2020 年 07 月 29 日

中小盘研究团队

创业板注册制展望：成长性更突出，网下打新收益可观

——中小盘 IPO 专题

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

● **注册制改革后创业板包容性更强，且成长性更突出**

创业板改革并试点注册制的相关工作正紧锣密鼓的开展，截至 2020 年 7 月 29 日，创业板新受理 IPO 企业已达 334 家（含证监会已注册 7 家）。其中锋尚文化和美畅股份更是已开启网下询价。与改革前的创业板相比，注册制下创业板：**（1）包容性更强。**改革前后创业板公司营收和利润整体规模保持稳定，但改革后创业板公司营收和利润分布更离散，表明对公司体量要求更宽松，包容性更强；**（2）成长性更突出。**注册制改革后创业板公司 2017 至 2019 年营收 CAGR 均值/中值为 22.5%/18.1%，改革前为 17.7%/17.1%。另外，改革后创业板公司 2017 至 2019 年利润 CAGR 均值/中值为 41.4%/29.8%，改革前创业板为 26.2%/24.5%。这两大变化体现了注册制改革后创业板进一步明确的服务成长型创新创业企业的定位。

● **借鉴科创板，注册制改革后创业板融资规模和中签率有望大幅提高**

影响网下打新收益的三大核心因素是融资规模、中签率和上市首日涨跌幅：**（1）融资规模：**目前创业板从受理到注册平均仅需 27 天，发行审核高效且储备项目充足，预计首批注册并发行企业 20-30 家，2020 年达 70-90 家。另外，根据已受理企业披露的募投项目融资额，预计每家首发募资接近 8 亿元，2020 年创业板注册制下募资总额 550-700 亿元；**（2）中签率：**注册制后创业板发行上市规则与科创板相近，有资格参与网下询价的账户数将较注册制前显著减少且网下配售比例将大幅提高。但同时预计创业板改革后新股网下申购上限将提高近 3 倍且向网上回拨比例高于科创板。综合考虑之下，我们预计改革后创业板 A 类中签率将较改革前提高 2 倍左右；**（3）上市首日涨跌幅：**前文平均每家募资近 8 亿元的假设对应首发 PE 近 35 倍。相比之下，科创板开市以来新股平均首发 PE 为 70.9 倍，首日平均涨幅 177%；同期创业板新股平均开板涨幅 203%，开板时平均 PE 为 69.7 倍。考虑到改革后创业板公司体量保持稳定，虽然盈利能力下降但成长性更优，我们预计注册制改革后创业板上市首日平均涨幅为 80%-120%。

● **注册制下创业板将创造可观的网下打新增强收益**

在上述假设前提下，我们对保守/中性/乐观三种情形下创业板网下打新收益进行了测算，结果显示注册制下创业板将创造可观的网下打新增强收益。以 1.5 亿产品规模为例，若创业板首批注册发行公司数为 25 家，则有望为 A 类投资者创造打新收益率 0.8%（保守）/1.3%（中性）/2.0%（乐观），为 C 类投资者创造打新收益率 0.6%（保守）/1.1%（中性）/2.0%（乐观）。若假设 2020 年创业板试点注册制后发行公司数为 73 家（保守）/85 家（中性）/93（乐观）家，则有望为 A 类投资者创造打新收益率 2.5%（保守）/4.4%（中性）/7.3%（乐观），为 C 类投资者创造打新收益率 1.7%（保守）/3.8%（中性）/7.3%（乐观）。

● **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-科创板一周年回顾：注册制试点效果卓越，充分发挥为科创企业融资定价功能》-2020.7.17

《中小盘 IPO 专题-系列制度正式落地，创业板注册制改革加速推进》-2020.6.14

《中小盘 IPO 专题-发行与承销制度进一步完善，创业板注册制改革平稳过渡》-2020.5.23

目 录

1、 创业板基本面分析：注册制改革后包容性和成长性更突出 3
1.1、 改革后创业板公司体量保持稳定，从区间分布看包容性更强 3
1.2、 改革后创业板公司成长性显著提高，所属行业科创属性强 3
1.3、 上市标准淡化盈利要求，创业板公司整体盈利能力有所下降 4
2、 创业板打新收益率测算核心假设分析 6
2.1、 注册制下创业板审核节奏快，首发融资规模可观 6
2.2、 创业板配售向网下投资者倾斜，网下打新中签率有望大幅提高 7
2.3、 综合考虑公司质地和首发估值，注册制后创业板上市首日涨幅可期 9
3、 注册制下创业板将创造可观的网下打新增强收益 10
4、 风险提示 10

图表目录

图 1： 改革后创业板上市公司营收规模保持稳定 3
图 2： 改革后创业板上市公司利润规模保持稳定 3
图 3： 改革后创业板营收增速较改革前明显提升 4
图 4： 改革后创业板利润增速较改革前明显提升 4
图 5： 注册制改革后创业板所属行业科创属性同样较强 4
图 6： 改革后创业板毛利率有所下滑 5
图 7： 改革后创业板净利率有所下滑 5
图 8： 改革后创业板 ROE 水平有所提高 5
图 9： 创业板储备项目充足（家） 7
图 10： 当前科创板和创业板估值水平较高 9
图 11： 各板块开板/上市首日平均涨幅普遍高于 100% 9

表 1： 创业板注册制改革后淡化盈利要求 5
表 2： 创业板发行上市主要政策与科创板接近 8
表 3： 中性情形下决定中签率的核心假设 9
表 4： 不同情形下 A 类投资者创业板网下打新收益率测算 10
表 5： 不同情形下 C 类投资者创业板网下打新收益率测算 10

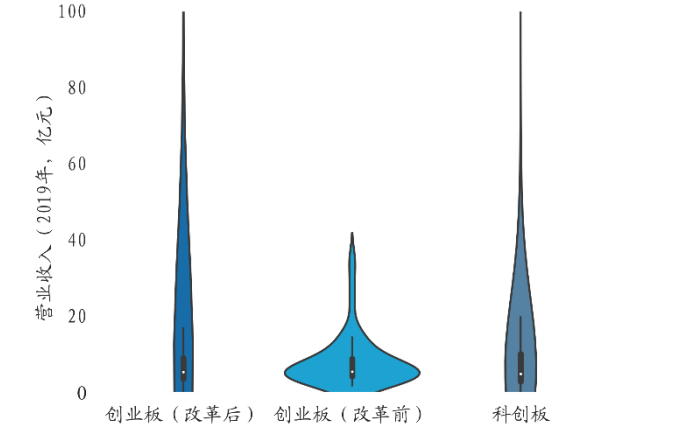
1、 创业板基本面分析：注册制改革后包容性和成长性更突出

截至 2020 年 7 月 29 日，创业板注册制改革后新受理 IPO 企业已达 334 家（以下统称改革后创业板），其中证监会已注册生效 7 家。创业板改革并试点注册制相关工作正加速推进，锋尚文化和美畅股份更是已开启网下询价。本章选取开市以来（2019 年 7 月 22 日至 2020 年 7 月 24 日）的科创板已上市公司（以下统称科创板）以及同期创业板新上市公司（以下统称改革前创业板）作为参照，从公司体量、盈利能力、成长性、科创属性等角度对注册制改革后的创业板整体情况进行对比。结果显示，注册制改革后创业板公司整体体量保持稳定、由于上市门槛放宽导致盈利能力有所下降，但更为重要的是包容性和成长性更突出。

1.1、 改革后创业板公司体量保持稳定，从区间分布看包容性更强

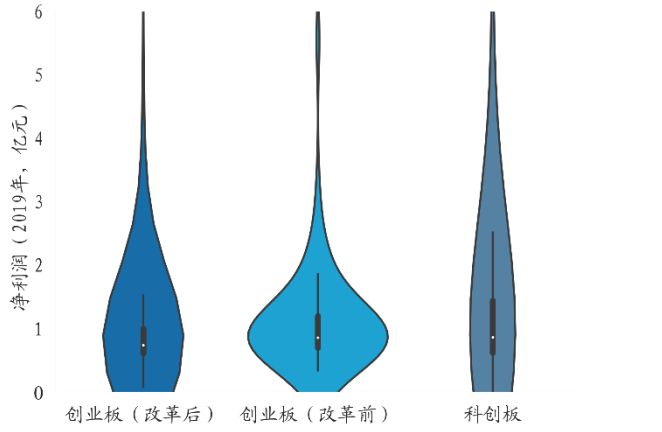
改革后的创业板公司 2019 年营收均值/中值为 14.5/5.5 亿元，改革前的创业板这一数据为 8.1/5.5 亿元，科创板为 15.5/4.9 亿元。若剔除部分大体量公司的影响，创业板注册制改革后，上市公司营收规模相比改革前保持稳定。净利润方面，注册制改革后的创业板 2019 年利润均值/中值为 1.2/0.7 亿元，改革前的创业板为 1.2/0.9 亿元，科创板则为 1.4/0.9 亿元。可见改革后创业板利润规模也保持稳定。不过，从区间分布看，改革前创业板营收规模集中在 10 亿元以下，而改革后创业板公司营收规模分布更离散，更接近实行注册制的科创板。这表明注册制改革后创业板对公司体量要求更宽松，显示出更强的包容性。

图1：改革后创业板上市公司营收规模保持稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：改革后创业板上市公司利润规模保持稳定

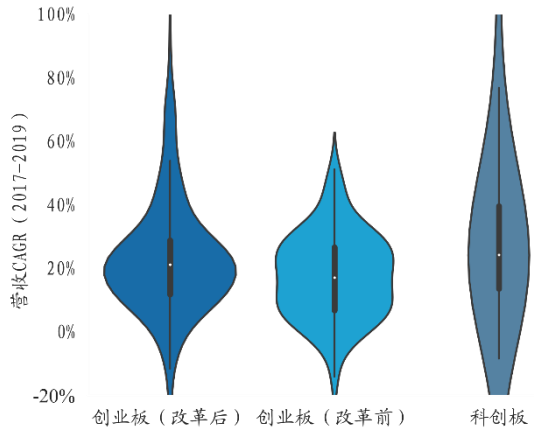


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、 改革后创业板公司成长性显著提高，所属行业科创属性强

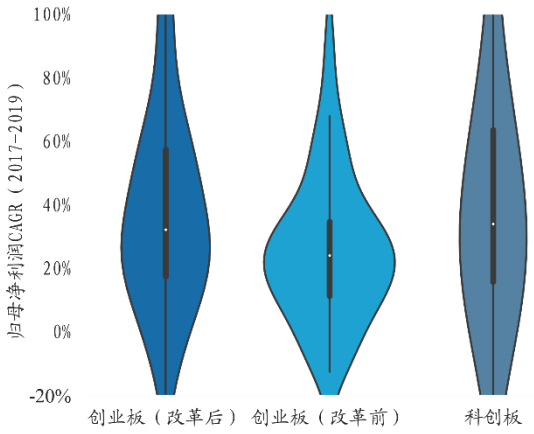
注册制改革后创业板公司 2017 至 2019 年营收 CAGR 均值（整体法）/中值为 22.5%/18.1%，改革前创业板为 17.7%/17.1%，科创板为 34.2%/24.5%。另外，改革后创业板公司 2017 至 2019 年利润 CAGR 均值（整体法）/中值为 41.4%/29.8%，改革前创业板为 26.2%/24.5%，科创板为 51.5%/36.9%。虽然改革后创业板成长性与科创板相比仍有一定差距，但较改革前有显著提升。从行业属性看，注册制改革后创业板公司所属行业集中在科技、汽车、先进制造等领域，科创属性较高，与改革前创业板以及科创板相比，分布行业更广、集中度有所下降，同样体现了创业板注册制下更好的包容性。

图3：改革后创业板营收增速较改革前明显提升



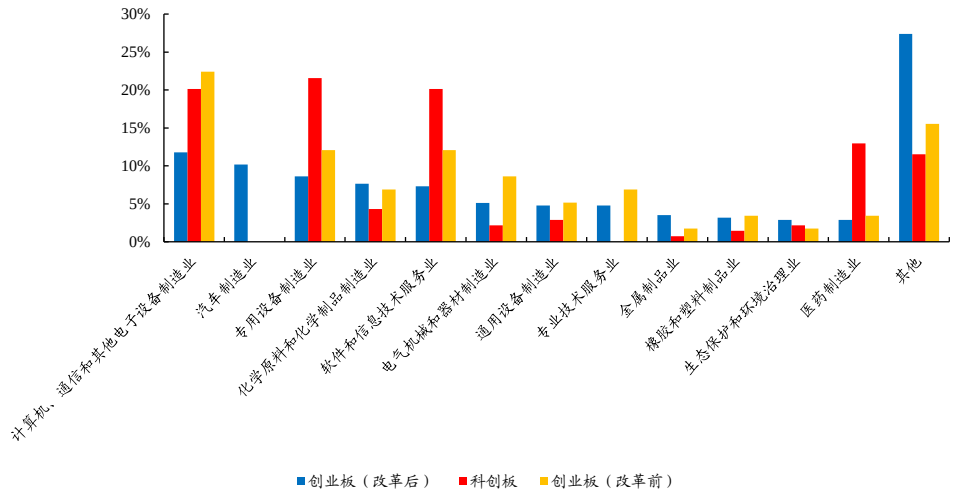
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：改革后创业板利润增速较改革前明显提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：注册制改革后创业板所属行业科创属性同样较强

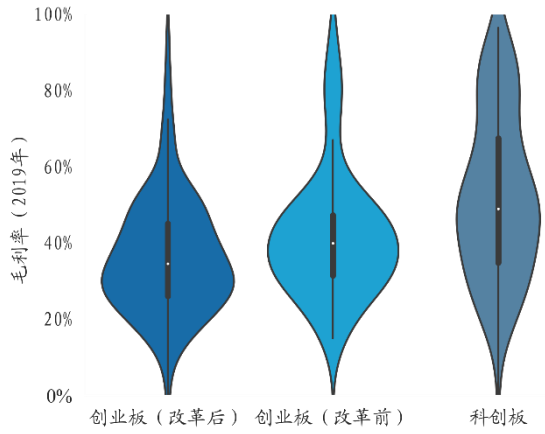


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、 上市标准淡化盈利要求，创业板公司整体盈利能力有所下降

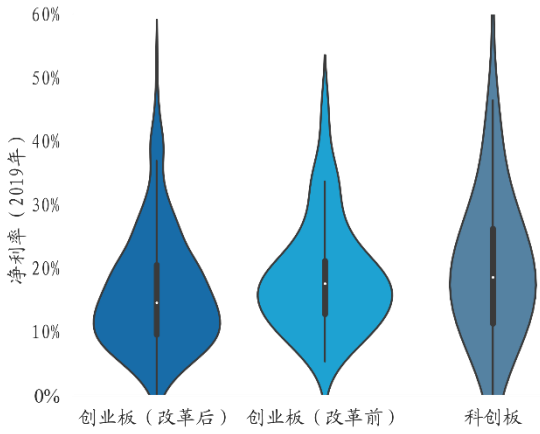
仍然以 316 家已受理企业作为整体，创业板注册制改革后整体（2019 年）毛利率均值/中值为 23.0%/34.9%，明显低于改革前创业板的 34.7%/36.6%，以及科创板的 33.7%/49.0%。净利率方面，创业板注册制改革后整体净利率均值/中值为 8.3%/14.7%，同样低于改革前创业板的 15.2%/15.5%和科创板的 9.4%/18.5%。不过，三者的差距在 ROE 指标上有所缩小，创业板注册制改革后公司整体的 ROE 均值/中值为 18.3%/21.2%，改革前创业板为 20.7%/19.2%，科创板的这一指标为 10.6%/16.4%。综合来看，由于注册制改革后创业板上市标准更多样化，对公司盈利能力的硬性要求有所弱化，导致公司整体盈利能力有所下降，但有利于创业板更好地服务于盈利能力尚弱但具备核心竞争力的成长型创新创业企业。

图6：改革后创业板毛利率有所下滑



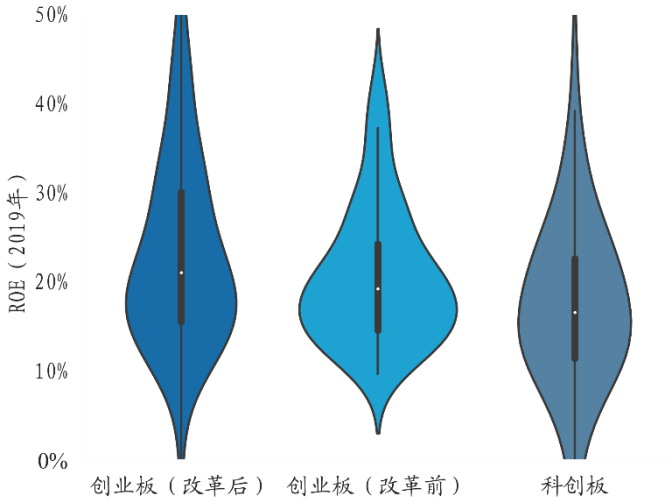
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：改革后创业板净利率有所下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：改革后创业板 ROE 水平有所提高



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：创业板注册制改革后淡化盈利要求

	创业板（改革后）	创业板（改革前）	科创板
一般企业上市市值和财务指标	（1）最近两年净利润均为正，累计净利润不低于 5000 万元； （2）预计市值不低于 10 亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于 1 亿元； （3）预计市值不低于 50 亿元，最近一年营业收入不低于 3 亿元。	（1）最近两年连续盈利，最近两年净利润累计不低于 1000 万元； （2）最近一年盈利，且净利润不低于 500 万元。	（1）预计市值不低于 10 亿元，最近两年净利润均为正且累计净利润不低于 5000 万元，或者预计市值不低于 10 亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于 1 亿元； （2）预计市值不低于 15 亿元，最近一年营业收入不低于 2 亿元，且最近三年累计研发投入占最近三年累计营业收入的比例不低于 15%； （3）预计市值不低于 20 亿元，最近一年营业收入不低于 3 亿元，且最近三年经营活动产生的现金流量净额累计不低于 1 亿

创业板（改革后）	创业板（改革前）	科创板
		元； （4）预计市值不低于 30 亿元，且最近一年营业收入不低于 3 亿元； （5）预计市值不低于 40 亿元，主要业务或产品需经国家有关部门批准，市场空间大，目前已取得阶段性成果。医药行业企业至少有一项核心产品获准开展二期临床试验，其他符合科创板定位的企业需具备明显的技术优势并满足相应条件。
红筹和表决权差异企业上市市值和财务指标	已在境外上市红筹企业： （1）市值不低于 2000 亿元人民币； （2）市值 200 亿元人民币以上，拥有自主研发、国际领先技术，科技创新能力较强，同业竞争中处于相对优势地位。 营业收入快速增长，拥有自主研发、国际领先技术，同行业竞争中处于相对优势地位的尚未在境外上市红筹企业或差异表决权安排企业： （1）预计市值不低于 100 亿元，且最近一年净利润为正； （2）预计市值不低于 50 亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于 5 亿元。	不适用	已在境外上市红筹企业： （1）市值不低于 2000 亿元人民币； （2）市值 200 亿元人民币以上，拥有自主研发、国际领先技术，科技创新能力较强，同业竞争中处于相对优势地位。 营业收入快速增长，拥有自主研发、国际领先技术，同行业竞争中处于相对优势地位的尚未在境外上市红筹企业或差异表决权安排企业： （1）预计市值不低于 100 亿元，且最近一年净利润为正； （2）预计市值不低于 50 亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于 5 亿元。

资料来源：证监会、深交所、上交所、开源证券研究所

2、 创业板打新收益率测算核心假设分析

本报告采用的创业板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

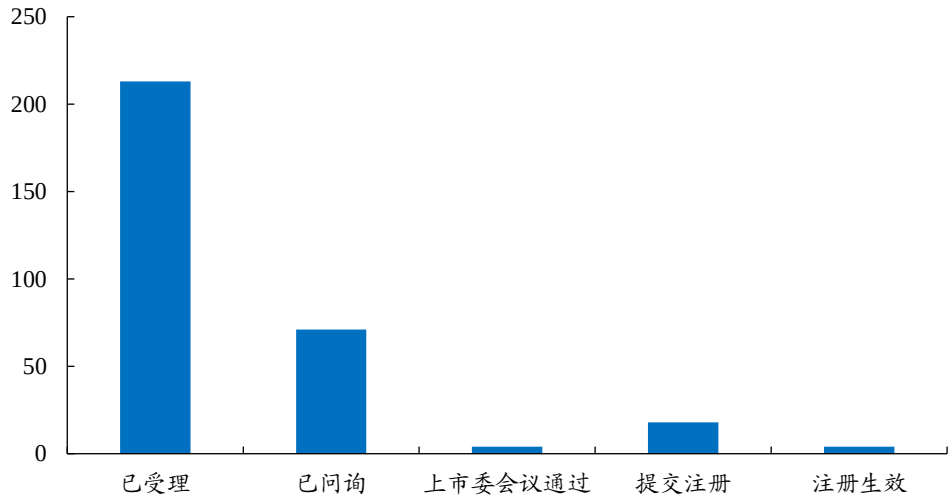
其中，单个账户申购金额与单个账户规模和新股网下申购上限相关；中签率与公司融资规模、网下配售比例、网下申购规模以及询价入围率相关；上市首日涨跌幅与公司首发价格、公司质地以及二级市场估值水平相关；上市公司数与新股发行节奏相关。本章结合当前创业板受理情况、科创板实践经验以及创业板与科创板政策的异同，对上述关键参数进行假设分析，并在下文对注册制后创业板网下打新收益率进行测算。

2.1、 注册制下创业板审核节奏快，首发融资规模可观

截至 2020 年 7 月 24 日，注册制改革启动后创业板共受理企业 316 家，预计募投项目融资总额 2003.5 亿元，平均每家 6.3 亿元。我们预计实际融资将较预计募投项目

融资额有所提高，即平均每家公司募资额为 7-8 亿元。发行审核节奏上，2020 年 7 月 13 日至 7 月 24 日共 10 个工作日内，创业板上市委共召开 8 次审议会，累计审核通过企业 26 家，平均每个工作日过会 2.6 家，审核速度很快。鉴于创业板丰富的项目储备和高效的审核工作，我们中性假设创业板实行注册制后首批上市公司数为 25 家（与科创板首批数量一致），对应募资总额接近 200 亿元，2020 年上市公司数 70-90 家，对应募资总额 550-700 亿元。

图9：创业板储备项目充足（家）



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 创业板配售向网下投资者倾斜，网下打新中签率有望大幅提高

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*网下申购入围率*单账户申购额/（扣除战略配售后首发募资额*回拨后网下配售比例）

以 A 类账户为例对上述各项目进行分析：**（1）网下有效申购账户数：**科创板开市以来，参与单只新股网下申购的 A 类账户数平均为 2832 个，同期创业板的这一数据为 2410 个，我们预计创业板实行注册制后参与单只新股网下申购的 A 类账户数将介于两者之间；**（2）网下申购入围率：**借鉴科创板经验，完全市场化的询价机制下，机构报价需要将新股基本面研究和市场预期相结合，从而提高了有效报价的难度。科创板开市以来，网下申购平均入围率为 81.2%，由于创业板采用与科创板相同的询价机制(预计采用直接定价的公司较少)，因此假设创业板的网下申购入围率为 75%-85%；**（3）单账户申购额：**单账户申购额等于新股网下申购上限与产品规模上限孰低值，参考科创板，我们假设注册制后创业板平均单个账户网下申购额为 1.8-2.0 亿；**（4）战略配售比例：**与科创板强制要求保荐跟投不同，创业板强制保荐跟投仅限于 4 类特殊企业。科创板所有已上市企业首发战略配售占发行总股数的比例平均为 8.4%，其中保荐跟投比例为 4.4%。因此假设创业板战略配售占发行总股数的比例在 4%附近；**（5）网下配售比例：**创业板网上初始配售比例规定与科创板相同，但在网上申购倍数大于 100 倍时，创业板向网上回拨比例比科创板高 10 个百分点。目前科创板回拨后网下配售比例为 63.4%，因此中性假设创业板回拨后网下配售比例为 50%。另外，预计 A 类配售比例占网下发行比例的 70%-80%（科创板为 75.3%）。

可见，注册制后创业板发行上市规则与科创板相近，有资格参与网下询价的账户数将较注册制前显著减少且询价博弈下报价入围难度较大，同时网下配售比例将大幅

提高。但是，新股网下申购上限同时也将提高近 3 倍，且创业板向网上回拨比例高于科创板。综合考虑之下，我们预计改革后创业板 A 类中签率将较改革前提高近 2 倍。

表2：创业板发行上市主要政策与科创板接近

	创业板（注册制后）	科创板
网下询价对象	A 类：公募产品、社保基金、养老金、企业年金基金以及保险资金； B 类：合格境外机构投资者； C 类：私募基金。	A 类：公募产品、社保基金、养老金、企业年金基金以及保险资金； B 类：合格境外机构投资者； C 类：私募基金。
网下初始发行比例	（1）公开发行后总股本在 4 亿股以下的，网下初始发行比例不低于首发股数的 70%； （2）公开发行后总股本超过 4 亿股或者尚未盈利的，网下初始发行比例不低于首发股数的 80%。 （扣除战略配售）。	（1）公开发行后总股本在 4 亿股以下的，网下初始发行比例不低于本次公开发行股票数量 70%； （2）公开发行后总股本超过 4 亿股或者尚未盈利的，网下初始发行比例不低于本次公开发行股票数量的 80%。 （扣除战略配售）。
回拨机制	（1）50<网上有效申购倍数<100，向网上回拨公开发行股票数量的 10%； （2）网上有效申购倍数>100，向网上回拨公开发行股票数量的 20%； （3）回拨后无限售期的网下发行数量原则上不超过本次公开发行股票数量的 70%。	（1）50<网上有效申购倍数<100，向网上回拨公开发行股票数量的 5%； （2）网上有效申购倍数>100，向网上回拨公开发行股票数量的 10%； （3）回拨后无限售期的网下发行数量原则上不超过本次公开发行股票数量的 80%。
分类配售	（1）不低于网下发行股票数量的 70%优先向 A 类配售； （2）B 类投资者获配比例不低于 C 类； （3）分类配售可采取比例配售或者摇号方式。	（1）不低于网下发行股票数量的 70%优先向 A+B 类投资者配售； （2）分类配售可采取比例配售或摇号方式。
首发定价	（1）询价：同一投资者的不同报价不得超过 3 个； （2）直接定价：发行数量 2000 万股以下且无股东公开发售股份；发行价对应发盈率不得超过二级市场行业平均市盈率；已经或者同时境外发行的发行价格不得超过境外市场价格； （3）尚未盈利企业应采用询价方式。	询价，同一投资者的不同报价不得超过 3 个。
保荐跟投	对未盈利企业、特殊股权结构企业、红筹企业、高价发行企业强制实施保荐跟投。	（1）发行规模≤10 亿，保荐跟投首发股数的 5%，但不超过 4000 万元； （2）10 亿元<发行规模≤20 亿元，跟投 4%，但不超过 6000 万元； （3）20 亿元<发行规模≤50 亿元，跟投 3%，但不超过 1 亿元； （4）发行规模>50 亿元，跟投 2%，但不超 10 亿元； （5）所有科创板公司强制实行保荐跟投； （6）保荐跟投锁定 24 个月。
战略配售	（1）首发股数<1 亿股，战略配售股数<首发股数的 20%，投资者数量原则上少于 10 名； （2）首发股数>1 亿股，战略配售股数<首发股数的 30%，投资者数量原则上少于 35 名； （3）高管与核心员工可以参与战略配售； （4）战略配售锁定 12 个月。	（1）首发股数<1 亿股，战略配售股数<首发股数的 20%； （2）首发股数>1 亿股，战略配售股数<首发股数的 30%； （3）高管与核心员工可以参与战略配售； （4）战略配售股票锁定 12 个月。

创业板（注册制后）	科创板
超额配售选择权 采用超额配售选择权发行证券数量不得超过首次公开发行证券数量的 15%。	超额配售股数不得超过首发股份的 15%。

资料来源：证监会、深交所、上交所、开源证券研究所

表3：中性情形下决定中签率的核心假设

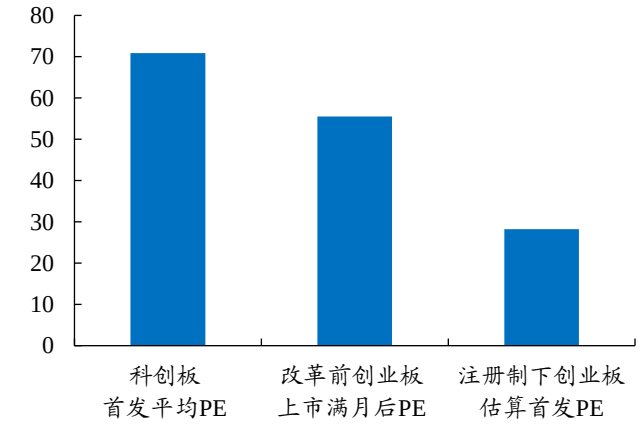
	创业板（注册制后）	科创板
网下申购账户数（户）	A 类：2621 C 类：1034	A 类：2832 C 类：1217
网下申购入围率	80.0%	81.2%
平均单账户申购额（亿元）	2.0	2.9
战略配售比例	4.0%	8.4%，其中保荐跟投比例 4.4%
网下配售比例（回拨后）	50%，其中： A 类占比：75% C 类占比：25%	63.4%，其中： A 类占比：75.3% C 类占比：24.6%
中签率	A 类：0.065% C 类：0.055%	A 类：0.162% C 类：0.134%

资料来源：证监会、深交所、上交所、开源证券研究所

2.3、 综合考虑公司质地和首发估值，注册制后创业板上市首日涨幅可期

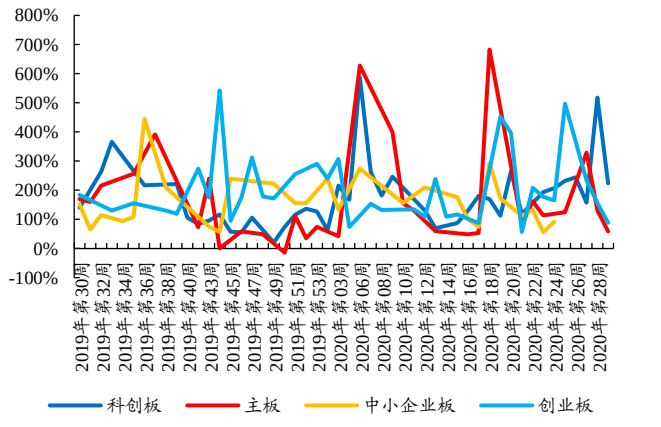
前文假设注册制下创业板首发募资额将高于披露的预计募投项目融资额，即接近 8 亿元，则对应首发 PE 为 35 倍左右。相比之下，科创板开市以来新股平均首发 PE 为 70.9 倍，首日平均涨幅 177%。同期创业板新股平均开板涨幅 203%，开板时平均 PE 为 69.7 倍。考虑到改革后创业板公司体量保持稳定、虽然盈利能力有所下降但成长性更优、且创业板个人开户门槛显著小于科创板使流动性有较好的保障，预计注册制改革后创业板新股具有较大的估值提升空间。我们预计注册制改革后创业板上市首日平均涨幅介于 80%-120%。

图10：当前科创板和创业板估值水平较高



数据来源：Wind、开源证券研究所，数据期间：2019/7/22-2020/7/24

图11：各板块开板/上市首日平均涨幅普遍高于 100%



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 注册制下创业板将创造可观的网下打新增强收益

在上述假设前提下，我们对保守/中性/乐观三种情形下创业板网下打新收益进行了测算，结果显示注册制下创业板将创造可观的网下打新增强收益。以 1.5 亿产品规模为例，创业板首批 25 家公司有望为 A 类投资者创造打新收益率 0.8%（保守）/1.3%（中性）/2.0%（乐观），为 C 类投资者创造打新收益率 0.6%（保守）/1.1%（中性）/2.0%（乐观）。若假设 2020 年创业板注册制后发行公司数 73 家（保守）/85 家（中性）/93（乐观）家，则将为 A 类投资者创造打新收益率 2.5%（保守）/4.4%（中性）/7.3%（乐观），为 C 类投资者创造打新收益率 1.7%（保守）/3.8%（中性）/7.3%（乐观）。

表4：不同情形下 A 类投资者创业板网下打新收益率测算

	保守	中性	乐观
注册制后首批募资规模（亿元）	190.2	190.2	190.2
注册制后 2020 年募资规模（亿元）	555.4	646.7	707.6
网下配售比例（回拨后）	50%	50%	50%
其中 A 类配售比例	70%	75%	80%
A 类网下申购账户数(户）	2721	2621	2521
单个账户申购额（亿元）	2.2	2.0	1.8
1.5 亿规模产品打新收益率：			
注册制后首批创业板	**0.8%**	**1.3%**	**2.0%**
注册制后 2020 年创业板	**2.5%**	**4.4%**	**7.3%**

数据来源：开源证券研究所

表5：不同情形下 C 类投资者创业板网下打新收益率测算

	保守	中性	乐观
注册制后首批募资规模（亿元）	190.2	190.2	190.2
注册制后 2020 年募资规模（亿元）	555.4	646.7	707.6
网下配售比例（回拨后）	50%	50%	50%
其中 C 类配售比例	20%	25%	30%
C 类网下申购账户数(户）	1134	1034	934
单个账户申购额（亿元）	2.2	2.0	1.8
1.5 亿规模产品打新收益率：			
注册制后首批创业板	**0.6%**	**1.1%**	**2.0%**
注册制后 2020 年创业板	**1.7%**	**3.8%**	**7.3%**

数据来源：开源证券研究所

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。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835