2020 年 07 月 13 日

被低估的财政空间

——宏观经济点评

宏观研究团队

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

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

● **下半年，广义财政支出增速或将显著抬升，积极的财政政策呈现较强延续性**

2020 年是近年来积极财政力度最大的一年；但前 5 月来看，广义财政支出增速仅 1%，大幅低于预算增速。2 月以来，政策要求积极财政要“更加积极有为”；2020 年预算安排广义财政“赤字”11.2 万亿元，较 2019 年提高 5.5 万亿元，对应广义财政支出预算增速达到 13.2%。但前 5 月实际支出增速仅为 1%，大幅低于预算值。其中，一般财政支出同比下降 2.9%，支出进度 36.4%、较往年偏慢。**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”，一定程度上制约了广义支出扩张。**1-5 月，广义财政收入同比大幅下滑 11.6%，减收规模达 1.34 万亿元。而同期政府债券净融资 3.4 万亿元、广义财政“赤字”2.1 万亿元，这意味着至少有 1.3 万亿元的政府债券融资尚未用于支出。实际上，5 月财政存款单月增加 1.31 万亿元，增幅创 2005 年数据记录以来的新高，也对此形成印证。**考虑到疫情对经济活动及财政收入的冲击，中性情境下，下半年广义财政支出增速或可抬升至 5%-10%，甚至可能更高。**1-5 月，广义财政仅使用了全年预算“赤字”的 18.6%，尚留有 9.1 万亿元“赤字”空间。中性情境下，综合考虑广义财政减收、沉淀资金盘活比例、政府债券使用进度等因素，下半年财政支出增速或抬升至 5%-10%，甚至可能更高。同时“类财政”融资放量，也可配合财政发力。**需要注意的是，广义财政的实际支出情况，还可能受到财政资金盘活、债券使用进度、投资项目质量等因素影响。**历史来看，地方财政沉淀资金盘活的实际效果，具有不确定性。同时，需要考虑政府融资支出进度、资金和项目匹配等问题，避免出现资金闲置、“钱等项目”的情况。此外，项目质量（运营现金流）、地方政府债务等因素，可能会抬高项目资本金比例，掣肘专项债等财政资金使用效率。

● **高频数据：蔬菜和猪肉价格延续上行，人民币对美元升值，商品价格多数上涨**

【通胀观察】蔬菜和猪肉批发价上涨。28 种蔬菜平均批发价环比上涨 1.9%，至 4.31 元/公斤；猪肉平均批发价环比上涨 4.3%，至 48.02 元/公斤、上涨幅度较大。**【汇率表现】美元指数继续回落，人民币对美元升值。**上周美元指数下跌 0.59%，周五收于 96.67。美元兑人民币汇率收于 7.01，人民币对美元周环比升值 0.87%。**【大宗商品】商品价格多数上涨，金属指数领涨。**南华商品综合指数上涨 0.6%；细分品种中铁矿石指数领涨，周环比涨幅 5.9%；PTA 指数领跌，周环比下跌 3.4%。

● **中观行业：商品房成交面积增加，钢材、玻璃价格上涨，国际原油结算价走高**

【下游】商品房成交面积增加，土地市场量价齐涨。30 城商品房成交面积增加 6.1%，一、二线城市上涨，三线城市回落；土地成交溢价率下降 11.3 个百分点。**【中游】水泥价格下跌，钢材、玻璃价格上涨。**Myspic 钢价综指周环比上涨 1.7%，水泥价格下跌 1.3%、玻璃价格上涨 1.3%；橡胶价格 8400 元/吨，持平于前周。**【上游】原油结算价上涨，有色金属价格走高。**布伦特原油期货结算价格上涨 1.0%，LME 铜、铝、铅、锌 3 个月期货价格分别上涨 6.9%、4.8%、3.9%、7.5%。

风险提示：国内宏观经济或财税政策出现大幅调整；财政数据测算存在误差。

相关研究报告

《投资策略周报-回不去的 2015》-2020.7.12

《投资策略点评-又回到复苏的起点》-2020.7.9

《投资策略专题-神秘的力量：北水中的暗流》-2020.7.8

目 录

1、 国内热点 3
1.1、 被低估的财政空间 3
2、 高频数据跟踪 7
2.1、 通胀观察：蔬菜和猪肉平均批发价格延续上行趋势 7
2.2、 汇率表现：美元指数继续回落，人民币对美元升值 8
2.3、 大宗商品：商品期货价格多数上涨，金属指数领涨 8
3、 中观行业跟踪 9
3.1、 下游：商品房成交面积增加，土地市场量价齐涨 9
3.2、 中游：钢材、玻璃价格上涨，水泥价格继续下行 11
3.3、 上游：原油结算价上涨，有色金属价格大幅走高 13
4、 风险提示 14

图表目录

图 1： 2020 年一般财政预算赤字创下新高 3
图 2： 2020 年广义财政“赤字”预算大幅扩张 3
图 3： 1-5 月广义财政支出增速大幅低于预算 4
图 4： 1-5 月，广义财政收支增速较低 4
图 5： 5-6 月国债净融资规模大幅增长、高于往年同期 4
图 6： 地方债金融债规模持续高于往年同期 4
图 7： 5 月政府债净融资大幅增长，但支出未相应扩张 5
图 8： 5 月当月财政存款大幅增长，单月增幅创下新高 5
图 9： 预算安排的广义财政“赤字”使用比例较低 5
图 10： 下半年尚有 4.56 万亿元政府债额度 5
图 11： 上半年政金债净融资规模接近以往全年的规模 6
图 12： 5、6 月份政金债净融资规模较大 6
图 13： 上半年城投债净融资额接近 2019 年全年规模 6
图 14： 上半年城投债净融资大幅高于往年同期 6
图 15： 不含专项债的资本金比例超过 40%占比达 53.6% 7
图 16： 资本金和专项债作为配套资金比例多接近 100% 7

表 1： 中性情境下，下半年广义财政支出增速或可抬升至 5%-10% 6
表 2： CPI 食品分项同比涨幅普遍扩大 8
表 3： 商品期货核心品种多数上涨 9
表 4： 铁矿石、沪锌、玻璃指数领涨 9

1、 国内热点

1.1、 被低估的财政空间

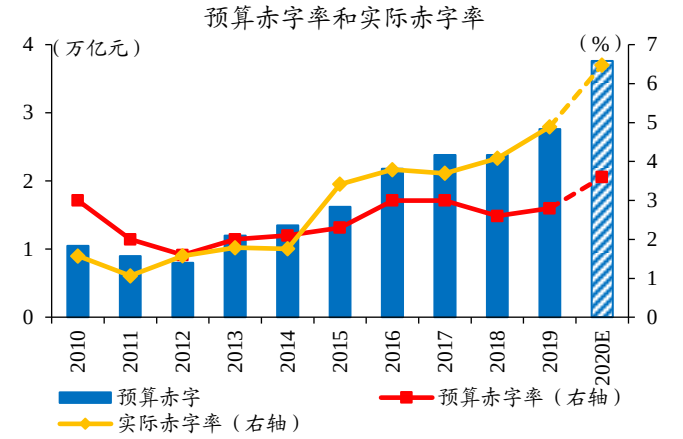
事件：韩正 7 月 10 日在财政部召开财税部门座谈会。他强调，要扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，确保完成全年经济社会发展目标任务。

（资料来源：财政部）

点评：

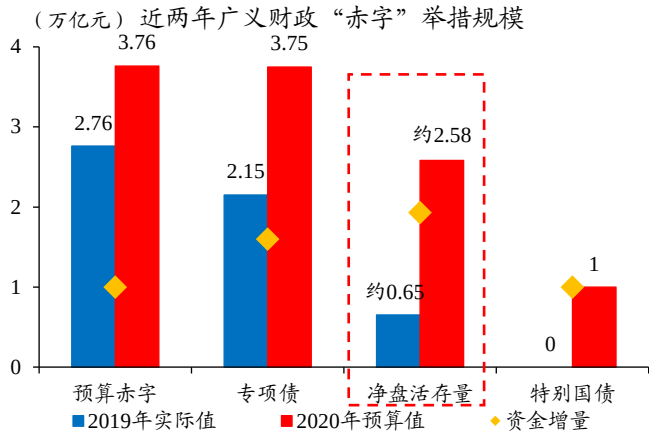
2020 年是近年来积极财政力度最大的一年，财政政策积极发力，安排广义财政预算“赤字”超过 11 万亿元[1]。2 月政治局会议首次提出，积极的财政政策要“更加积极有为”，财政稳增长政策明显加码。3 月和 4 月政治局会议，进一步明确了积极财政的举措，包括提高赤字率和专项债规模、发行特别国债等；5 月《政府工作报告》还提出，“各类结余、沉淀资金要应收尽收、重新安排”。根据 2020 年财政预算，广义财政“赤字”合计超 11 万亿元，较去年大幅提高 5.5 万亿元。

图1：2020 年一般财政预算赤字创下新高



资料来源：财政部、Wind、开源证券研究所

图2：2020 年广义财政“赤字”预算大幅扩张

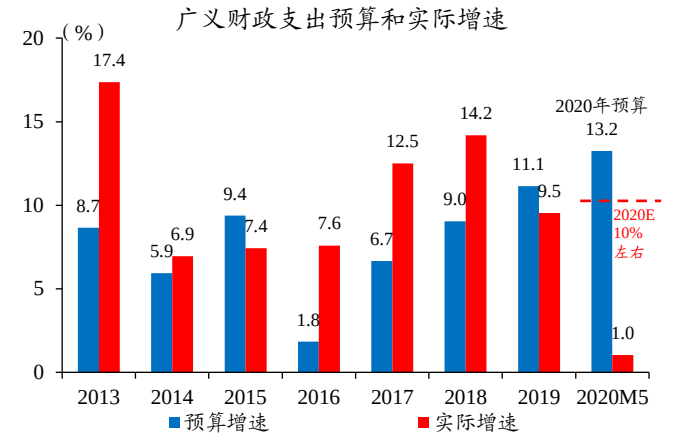


资料来源：财政部、Wind、开源证券研究所

根据广义“赤字”预算，2020 年广义财政支出增速将达到 13.2%；但前 5 月实际增速仅为 1%，大幅低于预算值。历史来看，广义财政实际支出增速通常高于预算增速；而前 5 月，广义财政支出同比仅增长 1.0%，大幅低于 2020 年广义财政预算支出增速 13.2%。其中，一般财政支出同比下降 2.9%，占全年支出预算比重为 36.4%，相较于过去 3 年同期平均 39.4%的支出进度，一般财政支出进度也偏慢。

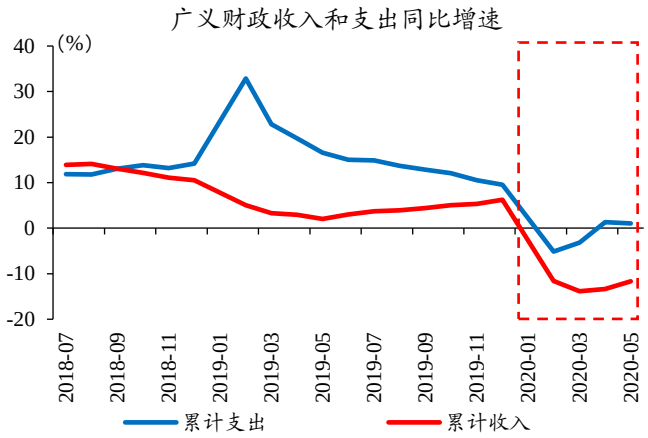
[1] 此处及后文的“广义财政”，是对一般公共财政和政府性基金做合并考察。
广义财政“赤字”，包括一般财政赤字 6.76 万亿元（预算赤字 3.76 万亿元、调入资金及使用结转结余约 3 万亿元）、特别国债 1 万亿元、地方政府专项债 3.75 万亿元。剔除政府性基金调入一般财政形成的 3002.5 亿元重复，规模合计约 11.2 万亿元。
其中，调入资金及使用结转结余、特别国债、专项债等虽然不计入财政赤字，但其用途均是为了填补实际财政收支的差额，为表述方便，以带引号的“赤字”来统一指代。

图3：1-5 月广义财政支出增速大幅低于预算



资料来源：Wind、开源证券研究所

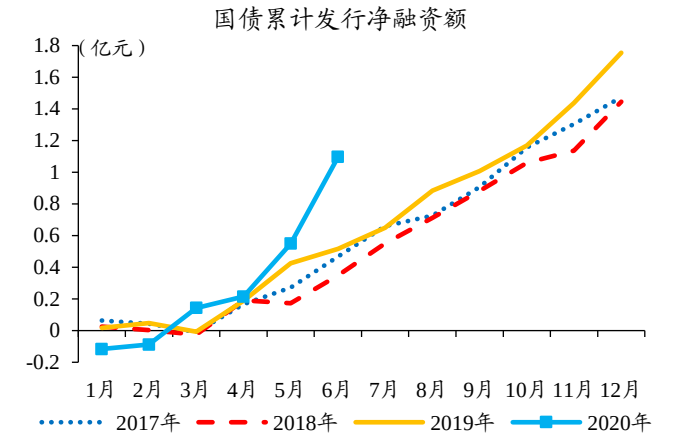
图4：1-5 月，广义财政收支增速较低



资料来源：Wind、开源证券研究所

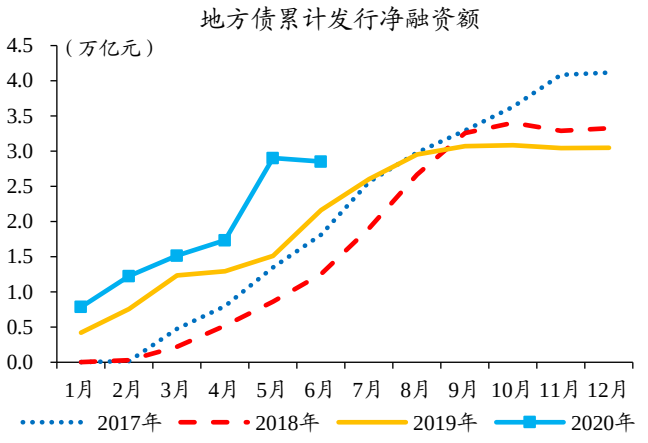
政府债券融资未充分用于支出、形成大量资金“沉淀”，一定程度上制约了上半年的支出扩张。1-5 月，广义财政收入同比大幅下滑 11.6%，减收规模达 1.34 万亿元。而同期政府债券净融资 3.4 万亿元、广义财政“赤字”2.1 万亿元，这意味着至少有 1.3 万亿元的政府债券融资尚未用于支出。实际上，5 月财政存款单月增加 1.31 万亿元，增幅创 2005 年数据记录以来的新高，也对此形成印证。

图5：5-6 月国债净融资规模大幅增长、高于往年同期



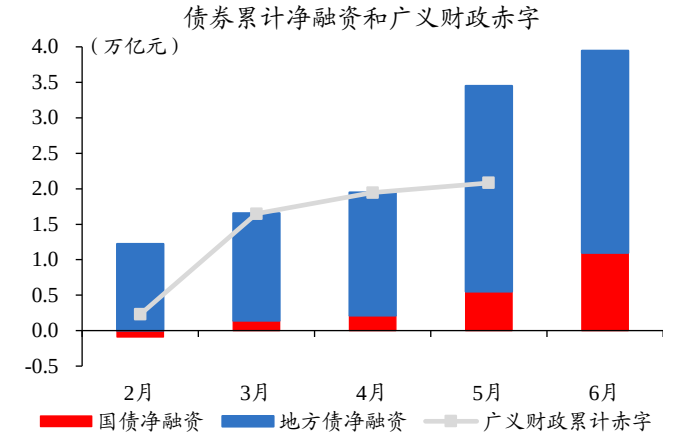
资料来源：Wind、开源证券研究所

图6：地方债金融债规模持续高于往年同期



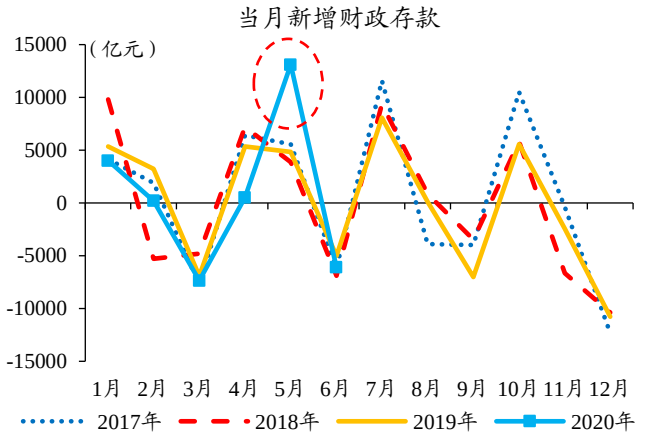
资料来源：Wind、开源证券研究所

图7：5月政府债净融资大幅增长，但支出未相应扩张



资料来源：Wind、开源证券研究所

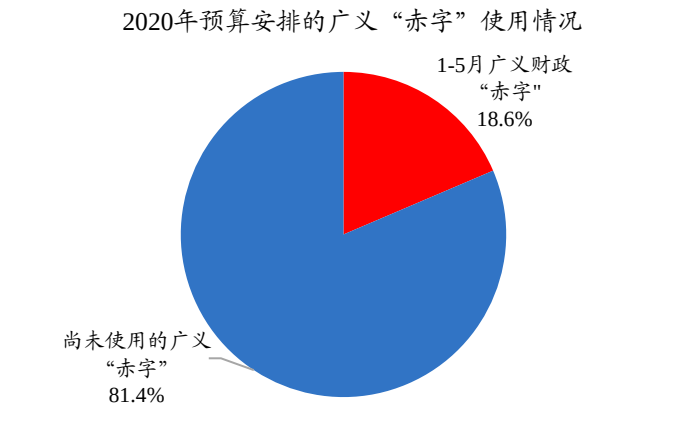
图8：5月当月财政存款大幅增长，单月增幅创下新高



资料来源：Wind、开源证券研究所

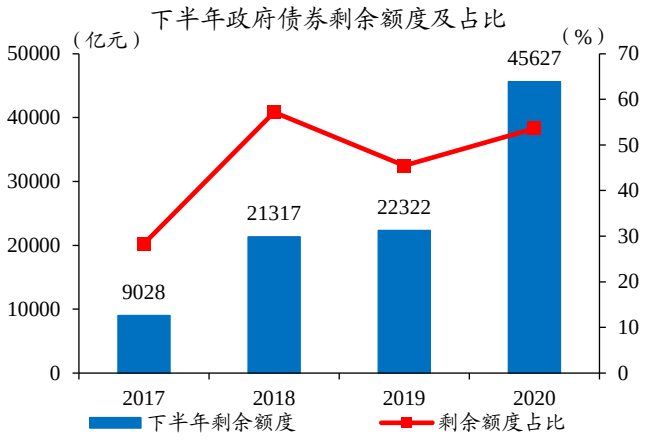
下半年尚有 4.56 万亿元的政府债额度，并考虑已发行而未使用的政府债融资、财政资金盘活等，剩余财政空间较大。1-5 月广义财政“赤字”2.1 万亿元，仅使用了全年“赤字”预算的 18.6%，还留有 9.1 万亿元的“赤字”空间。其中，2020 年下半年剩余政府债额度约 4.56 万亿元，为 2019 年的 2 倍；已发行但尚未使用的债务融资，至少有 1.3 万亿元；财政资金盘活，也有较大的资金余量。

图9：预算安排的广义财政“赤字”使用比例较低



资料来源：财政部、Wind、开源证券研究所

图10：下半年尚有 4.56 万亿元政府债额度



资料来源：财政部、Wind、开源证券研究所

考虑到疫情对经济活动及财政收入的冲击，中性情境下，下半年广义财政支出增速或可抬升至 5%-10%，甚至可能更高。从历史来看，可能扰动广义财政实际支出的因素，包括地方财政沉淀资金盘活（约 2 万亿元），以及与项目投资挂钩、纳入政府性基金管理的政府债（抗疫特别国债+地方政府专项债共 4.75 万亿元）。综合考虑广义财政减收、沉淀资金盘活比例、政府债券使用进度等因素，中性情境下[2]，下半年财政支出增速或可抬升至 5%-10%左右，甚至可能达到更高水平。

[2] 中性情境下，假设 2020 年一般财政收入同比下降约 10%、政府性基金收入同比下降约 4.5%，一般财政赤字、中央预算稳定调节基金调入、国有资本经营收入调入、政府债券发行等，均按 2020 年预算值执行。

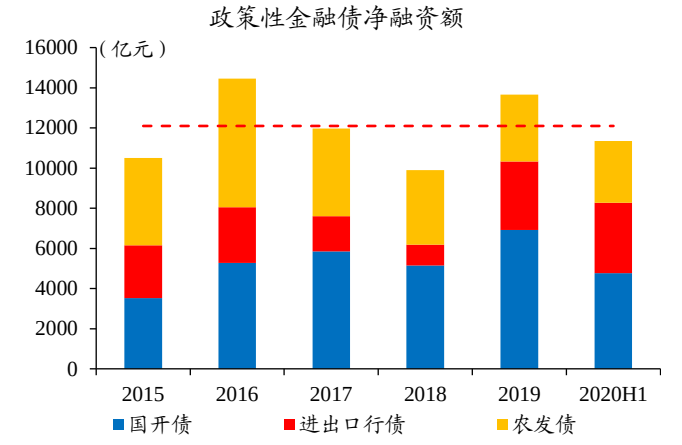
表1：中性情境下，下半年广义财政支出增速或可抬升至 5%-10%

		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

资料来源：财政部、Wind、开源证券研究所

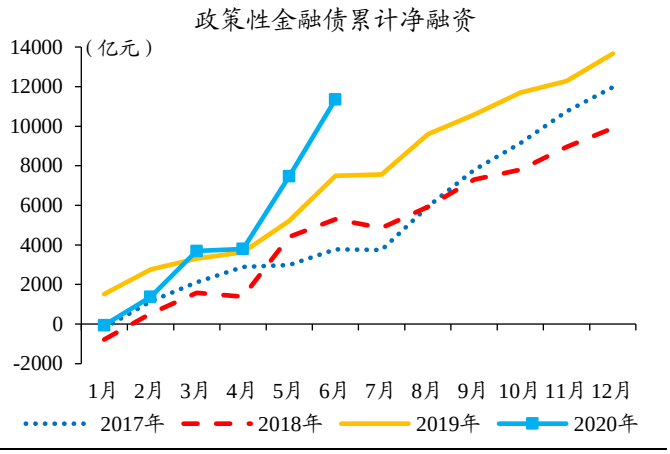
与此同时，城投债、政金债等“类财政”融资的放量，也能配合财政发力、加大对稳增长的支持。上半年，政策性金融债净融资 1.14 亿元，接近于往年全年的融资规模（过去 5 年平均净融资额为 1.21 万亿元）；城投债净融资 1.13 万亿元，超过过去几年全年的净融资量（过去 5 年平均净融资额为 0.94 万亿元）。预算外的“类财政”融资大幅扩张，或可配合财政发力，加大对稳增长的支持力度。

图11：上半年政金债净融资规模接近以往全年的规模



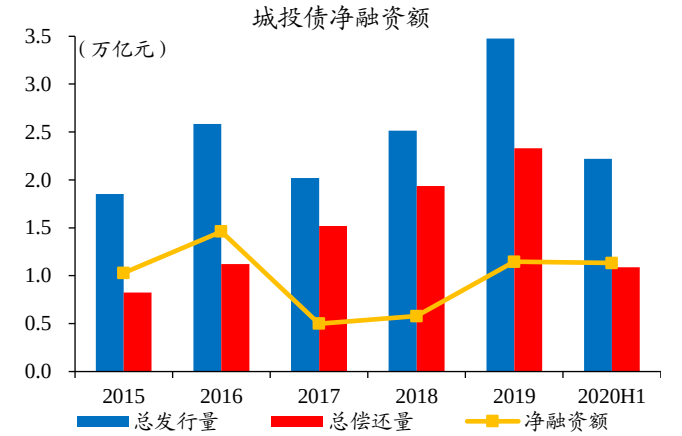
资料来源：Wind、开源证券研究所

图12：5、6 月份政金债净融资规模较大



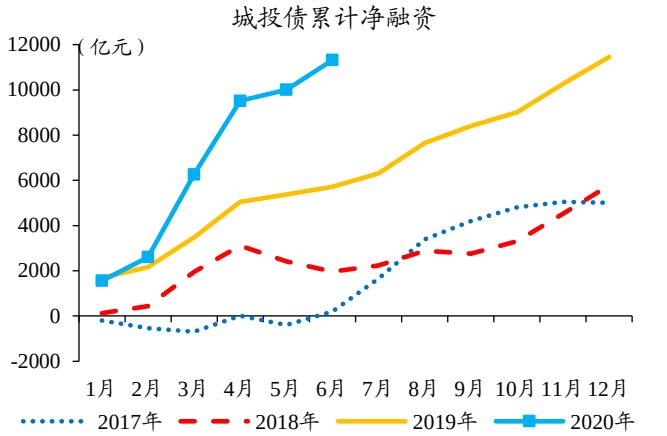
资料来源：Wind、开源证券研究所

图13：上半年城投债净融资额接近 2019 年全年规模



资料来源：Wind、开源证券研究所

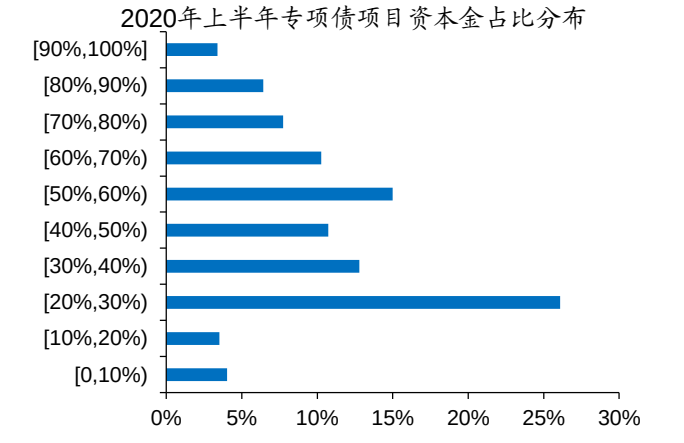
图14：上半年城投债净融资大幅高于往年同期



资料来源：Wind、开源证券研究所

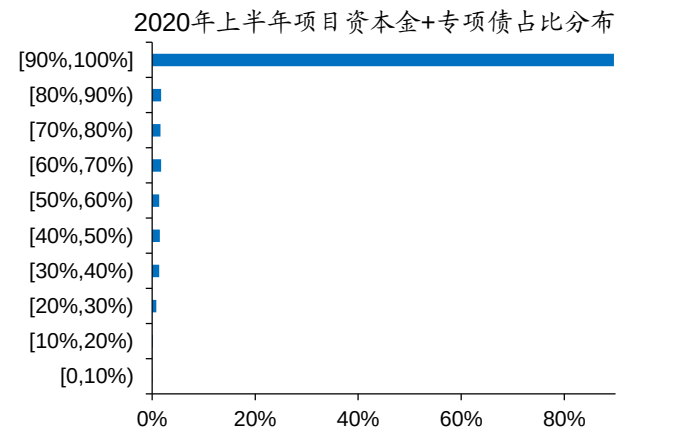
需要注意的是，广义财政的实际支出情况，还可能受到财政资金盘活、债券使用进度、投资项目质量等因素影响。根据预算，拟盘活地方财政沉淀资金约 2 万亿元；而从历史来看，财政盘活的实际效果，具有不确定性。同时，需要考虑资金和项目的匹配问题，避免出现资金闲置、“钱等项目”的情况。此外，项目质量、地方政府债务等因素，还可能影响财政资金使用效率。偏弱的项目现金流，会抬高项目资本金比例，地方政府高杠杆也可能掣肘专项债等财政资金使用效率。

图15：不含专项债的资本金比例超过 40%占比达 53.6%



数据来源：中国债券信息网、开源证券研究所

图16：资本金和专项债作为配套资金比例多接近 100%



数据来源：中国债券信息网、开源证券研究所

经过以上研究，我们发现：

1、2020 年是近年来积极财政力度最大的一年，根据预算，广义财政支出增速将达到 13.2%。但前 5 月，广义财政支出实际增速仅为 1%，大幅低于预算增速。

2、上半年，政府债券融资未充分用于支出、形成大量资金“沉淀”，一定程度上制约了广义支出扩张。比如，5 月财政存款单月增加 1.31 万亿元，创历史新高。

3、考虑到疫情对经济活动及财政收入的冲击，中性情境下，下半年广义财政支出增速或可抬升至 5%-10%，甚至可能更高。“类财政”融资也可配合财政发力。

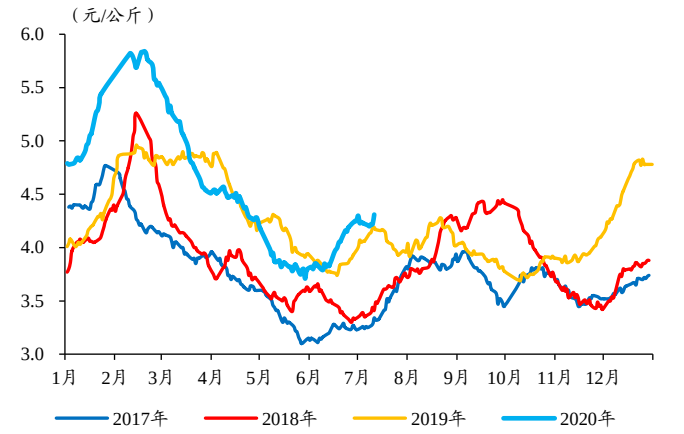
4、需要注意的是，广义财政的实际支出情况，还可能受到财政资金盘活、债券使用进度、投资项目质量等因素影响，政府杠杆率也可能掣肘财政资金使用效率。

2、 高频数据跟踪

2.1、 通胀观察：蔬菜和猪肉平均批发价格延续上行趋势

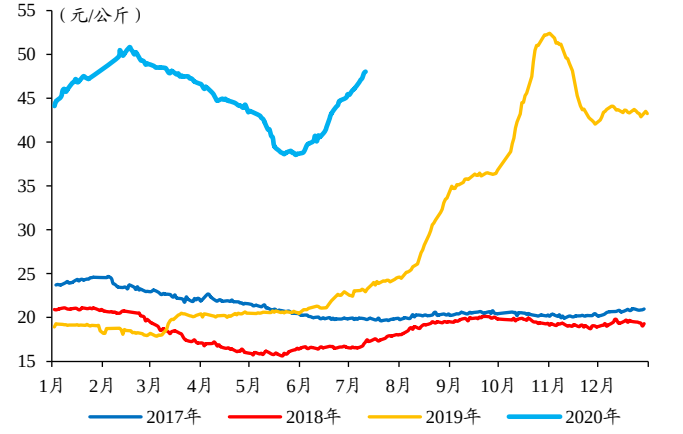
上周（7 月 6 日-7 月 10 日），蔬菜和猪肉价格均上涨。农业部 28 种重点监测蔬菜平均批发价周环比上涨 1.9%，至 4.31 元/公斤。猪肉平均批发价周环比上涨 4.3%，至 48.02 元/公斤。

图17：农业部 28 种重点监测蔬菜平均批发价



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：农业部猪肉平均批发价



数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：CPI 食品分项同比涨幅普遍扩大

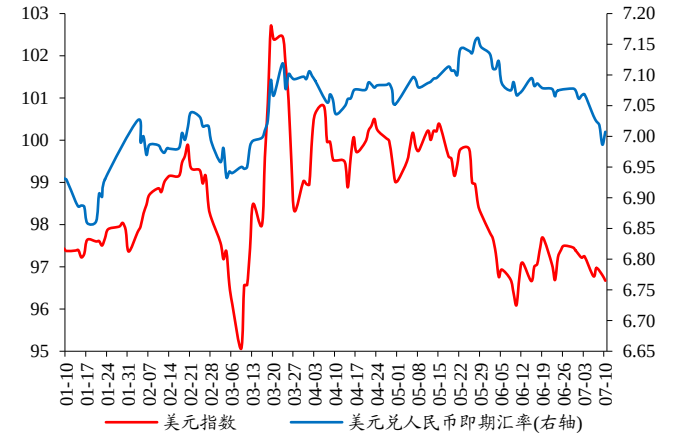
CPI 同比	粮食	食用油	鲜菜	猪肉	牛肉	羊肉	水产品	蛋类	鲜果
2020 年 5 月	1.5	5.3	-8.5	81.7	19.4	10.8	3.7	-12.3	-19.3
2020 年 6 月	1.6	5.7	4.2	81.6	18.5	10.9	4.8	-13.6	-29.0

资料来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 汇率表现：美元指数继续回落，人民币对美元升值

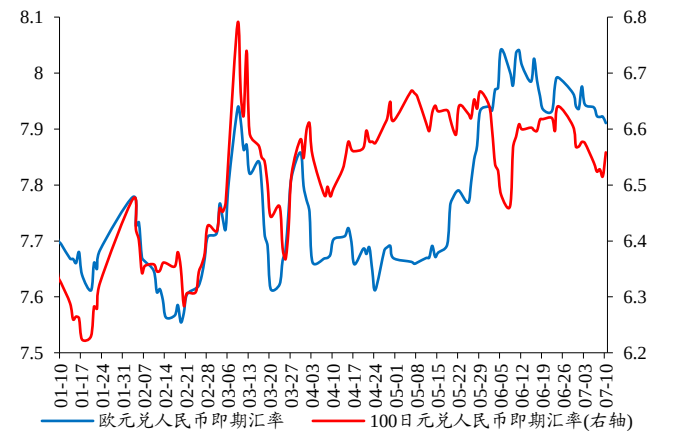
上周（7 月 6 日-7 月 10 日），人民币对美元升值 0.87%，周五美元兑人民币汇率收于 7.01；美元指数收于 96.67，较前周（6 月 29 日-7 月 3 日）下跌 0.59%。美元兑人民币即期-中间日均价差为-106 基点；离岸、在岸人民币日均价差 57 基点。

图19：美元指数回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：人民币对欧元升值



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、 大宗商品：商品期货价格多数上涨，金属指数领涨

上周（7 月 6 日-7 月 10 日），商品期货核心品种多数上涨，金属指数领涨。上

周南华商品综合指数上涨 0.6%。核心品种多数上涨，金属指数领涨，周环比涨幅 3.1%；仅能源化工指数下跌，周环比跌幅 0.9%。细分品种来看，铁矿石、沪锌、玻璃指数领涨，周环比涨幅分别为 5.9%、4.7%、3.5%；PTA 指数领跌，周环比跌幅为 3.4%。

表3：商品期货核心品种多数上涨

	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	0.6%	0.9%	0.0%	3.1%	-0.9%	0.8%
前周涨幅	2.1%	2.3%	1.9%	1.6%	2.8%	0.4%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表4：铁矿石、沪锌、玻璃指数领涨

	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	5.9%	-1.3%	0.4%	4.7%	3.2%	1.7%	0.3%	3.5%	-1.8%	2.0%	-3.4%	3.2%	1.8%	0.4%
前周涨幅	1.4%	3.9%	1.7%	0.7%	1.1%	0.9%	0.1%	1.2%	8.7%	1.9%	1.4%	3.7%	-0.6%	3.6%

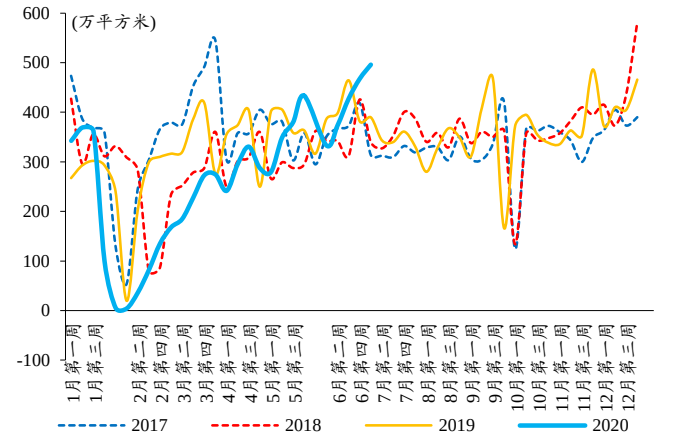
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 中观行业跟踪

3.1、 下游：商品房成交面积增加，土地市场量价齐涨

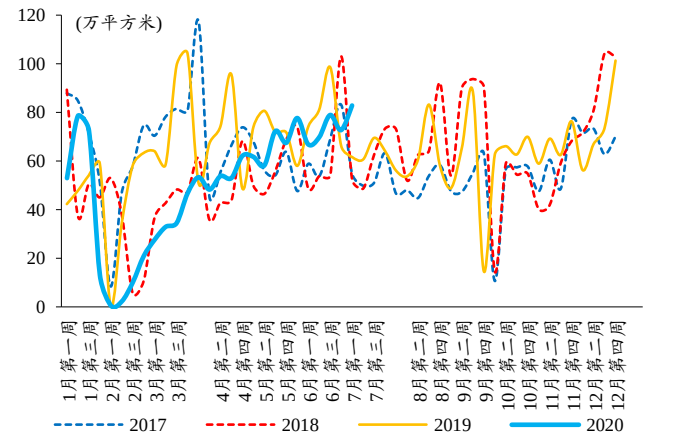
前周（6 月 29 日-7 月 5 日），30 大中城市商品房成交面积环比上升，其中，三线城市回落，一、二线城市上涨。前周，30 城商品房成交面积 495.8 万平方米，周环比上升 6.1%。分城市来看，一线城市成交面积 82.9 万平方米，周环比上升 13.9%；二线城市成交面积 261.7 万平方米，周环比上升 9.0%；三线城市成交面积 151.2 万平方米，周环比下降 2.2%。

图21：30 大中城市商品房成交面积环比上升



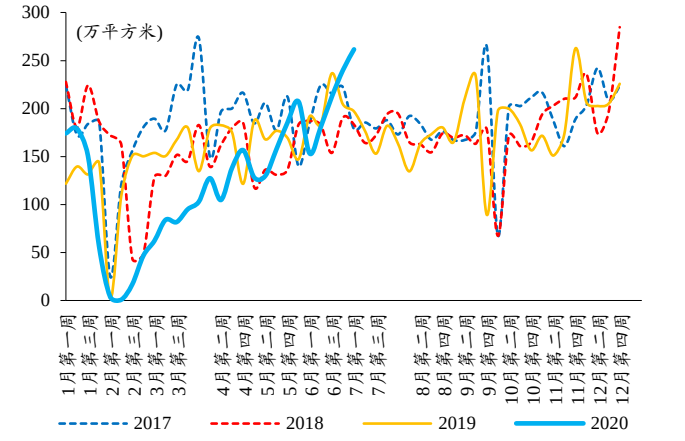
数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：30 大中城商品房一线城市成交面积上升



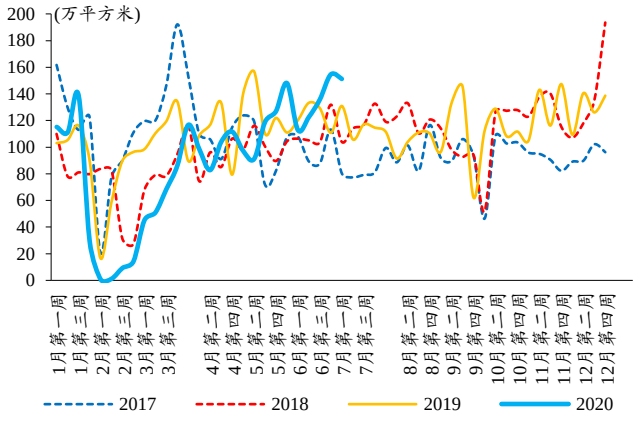
数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：30 大中城商品房二线城市成交面积上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

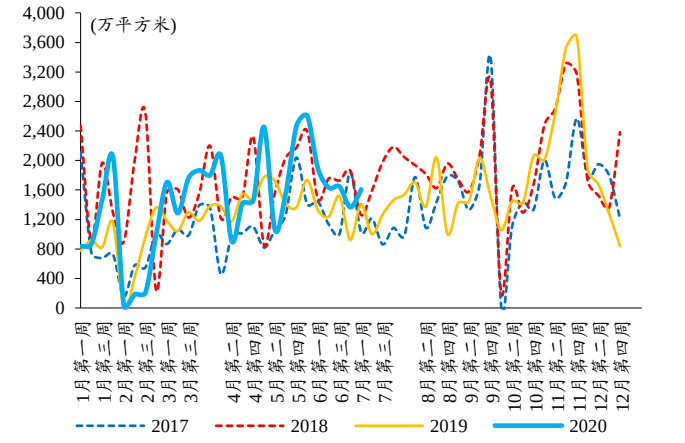
图24：30 大中城商品房三线城市成交面积回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

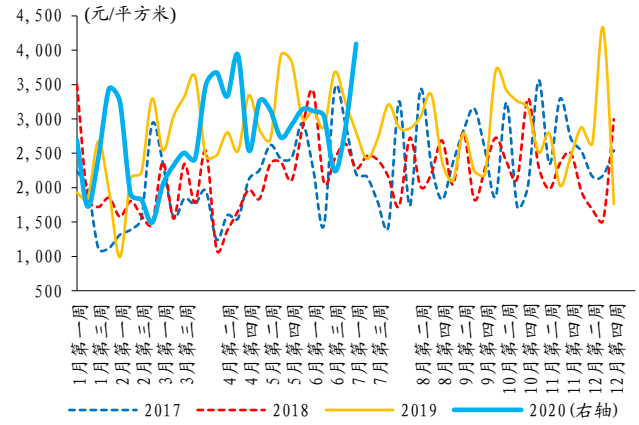
土地供应量价齐涨，土地成交溢价率下降。前周（6 月 29 日-7 月 5 日），100 大中城市土地供应占地面积 1690 万平方米，周环比上升 23.7%；土地挂牌均价 4051 元/平方米，周环比上升 41.3%。前周，土地溢价率下降 11.3 个百分点。

图25：100 城供应土地占地面积当周值上升



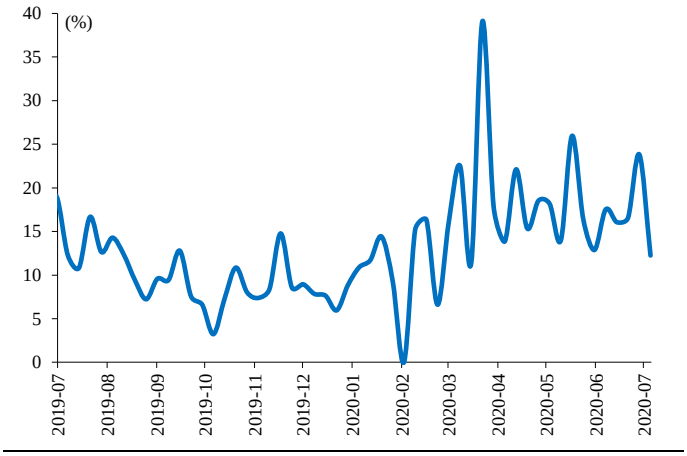
数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：100 城供应土地挂牌均价当周值上涨



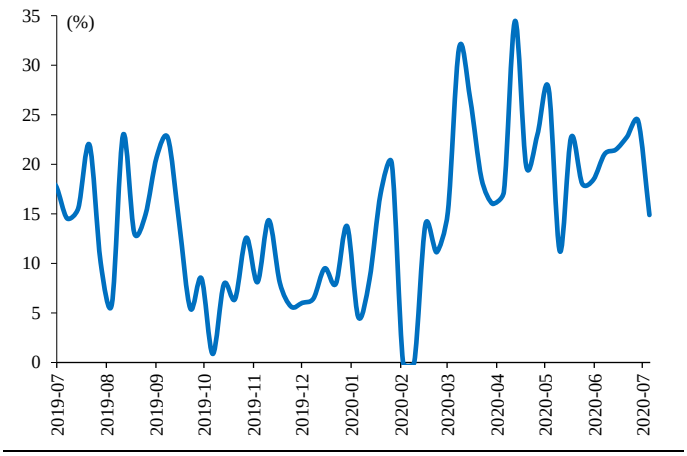
数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：100 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28：100 城三线城市住宅类用地成交土地溢价率下降

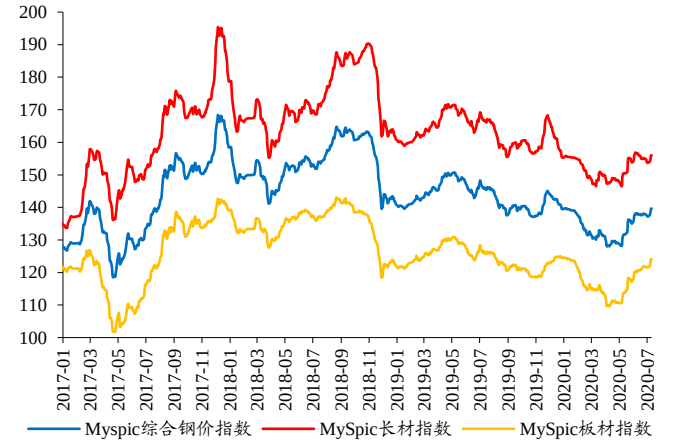


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、 中游：钢材、玻璃价格上涨，水泥价格继续下行

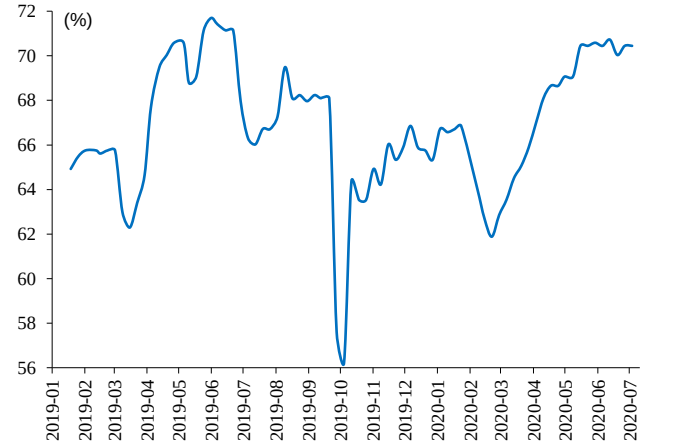
上周（7 月 6 日-7 月 10 日），钢价上涨，水泥价格下跌，玻璃价格上涨。上周，Myspic 钢价综指收于 139.67，周环比上涨 1.7%。全国水泥价格指数收于 137.98，周环比下跌 1.3%；全国玻璃价格指数收于 1107.62，周环比上升 1.3%。

图29：钢价、线材、长材价格指数上涨



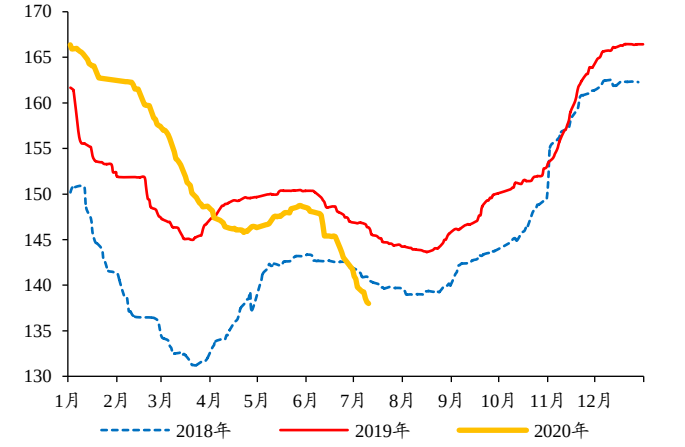
数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：全国高炉开工率回落



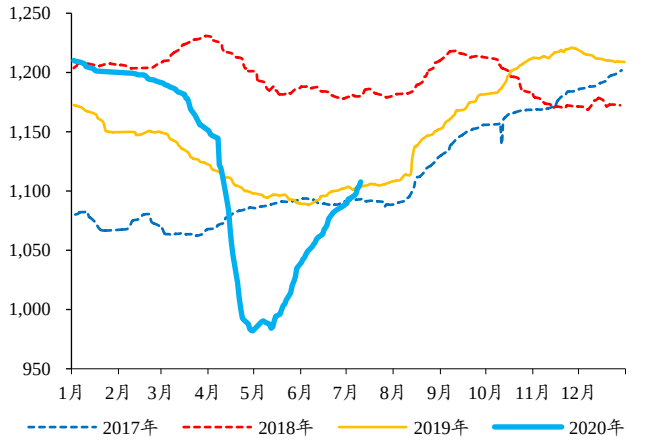
数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：水泥价格指数下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

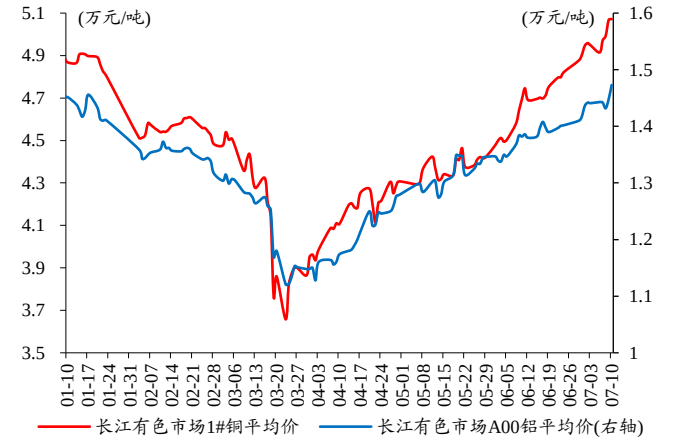
图32：玻璃价格指数上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

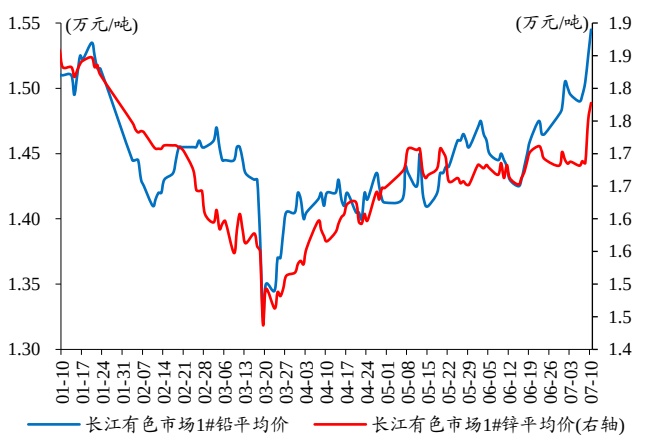
有色金属价格上涨，铜库存增加、其他有色金属库存下降；橡胶价格持平前周。上周（7 月 6 日-7 月 10 日），有色金属普遍价格上涨，长江有色铜、铝、铅、锌价格周环比变化分别为 2.5%、2.2%、3.3%、5.3%。上期所库存小计来看，铜、铝、铅、锌库存周环比变化分别为 20.1%、-4.6%、-1.2%、-4.7%。上周，橡胶价格收于 8400 元/吨，价格持平前周。

图33：长江有色市场铜、铝价格上涨



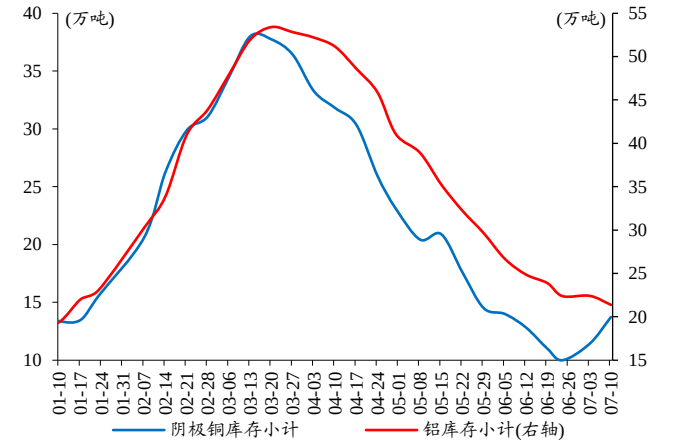
数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：长江有色市场铅、锌价格上涨



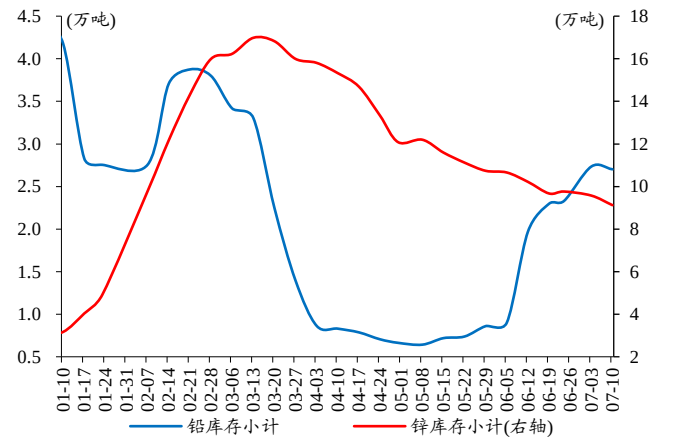
数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：上期所铜库存上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：上期所铅库存回落

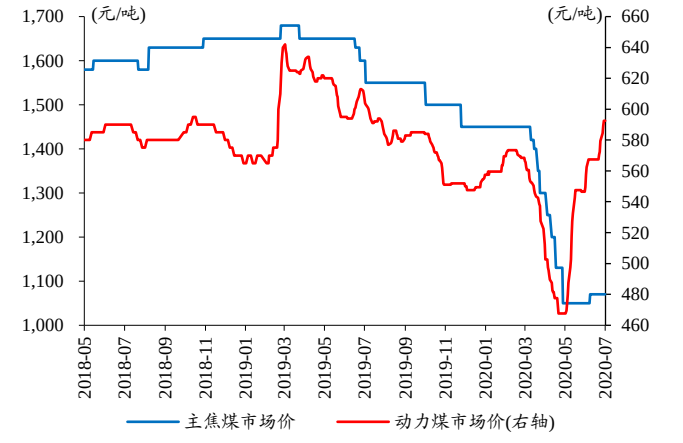


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、 上游：原油结算价上涨，有色金属价格大幅走高

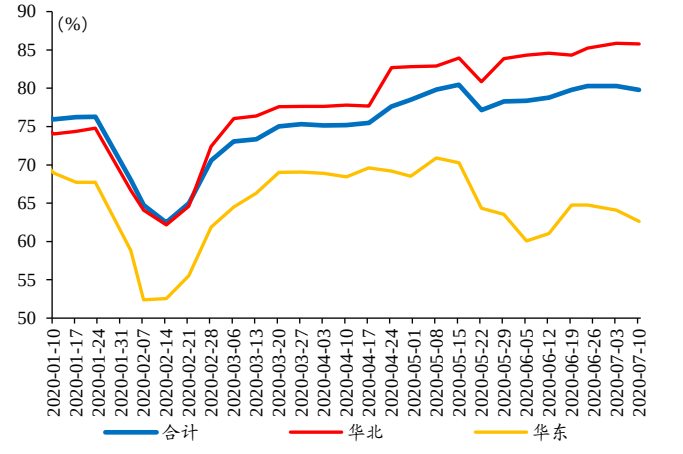
上周（7 月 6 日-7 月 10 日），主焦煤价格持平前周、动力煤价格上涨；国内独立焦化厂（100 家）焦炉生产率下降。上周，焦煤价格为 1070 元/吨，持平前周；动力煤价格 592.5 元/吨，价格上升 2.2%。国内独立焦化厂（100 家）焦炉生产率 79.81%，周环比下跌 0.5 个百分点。

图37：动力煤价格上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

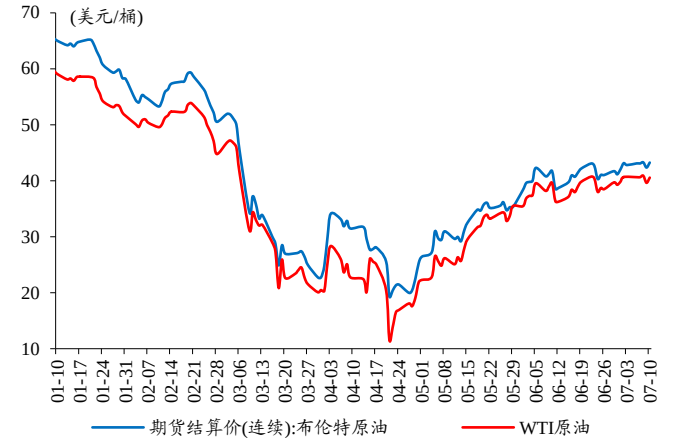
图38：全国焦炉生产率回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

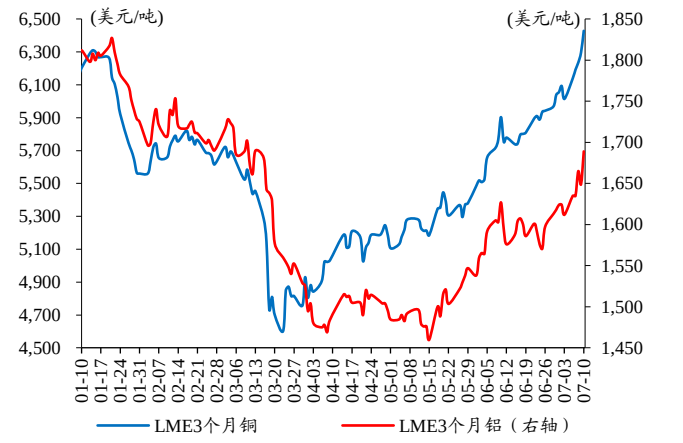
上周（7 月 6 日-7 月 10 日），国际原油价格上涨，国内汽油价格上涨、柴油价格下跌，LME 铜、铝、铅、锌 3 个月期货价格上涨。上周，国际原油价格上涨，布伦特原油期货结算价格较前周上涨 1.0%；国内汽油较前周上涨 0.6%，柴油价格较前周下跌 0.7%。LME 铜、铝、铅、锌 3 个月期货价格周环比上升分别为 6.9%、4.8%、3.9%、7.5%。

图39：原油期货结算价格上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：LME3 个月铜铝价格上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 风险提示

国内宏观经济或财税政策出现大幅调整；财政数据测算存在误差。

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