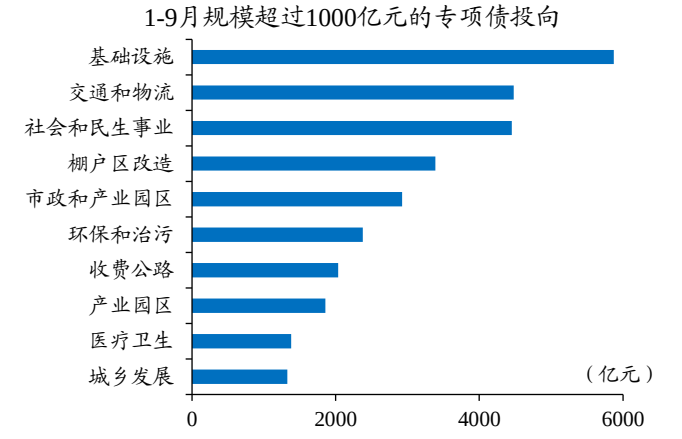
图18：2020年全年社保降费或增加1.5万亿元收入缺口



数据来源：税务总局、Wind、开源证券研究所

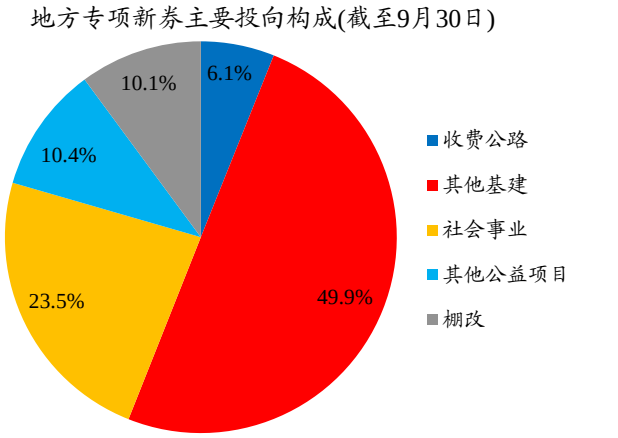
从专项债投向来看，政府投资以交通、产业园等基建为主，兼顾棚改、民生等非基建领域；年内基建投资持续性或受支持，弹性有待观察。1-9月，专项债新券发行约33500亿元，超过一半的资金投向基建领域，交通、市政、产业园等规模较大。此外，在社会和民生事业等领域投资规模超过4000亿元，7月开始发行棚改专项债、至9月底规模已达3000多亿元。非基建投资项目占比超过40%、比重不低。总体来看，4季度广义财政对基建持续性仍有一定支持，但投资增速弹性仍需进一步跟踪。

图19：1-9 月，专项债主要投向交通物流、社会民生等[2]



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：1-9 月，基建占专项债投资规模的 56%左右



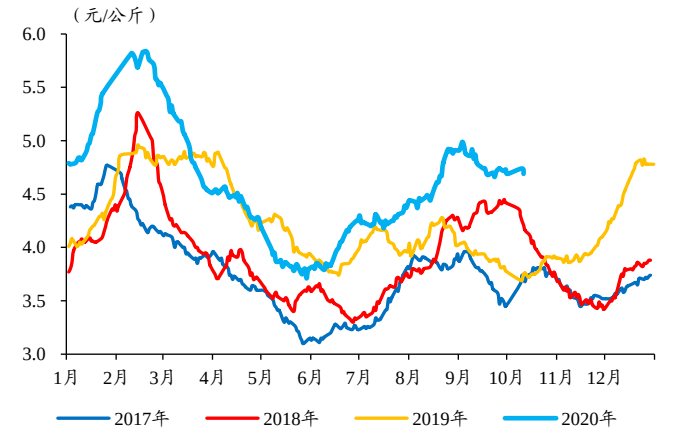
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 高频数据跟踪

2.1、 通胀观察：蔬菜价格持平，猪肉批发价格下跌

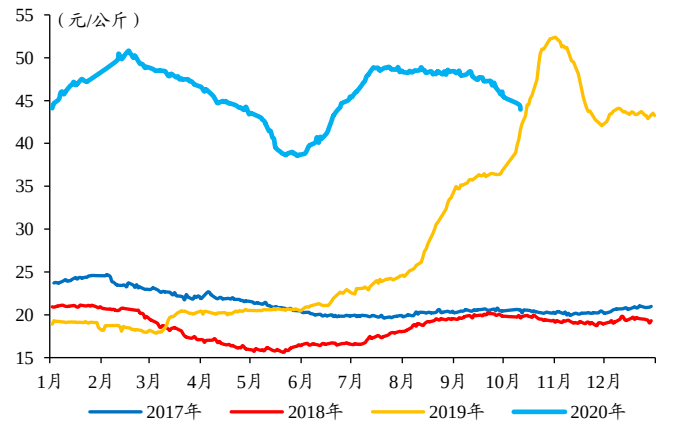
上周（10 月 5 日-10 月 9 日），蔬菜价格持平、猪肉价格下跌。农业部 28 种重点监测蔬菜平均批发价周环比持平于 4.69 元/公斤。猪肉平均批发价周环比下跌 3.2%，至 43.96 元/公斤。

图21：农业部 28 种重点监测蔬菜价格持平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：农业部猪肉平均批发价下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：CPI 分项同比

CPI 同比	粮食	食用油	鲜菜	猪肉	牛肉	羊肉	水产品	蛋类	鲜果
2020 年 7 月	1.6	6.4	7.9	85.7	17.9	11.1	4.7	-14.5	-27.7
2020 年 8 月	1.5	6.4	11.7	52.6	14.4	9.7	3.4	-11.0	-19.8

数据来源：Wind、开源证券研究所

[2] 图中的投向根据债券信息披露整理，部分项目未明确细分投向（比如“基础设施”等）、或投向划分可能重叠。

表3：食品分项周度环比（%）

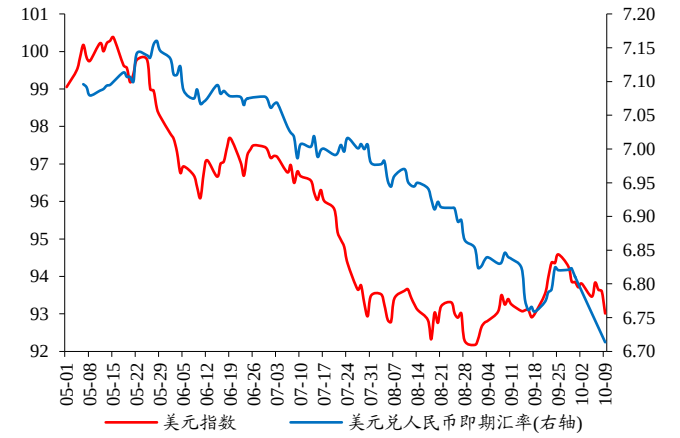
商务部周环比	粮食类:大米	食用油类:豆油	蔬菜类	肉类:猪肉	肉类:牛肉	肉类:羊肉	水产品类	蛋类	水果类:苹果
9月第三周	-0.2	0.4	-0.9	-1.2	0.0	0.1	0.7	1.8	-0.4
9月第四周	0.2	0.7	2.2	-2.9	0.5	0.3	-0.5	0.1	1.0

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 汇率表现：美元指数下跌，人民币对美元升值

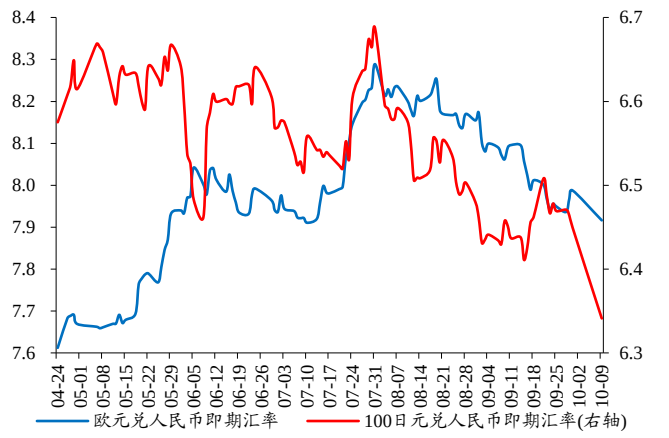
上周（10月5日-10月9日），人民币对美元升值1.45%，周五美元兑人民币汇率收于6.71；美元指数收于93.01，较前周（9月28日-10月4日）下跌0.85%。美元兑人民币即期-中间日均价差为-160基点；离岸、在岸人民币日均价差-85基点。

图23：人民币对美元升值，美元指数下降



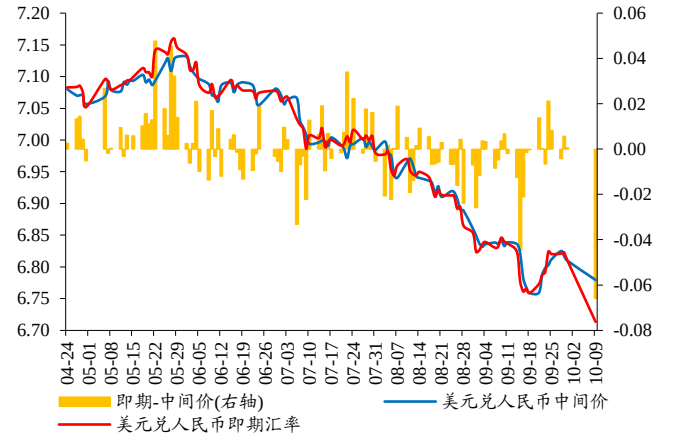
数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：人民币对欧元升值、对日元升值



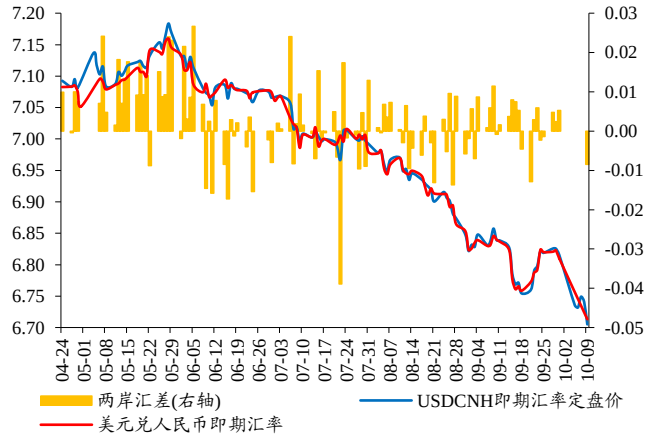
数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：美元兑人民币即期-中间日均价差为-112基点



数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：离岸、在岸人民币日均价差为-85基点



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、 大宗商品：商品期货均上涨，农产品指数领涨

上周（10月5日-10月9日），商品期货核心品种均上涨，农产品指数领涨。上

周南华商品综合指数上涨 3.0%。核心品种均上涨，农产品指数领涨，周环比涨幅 4.3%。细分品种来看，豆粕涨幅较大，周环比涨幅为 5.7%；黄金小幅下跌，周环比跌幅 0.2%。

表4：商品期货市场核心品种总体上涨

	南华综合指数	南华工业品指数	南华农产品指数	南华金属指数	南华能源化工指数	南华贵金属指数
上周涨幅	3.0%	2.8%	4.3%	2.0%	3.2%	0.1%
前周涨幅	-0.3%	-0.2%	-0.7%	1.6%	-1.3%	1.4%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表5：商品期货市场细分品种表现分化

	能源化工			金属				加工					农产品	
	南华铁矿石指数	南华动力煤指	南华焦煤指数	南华沪锌指数	南华沪铜指数	南华白银指数	南华黄金指数	南华玻璃指数	南华沥青指数	南华螺纹钢指数	南华PTA指数	南华PVC指数	南华玉米指数	南华豆粕指数
上周涨幅	2.6%	0.0%	3.9%	-0.1%	1.0%	0.7%	-0.2%	0.5%	0.5%	2.1%	0.8%	3.0%	2.8%	5.7%
前周涨幅	5.8%	0.3%	2.2%	1.1%	-0.2%	1.8%	1.3%	4.3%	0.9%	1.1%	-3.0%	-0.1%	1.6%	0.3%

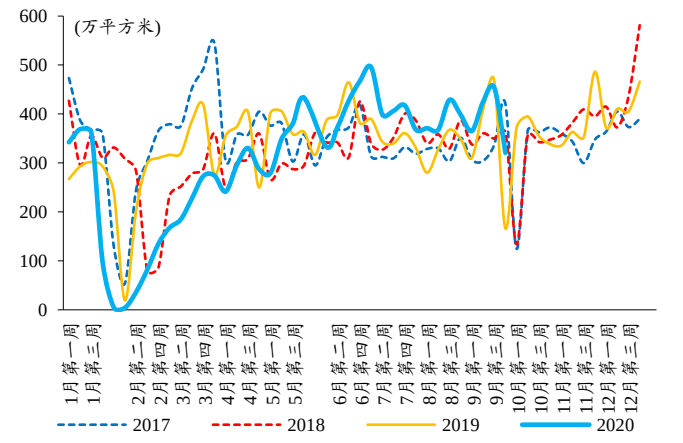
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 中观行业跟踪

3.1、 下游：商品房成交面积减少，土地市场量跌价涨

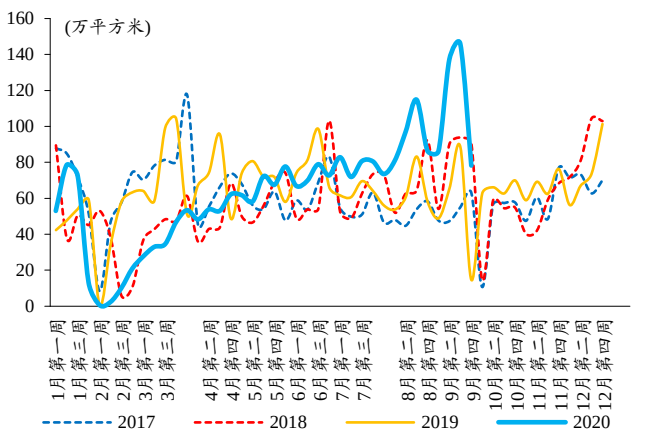
前周（9 月 28 日-10 月 4 日），30 大中城市商品房成交面积环比减少，一、二、三线城市成交面积均减少。前周，30 城商品房成交面积 321 万平方米，周环比减少 29.3%。分城市来看，一线城市成交面积 78 万平方米，周环比减少 46.4%；二线城市成交面积 129 万平方米，周环比减少 21.7%；三线城市成交面积 114 万平方米，周环比减少 20.7%。

图27：30 大中城商品房成交面积环比减少



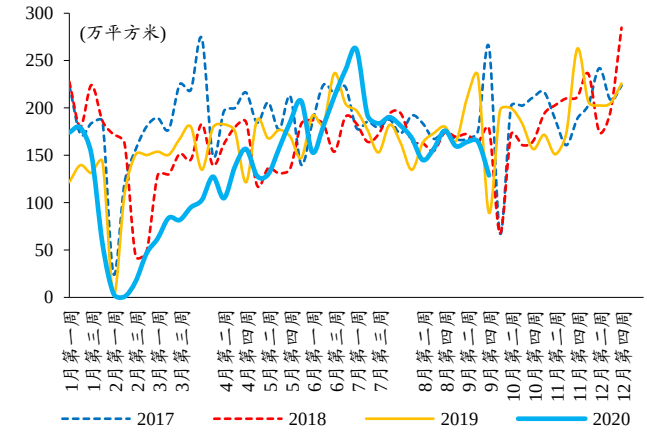
数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：30 大中城商品房一线城市成交面积减少



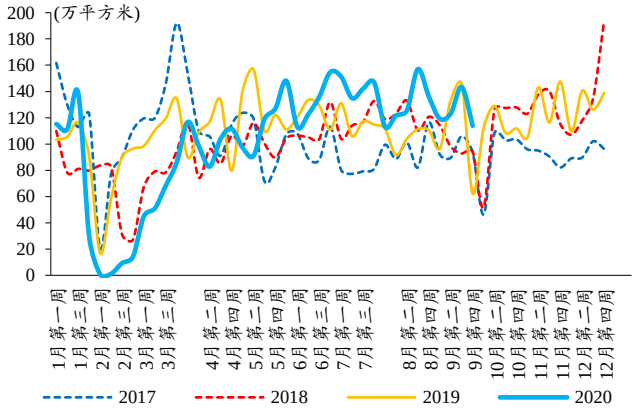
数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：30 大中城商品房二线城市成交面积减少



数据来源：Wind、开源证券研究所

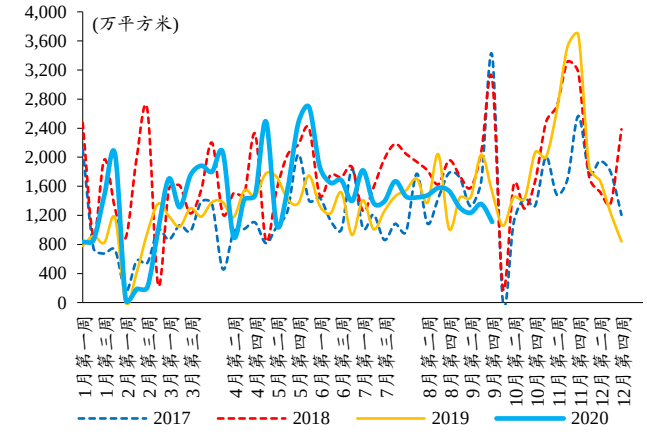
图30：30 大中城商品房三线城市成交面积减少



数据来源：Wind、开源证券研究所

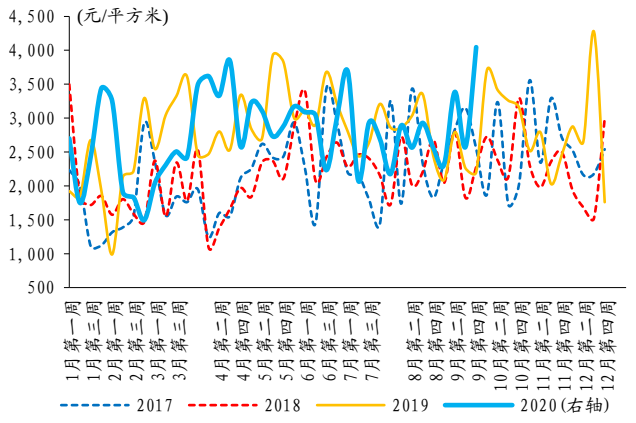
土地供应量跌价涨，土地成交溢价率下降。前周（9 月 28 日-10 月 4 日），100 大中城市土地供应占地面积 1,109 万平方米，周环比减少 18.1%；土地挂牌均价 4,047 元/平方米，周环比上涨 57.2%。前周，土地溢价率下降 0.01 个百分点。

图31：100 城供应土地占地面积减少



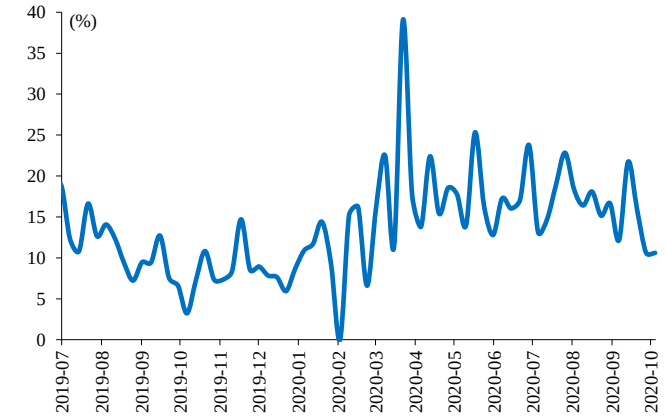
数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：100 城供应土地挂牌均价上涨



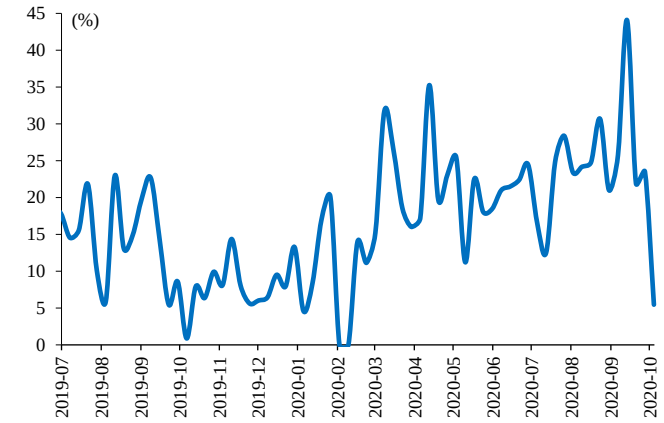
数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：100 城住宅类用地成交土地溢价率下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：100 城三线城市住宅类用地成交土地溢价率下降

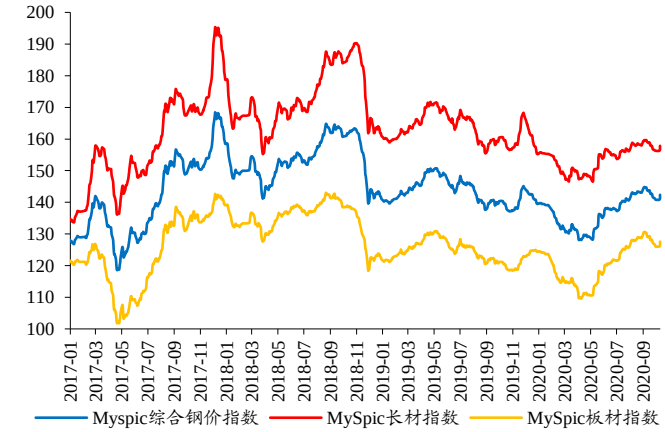


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、 中游：钢铁、有色价格多数上行，水泥玻璃上涨

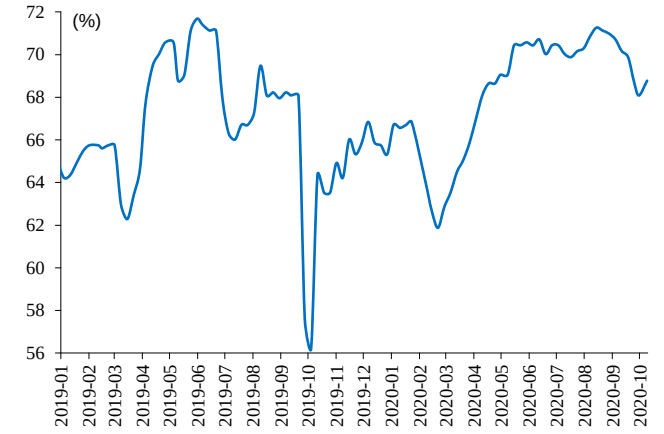
上周（10 月 5 日-10 月 9 日），钢材、玻璃价格上涨，水泥价格微涨。上周，Myspic 钢价综指收于 142.36，周环比上涨 1.1%。全国水泥价格指数收于 146.38，周环比微涨 0.03%；全国玻璃价格指数收于 1385.1，周环比上涨 0.4%。

图35：钢价、线材、长材价格指数上涨



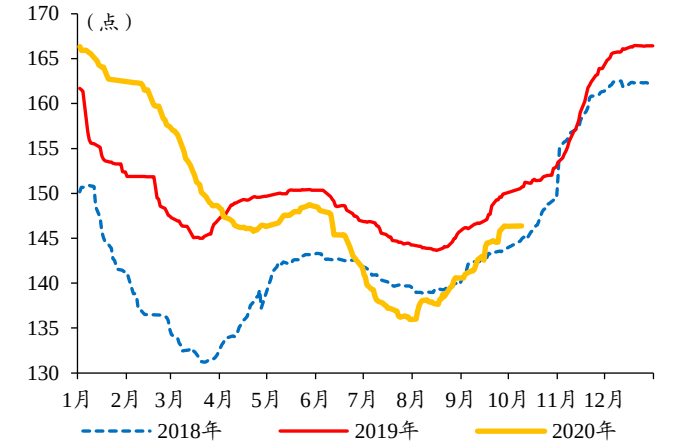
数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：前周全国高炉开工率上涨



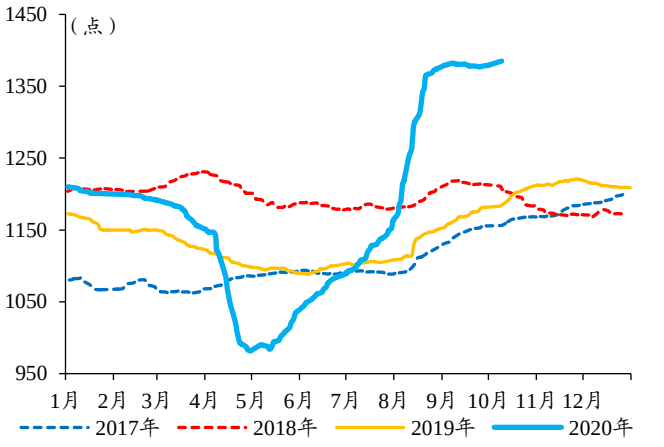
数据来源：Wind、开源证券研究所

图37：水泥价格指数上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

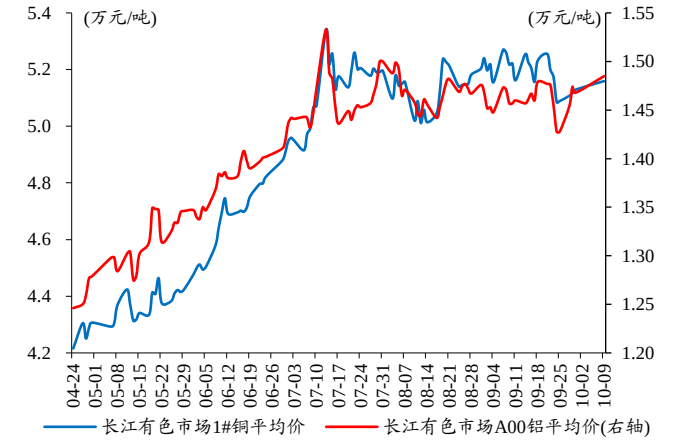
图38：玻璃价格指数上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

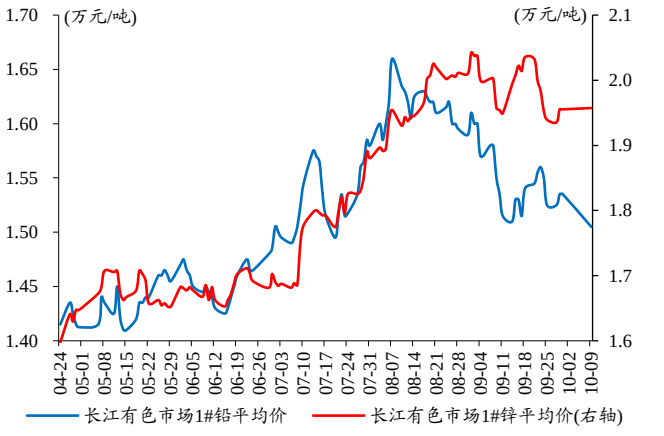
有色金属价格多上涨，库存均上升；橡胶价格较前周持平。上周（10 月 5 日-10 月 9 日），有色金属价格多上涨，长江有色铜、铝、铅、锌价格周环比变动幅度分别为 0.6%、1.2%、-2.0%、0.1%。上期所库存小计来看，铜、铝、铅、锌库存周环比涨幅分别为 0.9%、2.1%、0.0%、3.0%。上周，橡胶价格收于 8620 元/吨，价格较前周持平。

图39：长江有色市场铜、铝平均价格上涨



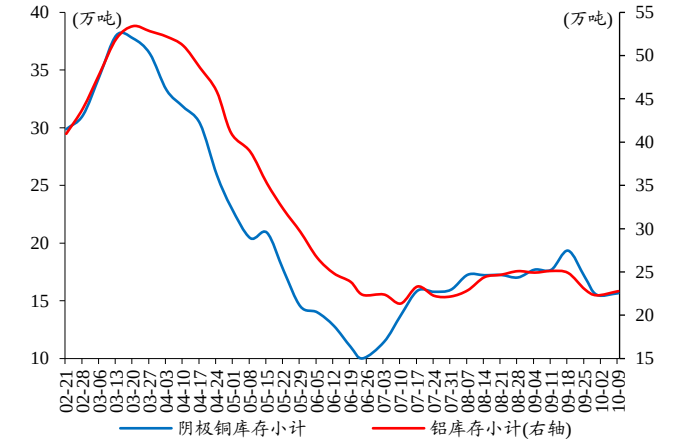
数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：长江有色市场铅平均价格下跌、锌平均价格上升



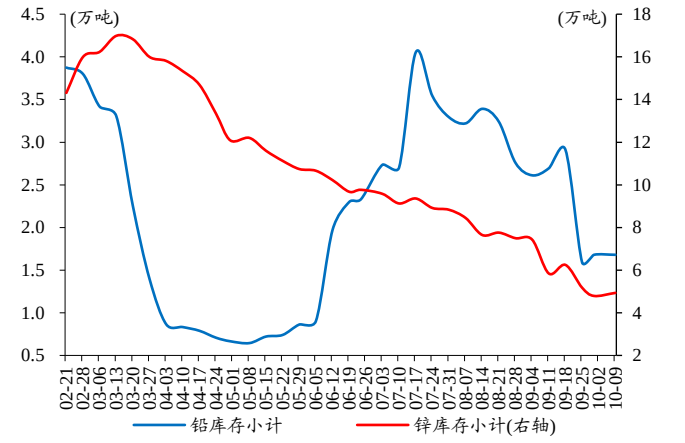
数据来源：Wind、开源证券研究所

图41：上期所铜、铝库存均增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

图42：上期所铅、锌库存均增加

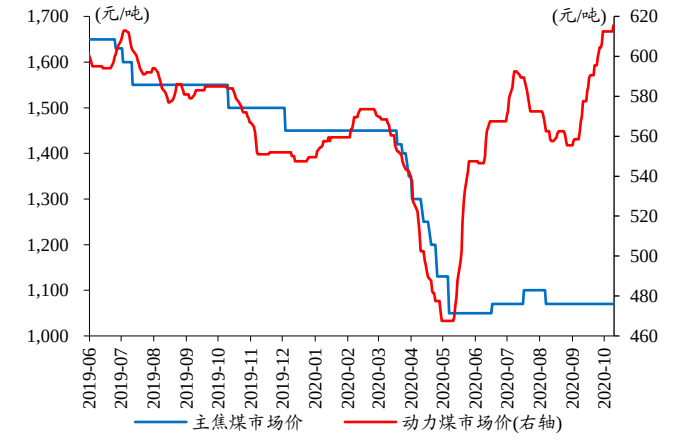


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、 上游：原油结算价上涨，有色金属价格普遍上行

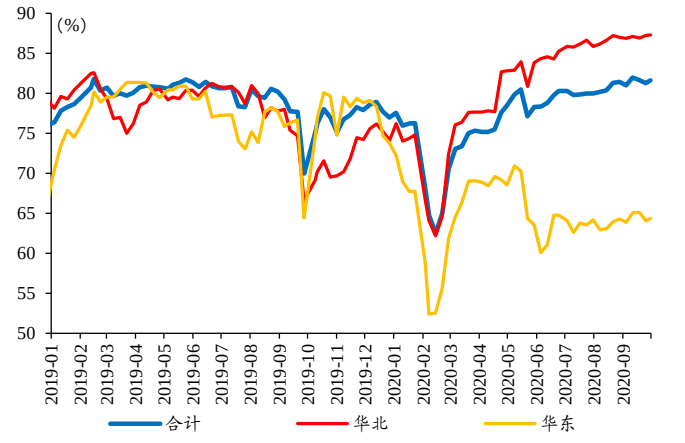
上周（10 月 5 日-10 月 9 日），主焦煤价格持平前周、动力煤市场价格上涨；国内独立焦化厂（100 家）焦炉生产率上升。上周，焦煤价格为 1,070 元/吨，持平前周；动力煤价格 615.5 元/吨，较前周上涨 0.5%。国内独立焦化厂（100 家）焦炉生产率 81.6%，周环比上升 0.4 个百分点。

图43：焦煤价格持平前周、动力煤价格上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

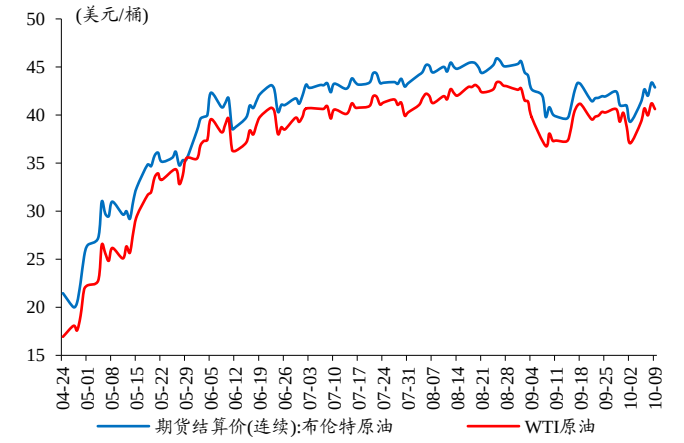
图44：国内独立焦化厂(100 家)焦炉生产率上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

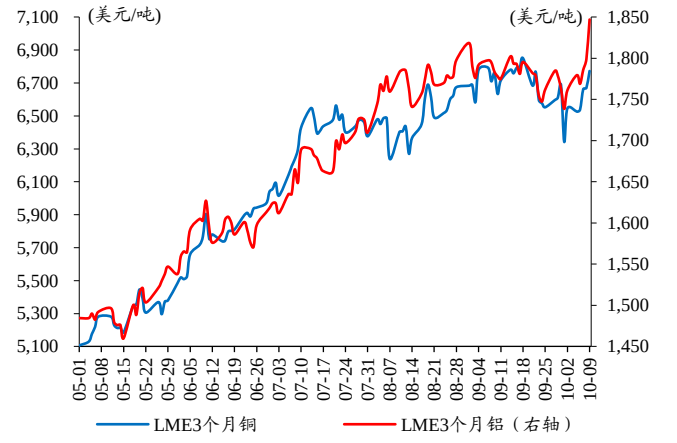
上周（10 月 5 日-10 月 9 日），国际原油价格上涨，国内汽油、柴油价格均下跌，LME3 个月铜、铝、铅、锌期货价格均上涨。上周，国际原油期货结算价格上涨，布伦特原油和 WTI 原油期货结算价周环比分别上涨 9.1%、9.6%；国内汽油和柴油较前周下跌 0.5%。LME3 个月铜、铝、铅、锌期货价格周环比涨幅分别为 3.5%、4.9%、2.7%、4.8%。

图45：国际原油期货结算价格上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图46：LME3 个月铜、铝价格均上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 风险提示

海内外宏观经济或监管政策出现超预期变化。

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