2020 年 07 月 14 日

# 信用修复，远未结束

## ——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

杨飞（分析师）
yangfei1@kysec.cn
证书编号：S0790520070004

**近期市场对未来信用环境研判分歧较大，部分观点提出信用环境拐点已现；我们认为，在“政策底”夯实、广义财政支出尚待加快、经济正反馈下，信用修复延续。**

● **一问：信用环境和政策拐点已现？**

**上半年社融增速大幅回升，信贷、政府债券等是主要贡献项，但信贷投放和地方债发行节奏并没有明显加快。**年初以来，社融持续放量，6 月存量增速较 2019 年底提高 2.1 个百分点至 12.8%，其中贷款、政府债券和企业债券是主要贡献项。从节奏来看，上半年贷款投放和地方债新券发行规模，占全年额度比重分别为 60%和 58%，前者与历史均值的 59%基本相当，后者低于 2019 年同期的 71%。

**政策推动信用修复的大方向没有变，维稳基调明确后相关措施具有连续性。**2 月以来，货币政策加码宽松的同时，注重对受疫情影响较大行业、中小微企业融资支持；随着国内疫情平复、经济活动修复，流动性“顺势”回归常态，央行更加注重引导资金流向实体，保持信贷投放与市场主体需求一致并不意味政策转向。历史经验显示，政策维稳基调确定后，相关措施具有一定连续性、不会迅速转向。

● **二问：信用环境，未来如何演绎？**

**年初以来，社融变化明显受到广义财政影响；但广义财政扩张，对信用环境拉动效应尚未明显释放。**2020 年是近年来积极财政力度最大的一年，基建投资对贷款等的拉动，及政府债券的发行，均对上半年社融形成明显支持。但前 5 个月广义财政支出增速仅 1%，大幅低于预算增速；政府债券融资尚未充分用于支出、形成资金“沉淀”，下半年广义财政支出增速或抬升至 5%-10%，甚至可能更高。

**广义财政等政策落地，或带动经济行为和信用环境进一步加速修复。**随着广义财政支出加快，财政存款投放，及基建投资等对需求的拉动，或加快信用派生行为，下半年 M2 增速或继续抬升。相较之下，社融增速受政府债券发行节奏等影响，可能在三季度前后见顶回落，但并不意味着信用修复的结束。从政府债券发行到资金运用，存在一定时滞；经济行为与信用修复相互加强，也有利于信用修复。

● **三问：经济行为和信用环境修复，有何结构特征？**

**区域层面经济和信用修复明显分化，中西部经济修复较早、东部相对滞后；而信用环境的修复，东部快于中、西部。**年初以来，不同地区生产、投资、消费等出现明显分化，中西部经济修复较早、投资驱动为主；东部修复滞后、消费表现较好。不同于经济表现，信用环境的修复，东部快于中、西部。前 5 个月企业贷款增速，东部回升幅度高于中、西部；上半年地方债和城投债融资，东部增长最快。

**东部稳增长诉求较强、信用修复较快等，后续投资连续性或相对更好、值得关注。**东部省份多为外向型经济，对出口依赖度较高；贸易链承压下，东部稳增长诉求较强。体现在建设项目上，东部的重大项目规划、项目申报数量，均增长较快。相较于西部，东部债务压力较小、信用修复较快等，有利于保证投资的连续性。

● **风险提示：**财政盘活存量或项目落地不及预期。

相关研究报告

《宏观经济点评-2020 年美国大选的关键词：“混乱”、“无序”》-2020.7.13

《宏观经济点评-被低估的财政空间》-2020.7.13

《宏观深度报告-美国经济之辩》-2020.7.11

# 目 录

1、 信用环境和政策拐点已现？ ..... 3
2、 信用环境，未来如何演绎？ ..... 5
3、 经济行为和信用环境修复，有何结构特征？ ..... 7
4、 风险提示 ..... 9

# 图表目录

图 1: 3 月以来，社融和信贷增速显著抬升 ..... 3
图 2: 贷款、政府债券和企业债券是社融主要贡献项 ..... 3
图 3: 上半年信贷投放节奏并未明显超季节性 ..... 3
图 4: 上半年地方债新券发行占比低于 2019 年同期 ..... 3
图 5: 2018 年经验显示，维稳基调明确后政策有连续性 ..... 5
图 6: 上半年，企业信贷明显高于 2019 年同期 ..... 5
图 7: 上半年政府债券净融资规模显著高于往年同期 ..... 5
图 8: 2020 年一般财政预算赤字创下新高 ..... 6
图 9: 1-5 月广义财政支出增速大幅低于预算 ..... 6
图 10: 5 月政府债净融资大幅增长，但支出未相应扩张 ..... 6
图 11: 下半年 M2 增速或继续抬升 ..... 6
图 12: 中性情景，社融增速或在三季度前后开始回落 ..... 7
图 13: 实体需求修复带动贷款增长 ..... 7
图 14: 中、西部工业生产的恢复早于东部地区 ..... 7
图 15: 中、西部投资修复快于东部地区 ..... 7
图 16: 中西部地区出口表现明显好于其他区域 ..... 8
图 17: 东部地区消费修复相对较快 ..... 8
图 18: 发改委项目东、中部增长较快，东、西部规模居前 ..... 8
图 19: 东、中部新开工项目占比高于西部和东北 ..... 8
图 20: 相较 2019 年底，东部企业贷款回升快于中、西部 ..... 9
图 21: 东部地方债和城投债融资增长也较快 ..... 9
图 22: 东、中部城投债“借新还旧”比例低于西部 ..... 9
图 23: 东、中部地方债务压力相对较低 ..... 9

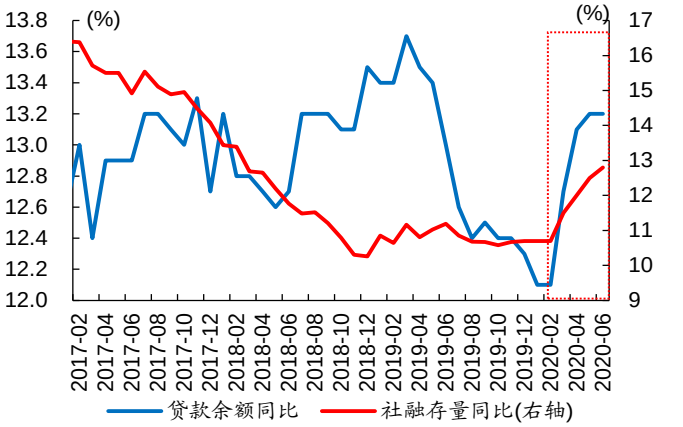
表 1: 货币政策持续推动信用环境修复 ..... 4
表 2: 截至 4 月中旬，“政策底”已然夯实 ..... 5
表 3: 中性情境下，下半年广义财政支出增速或可抬升至 5%-10% ..... 6

近期市场对未来信用环境研判分歧较大，部分观点提出信用环境拐点已现；我们认为，在“政策底”夯实、广义财政支出尚待加快、经济正反馈下，信用修复延续。

## 1、 信用环境和政策拐点已现？

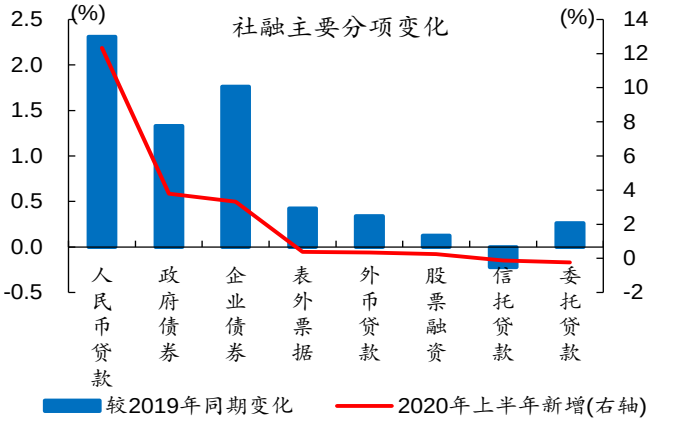
**上半年社融增速大幅回升，信贷、政府债券等是主要贡献项，但信贷投放和地方债发行节奏并没有明显加快。**年初以来，社融持续放量，6 月存量增速较 2019 年底提高 2.1 个百分点至 12.8%，其中贷款、政府债券和企业债券是主要贡献项。从节奏来看，上半年贷款投放和地方债新券发行规模，占全年额度比重分别为 60%和 58%，前者与历史均值的 59%基本相当、并未明显超季节性，后者低于 2019 年同期的 71%。

**图1：3 月以来，社融和信贷增速显著抬升**



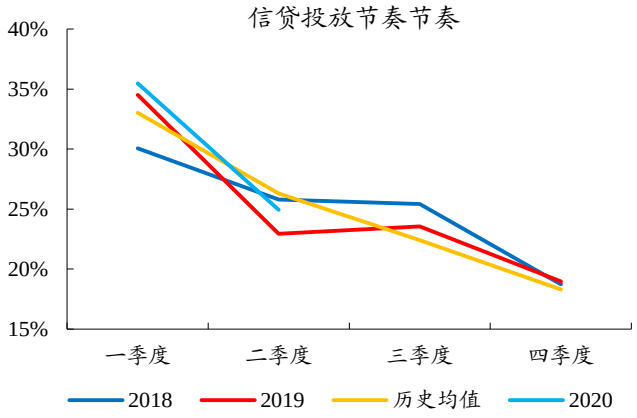

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图2：贷款、政府债券和企业债券是社融主要贡献项**



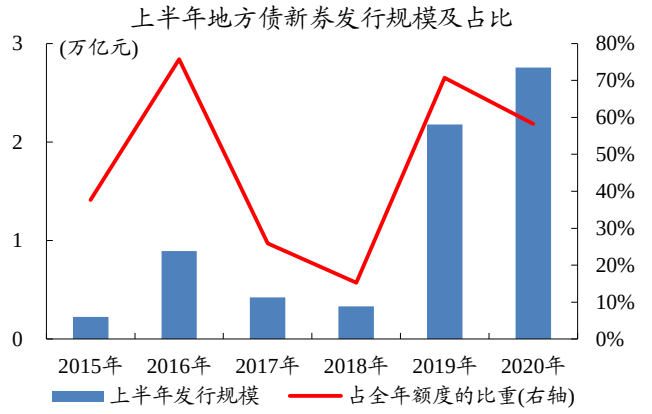

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图3：上半年信贷投放节奏并未明显超季节性**




数据来源：Wind、中国人民银行、开源证券研究所

**图4：上半年地方债新券发行占比低于 2019 年同期**




数据来源：Wind、财政部、开源证券研究所

**货币政策持续推动信用修复，更加注重引导资金流向实体。**2 月以来，央行通过降准、专项再贷款等，加大流动性投放，引导机构重点对受疫情影响较大行业、中小微企业的融资支持。随着国内疫情平复、经济活动修复，疫情时期专项再贷款等临时

政策工具已在逐步退出，同时央行推出直达实体货币政策工具等，更加注重引导资金流向实体，保持信贷投放与市场主体需求一致。按照易纲行长预计的 20 万亿元推算年底信贷增速接近 13.1%，也与年中增速相差无几，没有明显收缩迹象。

**表1：货币政策持续推动信用环境修复**

| 时间 | 文件 | 内容 |
|---|---|---|
| 2020/3/3 | 金融支持疫情防控和经济社会发展座谈会 | 一是**稳健的货币政策更加注重灵活适度，保持流动性合理充裕**，完善宏观审慎评估体系，释放 LPR 改革潜力。二是用好 3000 亿元专项再贷款政策，**向疫情防控保供企业提供快速精准支持**，要把好事办好。三是**加大对疫情影响严重地区、行业、企业的融资支持**，强化对先进制造业、脱贫攻坚、民生就业等重点领域和薄弱环节的金融服务，助力复工复产。四是**加强小微企业金融服务能力建设**，用好 5000 亿元再贷款再贴现专用额度和 3500 亿元政策性银行专项信贷额度，加大对中小微企业等领域的普惠性资金支持。五是坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位和**“不将房地产作为短期刺激经济的手段”**要求，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。 |
| 2020/3/26 | 2020 年一季度货币政策委员会例会 | 创新和完善宏观调控，**稳健的货币政策要更加注重灵活适度**，把**支持实体经济恢复发展**放到更加突出的位置…有效发挥**结构性货币政策工具的精准滴灌作用，**下大力气疏通货币政策传导，**继续释放改革促进降低贷款实际利率的潜力**，引导金融机构加大对实体经济特别是小微、民营企业的支持力度，**全面做好“六稳”工作。健全财政、货币、就业等政策协同和传导落实机制**，对冲疫情对经济增长的影响。 |
| 2020/5/10 | 一季度货币政策执行报告 | **扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务**，确保完成决战决胜脱贫攻坚目标任务，全面建成小康社会。稳健的货币政策要更加灵活适度，**根据疫情防控和经济形势的阶段性变化，把握好政策力度、重点和节奏**。加强货币政策逆周期调节，**把支持实体经济恢复发展放到更加突出的位置**…疏通货币政策传导机制，引导贷款市场利率下行。 |
| 2020/6/18 | 陆家嘴论坛 | 货币政策还将保持流动性合理充裕，预计带动全年人民币贷款新增近 20 万亿元，社会融资规模增量将超过 30 万亿元…**总量要适度，并提前考虑政策工具的适时退出**。 |
| 2020/6/24 | 2020 年二季度货币政策委员会例会 | 坚持**总量政策适度**，促进金融与实体经济良性循环，全力支持做好**“六稳”“六保”**工作。有效发挥结构性货币政策工具的**精准滴灌作用**。 |
| 2020/7/7 | 金融支持稳企业保就业工作座谈会 | **做好“六稳”工作、落实“六保”任务**…要求金融系统充分认识做好**稳企业保就业**工作的重要性和紧迫性，切实提高政治站位，强化责任担当，坚决落实好各项金融支持政策…**要把握好信贷投放节奏，与市场主体实际需求保持一致**，确保信贷资金平稳投向实体经济。 |
| 2020/7/10 | 2020 年上半年金融统计数据新闻发布会文字实录 | 下半年货币政策将更加灵活适度，**“适度”一个含义是总量上要适度，信贷的投放要和经济复苏的节奏相匹配**。如果投放节奏快于经济复苏就会产生资金淤积，产生信贷资金没法有效使用的问题。**第二个是价格上要适度**，引导融资成本进一步降低，向实体经济让利。 |

资料来源：中国人民银行、开源证券研究所

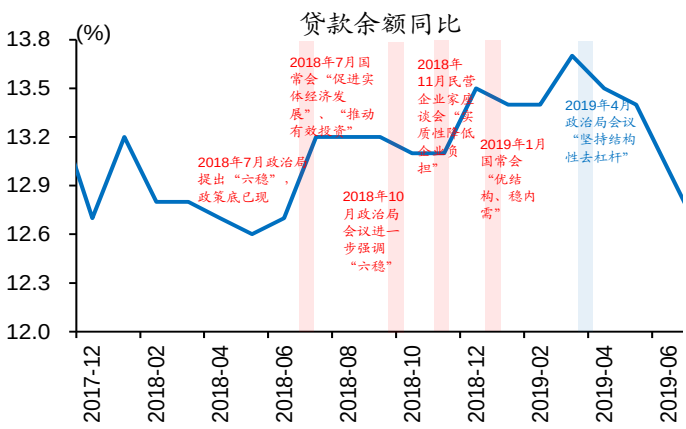
**“政策底”出现之后，维稳措施具有一定连续性、不会迅速转向。**3 月底和 4 月中旬的两次政治局会议定调稳增长，“政策底”已然夯实，5 月下旬《政府工作报告》对相关工作进行部署。从历史规律来看，“政策底”出现之后维稳措施具有一定连续性，例如，2018 年上半年经济下行压力加大后，7 月政治局会议提出“六稳”，“政策底”已现，随后 10 月政治局会议及民企营企业家座谈会进一步夯实“政策底”，政策维稳基调持续约 3 个季度，直到 2019 年 4 月政治局会议重提“结构性去杠杆”。

**表2：截至 4 月中旬，“政策底”已然夯实**

| | 2020年3月27日 | 2020年4月17日 |
|---|---|---|
| 总体思路 | 要在疫情防控常态化条件下加快恢复生产生活秩序…加大宏观政策对冲力度，有效扩大内需，全面做好“六稳”工作…努力完成全年经济社会发展目标任务，确保实现决胜全面建成小康社会、决战脱贫攻坚目标任务。 | 紧扣全面建成小康社会目标任务……加大“六稳”工作力度，保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转，坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，确保完成决战决胜脱贫攻坚目标任务，全面建成小康社会…稳住经济基本盘，兜住民生底线。 |
| 财政货币 | 要加大宏观政策调节和实施力度。要抓紧研究提出积极应对的一揽子宏观政策措施，积极的财政政策要更加积极有为，稳健的货币政策要更加灵活适度，适当提高财政赤字率，发行特别国债，增加地方政府专项债券规模，引导贷款市场利率下行，保持流动性合理充裕。要落实好各项减税降费政策，加快地方政府专项债发行和使用，加紧做好重点项目前期准备和建设工作。 | 要以更大的宏观政策力度对冲疫情影响。积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。 |
| 扩大需求 | 要加快释放国内市场需求，在防控措施到位前提下，要有序推动各类商场、市场复工复市，生活服务业正常经营，要扩大居民消费，合理增加公共消费，启动实体商店消费，保持线上新型消费热度不减。 | 要积极扩大国内需求，要释放消费潜力，做好复工复产、复商复市，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资，要调动民间投资积极性。要支持企业出口转内销。要着力帮扶中小企业渡过难关…提高中小企业生存和发展能力。 |
| 其他重点工作 | 要在做好疫情防控的前提下，支持湖北有序复工复产。要加强对湖北经济社会发展的支持，制定专项支持政策，帮助湖北解决财政、融资、供应链等实际困难，支持湖北做好援企、稳岗、促就业、保民生等工作。 | 要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展。要不失时机推动改革，善于用改革的办法解决发展中的问题，完善要素市场化配置体制机制。要坚定扩大对外开放，保障国际物流畅通，严把防疫物资出口质量关，推动共建“一带一路”高质量发展。 |

资料来源：中国政府网、开源证券研究所

**图5：2018 年经验显示，维稳基调明确后政策有连续性**

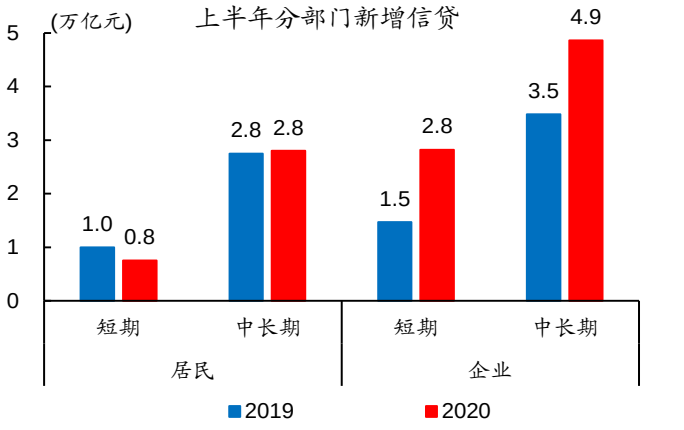



资料来源：Wind、中国政府网、开源证券研究所

## 2、 信用环境，未来如何演绎？

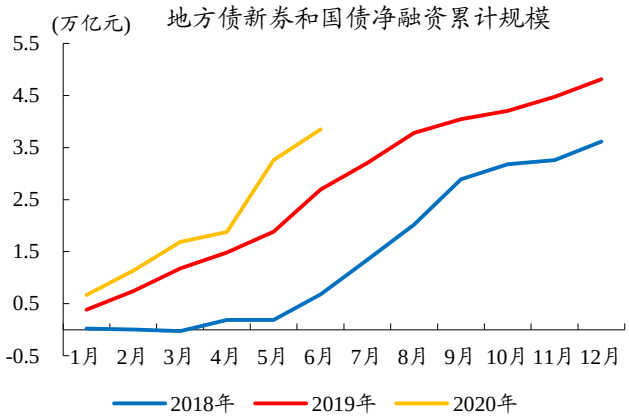
**年初以来，社融增速变化，显著受到广义财政支出和债券发行节奏等影响。**3 月以来，企业中长期贷款连续 4 个月同比正增长，或与稳增长下基建投资带动的融资需求等有关；同时，地方债新券发行规模远高于 2019 年同期，加之特别国债的发行，共同推动社融增速的大幅上升。但从政府债券发行到资金运用存在一定时滞，使得社融有时候可能不能完全反映实体经济信用派生变化。

**图6：上半年，企业信贷明显高于 2019 年同期**




数据来源：Wind、开源证券研究所

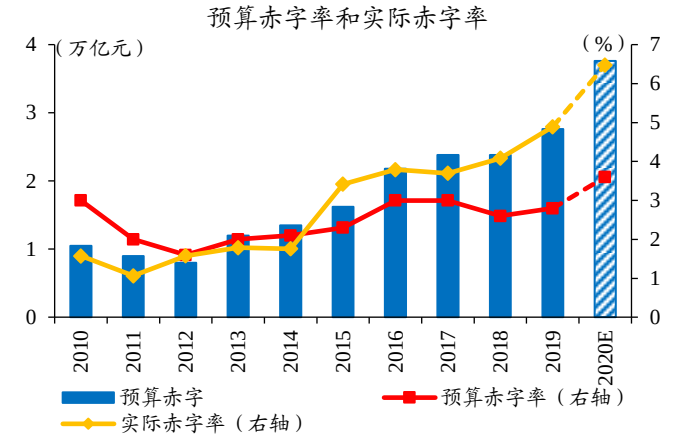
**图7：上半年政府债券净融资规模显著高于往年同期**




数据来源：Wind、开源证券研究所

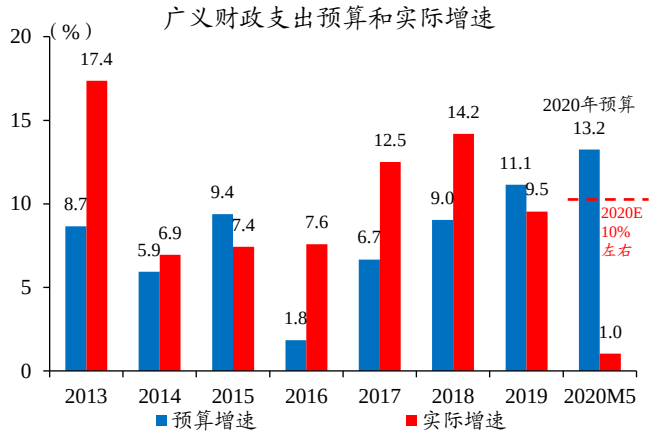
**2020 年是近年来积极财政力度最大的一年，但广义财政扩张，对信用环境拉动效应尚未明显释放。**2 月以来，财政稳增长加码思路逐步明确，积极的财政政策要“更加积极有为”，一般赤字和专项债规模创新高，发行抗疫特别国债，并强调“各类结余、沉淀资金要应收尽收、重新安排”。根据 2020 年财政预算，广义财政“赤字”合计超 11 万亿元，广义财政支出增速将达到 13.2%。但前 5 个月广义财政支出增速仅 1%，大幅低于预算增速；上半年，政府债券融资尚未充分用于支出、形成大量资金“沉淀”。情景分析显示，下半年广义财政支出增速或可抬升至 5%-10%，甚至可能更高（详细分析参见报告《被低估的财政空间》）。

**图8：2020 年一般财政预算赤字创下新高**




数据来源：财政部、Wind、开源证券研究所

**图9：1-5 月广义财政支出增速大幅低于预算**




数据来源：财政部、Wind、开源证券研究所

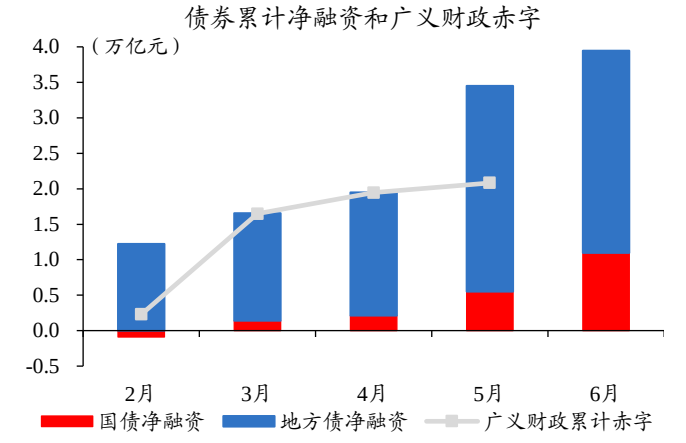
**表3：中性情境下，下半年广义财政支出增速或可抬升至 5%-10%**

| | | 地方财政实际盘活资金占比 | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| | | 50% | 70% | 90% | 100% |
| 政府债券使用进度（特别国债+专项债） | 70% | 4.1 | 6.1 | 8.0 | 9.0 |
| | 80% | 6.4 | 8.4 | 10.3 | 11.3 |
| | 90% | 8.7 | 10.6 | 12.6 | 13.5 |
| | 100% | 10.9 | 12.9 | 14.8 | 15.8 |

数据来源：财政部、Wind、开源证券研究所

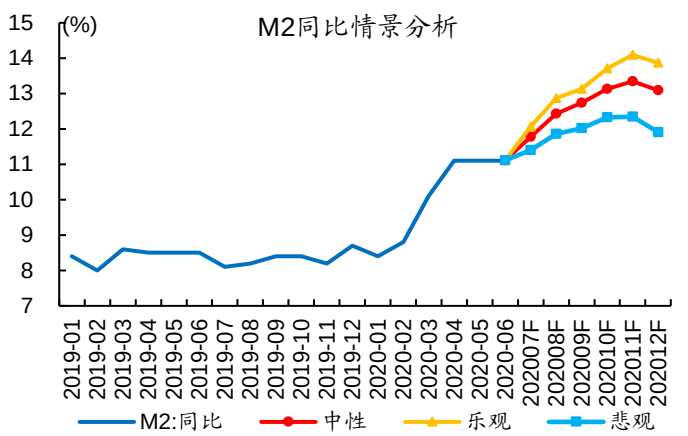
**广义财政等政策落地，或带动经济行为和信用环境进一步加速修复**。随着广义财政支出加快，财政存款投放，及基建投资等对需求的拉动，或有加快信用派生行为，下半年 M2 增速或继续抬升。相较之下，社融增速可能受政府债券发行等影响，可能在三季度前后见顶回落，但并不意味着信用修复的结束。此外，经济行为与信用修复相互加强，实体需求修复带动融资需求改善，也有利于信用修复延续。

**图10：5 月政府债净融资大幅增长，但支出未相应扩张**



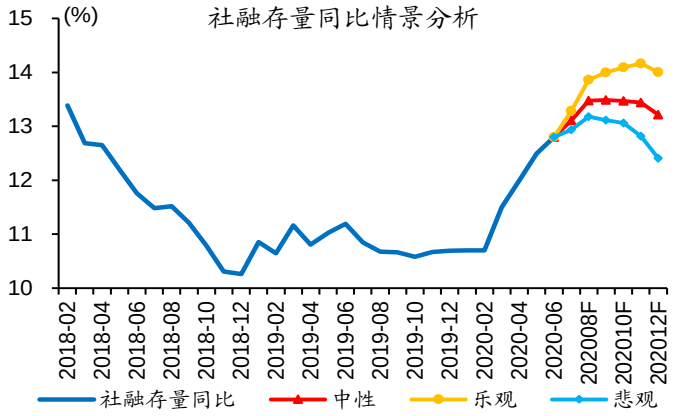

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图11：下半年 M2 增速或继续抬升**



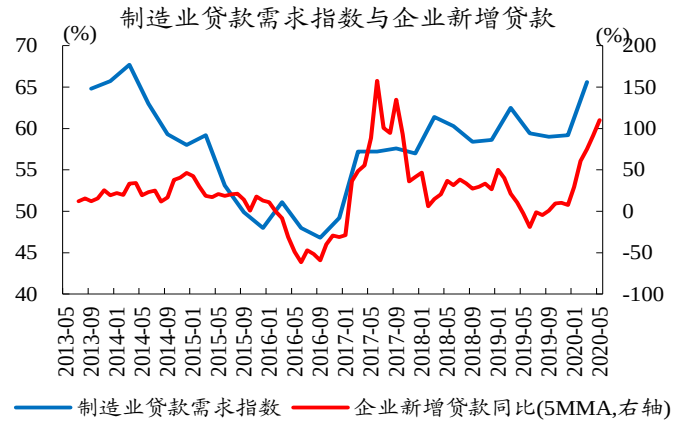

数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：中性情景，社融增速或在三季度前后开始回落




数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：实体需求修复带动贷款增长

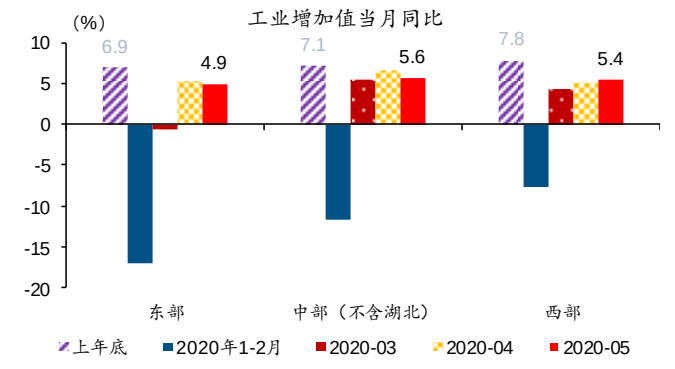



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 3、 经济行为和信用环境修复，有何结构特征？

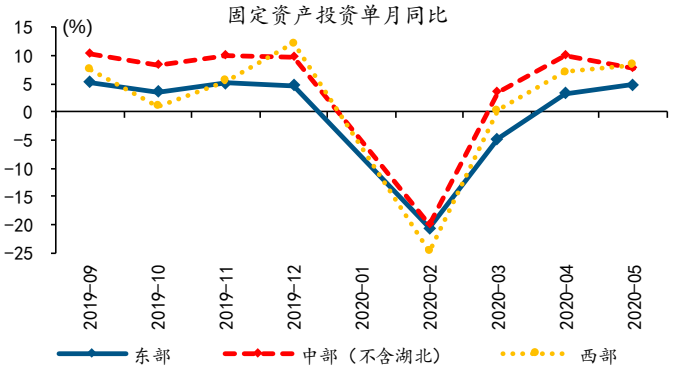
**年初以来，区域经济表现分化显著，中西部修复较早、投资驱动为主，东部修复滞后、消费表现较好**。工业产出来看，中部（不含湖北）、西部 3 月工业增加值即恢复增长，5 月达 5.6%和 5.4%；相较之下，东部工业增加值 4 月才恢复增长、5 月增速 4.9%。中、西部投资快速恢复，单月投资金额，3 月已基本恢复至 2019 年同期水平，4、5 月同比增速更是接近 10%；其中，中部非地产类投资强劲、或主要来自重大项目支持。此外，中部防疫物资等出口大增，也对经济修复起到支持。相较中西部，东部投资修复偏慢、出口疲弱，但消费表现亮眼，非汽车类可选消费是主要贡献（详细分析参见报告《区域掘金，寻找修复“预期差”》）。

图14：中、西部工业生产的恢复早于东部地区



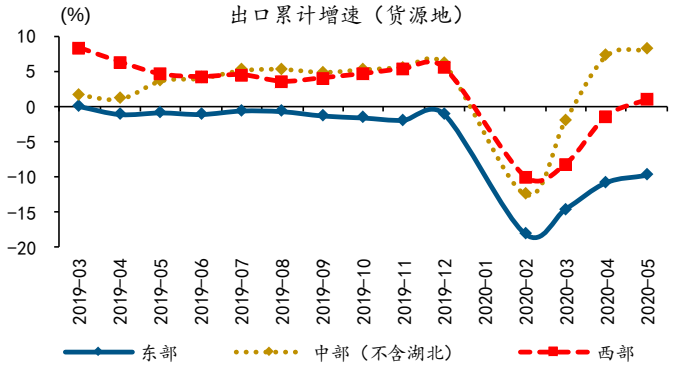

数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：中、西部投资修复快于东部地区



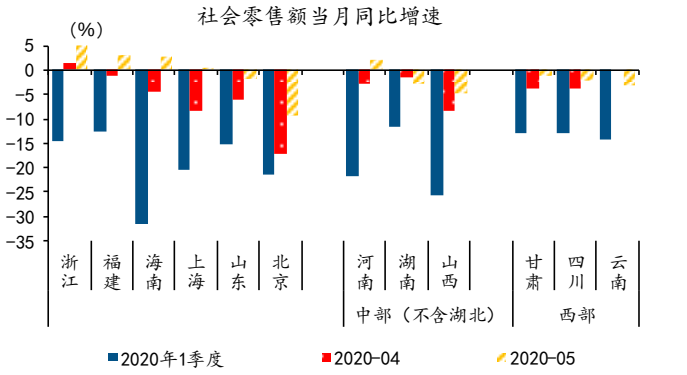

数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：中西部地区出口表现明显好于其他区域




数据来源：Wind、开源证券研究所

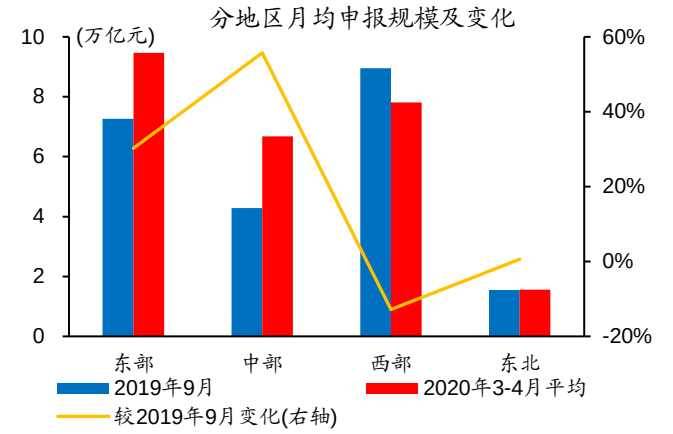
图17：东部地区消费修复相对较快




数据来源：Wind、开源证券研究所

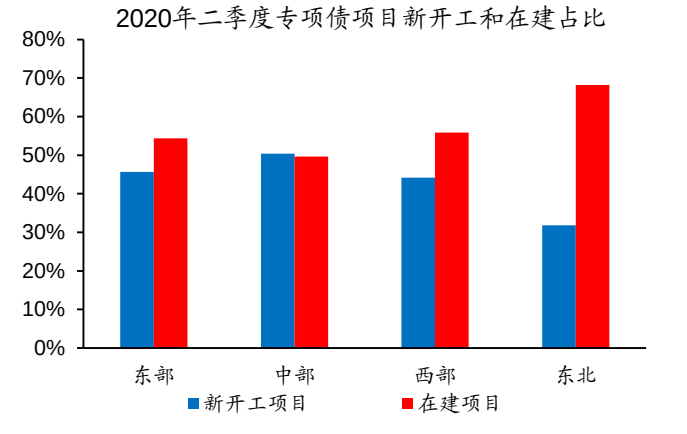
**3 月以来，东部投资项目申报规模增长较快，同时项目新开工和建设进度加快。**2020 年 3 月和 4 月，东部项目申报规模增长较快，其中，基建三大行业与土木工程建筑合计申报规模，东部达 18.2 万亿元，明显高于中部的 11.5 万亿元和西部的 12.7 万亿元。同时，东部专项债支持项目新开工占比上升，由一季度的 35.4%提升至二季度的 45.7%；新开工项目建设进度加快，平均建设周期 44 个月，明显低于在建项目的 65 个月（详细分析参见报告《近八千个项目，解密专项债“新”动向》）。

图18：发改委项目东、中部增长较快，东、西部规模居前




数据来源：发改委、开源证券研究所

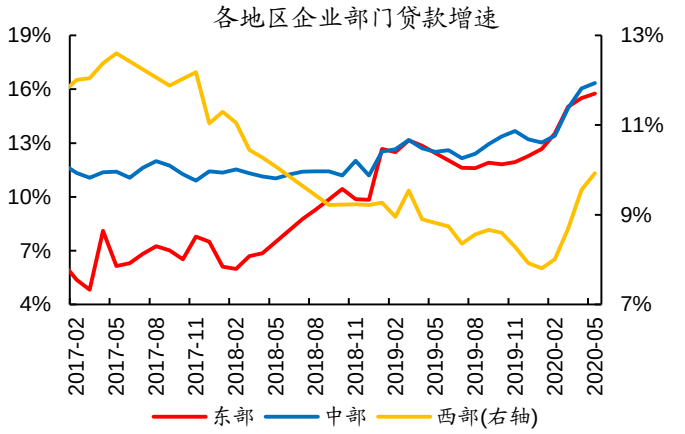
图19：东、中部新开工项目占比高于西部和东北




数据来源：中国债券信息网、开源证券研究所

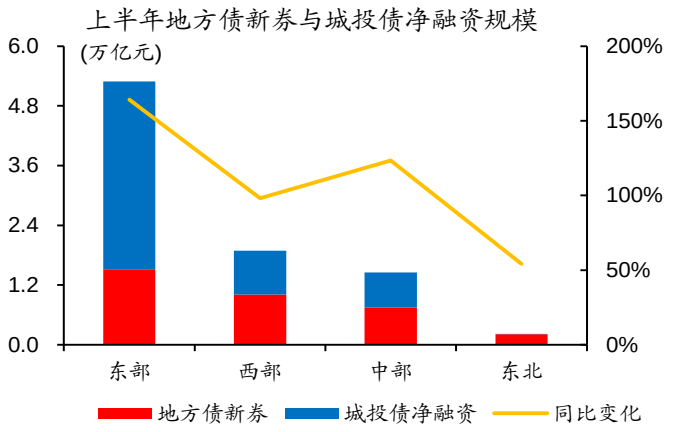
**信用环境的修复，东部快于中、西部；加之东部稳增增长诉求较强、债务掣肘相对较弱，后续东部投资连续性或相对更好、值得关注。**相较于 2019 年底，前 5 个月各地区企业贷款增速均明显回升，其中东、中和西部分别回升 3.5、3.1 和 2 个百分点；类似的，上半年地方债新券和城投债净融资规模，东部同比增长也最快。相较于西部，东部省份多为外向型经济，对出口依赖度较高；贸易链承压下，东部稳增长诉求较强；同时，东部债务压力较小、信用修复较快等，有利于保证投资的连续性。

图20：相较 2019 年底，东部企业贷款回升快于中、西部



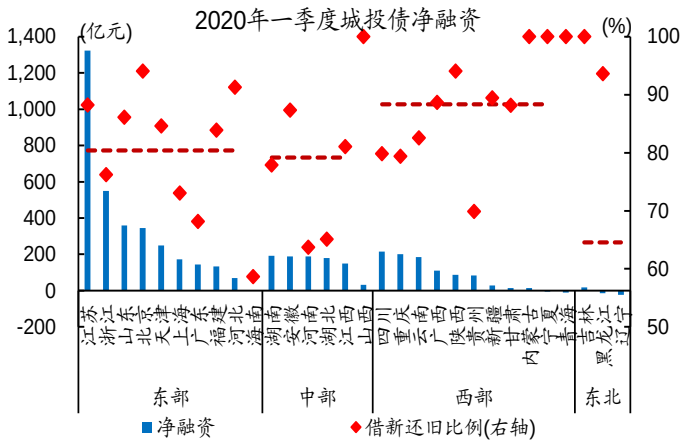

数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：东部地方债和城投债融资增长也较快



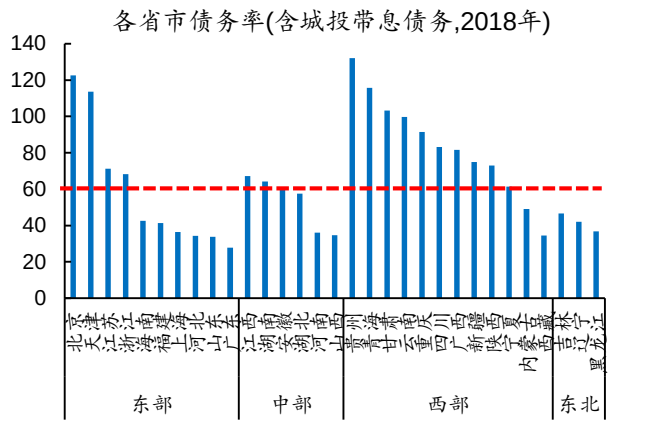

数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：东、中部城投债“借新还旧”比例低于西部




数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：东、中部地方债务压力相对较低




数据来源：Wind、开源证券研究所

**综合来看，信用修复远未结束，短期政策和经济组合仍有利于资金风险偏好改善，关注经济和信用修复区域分化带来的投资指引**。年初以来，社融变化明显受到广义财政影响；但广义财政扩张，对信用环境拉动效应尚未明显释放。前 5 个月广义财政支出增速仅 1%，大幅低于预算增速；下半年广义财政支出增速可能抬升至 5%-10%，甚至更高。广义财政等政策落地，或带动经济行为和信用环境进一步加速修复。区域层面，东部稳增长诉求较强、信用修复较快等，后续投资连续性或相对更好。

## 4、 风险提示

财政盘活存量或项目落地不及预期。

## 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