

2021年08月23日

“宽信用”言之尚早

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfeil@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）

majieying@kysec.cn

证书编号：S0790120080081

近期，市场“宽”信用预期有所升温。实际的信用环境，会否如大家预期那样的变化，从收缩到扩张的驱动是什么？本文梳理认为，信用“收缩”尚未结束。

● 从政策“退潮”到需求走弱，信用收缩仍在延续

社融大幅回落、财政发力期待下，近期“宽”信用预期有所升温。2020年11月以来，信用环境持续收缩，7月社融存量增速降至10.7%、为历史次低水平，距离历史最低仅0.4个百分点。伴随信用“收缩”对经济的影响逐步显现，市场对政策托底的期待较高；近期地方债发行的加快，进一步推升了“宽”信用预期。从政策“退潮”带来的融资收缩，到实体融资需求走弱，信用“收缩”仍在继续。本轮信用“收缩”，与企业及居民贷款回落、非标收缩、地方债发行偏慢等直接相关；背后的核心驱动，与我们2020年底以来反复提示的三条“收缩”逻辑一致，政府杠杆行为拉动减弱、地产调控的影响显现、通道业务压缩加快非标收缩。伴随经济回落，实体需求走弱，对信用环境的影响也逐步显现，票据冲量增多。

● 以史为鉴，信用“收缩”终结多伴随稳增长加码、地产政策放松

回溯历史，每一轮信用环境的收缩，均经历从政策调控下的“被动”收缩，到需求走弱下的“主动”收缩过程。2010年以来，信用环境经历了三轮信用“收缩”阶段，分别始于2010年初、2013年年中和2017年年中，其中，第一轮主因信贷政策收紧下贷款的回落，第二轮和第三轮均缘于监管加强下，非标融资大幅收缩；随后，地产下行周期融资收缩，及实体融资需求走弱等，进一步强化信用收缩。经验显示，信用环境从持续收缩到重回扩张，多伴随稳增长加码、地产政策放松等。随着信用“收缩”影响显现，经济下行压力加大，推升政策维稳的紧迫性；传统逆周期调控下，财政刺激加码、地产从调控转向放松，带动基建和地产融资明显增多，进而终结信用收缩，前两轮均是如此。第三轮信用环境从收缩到扩张，直接受益于财政加码下地方债放量，及棚改货币化和宽松外溢下地产温和扩张。

● 不同以往，本轮政策保持定力聚焦结构，信用收缩尚未结束

不同以往，本轮地方债务监管、地产调控等政策定力较强，对相关链条融资的影响或仍将持续。年初以来，关于地方债务的监管进一步加强，堵住城投债、信贷等新增隐性债务的渠道，进而约束了地方政府广义杠杆行为；而跨周期调节下，财政政策结构性发力为主、总量刺激有限。地产调控政策的定力，也明显强于传统周期；三条红线、贷款集中度等指标考核，对房企融资的影响尚在持续显性中。传统两大引擎受限的同时，实体融资需求的走弱，决定了信用“收缩”尚未结束，“宽”信用言之尚早。地方债务监管、地产调控等影响的加速显性化，及实体需求走弱带来的融资收缩，或进一步强化信用“收缩”，维持全年社融增速10%左右的判断。地方债供给放量、基数因素等，可能导致社融增速年底有所回升，但非标收缩、需求走弱等拖累下，代表企业中长期资金来源的有效增速或持续回落。

● **风险提示：**经济压力加大，债务风险暴露。

相关研究报告

《宏观经济专题-不要低估美国经济的韧性》-2021.8.22

《宏观经济专题-“因城施策”的脉络》-2021.8.19

《宏观经济点评-经济回落的四个信号》-2021.8.16

目 录

1、 从政策“退潮”到需求走弱，信用“收缩”仍在延续.....	3
2、 以史为鉴，信用收缩多伴随稳增长加码、地产政策放松等.....	5
3、 不同以往，本轮政策保持定力聚焦结构，信用收缩尚未结束.....	7
4、 流动性与政策跟踪.....	10
5、 风险提示.....	11

图表目录

图 1: 7月社融增速大幅回落至历史低位.....	3
图 2: 地方债发行开始加快.....	3
图 3: 2021年前7月，居民贷款逐步减少、非标收缩加快.....	3
图 4: 2020年底以来，实体杠杆下降.....	3
图 5: 房地产相关贷款同比增速屡创新低.....	4
图 6: 通道业务处于持续收缩中.....	4
图 7: 2020年年中以来，基建、地产投资与销售先后回落.....	4
图 8: 2021年年中以来，票据融资连续2个月冲量.....	4
图 9: 2010年来，信用环境经历三轮从收缩到扩张阶段.....	5
图 10: 第一轮信贷明显走弱，第二、三轮非标压缩显著.....	5
图 11: 2014至2015年，2018年以后非标融资明显收缩.....	5
图 12: 每轮信用收缩到半程，票据开始明显增长.....	5
图 13: 信用收缩过程中，经济下行压力逐渐凸显.....	6
图 14: 伴随经济下行压力加大，稳增长加码.....	6
图 15: 伴随稳增长加码，信用环境转向“扩张”.....	6
图 16: 前两轮信用“扩张”，地产从调控转向放松.....	6
图 17: 2021年，交通类基建计划投资规模下降.....	7
图 18: 专项债对基建领域支持有所减弱.....	7
图 19: 专项债项目资金大多来自于财政.....	7
图 20: “三条红线”约束下，房企有息债务增速回落.....	8
图 21: 贷款集中度考核下，按揭贷投放也受到限制.....	8
图 22: 中性情境下，社融存量增速或回落至10%左右.....	8
图 23: 有效社融或持续回落.....	8
图 24: 上周(8月16日-8月22日)资金净回笼.....	10
图 25: 本周(8月23日-8月29日)有500亿元资金到期.....	10
图 26: 上周(8月16日-8月22日)货币市场利率多数回落.....	10
图 27: 上周(8月16日-8月22日)SHIBOR多数回落.....	10
表 1: 地方债务监管明显加强.....	7
表 2: 上周重点政策概览(8月16日-8月22日).....	11

1、从政策“退潮”到需求走弱，信用“收缩”仍在延续

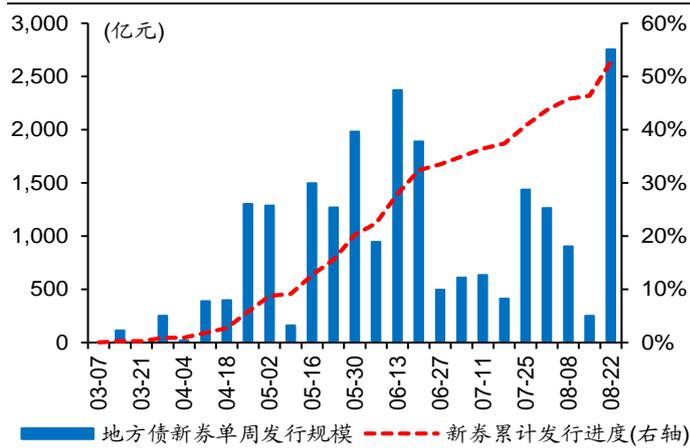
社融大幅回落、财政发力期待下，近期“宽”信用预期有所升温。2020年11月以来，信用环境持续收缩，7月社融存量增速降至10.7%、为历史次低水平，距离历史最低仅0.4个百分点。伴随信用“收缩”对经济的影响逐步显现，市场对政策托底的期待较高；近期地方债发行的加快，进一步推升了“宽”信用预期。

图1：7月社融增速大幅回落至历史低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

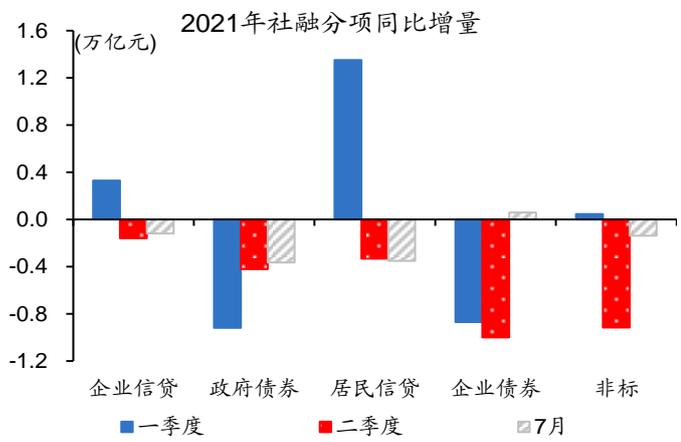
图2：地方债发行开始加快



数据来源：Wind、开源证券研究所

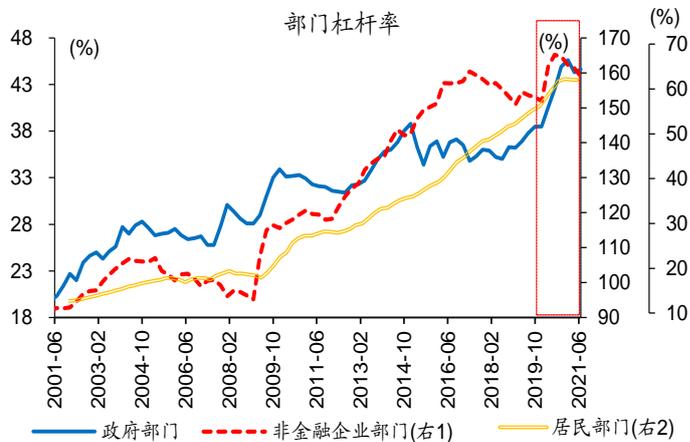
本轮信用收缩，基本沿着我们前期提示的三条逻辑在演绎：政府杠杆行为拉动减弱、地产调控影响显现、非标收缩加快等。本轮信用“收缩”，与企业贷款回落、非标收缩、地方债发行偏慢等直接相关；背后的核心驱动，与我们2020年底以来反复提示的三条“收缩”逻辑一致。在报告《2021年，或为信用“收缩”之年》中，我们提出信用“收缩”或成为2021年主线，主要理由包括：（1）政府杠杆行为对信用环境的拉动趋于减弱；（2）随着“防风险”加强、资管新规过渡期到期，通道产品等的压缩或加速非标收缩；（3）地产调控等政策影响的逐步显现。

图3：2021年前7月，居民贷款逐步减少、非标收缩加快



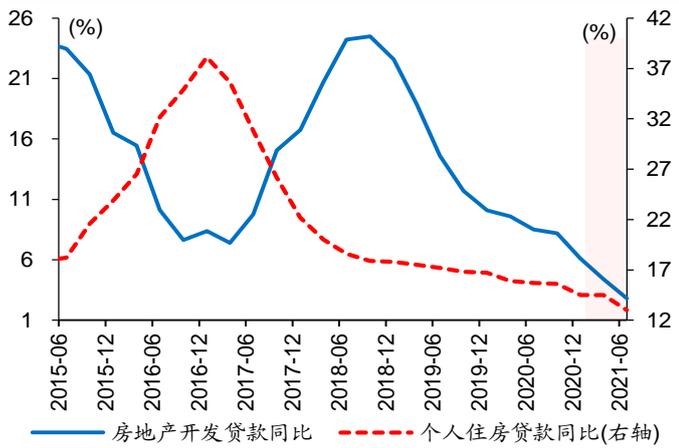
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2020年底以来，实体杠杆下降



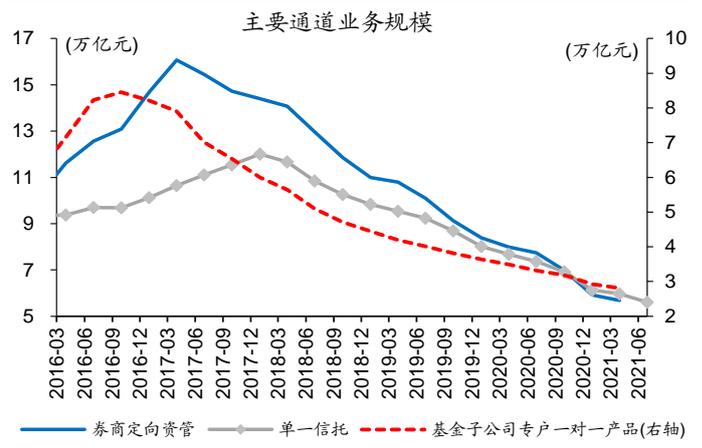
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5: 房地产相关贷款同比增速屡创新高



数据来源: Wind、开源证券研究所

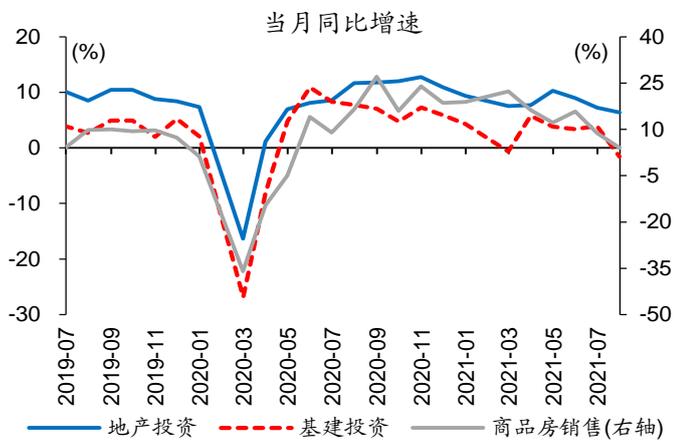
图6: 通道业务处于持续收缩中



数据来源: Wind、开源证券研究所

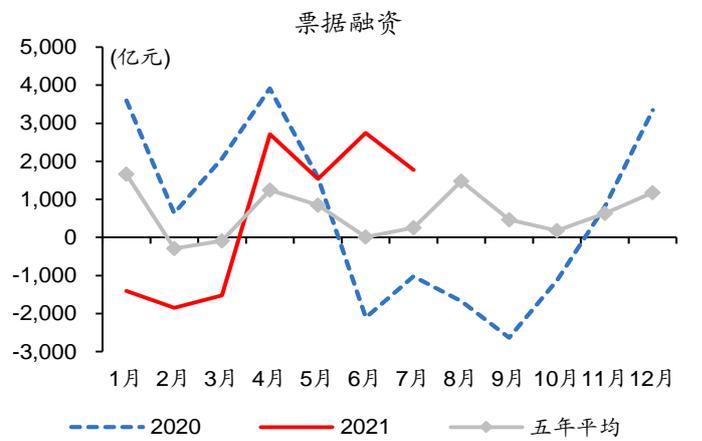
从政策“退潮”带来的融资收缩，到实体融资需求走弱，信用“收缩”仍在路上。伴随经济逐步修复，政策重心回归“防风险”、“调结构”，对地产调控和地方债务监管明显加强，前期修复加快的基建、地产投资等先后回落。而疫情反复对线下活动的干扰，及出口支撑的逐步减弱等，导致实体需求进一步走弱。票据融资已连续两个月大幅冲量、票据转贴利率大幅回落，指向实体融资需求走弱的迹象越来越显著（详情参见《信用“收缩”远未结束》）。

图7: 2020年年中以来，基建、地产投资与销售先后回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

图8: 2021年年中以来，票据融资连续2个月冲量

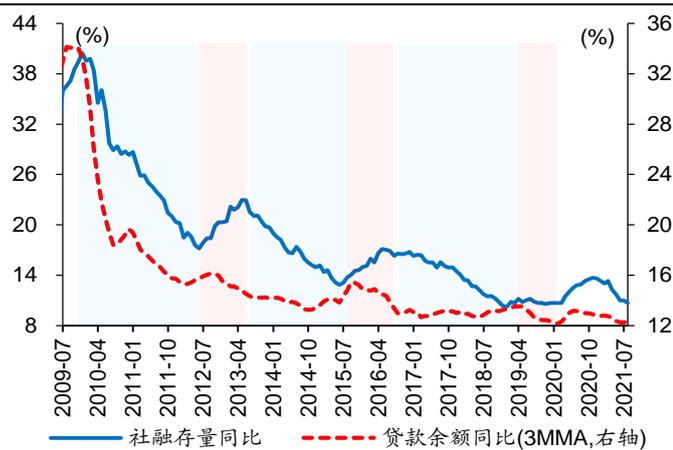


数据来源: Wind、开源证券研究所

2、以史为鉴，信用收缩多伴随稳增长加码、地产政策放松等

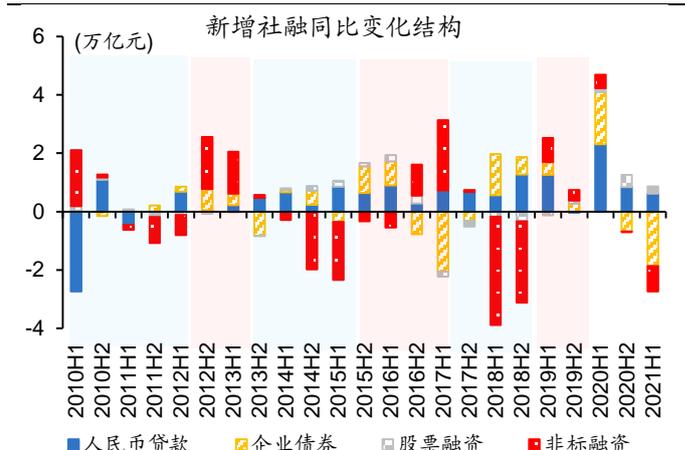
回溯历史，信用环境从收缩到扩张阶段，呈现收缩持续时间长、扩张时间相对短的特征。2010年以来，信用环境经历了三轮完整的从收缩到扩张阶段，分别始于2010年初、2013年年中和2017年年中，均经历长达2年以上的收缩过程中，第一轮主因贷款回落，第二轮和第三轮缘于非标融资大幅收缩；信用扩张时长多较短，尤其是前两轮、仅10个月左右，第三轮受益于疫后政策托底、持续时间相对较长。

图9：2010年来，信用环境经历三轮从收缩到扩张阶段



数据来源：Wind、开源证券研究所

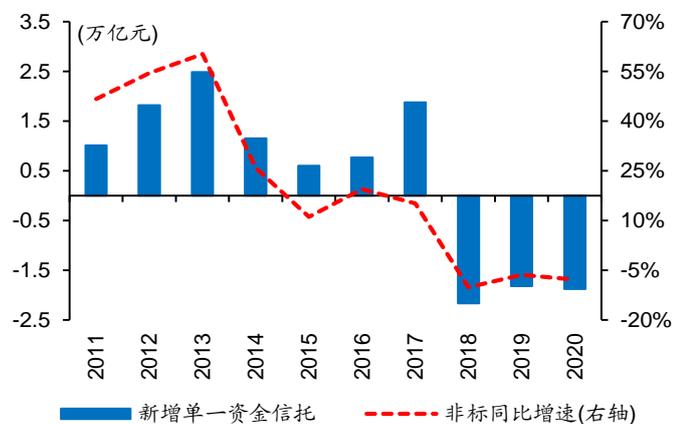
图10：第一轮信贷明显走弱，第二、三轮非标压缩显著



数据来源：Wind、开源证券研究所

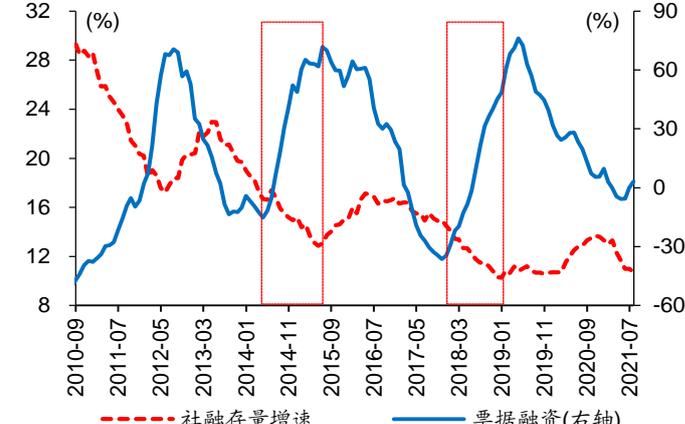
每一轮信用环境的收缩，均经历从政策调控下的“被动”收缩，到需求走弱下的“主动”收缩过程。2010年以来的三轮信用收缩，均直接缘于政策收紧，例如，经济过热下，2010年信贷政策全面收紧导致贷款大幅下降、上半年同比大减少超过2.7万亿元；2014年至2015年银行与非银同业业务监管加强，及2018年“资管新规”后统一监管，均导致信托贷款等非标融资大幅收缩。地产调控收紧下，地产相关融资的收缩，及实体融资需求走弱等，进一步强化了信用收缩。

图11：2014至2015年，2018年以后非标融资明显收缩



数据来源：Wind、开源证券研究所

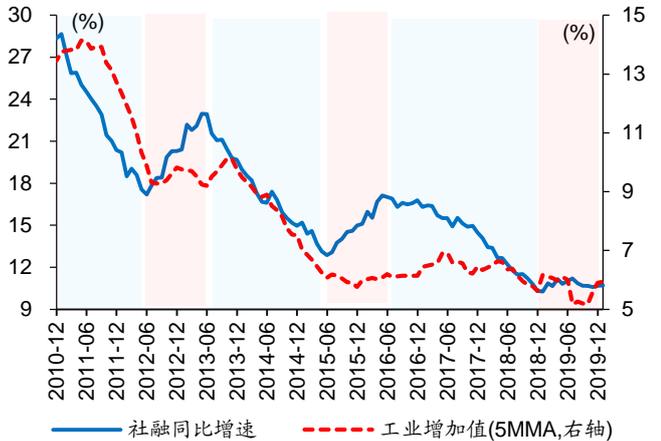
图12：每轮信用收缩到半程，票据开始明显增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

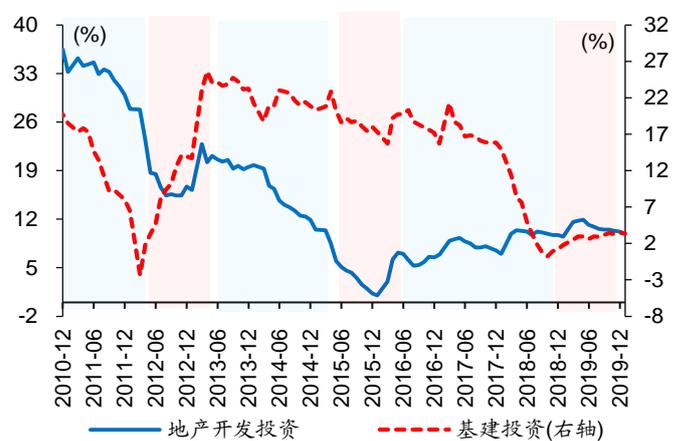
信用环境从持续收缩到重回扩张，多伴随稳增长加码、地产政策放松等。随着信用“收缩”影响显现，经济下行压力加大，推升政策维稳的紧迫性；传统逆周期调控下，财政刺激加码、地产从调控转向放松，带动基建和地产相关融资明显增多，进而终结信用收缩，前两轮均是如此。第三轮信用环境从收缩到扩张，直接受益于财政加码下的地方债明显放量，及棚改货币化和宽松外溢下地产温和扩张。

图13: 信用收缩过程中，经济下行压力逐渐凸显



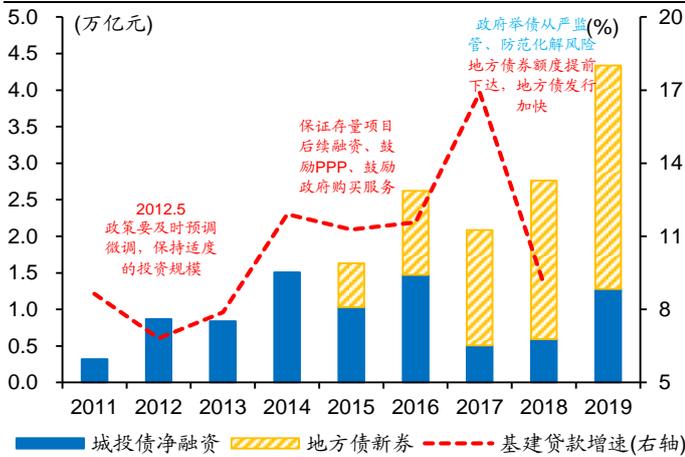
数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 伴随经济下行压力加大，稳增长加码



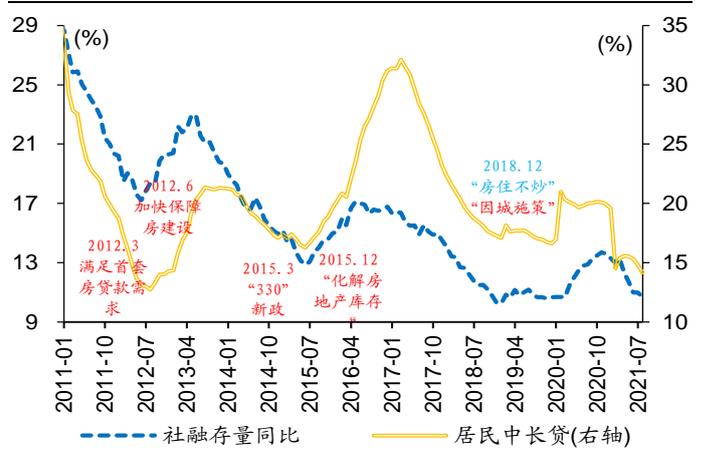
数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 伴随稳增长加码，信用环境转向“扩张”



数据来源: Wind、政府网站、开源证券研究所

图16: 前两轮信用“扩张”，地产从调控转向放松



数据来源: Wind、政府网站、开源证券研究所

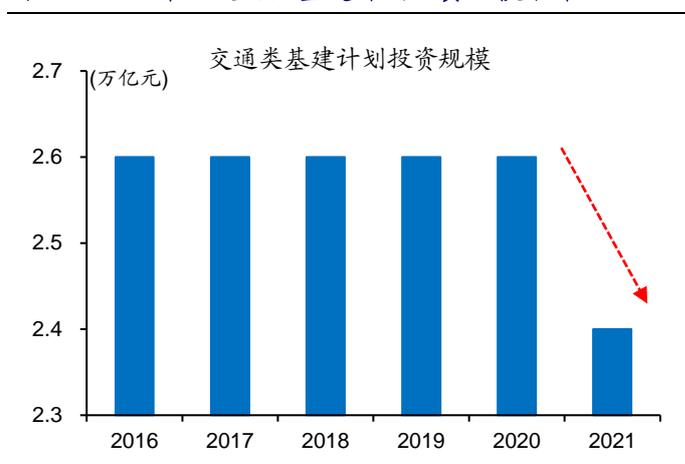
3、不同以往，本轮政策保持定力聚焦结构，信用收缩尚未结束

不同以往，当前对隐性债务的强监管，约束了政府广义杠杆行为；而跨周期调节下，财政结构性发力为主、总量刺激有限。疫后政策托底下，地方政府和城投平台等杠杆的大幅抬升，加快了债务压力的显性化、信用风险频现，使得当局对地方债务的重视度明显上升（详情参见《政策跟踪第1期：从地方债务说起》）。2021年年初以来，关于地方债务的监管进一步加强，堵住城投债、信贷等新增隐性债务的渠道，进而约束了地方政府广义杠杆行为。跨周期调节下，财政政策注重提升效能、结构性发力为主，而项目质量、债务压制下，财政资金撬动的杠杆也有限（详情参见《财政“后置”，对经济的影响》）。

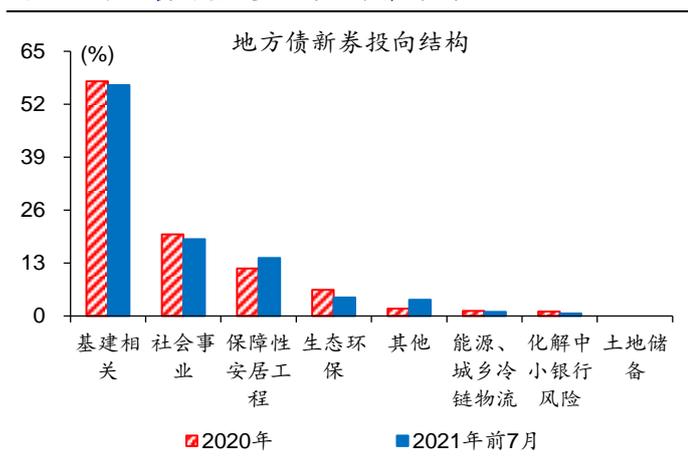
表1：地方债务监管明显加强

时间	文件/会议	主要内容
2021年3月	政府工作报告	处理好恢复经济与防范风险的关系...稳妥化解地方政府债务风险，及时处置一批重大金融风险隐患。
2021年3月	财政政策执行情况报告	抓实化解地方政府隐性债务风险工作...做好重点领域风险防范化解工作，确保财政经济稳健运行，可持续。
2021年3月	《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》	把防范化解地方政府隐性债务风险作为重要的政治纪律和政治规矩，坚决遏制隐性债务增量...严禁地方政府通过金融机构违规融资或变相举债...决不允许新增隐性债务上新项目、铺新摊子。
2021年4月	政治局会议	要防范化解重点领域风险，落实地方党政主要领导负责的财政金融风险处置机制。
2021年4月	《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》	1、加强预算控制约束和风险控制，实施项目全生命周期管理...强化中期财政规划对年度预算的约束，加强财政运行风险防范，加强重大政策、重大政府投资项目等财政承受能力评估...健全地方政府依法适度举债机制。 2、完善常态化监控、核查、问责机制，对各类隐性债务风险隐患做到早发现、早处置。
2021年7月	《上海证券交易所公司债券发行上市审核规则适用指引第3号——审核重点关注事项》 《深圳证券交易所公司债券发行上市审核业务指引第1号——公司债券审核重点关注事项》	1、主要城市建设企业申报发行公司债券时，应符合地方政府性债务管理的相关规定，不得新增地方政府债务。 2、募集资金用于偿还公司债券以外存量债务的，发行人应披露拟偿还的存量债务明细，并承诺所偿还的存量债务不涉及地方政府隐性债务。 3、城投企业总资产规模小于100亿元或主体信用评级低于AA（含）的，应结合自身所属层级、业务规模、盈利情况、资产负债结构、现金流量情况等评估自身经营和偿债能力，审慎确定公司债券申报方案，并采取调整本次公司债券申报规模、调整募集资金用途用于偿还存量公司债券等措施强化发行人偿债保障能力。

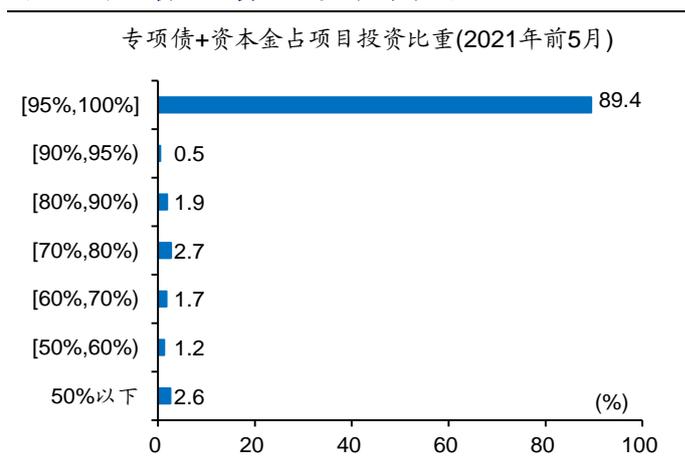
资料来源：中国人民银行、政府网站、开源证券研究所

图17：2021年，交通类基建计划投资规模下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：专项债对基建领域支持有所减弱


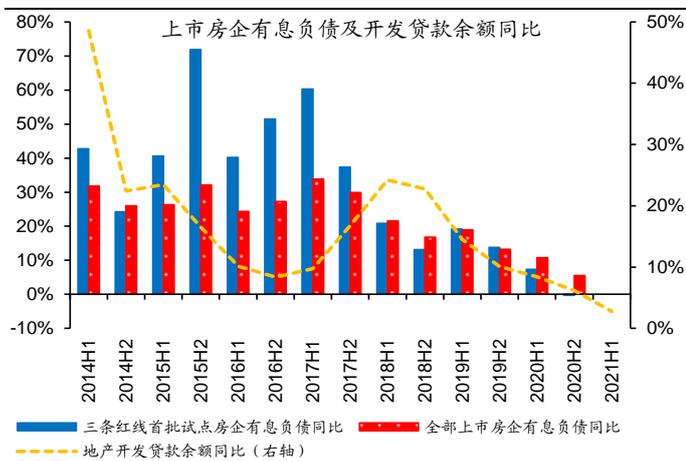
数据来源：Wind、中国债券信息网、开源证券研究所

图19：专项债项目资金大多来自于财政


数据来源：Wind、中国债券信息网、开源证券研究所

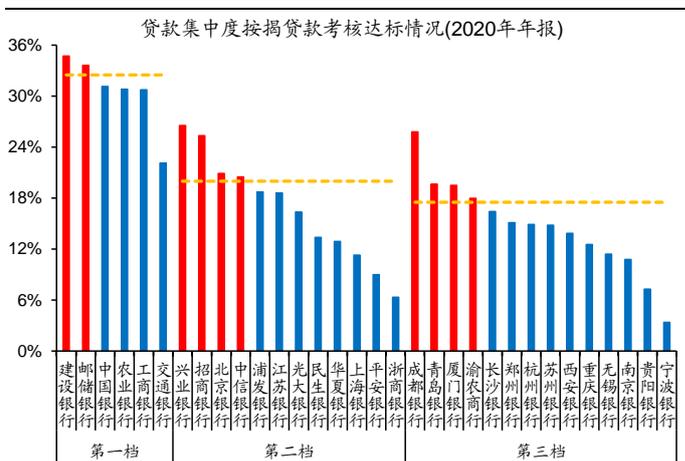
地产调控的定力也明显强于以往，对房企融资的硬性考核指标，决定了相关融资收缩尚未结束。相较于以往，本轮地产调控手段更加侧重房企融资监管（详情参见《地产调控，这次不一样》），从非标、银行开发贷款、按揭贷等多方面，加强房企债务风险的控制，导致相关融资明显收缩。地产调控政策的定力，也明显强于传统周期；三条红线、贷款集中度等指标考核，对房企融资的影响尚在持续显性中。

图20：“三条红线”约束下，房企有息债务增速回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

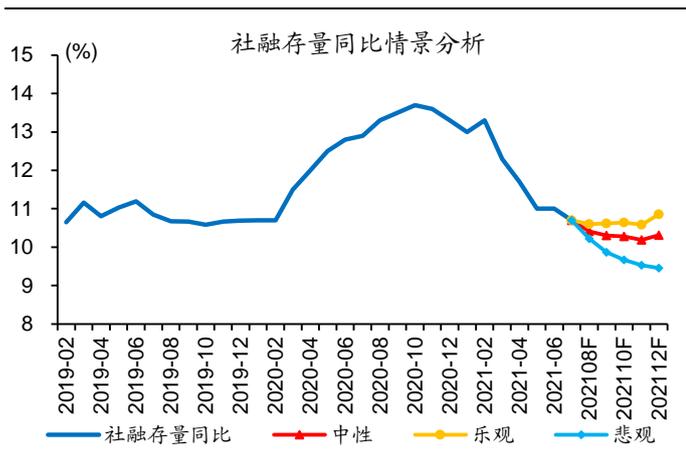
图21：贷款集中度考核下，按揭贷投放也受到限制



数据来源：银行年报、开源证券研究所

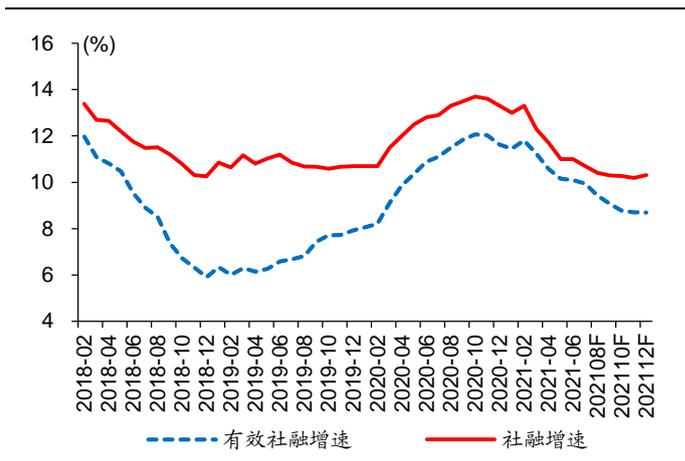
传统两大引擎受限的同时，实体融资需求的走弱，决定了信用“收缩”尚未结束，“宽”信用言之尚早。地方债务监管、地产调控等影响的加速显性化，及实体需求走弱带来的融资收缩，或进一步强化信用“收缩”，维持全年社融增速10%左右的判断。地方债供给放量、基数因素等，可能导致社融增速年底有所回升，但非标收缩、需求走弱等拖累下，代表企业中长期资金来源的有效增速或持续回落。

图22：中性情境下，社融存量增速或回落至10%左右



数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：有效社融或持续回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

经过研究，我们发现：

(1) 本轮信用收缩，基本沿着我们前期提示的三条逻辑在演绎；从政策“退潮”带来的融资收缩，到实体融资需求走弱，信用“收缩”仍在继续。

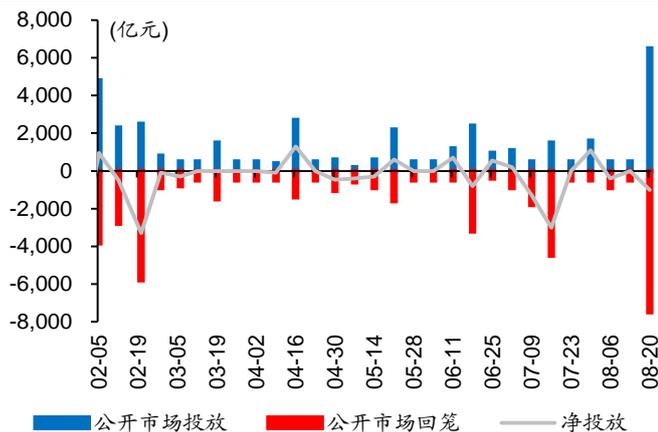
(2) 回溯历史，每一轮信用环境的收缩，均经历从政策调控下的“被动”收缩，到需求走弱下的“主动”收缩过程；信用环境从持续收缩到重回扩张，多伴随稳增长加码、地产政策放松等。

(3) 不同以往，本轮地方债务监管、地产调控等政策定力较强，对相关链条融资的影响或仍将持续；同时，实体融资需求的走弱，决定了信用“收缩”尚未结束，“宽”信用言之尚早。

4、流动性与政策跟踪

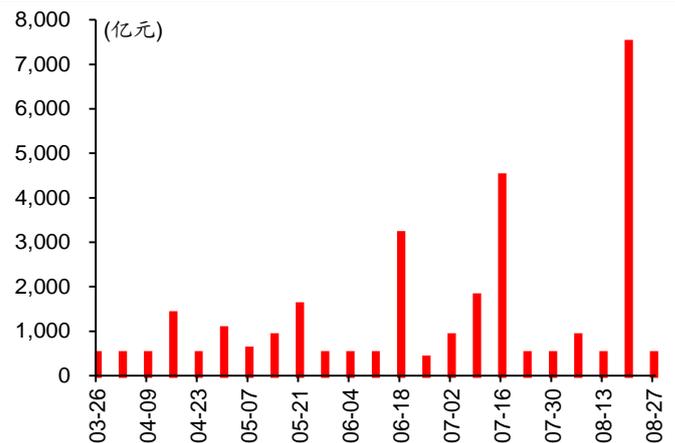
资金净回笼，公开市场缩量。上周（8月16日-8月22日）资金净回笼1000亿元，其中7天逆回购投放500亿元、到期500亿元，MLF缩量续作6000亿元、回笼7000亿元。本周（8月23日-8月29日）将有500亿元资金到期，其中，每日均有100亿元逆回购到期。

图24：上周(8月16日-8月22日)资金净回笼



数据来源：Wind、开源证券研究所

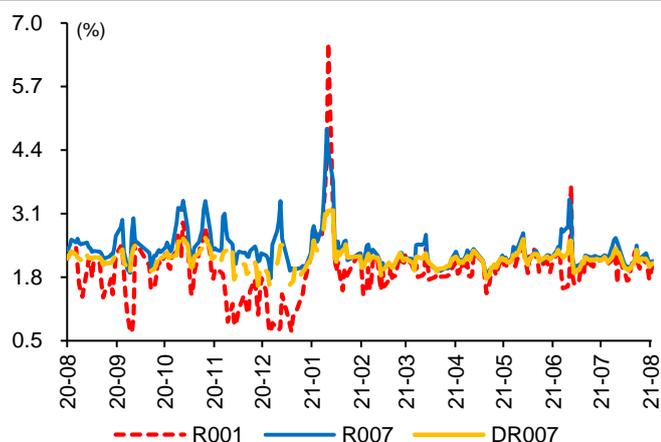
图25：本周(8月23日-8月29日)有500亿元资金到期



数据来源：Wind、开源证券研究所

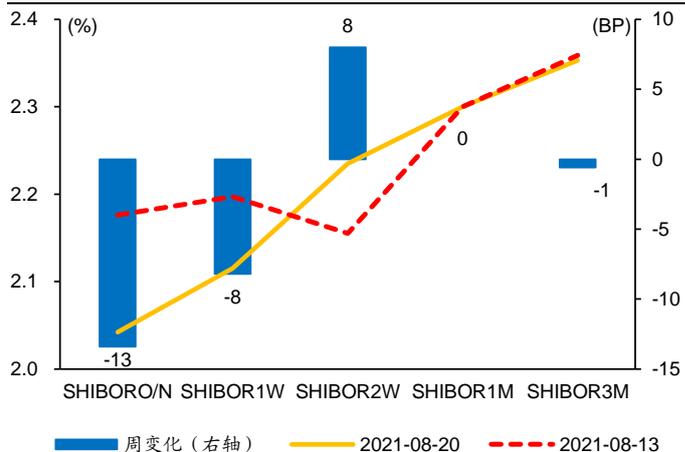
货币市场利率多数回落。R001和R007分别较前周回落11.5BP和7.2BP至2.09%和2.14%、DR007较前周回落10BP至2.19%，R014和R1M分别较前周上涨2.2BP和1.7BP至2.31%和2.46%；SHIBOR隔夜、1周和3月分别较前周回落13BP、8BP和1BP至2.04%、2.12%和2.35%，SHIBOR2周较前周上涨8BP至2.24%。

图26：上周(8月16日-8月22日)货币市场利率多数回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：上周(8月16日-8月22日)SHIBOR多数回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

政策跟踪关键词：“三次分配”、“地方党政同责”。上周（8月16日-8月22日）政策聚焦中央财经委员会第十次会议，会议提及“构建初次分配、再分配、三次分配协调配套的基础性制度安排”；在“防风险”领域，强调“要落实地方党政同责，压实各方责任”。

其他方面，周一国常会提出，加强跨周期调节、做好保供稳价工作，用好专项债带动扩大有效投资等；周三，《关于推动公司信用类债券市场改革开放高质量发展的指导意见》，明确了多项规范性要求，包括限制高杠杆企业过度发债等，同时也要求“厘清政府和企业的责任边界，防范地方政府隐性债务风险”等；周四，央行、银保监会就化解债务问题约谈恒大集团；周五，证监会召开年中监管工作会议，提出“把严监管、防风险、促稳定放到更加突出的位置”，同时也需“防止在处置其他领域风险过程中引发次生金融风险”。

表2: 上周重点政策概览 (8月16日-8月22日)

分类	时间	文件/会议	主要内容
政策基调	8月16日	国常会	(1) 有效应对新挑战， 加强跨周期调节 ，保持经济运行在合理区间。 (2) “十四五”时期我国城镇就业压力依然较大，要 继续把就业摆在经济社会发展和宏观政策优先位置 ... (3) 落实好既定的减税降费举措... 引导金融机构运用好降准资金 等，加强对中小微企业的金融服务。 (4) 做好市场 保供稳价 工作...完善并落实重要原材料价格上涨应对方案，合理增加国内生产等。 (5) 促进消费稳定恢复增长， 用好地方政府专项债带动扩大有效投资 ...增强市场主体信心，保持经济平稳运行。
	8月18日	中央财经委员会第十次会议	(1) 正确处理效率和公平的关系， 构建初次分配、再分配、三次分配协调配套的基础性制度安排 ，加大税收、社保、转移支付等调节力度并提高精准性，扩大中等收入群体比重，增加低收入群体收入，合理调节高收入，取缔非法收入，形成中间大、两头小的橄榄型分配结构 (2) 提高发展的平衡性、协调性、包容性，加快完善社会主义市场经济体制， 增强区域发展的平衡性，强化行业发展的协调性 ，支持中小企业发展。要着力扩大中等收入群体规模...推动更多低收入人群迈入中等收入行列。 (3) 坚持底线思维 ...统筹做好重大金融风险防范化解工作。要夯实金融稳定的基础，处理好稳增长和防风险的关系，巩固经济恢复向好势头，以经济高质量发展化解系统性金融风险， 防止在处置其他领域风险过程中引发次生金融风险。要落实地方党政同责，压实各方责任 ，畅通机制、明确职责、分工配合、形成合力。
金融监管	8月20日	证监会召开2021年系统年中监管工作会议	(1) 坚持把严监管、防风险、促稳定放到更加突出的位置。把依法从严监管的理念贯穿到资本市场各条线各领域。统筹做好重点领域风险防范化解，保持风险处置工作的及时高效和平稳有序...牢牢守住不发生系统性区域性风险的底线。 (2) 坚决打赢防范化解重大金融风险攻坚战持久战。加强宏观研判，强化对外溢性、输入性和交叉性风险的风险防范化解，更加突出稳预期，完善信息沟通和政策协调机制， 防止在处置其他领域风险过程中引发次生金融风险 ，努力维护市场平稳运行。继续稳妥有序化解私募基金、债券违约等重点领域风险等。
	8月21日	《关于推动公司信用类债券市场改革开放高质量发展的指导意见》	(1) 对相关市场主体形成硬约束：明确了多项规范性要求。包括 限制高杠杆企业过度发债 ，强化对债券募集资金的管理，禁止结构化发债行为。特别强调要防范以规避公开发行管理和投资者适当性要求为目的、实质上降低信用高风险的债券出售给风险识别与承担能力较弱投资者的违法违规行为等。 (2) 加大处罚和市场退出力度：加强对跟踪评级滞后、大跨度级别调整、更换评级机构后上调评级等行为的监管约束。厘清政府和企业的责任边界， 区分政府、政策性金融机构、国有企业、地方政府融资平台等不同主体的信用界限 。加快推进地方政府融资平台改革，防范相关隐性债务风险转移， 政府不得通过企业举债融资或为企业发行债券提供各种担保，企业债务不得由政府偿还或由财政兜底 ，切实做到谁借谁还、风险自担，防范地方政府隐性债务风险。
房地产	8月19日	人民银行、银保监会约谈恒大集团	必须认真落实中央关于房地产市场平稳健康发展的战略部署，努力保持经营稳定，积极化解债务风险，维护房地产市场和金融稳定；依法依规做好重大事项真实信息披露，不传播并及时澄清不实信息。

资料来源：政府网站、中国人民银行、开源证券研究所

5、风险提示

经济压力加大，债务风险暴露。

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，并非作为或被视作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