2020 年 09 月 15 日

底仓、打新双发力，打新基金刷新收益新高

——中小盘 IPO 专题

中小盘研究团队

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

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

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

● **机构打新积极性持续提高，网下打新收益率依然可观**

2020 年以来，机构参与网下打新的积极性不断提高，参与科创板网下询价的月平均账户数已达 6705 个。创业板注册制推出后，参与创业板网下打新的平均账户数也迅速从首批的 5012 个提升至 9 月的 6068 个。资金参与度的提高使得中签率显著下降。2020 年 9 月，注册制新股 A/B/C 类账户网下打新平均中签率分别为 0.043%/0.038%/0.034%，显著低于 2020 年 1 月的 0.078%/0.071%/0.049%。与此同时，IPO 融资规模则在持续扩容。2020 年 7 月，科创板和创业板注册制新股首发募资总额达到创纪录的 990.8 亿元，8 月份这一数据同样高达 386.1 亿元。融资规模的扩大较大程度上对冲了中签率的下降，目前注册制新股打新收益依旧可观。截至 2020 年 9 月 10 日，科创板和创业板注册制新股已为规模分别为 1.5 亿元/2 亿元/3 亿元的 A 类产品创造打新收益率 12.1%/11.3%/9.6%，为同等规模的 C 类产品实现打新收益率 9.9%/9.3%/8.0%。

● **打新基金持仓风格鲜明，打新和底仓齐发力助推打新基金收益创新高**

当前科创板和创业板高额且接近无风险的打新收益使得网下打新成为基金产品收益增强的主要策略之一，甚至不乏以获取稳定打新收益为目标而设立的打新基金。我们根据产品规模、产品风格和持仓特点等标准筛选出了 197 只公募打新基金，并结合底仓、产品规模等要素对打新基金收益率进行了分解。Wind 数据显示：（1）2020 年以来打新基金平均收益率 28.8%，刷新 2016 年以来新高，其中打新贡献了 12.3%的平均收益率，占打新基金总收益的 42.7%；（2）打新基金集中选择贵州茅台、中国平安和招商银行等大蓝筹作为底仓，稳定性是底仓构建的主要考虑因素；（3）单边打新策略下，0.6-1 亿元规模产品打新收益率最高。双边打新策略下，最优产品规模则为 1.5-2 亿元。综合而言，2020 年以来打新基金收益率表现不俗，而通过设计最优产品规模、优化底仓组合、提升询价入围率以及提高上市首日卖点的择时能力将显著提高打新基金的收益率。

● **预计 IPO 融资规模保持高位，网下打新红利有望延续**

我们的网下打新收益率预测模型中，科创板和创业板新股上市首日涨幅将逐渐收敛并维持较高水平，资金参与度提升则使得中签率继续下行，而另一大关键因子 IPO 融资规模有望保持高位，并成为推升网下打新收益重要动力。目前科创板与创业板 IPO 储备项目均较充足，已受理的项目分别达到了 167 个和 281 个，其中更包含了蚂蚁金服、京东数科等独角兽。在注册制高效的审核效率以及提高资本市场直接融资比例的大背景下，我们预计科创板和创业板 IPO 融资规模有望维持高位。根据上述假设，我们预计中性情形下，科创板和创业板将在 2020 年剩余期间分别为 1.5 亿规模的 A 类产品创造打新收益率 2.8%和 2.9%，为同等规模的 C 类产品创造打新收益率 2.1%和 2.5%。而蚂蚁金服登陆科创板后有望额外为 A/C 类投资者创造 1%左右的打新收益率。总之，网下打新红利仍将延续。

● **风险提示：**相关政策调整、市场剧烈波动等。

相关研究报告

《中小盘 IPO 专题-次新股说：本批稳健医疗、爱美客等值得重点跟踪（2020 批次 34、35）》-2020.9.13

《中小盘 IPO 专题-次新股说：创业板注册制首周市场表现超预期，改革平稳过渡（2020 批次 32、33）》-2020.8.30

《中小盘 IPO 专题-创业板注册制首日迎“开门红”，改革平稳过渡》-2020.8.24

目 录

1、 机构打新积极性持续提高，网下打新收益率依然可观 3
1.1、 注册制下 IPO 发行节奏加快，机构积极参与科创板和创业板打新 3
1.2、 市场化询价机制下机构充分博弈，学习效应下市场预期趋于一致 4
1.3、 在不断扩大的融资规模下，注册制新股打新收益依旧可观 4
2、 打新基金持仓风格鲜明，打新和底仓齐发力助推打新基金收益创新高 5
2.1、 三大筛选标准之下，A 股市场打新基金数量较多 5
2.2、 打新基金持仓重合度高且调仓幅度小，底仓收益稳定性是主要考虑因素 6
2.3、 网下打新成打新基金收益重要来源，双边打新策略下最优产品规模为 1.5 至 2 亿元 7
3、 预计 IPO 融资规模保持高位，网下打新红利有望延续 8
3.1、 中签率继续下降，上市首日涨幅有望维持高位 8
3.2、 IPO 储备项目充足，融资规模持续扩容推升打新收益 9
4、 风险提示 11

图表目录

图 1: 科创板和创业板从受理到上市时间显著缩短（天） 3
图 2: 注册制下 IPO 发行节奏有所加快（家） 3
图 3: 参与科创板和创业板网下询价账户数大幅增加（个） 3
图 4: 科创板网下询价报价难度有所提高 4
图 5: 科创板与创业板（注册制）网下打新中签率下降 5
图 6: 注册制下新股上市首日平均涨幅波动大 5
图 7: 科创板与创业板首发募资规模显著扩大（亿元） 5
图 8: 注册制下网下打新收益依旧可观 5
图 9: 197 只科创板打新基金所属机构分布 6
图 10: 打新基金前十大重仓股中增配消费和医药行业 7
图 11: 重仓次数最多的前 30 只股票所属行业集中 7
图 12: 80%以上的打新基金打新收益率高于 8% 7
图 13: 打新收益成打新基金重要收益来源 7
图 14: 今年以来 0.6-1 亿元规模产品打新收益率最高 8
图 15: 创业板注册制以来 1.5-2 亿元规模产品打新收益率最高 8
图 16: 网下申购倍数持续提高 9
图 17: 平均首发募资额保持稳定（亿元） 9
图 18: 科创板和创业板 IPO 储备项目充足（家） 10

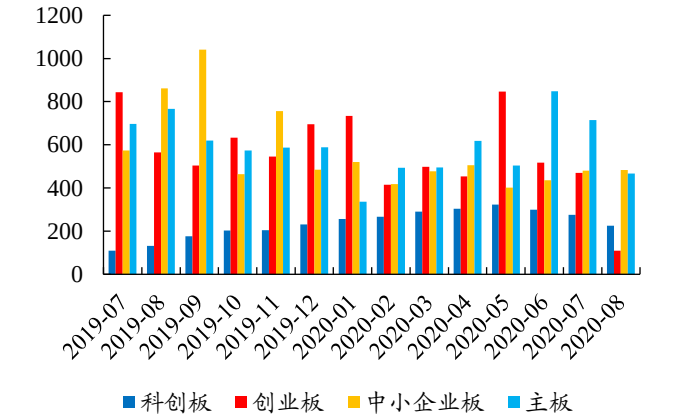
表 1: 中性情形下决定中签率的核心假设 9
表 2: 不同情形下 A 类投资者网下打新收益率测算 10
表 3: 不同情形下 C 类投资者网下打新收益率测算 10

1、 机构打新积极性持续提高，网下打新收益率依然可观

1.1、 注册制下 IPO 发行节奏加快，机构积极参与科创板和创业板打新

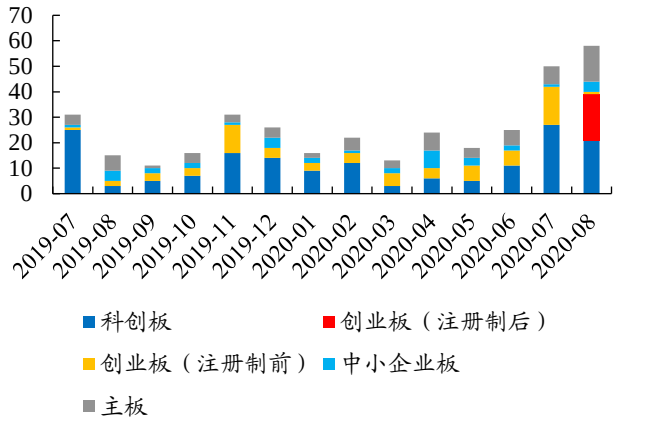
随着注册制改革的有序推进，A 股 IPO 发行审核效率大幅提高，IPO 规模显著扩大。2019 年 7 月 22 日至 2020 年 8 月 31 日，科创板公司从受理到上市平均用时 227 天，首批注册制创业板公司仅用时 59 天，均明显低于主板/中小板/创业板（注册制改革前）的 600/560/594 天。同期科创板平均每月上市公司数 12 家，主板/中小板/创业板（注册制改革前）分别为 5/3/5 家。2020 年二季度以来，A 股 IPO 节奏持续加快，8 月份上市新股数量高达 58 只，其中科创板和注册制创业板分别为 21 只和 18 只。

图1：科创板和创业板从受理到上市时间显著缩短（天）



数据来源：Wind、开源证券研究所

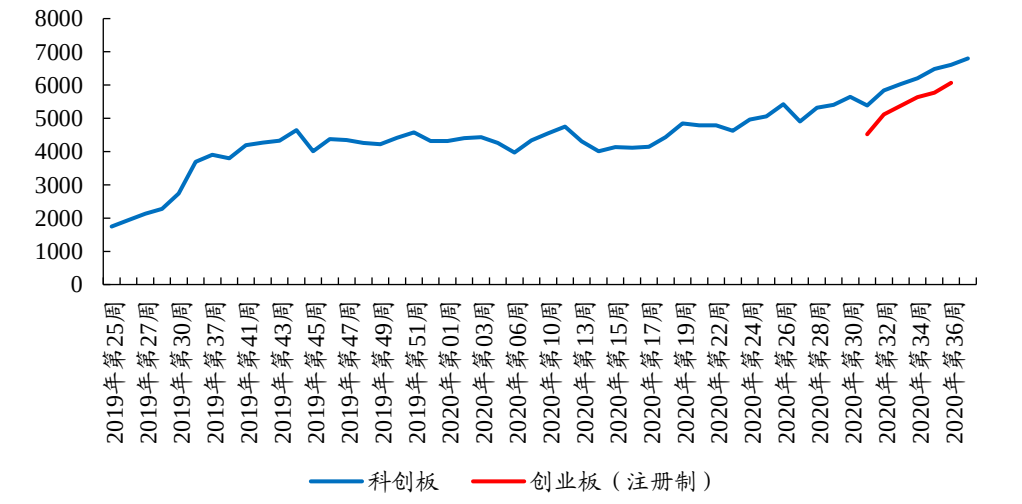
图2：注册制下 IPO 发行节奏有所加快（家）



数据来源：Wind、开源证券研究所

A 股 IPO 不断扩容的同时，机构参与网下打新的积极性持续提高。2020 年 9 月，参与科创板网下询价的平均账户数已达 6705 个，相比 2019 年 7 月科创板刚推出时的 2157 个增加了近 2 倍。创业板注册制推出后，参与网下打新的账户数也迅速增加，已从首批注册制新股的 5012 个提升至 9 月的 6068 个。

图3：参与科创板和创业板网下询价账户数大幅增加（个）

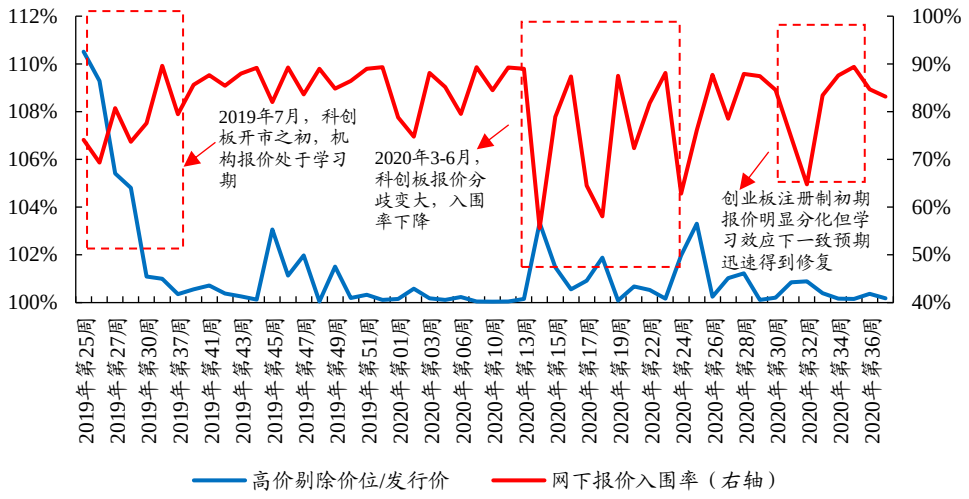


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、 市场化询价机制下机构充分博弈，学习效应下市场预期趋于一致

在注册制的市场化询价机制下，新股定价是基于基本面的同时机构充分博弈的结果。因此随着机构参与程度的大幅提高，科创板和创业板报价入围难度随之增加。2020 年以来，科创板网下有效报价申购比例（入围率）总体呈下降趋势，由 1 月份的 80.9%最低下滑至 4 月份的 66.7%。但是，在专业机构投资者强大的学习效应下，报价预期一致性迅速提高，市场的有效性得到充分体现。例如，在科创板和创业板分别实行注册制的初期，市场一致预期尚未形成，网下询价入围率均处于低位，但其后迅速提高至 80%以上的水平。由于科创板网下询价固定剔除前 10%的最高报价，因此我们使用高价剔除价位除以发行价这一指标来衡量网下投资者报价的一致性。2020 年 9 月，这一指标平均仅 100.3%，表明当前询价市场具有很高的一致性。因此，注册制中网下询价入围率是机构间相互博弈与相互学习共同作用的结果，而科创板自实施注册制以来，已经历了三个明显的波动周期。

图4：科创板网下询价报价难度有所提高

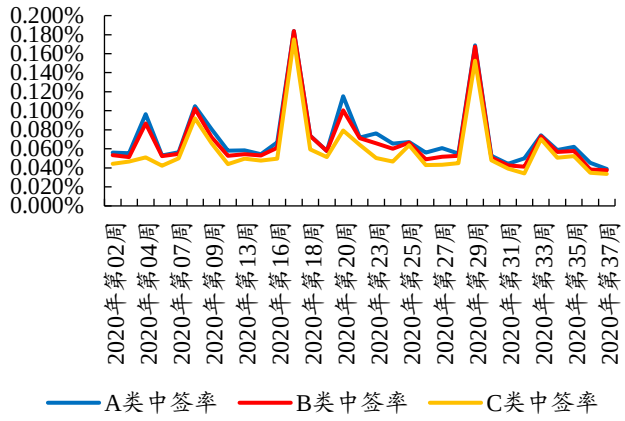


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、 在不断扩大的融资规模下，注册制新股打新收益依旧可观

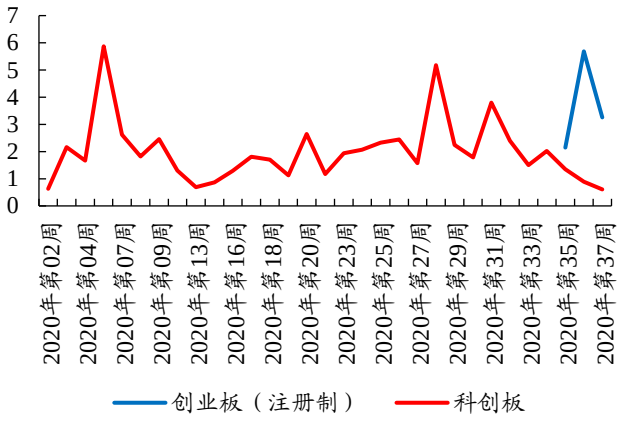
2020 年以来，影响注册制下网下打新收益的三大核心因素中：（1）中签率受参与打新的账户数和申购额大幅增加的影响，呈现明显的下降趋势。2020 年 9 月，科创板和创业板网下打新中 A/B/C 类平均中签率分别为 0.043%/0.038%/0.034%，显著低于 2020 年 1 月的 0.078%/0.071%/0.049%。（2）上市首日涨跌幅随整体市场行情波动较大。2020 年 7 月科创板新股上市首日平均涨幅高达 274%，但创业板实行注册制以来，受资金分流及市场调整等因素的影响，科创板新股周平均涨幅已降至 100%以下。而同期创业板注册制新股表现亮眼，最新一周上市首日平均涨幅高达 325.2%。（3）创业板实行注册制带动融资规模持续扩容。2020 年 7 月，在中芯国际等巨头公司的带动下，科创板和创业板注册制新股首发募资总额达到创纪录的 990.8 亿元，8 月份这一数据同样高达 386.1 亿元。综合而言，融资规模的扩大较大程度上对冲了中签率的下降，目前注册制新股打新收益依旧可观。截至 2020 年 9 月 10 日，科创板和创业板注册制新股已为规模分别为 1.5 亿元/2 亿元/3 亿元的 A 类产品创造打新收益率 12.1%/11.3%/9.6%（考虑询价入围率因素，下同）；为同等规模的 B 类产品实现打新收益率 11.4%/10.6%/9.1%；为同等规模的 C 类产品实现打新收益率 9.9%/9.3%/8.0%。

图5：科创板与创业板（注册制）网下打新中签率下降



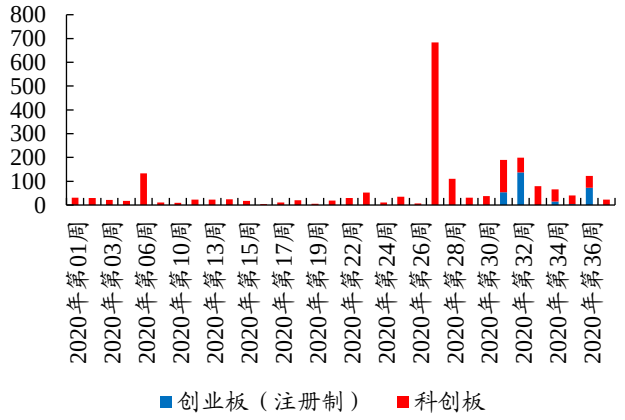
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：注册制下新股上市首日平均涨幅波动大



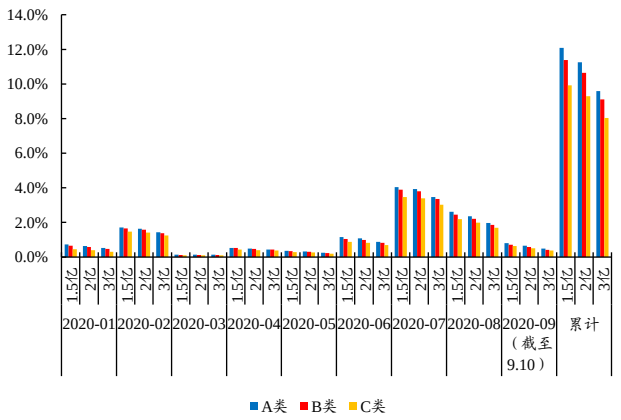
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：科创板与创业板首发募资规模显著扩大（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：注册制下网下打新收益依旧可观



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 打新基金持仓风格鲜明，打新和底仓齐发力助推打新基金收益创新高

作为注册制改革的制度红利，当前科创板和创业板高额且接近无风险的打新收益使得网下打新成为基金产品收益增强的主要策略之一，甚至不乏以获取稳定打新收益为目标而设立的打新基金。对于打新基金而言，IPO 融资规模和中签率属于不可控的外部因素，要提高收益率主要依靠提高询价入围率、上市涨幅（即上市首日卖点的选择）、底仓的构建（降低底仓波动风险）以及产品规模的控制。本章将对市场上的公募打新基金进行筛选，并对不同基金的底仓构成进行分析，同时对最优打新基金规模进行求解。

2.1、 三大筛选标准之下，A 股市场打新基金数量较多

考虑到科创板仍是目前网下打新收益最主要的来源，我们以参与过科创板网下打新的公募产品作为筛选打新基金的整体，共计 2445 个。进一步地，我们使用如下三条标准进行筛选：

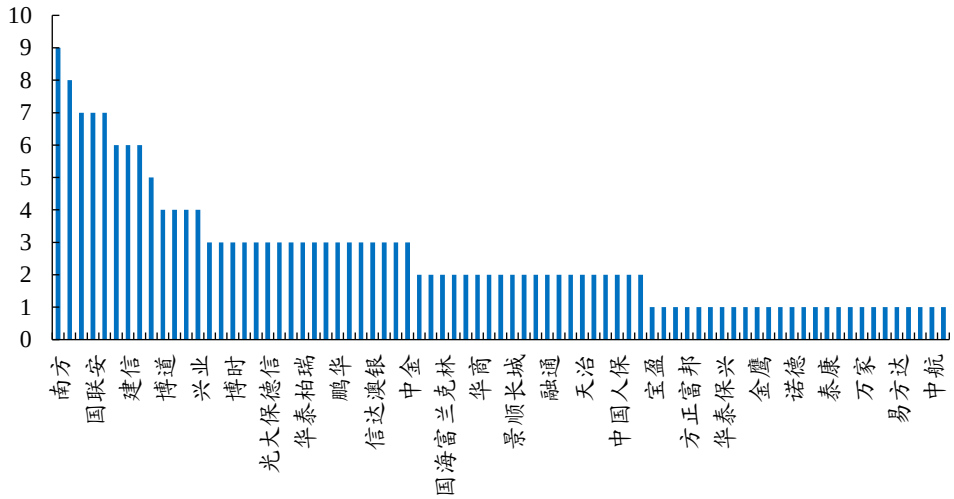
（1） **产品规模标准：**科创板/创业板网下询价要求沪市/深市底仓市值大于 6000 万，

因此剔除截至 2020 年半年报公告产品规模小于 6000 万的产品，以及最近 5 只科创板或创业板新股询价均未参与的产品。另外，产品规模过大将显著稀释打新收益。今年以来科创板和创业板注册制新股网下顶格申购所需金额平均为 3.8 亿元。因此我们选择以 4 亿元为产品规模上限进行筛选。最终得到 843 个符合条件的账户。

（2） **产品投资类型标准：**在 843 个账户中，剔除风格固定的指数型基金、偏债型基金、对冲基金和 QDII 等类型的账户，得到 648 个账户。

（3） **底仓标准：**首先要求截至 2020 年半年报，产品沪市持仓市值不低于 6000 万元（截至 6 月底创业板尚未实现注册制，可以不考虑深市市值）。其次作为打新基金，重仓股中蓝筹白马股的比重应足够高，以降低底仓波动的风险。最终得到账户共 197 个，即为我们筛选出的 A 股打新基金。

图9：197 只科创板打新基金所属机构分布



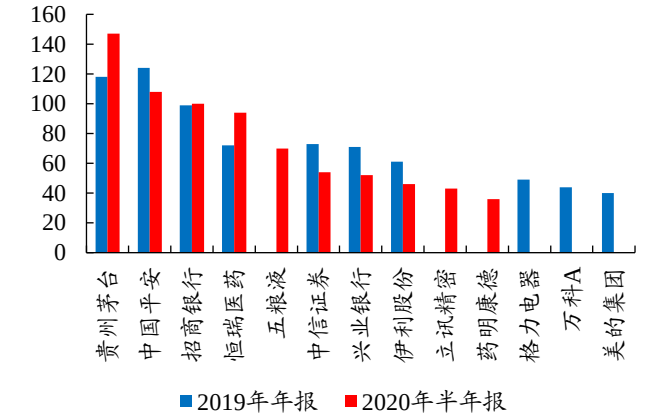
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 打新基金持仓重合度高且调仓幅度小，底仓收益稳定性是主要考虑因素

我们对筛选出的 197 只打新基金前十大重仓股进行了深入分析，发现其持股重合度较高。根据 197 只基金产品披露的半年报，共有 325 只 A 股进入了前十大重仓股，最受欢迎的前 30 只股票共被重仓 1206 次，即进入了 61%的打新基金的前十大持仓。其中贵州茅台被重仓的次数最多（147 次），其次为中国平安（108 次）和招商银行（100 次）。持仓风格方面，重仓次数最多的前 30 只股票中有 19 只为上证 50 成分股，29 只为沪深 300 成分股，表明打新基金偏好大盘蓝筹股。行业分布方面，上述 30 只股票主要属于业绩相对稳定的银行、非银金融、食品饮料等行业，可见打新基金构建底仓时主要考虑的因素是持仓收益的稳定性。

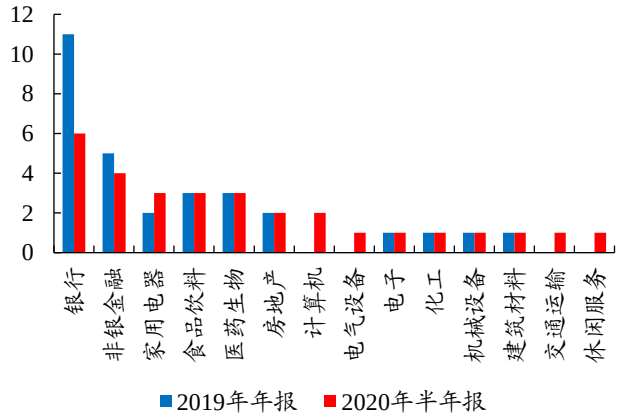
纵向对比来看，打新基金的调仓幅度较低且风格保持稳定。若对 2019 年年报披露的数据进行统计，则最受欢迎的前 30 只股票共被重仓 1177 次，其中最受欢迎的前三大股票分别为中国平安、贵州茅台和招商银行，分别被 124、118 和 99 只打新基金重仓。而重仓次数最多的前 30 只股票中有 21 只为上证 50 成分股，全部为沪深 300 成分股，风格与 2020 年半年报一致。行业分布方面，这 30 只股票分别属于 10 个行业，分布更为集中，且银行和非银金融同样是分布最多的行业。

图10：打新基金前十大重仓股中增配消费和医药行业



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：重仓次数最多的前 30 只股票所属行业集中

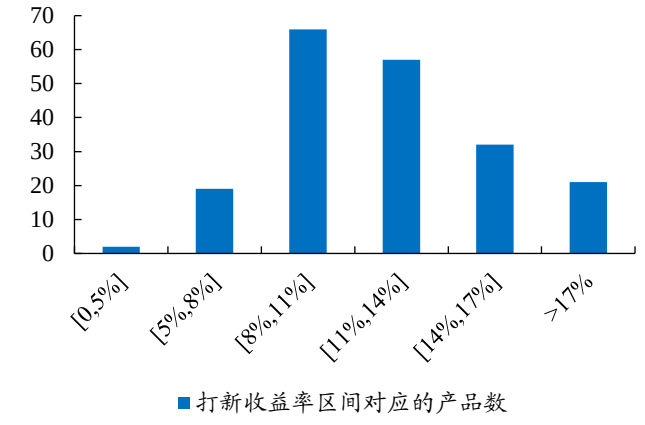


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、 网下打新成打新基金收益重要来源，双边打新策略下最优产品规模为 1.5 至 2 亿元

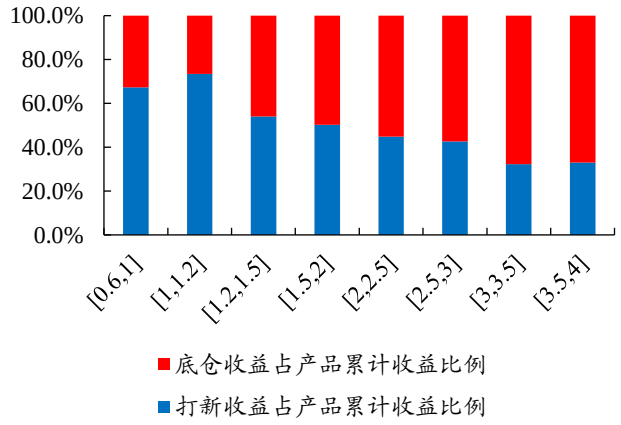
我们对 197 只打新基金参与 A 股打新的情况逐一进行了跟踪，Wind 数据显示，在打新红利和底仓的共同作用下，打新基金收益率刷新 2016 年以来新高，年初至今平均收益率已达 28.8%（次高为 2019 年，打新基金平均收益率为 25.9%）。具体来看，今年以来打新基金来自打新的平均收益率为 12.3%，其中 66 只基金打新收益率介于 8%-11%，57 只基金打新收益率介于 11%-14%，是打新收益率分布最为集中的区间。另外，通过对打新基金收益来源的分解，我们发现整体上打新收益对基金产品的累计收益贡献度高于 50%，对于 1-1.2 亿元规模的产品而言，打新收益贡献度超过 70%。可见，打新收益构成了打新基金的重要收益来源，而由于目前来自底仓的收益贡献度更高，因此构建一个更为科学的底仓组合将有效降低持仓波动风险并增强产品收益。

图12：80%以上的打新基金打新收益率高于 8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：打新收益成打新基金重要收益来源

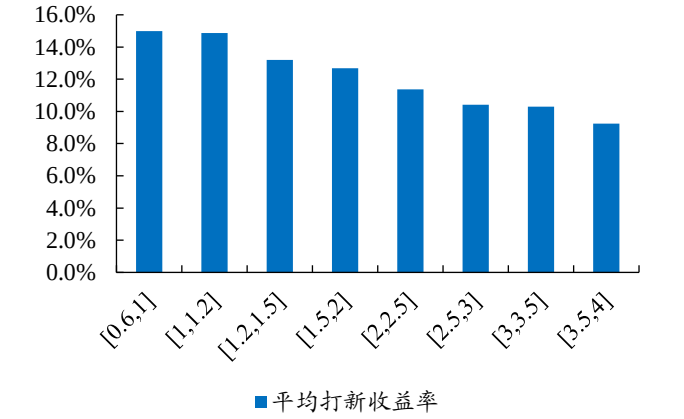


数据来源：Wind、开源证券研究所

为了探究打新基金的最优产品规模，我们进一步分析了不同产品规模与打新收益率间的关系。若对 2020 年 1 月 1 日至 2020 年 9 月 10 日的完整期间进行统计，则 0.6-1 亿元规模的打新基金产品平均打新收益率最高，达 15.0%。整体来看，随着产品规模的扩大，打新收益率呈现被稀释的趋势，3.5-4 亿元规模打新基金平均打新收益率为 9.2%。但是，创业板注册制推出后，由于创业板打新要求底仓中深市市值不低于

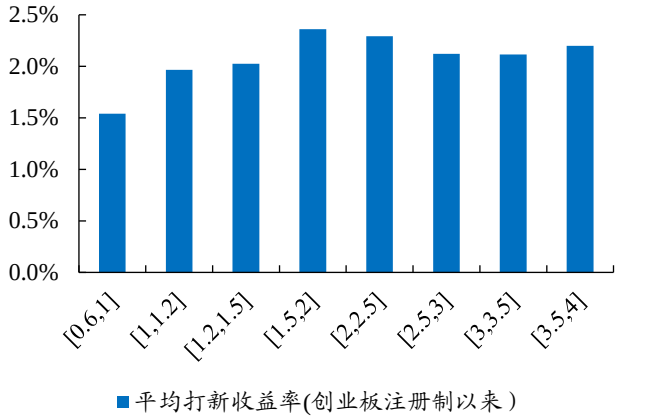
6000 万元，因此 1.2 亿元规模以下的产品无法同时参与科创板和创业板打新。为了更精确地比较单边打新（即只参与科创板打新）与双边打新（即科创板和创业板打新均参与）两种策略下收益率的高低以及最优产品规模的变化，我们截取首批创业板注册制公司上市以来 197 只打新基金的打新数据进行分析。结果显示，1.5-2 亿元规模的产品平均打新收益率最高，为 2.4%，且 2 亿元规模以上产品收益率均高于 1.2 亿元以下的产品，即统计期间内双边打新策略占优。综上所述，单边打新策略下，最优产品规模为 0.6-1 亿元；双边打新策略下，最优产品规模为 1.5-2 亿元。而单边还是双边打新策略的选择，取决于科创板与创业板融资规模及首日市场表现的对比。另外，值得注意的是，双边策略下 3.5-4 亿元规模产品的打新收益率也较高。考虑到蚂蚁金服等独角兽大概率将在 2020 年剩下的数月中登陆科创板，这一区间产品的规模优势有望进一步突显。

图 14：2020 年以来 0.6-1 亿元规模产品打新收益率最高



数据来源：Wind、开源证券研究所，数据期间：2020/1/1-2020/9/10

图 15：创业板注册制以来 1.5-2 亿元规模产品打新收益率最高



数据来源：Wind、开源证券研究所，数据期间：2020/8/24-2020/9/10

3、 预计 IPO 融资规模保持高位，网下打新红利有望延续

本报告采用的网下打新收益率测算公式为：

单个账户网下打新收益率=平均单个公司打新收益/单个账户规模*上市公司数=单个账户申购金额*中签率*上市首日涨跌幅/单个账户规模*上市公司数

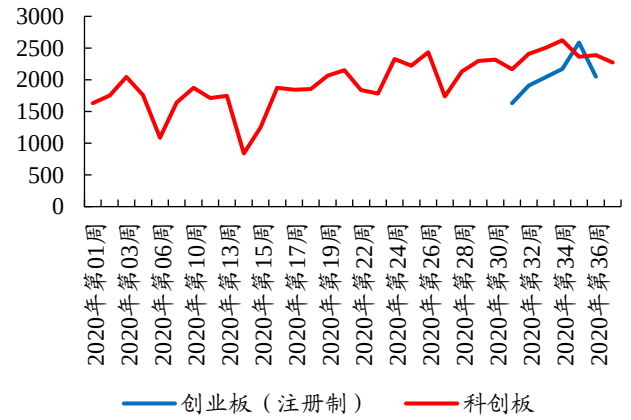
其中，单个账户申购金额与单个账户规模和新股网下申购上限相关；中签率与公司融资规模、网下配售比例、网下申购规模以及询价入围率相关；上市首日涨跌幅与公司首发价格、公司质地以及二级市场估值水平相关；上市公司数与新股发行节奏相关。本章对上述关键参数进行假设分析，并对 2020 年余下 3 个多月科创板和创业板网下打新收益进行测算。

3.1、 中签率继续下降，上市首日涨幅有望维持高位

网下打新中签率=网下有效申购额/网下配售额=网下申购账户数*单账户申购额*网下申购入围率/（扣除战略配售后首发募资额*回拨后网下配售比例）

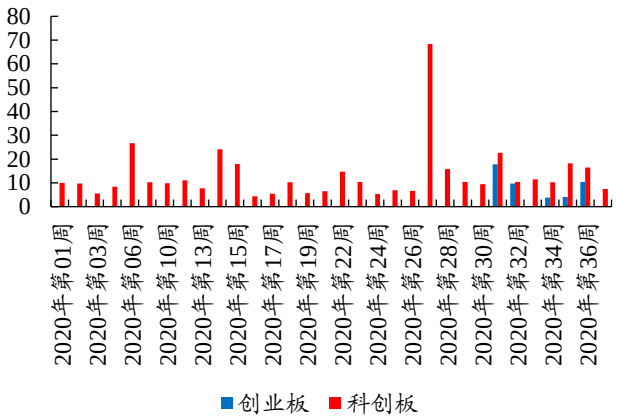
其中，网下申购账户数与单账户申购额乘积即为网下申购倍数。在可观的打新收益吸引下，预计网下申购倍数将继续上升。首发募资额方面，虽然个股间差异较大，但整体均值保持稳定，预计科创板新股首发募资额要高于创业板。注册制运行成熟后，网下申购入围率和网下配售比例同样保持稳定。

图16：网下申购倍数持续提高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：平均首发募资额保持稳定（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：中性情形下决定中签率的核心假设

	科创板（不含蚂蚁金服）		创业板（注册制）	
账户类型	A 类	C 类	A 类	C 类
网下申购账户数（户）	4424	2103	4113	1611
网下申购入围率	80%		72%	
单账户平均申购额（亿元）	3.1	3.0	2.8	2.7
网下配售比例（回拨后）	63.2%		52.7%	
占网下配售股数比重	73.9%	25.9%	75.7%	24.2%
中签率	0.046%	0.036%	0.039%	0.034%

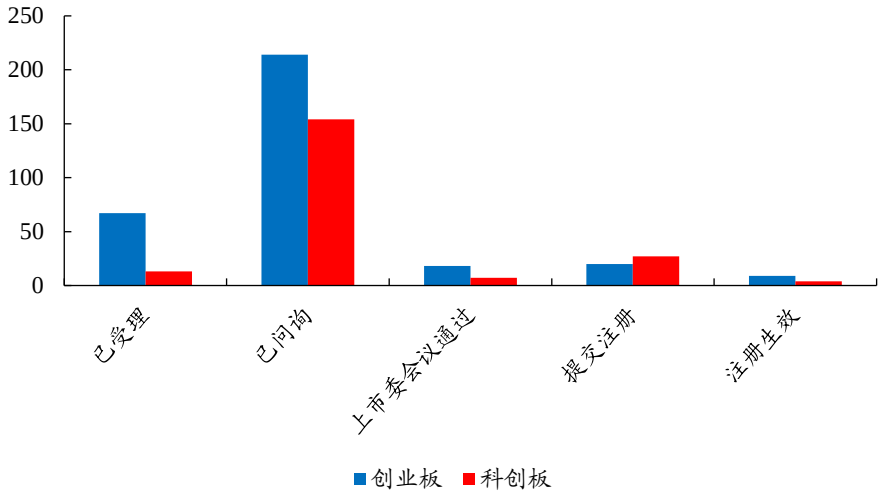
数据来源：Wind、开源证券研究所

上市首日涨跌幅方面，主要影响因素是首发估值水平以及市场情绪。其中，科创板首发估值较稳定，但创业板实行注册制初期对资金虹吸效应较明显，导致近期科创板新股首日涨幅有所下滑。创业板首发估值明显低于科创板且呈下降趋势，目前上市首日市场表现亦优于科创板。不过，随着注册制实践的成熟，科创板和创业板首发估值将趋于稳定，首日涨幅也将收敛，但均有望维持在 100%以上的水平。

3.2、 IPO 储备项目充足，融资规模持续扩容推升打新收益

决定打新收益的另一个主要因素是融资规模。目前科创板与创业板 IPO 储备项目均较充足，已受理未过会的项目分别达到了 167 个和 281 个，其中更包含了蚂蚁金服、京东数科等独角兽。因此，在注册制高效的审核效率以及提高资本市场直接融资比例的大背景下，未来科创板和创业板 IPO 融资规模有望维持高位，并成为推升网下打新收益的重要动力。

图18：科创板和创业板 IPO 储备项目充足（家）



数据来源：Wind、开源证券研究所

根据上述假设，我们对 2020 年剩余的 3 个多月期间网下打新收益进行了测算。预计中性情形下，科创板和创业板将分别为 1.5 亿规模的 A 类产品创造打新收益率 2.8%和 2.9%，为同等规模的 C 类产品创造打新收益率 2.1%和 2.5%。另外，根据目前蚂蚁金服披露的招股书，其成功登陆科创板后有望额外为 A/C 类投资者创造 1%左右的打新收益率。综合而言，注册制改革带来的网下打新红利仍将延续，对于打新基金来说，可以在询价入围率、最优产品规模的设计、底仓组合的构建以及上市首日卖点的选择等方面进行优化，从而充分地享受打新制度红利。

表2：不同情形下 A 类投资者网下打新收益率测算

	科创板（不含蚂蚁金服）			创业板		
	保守	中性	乐观	保守	中性	乐观
募资规模（亿元）	456	570	684	381	476	572
网下配售比例（回拨后）	63%	63%	63%	53%	53%	53%
其中 A 类配售比例	74%	74%	74%	76%	76%	76%
A 类网下申购账户数(户）	4826	4424	4022	4487	4113	3739
单个账户申购额（亿元）	3.3	3.1	2.8	2.9	2.8	2.5
A 类中签率	0.040%	0.046%	0.055%	0.034%	0.039%	0.047%
1.5 亿规模产品打新收益率	1.61%	2.75%	4.99%	1.65%	2.94%	5.13%

数据来源：Wind、开源证券研究所，测算期间：2020/09/11-2020/12/31

表3：不同情形下 C 类投资者网下打新收益率测算

	科创板（不含蚂蚁金服）			创业板		
	保守	中性	乐观	保守	中性	乐观
募资规模（亿元）	456	570	684	381	476	572
网下配售比例（回拨后）	63%	63%	63%	53%	53%	53%
其中 C 类配售比例	26%	26%	26%	24%	24%	24%
C 类网下申购账户数(户）	2294	2103	1912	1757	1611	1464
单个账户申购额（亿元）	3.1	3.0	2.7	2.8	2.7	2.4
C 类中签率	0.031%	0.036%	0.043%	0.030%	0.034%	0.041%

	科创板（不含蚂蚁金服）			创业板		
1.5 亿规模产品打新收益率	1.25%	2.13%	3.87%	1.42%	2.52%	4.40%

数据来源：Wind、开源证券研究所，测算期间：2020/09/11-2020/12/31

4、 风险提示

相关政策调整、市场剧烈波动等。

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