

2021年08月29日

信用债融资放量，透露的“信号”

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

作为信用环境的风向标，信用债融资有何变化、透露哪些信号？本文梳理供参考。

● **信用债融资维持高位、结构分化，城投债回落，但基建链带动产业债放量**
信用债融资维持高位，城投债回落、产业债放量。8月，Wind口径信用债融资近3000亿元、高于近两年同期的1900亿元，连续3个月维持2200亿元以上的高位。拆分结构来看，8月信用债融资多由产业债贡献，后者净融资近2600亿元、占比超88%，而城投债融资明显回落，一改年初以来城投多、产业少的融资结构。城投债融资分层凸显、多数省市融资持续收缩；产业债融资集中在建筑、交运等基建相关领域。债务风险加速显性下，城投债融资明显向东部少数几个经济发达地区集中，使得东部地区城投债融资占比抬升、从6月的60%抬升至8月的129%，而部分债务压力较大的中西部和东部省市净融资持续为负。产业债融资多集中在基建、原材料等领域，建筑业融资持续居前，加上交运、公用合计占比达67%。

● **地方债务监管加强下，城投债融资回落，部分再融资需求或转向产业债**
城投债融资回落，或与债务监管的影响加速显现等有关。4月以来，当局对地方债务重视度明显上升，要求“落实地方党政主要领导负责的财政金融风险处置机制”等；交易所等规定债券发行募资不得新增地方政府债务，各地也陆续出台债务控制化解方案。在此背景下，城投债融资增长放缓、部分月份显著低于以往同期，募资注明用于“借新还旧”的比例持续大幅抬升，8月达90%、创历史新高。城投平台融资受限、债务压力下，部分债务再融资需求可能转向产业债。4月以来，地方国企产业债融资多好于央企，8月净融资显著放量、达2820亿元，而央企融资在零附近。地方国企融资带动下，各地均出现城投债融资少、产业债放量的现象，例如8月东部城投债收缩近600亿元、而产业债由负转正至1230亿元。此外，“资产荒”下机构欠配、融资成本下降的供需格局，也有利于企业发债。

● **信用债多用于偿债、对信用环境拉动有限；收缩尚未结束，政策发力仍需观察**
产业债融资的放量，大部分用于偿还本息债务，对信用环境的拉动或相对有限。8月，产业债基建相关融资放量，但多用于偿债、“借新还旧”比例抬升13个百分点至90%，建设项目比例回落至3%以内、对投资支持相对有限。基建投资资金，除少部分财政预算内资金外，大多依靠实施主体贷款、债券融资较小，2020前三季度基建中长贷2.4万亿元、基建链产业债用于建设的规模不足1300亿元。传统引擎约束下，信用“收缩”尚未结束，宽信用政策如何发力后续还需紧密跟踪。信用环境加速收缩、实体需求持续走弱下，货币信贷形势分析座谈会提前召开等，推升市场宽信用预期。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。但本轮信用“收缩”阶段，地方债务监管和地产调控等政策定力较强，宽信用政策或聚焦结构、对信用环境的影响仍需观察。

● **风险提示：**经济压力加大，债务风险暴露。

相关研究报告

《宏观经济点评-盈利增速延续回落，结构分化凸显》-2021.8.27

《宏观经济专题-“宽信用”言之尚早》-2021.8.23

《宏观经济专题-不要低估美国经济的韧性》-2021.8.22

目 录

1、 信用债融资维持高位，城投债回落、基建链带动产业债放量.....	3
2、 债务监管加强下，部分城投债再融资需求或转向产业债.....	5
3、 信用债多用于偿债、对信用环境拉动有限，政策发力需跟踪.....	6
4、 流动性与政策跟踪.....	9
5、 风险提示.....	10

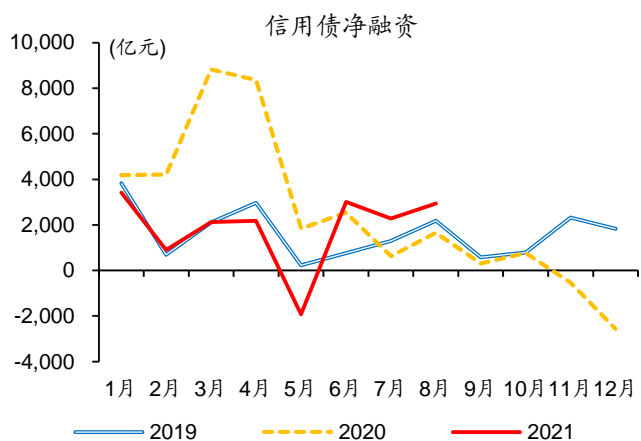
图表目录

图 1: 8 月，信用债融资超季节性增长.....	3
图 2: 8 月，城投债回落、产业债放量.....	3
图 3: 8 月，城投债融资加速回落.....	3
图 4: 8 月，东部净融资小幅为正、中西和东北明显缩量.....	3
图 5: 除部分东部省市城投债发行维持高位，部分省市融资持续收缩.....	4
图 6: 8 月，产业债融资超季节性回暖.....	4
图 7: 8 月，产业债融资集中在建筑装饰、交运等基建链.....	4
图 8: 城投债募资用于“借新还旧”比例进一步抬升.....	5
图 9: 地方国企产业债融资明显增长.....	5
图 10: 7、8 月，城投债、产业债融资“反转”.....	5
图 11: 信用债认购倍数明显抬升.....	6
图 12: 企业债券发行成本有所下降.....	6
图 13: 产业债募资用于“借新还旧”的比例大幅抬升.....	6
图 14: 可比时间段，基建链融资主要依靠贷款和专项债.....	6
图 15: “三条红线”约束下，房企有息债务增速回落.....	7
图 16: 地产相关贷款缩量、增速创新低.....	7
图 17: 2021 年下半年来，票据贴现发生额高于往年同期.....	7
图 18: 每轮信用收缩到半程，票据开始明显增长.....	7
图 19: 前两轮信用“扩张”，地产从调控转向放松.....	8
图 20: 本周(8 月 23 日-8 月 29 日)资金净投放.....	9
图 21: 下周(8 月 30 日-9 月 5 日)有 1700 亿元资金到期.....	9
图 22: 本周(8 月 23 日-8 月 29 日)货币市场利率整体上涨.....	9
图 23: 本周(8 月 23 日-8 月 29 日)SHIBOR 多数上涨.....	9
表 1: 地方债务监管政策趋严.....	5
表 2: 8 月以来，“宽”信用政策信号有所增加.....	8
表 3: 本周重点政策概览（8 月 23 日-8 月 29 日）.....	10

1、信用债融资维持高位，城投债回落、基建链带动产业债放量

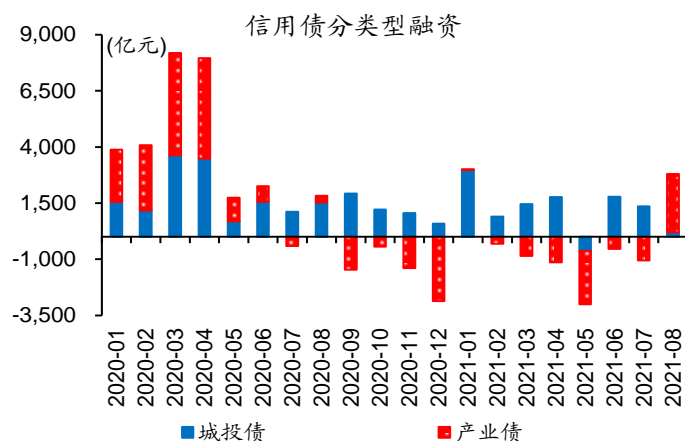
近几个月，信用债融资持续高位，城投债回落、产业债放量。8月，Wind口径信用债融资近3000亿元、高于近两年同期的1900亿元，连续3个月维持2200亿元以上的高位。拆分结构来看，8月信用债融资多由产业债贡献，后者净融资近2600亿元、占信用债融资比重超过88%，而城投债融资明显回落、8月不足200亿元，一改年初以来城投多、产业少的融资结构。

图1：8月，信用债融资超季节性增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

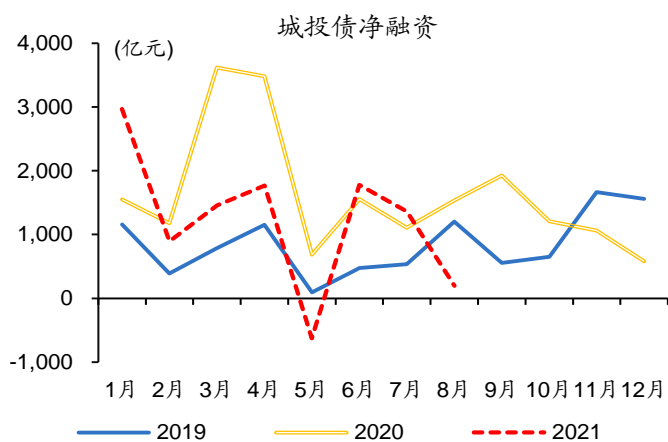
图2：8月，城投债回落、产业债放量



数据来源：Wind、开源证券研究所

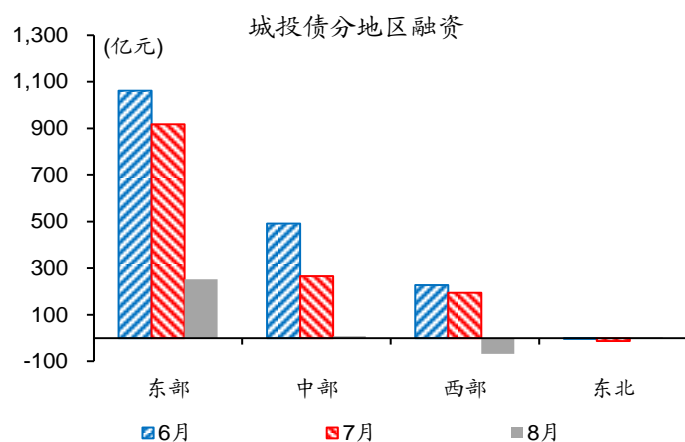
城投债融资分层明显，除东部少数地区外，大部分省市融资持续收缩。债务风险加速显性下，城投债融资明显向东部少数几个经济发达地区集中，使得东部地区城投债融资占比抬升、从6月的60%抬升至8月的129%，其中，江浙发行规模占东部比重超过60%；而部分债务压力较大省市净融资持续为负，例如，东部天津、东北吉林、及广西、内蒙等中西部省市。

图3：8月，城投债融资加速回落



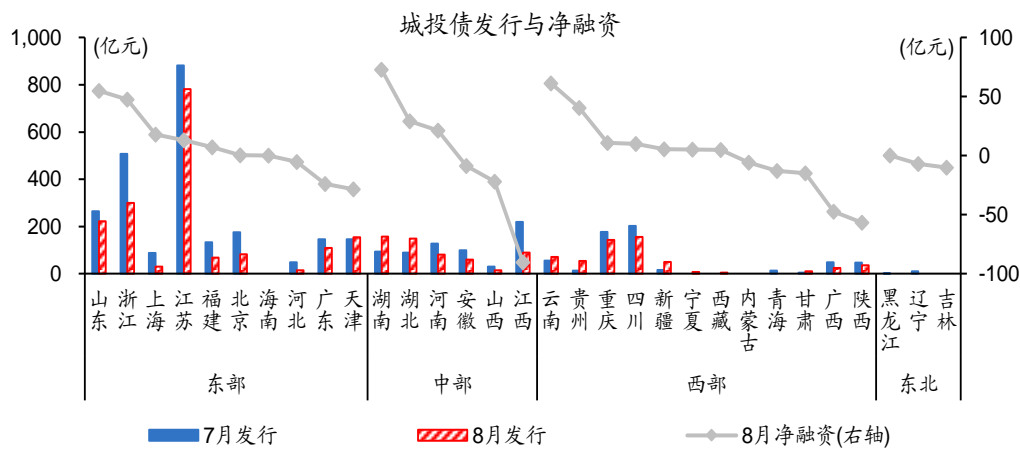
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：8月，东部净融资小幅为正、中西和东北明显缩量



数据来源：Wind、开源证券研究所

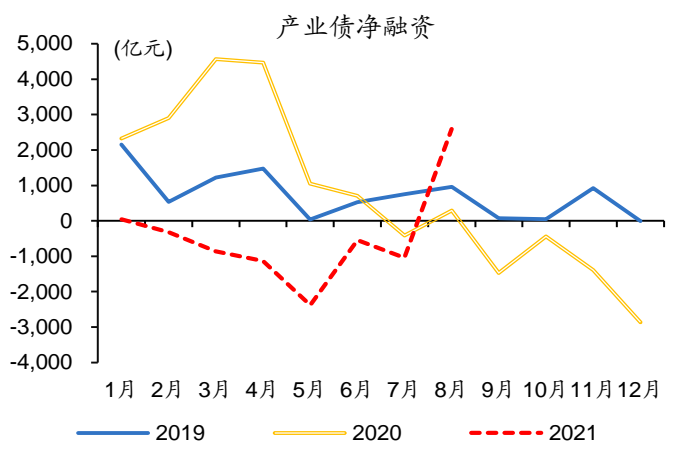
图5: 除部分东部省市城投债发行维持高位, 部分省市融资持续收缩



数据来源: Wind、开源证券研究所

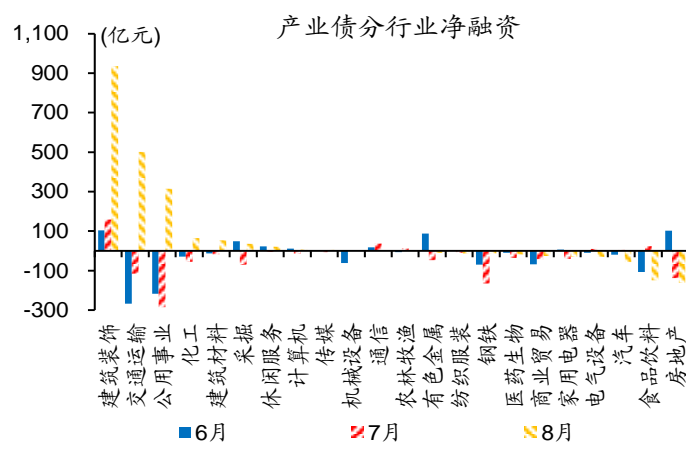
产业债融资放量, 主要集中在基建、原材料等相关领域。6月以来, 产业债融资持续改善, 8月大幅跳升至2600亿元左右, 其中, 基建链¹表现亮眼, 建筑装饰融资持续居前, 8月大幅增长至940亿元, 交通运输和公用事业均由负转正至500亿元和320亿元, 这三个行业融资合计占比超过67%, 而地产、商业贸易、家用电器等行业产业债融资持续收缩。

图6: 8月, 产业债融资超季节性回暖



数据来源: Wind、开源证券研究所

图7: 8月, 产业债融资集中在建筑装饰、交运等基建链



数据来源: Wind、开源证券研究所

¹ 根据行业分类, 将交通运输、建筑装饰、建筑材料、公用事业归为基建类融资。

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

2、债务监管加强下，部分城投债再融资需求或转向产业债

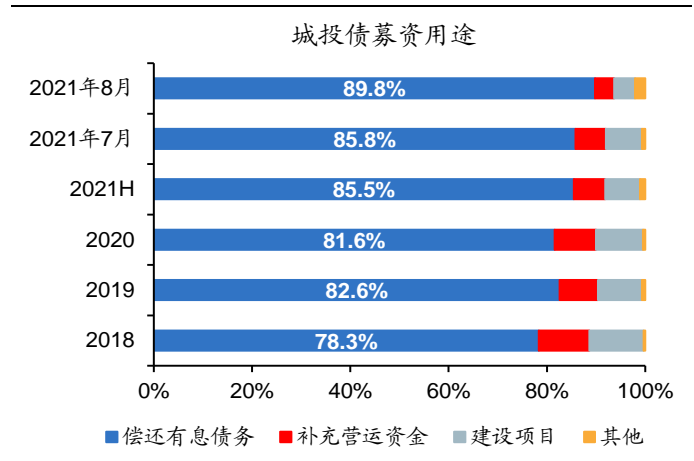
城投债融资回落，或与债务监管的影响加速显现等有关。4月以来，当局对地方债务重视度明显上升，要求“落实地方党政主要领导负责的财政金融风险处置机制”等；交易所等明确规定债券发行募资不得新增地方政府债务，各地也陆续出台债务控制化解方案。在此背景下，城投债融资增长放缓、部分月份显著低于以往同期，募资注明用于“借新还旧”的比例持续大幅抬升，8月达90%、创历史新高（《政策跟踪第3期：城投债，收紧号角响起？》、《政策跟踪第4期：城投债融资“新”变化》）。

表1：地方债务监管政策趋严

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	《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》	加强预算控制约束和风险防范，实施项目企业生命周期管理...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控，加强重大政策、重大政府投资项目等财政承受能力评估...健全地方政府依法举债机制。
2021年4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)主要城市建设工程中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。
2021年7月	政治局会议	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8月	中央财经委员会第十次会议	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。要落实地方党政责任制，压实各方责任。

资料来源：中国人民银行、政府网站、开源证券研究所

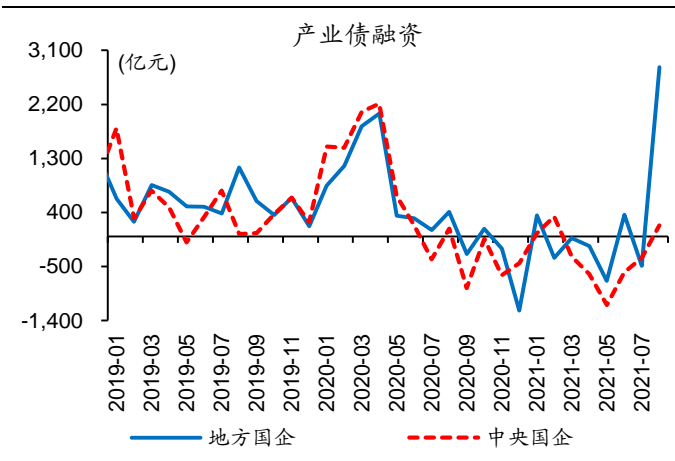
图8：城投债募资用于“借新还旧”比例进一步抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

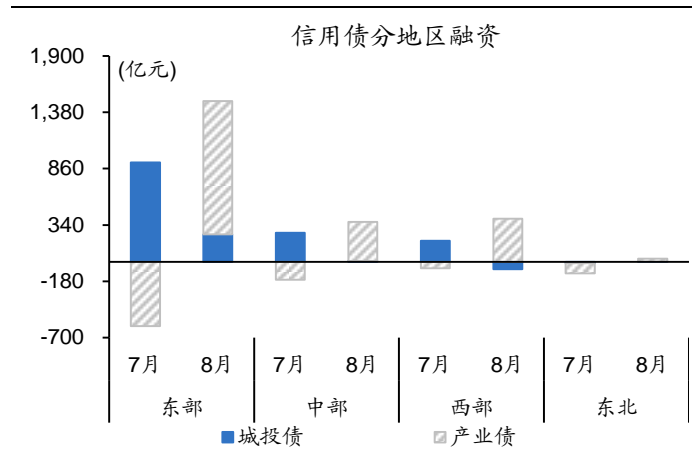
城投平台融资受限、债务压力下，部分债务再融资需求可能转向产业债。4月以来，地方国企产业债融资多好于央企，8月净融资显著放量、达2820亿元，而央企融资在零附近。地方国企融资带动下，各地均出现城投债融资少、产业债放量的现象，例如，8月东部城投债收缩近600亿元、而产业债由负转正至1230亿元，中西部和东北地区也类似。

图9：地方国企产业债融资明显增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

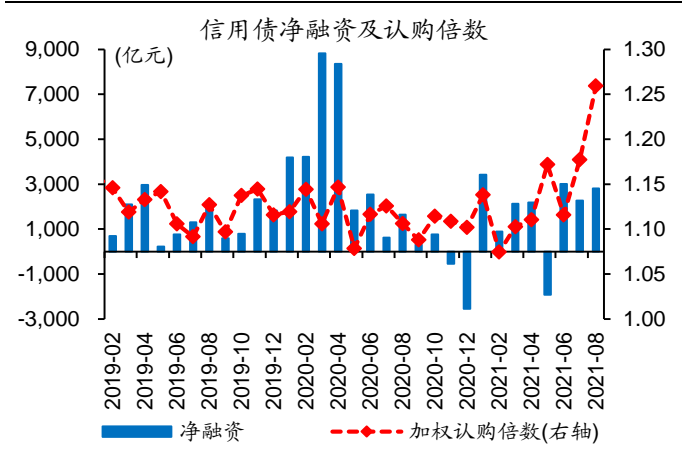
图10：7、8月，城投债、产业债融资“反转”



数据来源：Wind、开源证券研究所

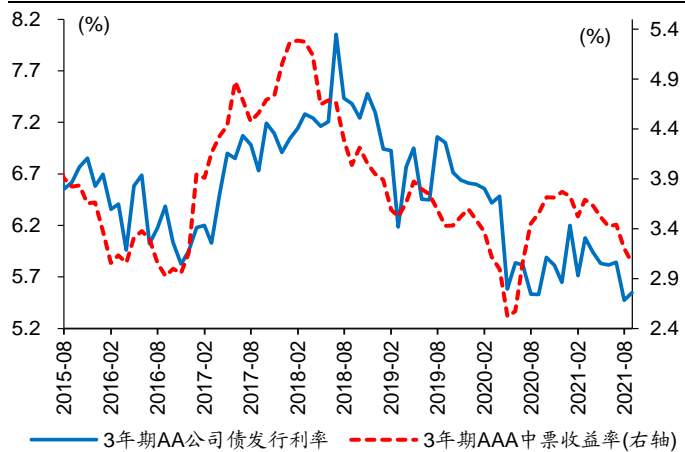
此外，“资产荒”下机构欠配、融资成本下降的供需格局，也有利于企业发债。伴随地产和平台融资加速收缩等，金融机构可配置资产减少，同时流动性充裕，导致以银行为代表的机构资产欠配现象突出（详情参见《“资产荒 3.0 时代”》）。“资产荒”背景下，机构对信用债认购热情相对高涨、加权认购倍数明显高于 2020 年，8 月更是大幅抬升至 1.26、高于均值的 1.12。机构加码配置推动下，企业融资成本明显回落，也推升企业发债意愿。

图11: 信用债认购倍数明显抬升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 企业债券发行成本有所下降

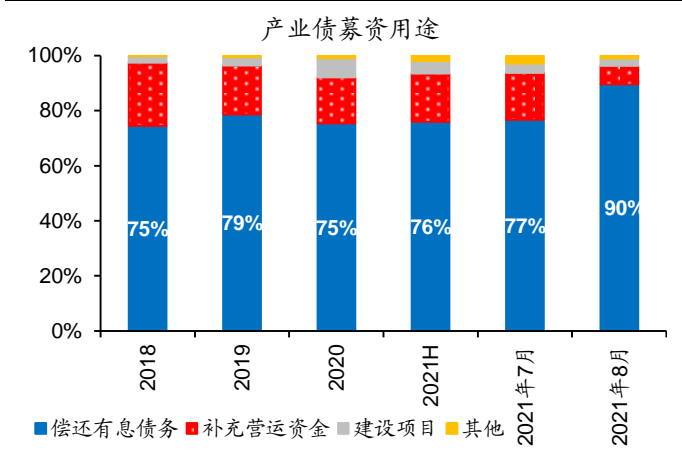


数据来源: Wind、开源证券研究所

3、信用债多用于偿债、对信用环境拉动有限，政策发力需跟踪

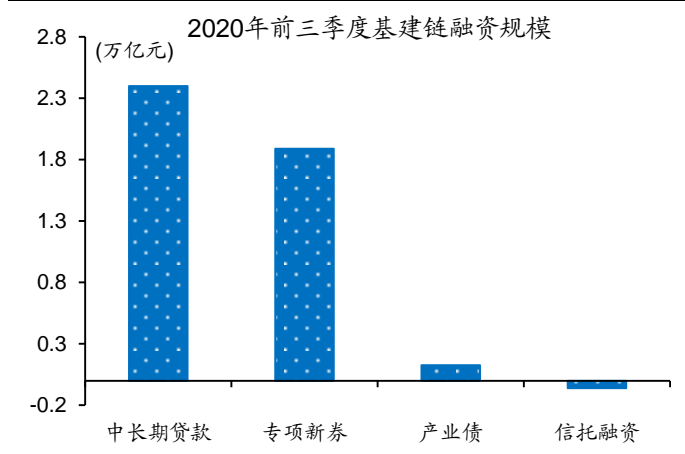
产业债融资的放量，大部分用于偿还有息债务，对信用环境的拉动或相对有限。8月，产业债基建相关融资放量，但多用于偿债、“借新还旧”比例抬升13个百分点至90%，建设项目比例进一步回落至3%以内、对投资支持相对有限。基建投资资金，除少部分财政预算内资金外，大多依靠实施主体贷款、债券融资较小，例如，2020年前三季度基建中长贷2.4万亿元、基建链产业债用于建设的规模不足1300亿元。

图13: 产业债募资用于“借新还旧”的比例大幅抬升



数据来源: Wind、开源证券研究所

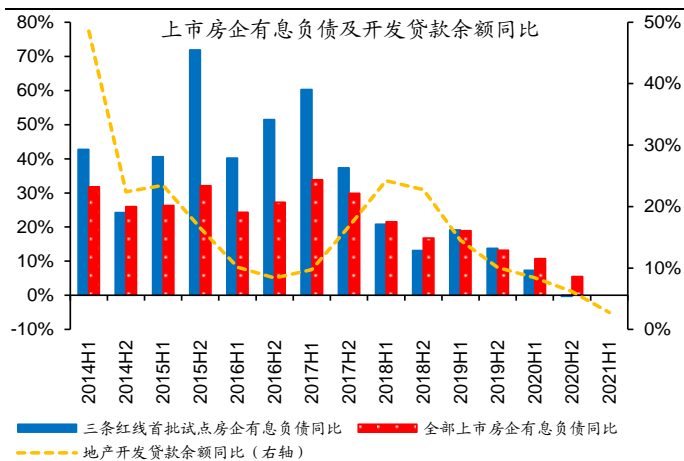
图14: 可比时间段，基建链融资主要依靠贷款和专项债



数据来源: 中国人民银行、Wind、开源证券研究所

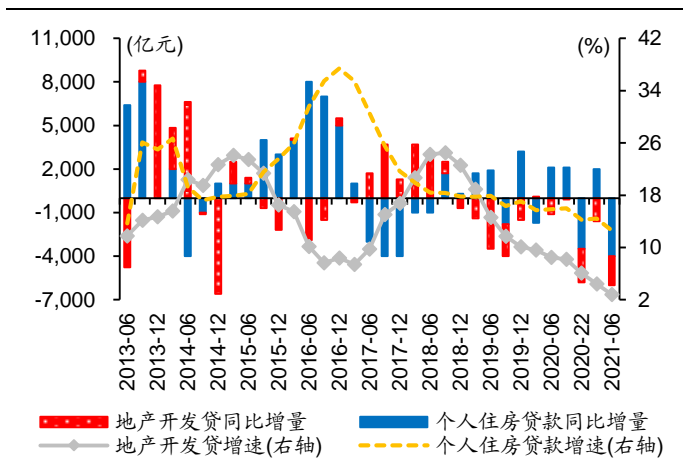
地方债务、地产融资约束，叠加实体需求走弱下，信用“收缩”尚未结束。地方债务监管的加强，堵住城投债、信贷等新增隐性债务渠道，进而约束政府广义杠杆行为；地产调控政策的定力，也明显强于传统周期，“三条红线”、贷款集中度等考核，对房企融资影响持续显现中。传统两大引擎受限的同时，实体融资需求走弱愈加凸显、票据冲量明显增多，进一步强化信用“收缩”（详情参见《“宽”信用言之尚早》）。

图15：“三条红线”约束下，房企有息债务增速回落



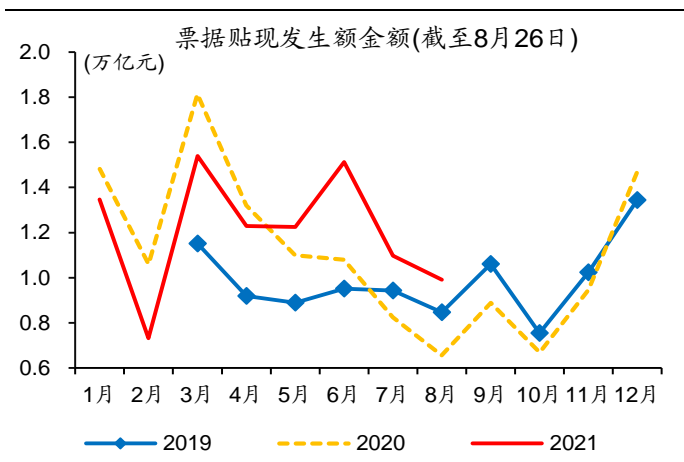
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：地产相关贷款缩量、增速创新低



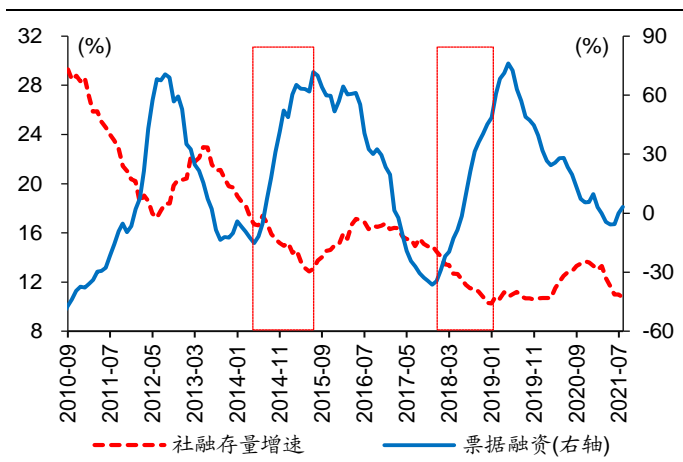
数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：2021年下半年来，票据贴现发生额高于往年同期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：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

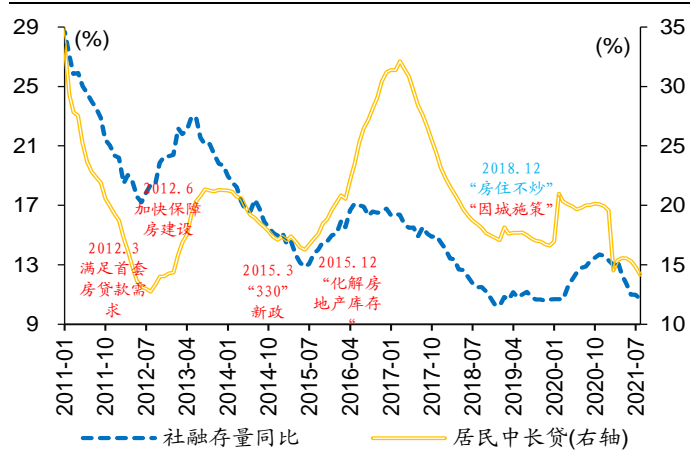
传统引擎约束下，宽信用政策如何发力后续还需紧密跟踪。信用环境加速收缩、实体需求持续走弱下，货币信贷形势分析座谈会提前召开等，推升市场宽信用预期。经验显示，信用环境从持续收缩到重回扩张，多伴随稳增长加码、地产政策放松等。但本轮信用“收缩”阶段，地方债务监管和地产调控等政策定力较强，宽信用政策或聚焦结构、对信用环境的影响仍需观察。

表2: 8月以来,“宽”信用政策信号有所增加

时间	会议/文件	主要内容
8月20日	二季度货币政策执行报告	保持再贷款、再贴现政策稳定性 , 实施好两项直达实体经济货币政策工具的延期工作...保持对小微企业的金融支持力度不减, 更好发挥它们在稳企业保就业中的重要作用。 实施好信贷增长缓慢省份的再贷款政策, 支持区域协调发展。
8月23日	货币信贷形势分析座谈会	做好跨周期设计, 衔接好今年下半年和明年上半年信贷工作, 加大信贷对实体经济特别是中小微企业的支持力度, 增强信贷总量增长的稳定性 ...坚持推进信贷结构调整, 加大对重点领域和薄弱环节的支持...继续推进银行资本补充工作, 提高银行信贷投放能力。
8月26日	“金融支持巩固拓展脱贫攻坚成果全面推进乡村振兴电视电话会议”	要进一步增强政策合力... 运用再贷款再贴现、存款准备金率等货币政策工具, 为金融机构服务乡村振兴提供资金支持。

数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 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

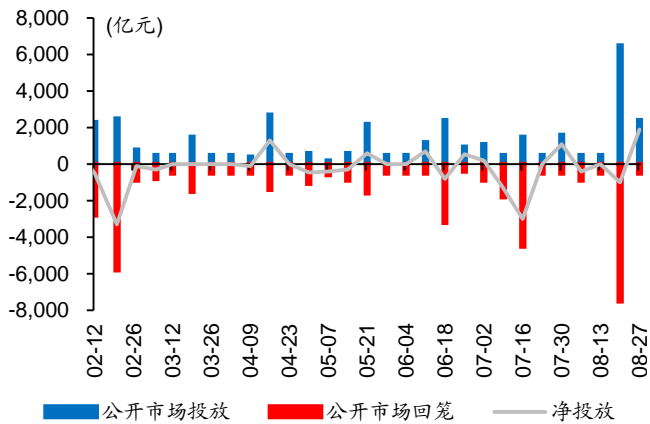
经过研究, 我们发现:

- (1) 近期, 信用债融资维持高位, 城投债回落、产业债放量。其中, 城投债分层凸显、多数省市融资持续收缩; 产业债融资集中在建筑、交运等基建相关领域。
- (2) 城投债融资回落, 或与债务监管加强的影响加速显现等有关。城投平台融资受限、债务压力下, 部分债务再融资需求可能转向产业债。
- (3) 产业债融资的放量, 大部分用于偿还有息债务, 对信用环境的拉动或相对有限。传统引擎约束下, 信用“收缩”尚未结束, 宽信用政策如何发力还需紧密跟踪。

4、流动性与政策跟踪

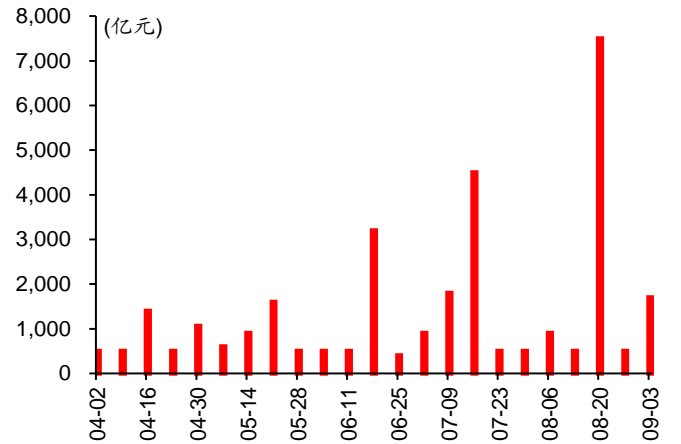
资金净回笼，公开市场缩量。本周（8月23日-8月29日）资金净投放1900亿元，其中7天逆回购投放1700亿元、到期500亿元，国库定存700亿元。下周（8月30日-9月5日）将有1700亿元资金到期，其中，周一、周二日均100亿元逆回购到期，周三至周五日均500亿元逆回购到期。

图20: 本周(8月23日-8月29日)资金净投放



数据来源: Wind、开源证券研究所

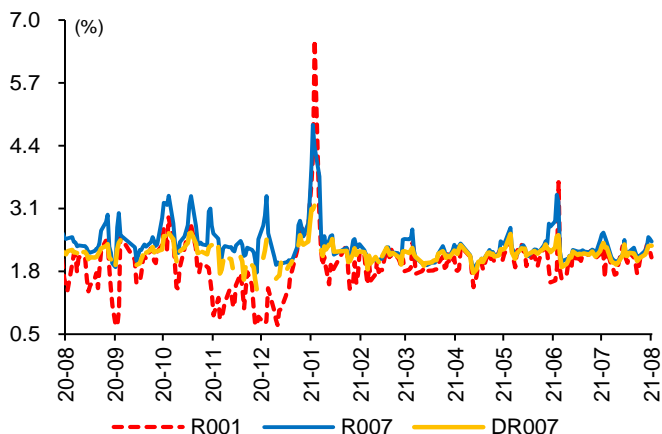
图21: 下周(8月30日-9月5日)有1700亿元资金到期



数据来源: Wind、开源证券研究所

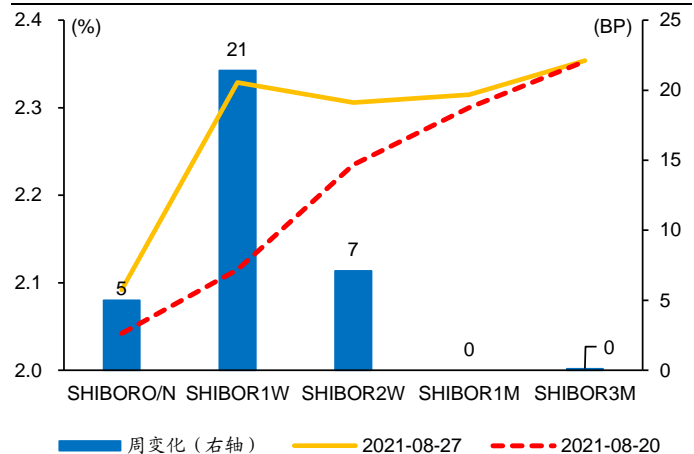
货币市场利率整体上涨。R007和DR007分别较前周上涨28.4BP和24.4BP至2.42%和2.33%，R001维持高位2.09%，R014和R1M分别较前周上涨9.6BP和27.2BP至2.41%和2.73%；SHIBOR隔夜、1周、2周和1月分别较前周上涨5BP、21BP、7BP和2BP至2.09%、2.33%、2.31%和2.32%，SHIBOR3月走平于2.35%。

图22: 本周(8月23日-8月29日)货币市场利率整体上涨



数据来源: Wind、开源证券研究所

图23: 本周(8月23日-8月29日)SHIBOR多数上涨



数据来源: Wind、开源证券研究所

政策跟踪关键词：“增强信贷总量增长的稳定性”。周一，货币信贷形势分析座谈会召开，较往年提前3个月召开，强调“增强信贷总量增长的稳定性”，推进银行资本补充工作来“提高银行信贷投放能力”；周二，证券时报报道，银保监会召集国有六大行开会，部署摊余成本法理财产品的后续安排，要求9月以后理财产品不得采用成本法估值，存量资产需要在10月底前完成整改；周四，乡村振兴电视电话会议，指出“运用再贷款再贴现、存款准备金率等货币政策工具，为金融机构服务乡村振兴提供资金支持”；周五，新华社报道，近期印发了《关于加强地方人大对政府债务审查监督的意见》、推动地方人大加强对政府债务的审查监督作出工作部署、提出意见建议，当天《2021年上半年中国财政政策执行情况报告》颁布，提出要加快下半年地方政府债券发行进度等。

表3：本周重点政策概览（8月23日-8月29日）

类别	时间	会议/文件	主要内容
政策基调	8月23日	货币信贷形势分析座谈会	继续做好跨周期设计， 衔接好今年下半年和明年上半年信贷工作，加大信贷对实体经济特别是中小微企业的支持力度，增强信贷总量增长的稳定性 ...要坚持推进信贷结构调整，加大对重点领域和薄弱环节的支持...要 促进实际贷款利率下行 ，小微企业综合融资成本稳中有降。要继续推进银行资本补充工作， 提高银行信贷投放能力 。
	8月26日	“金融支持巩固拓展脱贫攻坚成果 全面推进乡村振兴”电视电话会议	进一步增强政策合力。 运用再贷款再贴现、存款准备金率等货币政策工具 ，为金融机构服务乡村振兴提供资金支持，做好金融机构服务乡村振兴考核评估工作。更好发挥政府性融资担保的作用，取消或降低对政府性融资担保机构的盈利考核要求。
金融监管	8月24日	银保监会召集国有六大行开会，部署摊余成本法理财产品的后续安排	(1)过渡期结束后（2021年末以后）， 不得再存续或新发以摊余成本计量的定期开放式理财产品 ，即2018年人民银行“7·20补充通知”政策不得再沿用。 (2)除严格按照现行监管规定使用摊余成本计量外， 对于理财产品2021年9月1日之后新增的直接和间接投资资产 ，均应优先使用市值法进行公允价值计量，暂不允许对除未上市企业股权外的资产采用成本法估值。 对于已适用成本法估值的理财产品存量资产，应于2021年10月底前完成整改 。
地方债务	8月27日	《关于加强地方人大对政府债务审查监督的意见》	(1)切实加强地方人大对政府债务的审查监督，防控政府债务风险，实现稳增长与防风险长期均衡。 (2)将政府债务审查监督在人大监督工作中、在预算审查监督工作中突出出来...坚持全口径审查和全过程监管，将政府债务限额总规模、债务限额分配是否合理、债务资金投向是否符合党中央方针政策和经济社会发展实际，债务资金有无挪用、长期闲置、损失浪费情况等，全部纳入人大审查监督的范围...在预算审查、预算执行监督、预算调整方案审查、决算审查等各环节，把政府债务资金的借、用、管、还全过程作为监督对象和内容，拓展监督深度，加大监督力度，硬化预算约束。 3、加快健全完善政府债务审查监督制度。建议各省级人大根据需要与可能，适时修改完善人大预算审查监督地方性法规，加强对包括地方政府债务在内的政府预算全口径审查、全过程监管。
	8月27日	2021年上半年中国财政政策执行情况报告	贯精准实施宏观政策，提升积极财政政策效能， 加快下半年预算支出和地方政府债券发行进度 ，聚焦支持实体经济和促进就业，进一步激发市场主体动力活力，同时健全跨周期调节机制，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性， 统筹做好今明两年财政政策衔接，应对好可能发生的周期性风险 ，巩固经济稳中向好态势

资料来源：政府网站、证券时报、新华社、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的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