

2020 年 06 月 13 日

中小盘研究团队

从科创板看创业板注册制改革（打新篇）：市场充分博弈，收益值得期待

——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

● 科创板网下打新收益较 2019 年下降但依旧可观，单只新股收益明显上升

2020 年 1-5 月，科创板网下打新收益 352 亿元，是 A 股其它板块之和（83 亿元）的 4 倍，科创板仍是网下打新收益的主要来源。不过，科创板发行节奏放缓导致打新收益下降。2020 年 1-5 月，科创板月均上市公司 7 家，月均融资 80 亿元。而 2019 年 7-12 月，上述两个数据分别为 11 家和 136 亿元。科创板网下打新收益相应从 2019 年的月均 90 亿元减少到 2020 年 1-5 月的 71 亿元。但受益于上市首日涨幅的提高，单只新股打新收益明显上升。2019 年 9-12 月，科创板运行进入稳态后，平均单只新股分别为 A/B/C 类账户（假设顶格申购）创造打新收益 17.7/16.5/14.3 万元。2020 年 1-5 月，这一数据提高到 40.7/38.3/32.2 万元。总体来看，科创板网下打新收益依旧可观。以 A 类账户为例，2020 年 1-5 月规模分别为 1 亿元/2 亿元/4 亿元的产品累计实现科创板打新增强收益 4.6%/4.2%/3.2%。

● 网下询价参与度和报价难度大幅提高，机构博弈促发行定价更理性

科创板可观的网下打新收益使得网下打新投资者数量大幅增加。2020 年 5 月科创板网下打新户数平均为 4398 个，单只新股网下申购额 9228 亿元，而 2019 年 7 月网下打新户数平均仅 2157 个，单只新股网下申购额为 3083 亿元。网下打新参与度提升使得中签率大幅下降，A/B/C 类账户网下打新中签率从 2019 年 7 月的 0.33%/0.32%/0.28% 下滑至 2020 年 5 月的 0.08%/0.07%/0.07%。同时参与度的提升加剧了网下报价博弈，报价入围难度显著提升。科创板网下报价入围率由 2020 年 1 月的 80.9% 下滑至 5 月的 66.5%。机构间的充分博弈也使得首发定价更理性。2019 年科创板首发 PE 是行业平均的 2.4 倍，而 2020 年 1-5 月下降到 1.4 倍。定价趋于理性叠加中签率下降后筹码更加分散，推动科创板新股上市首日涨幅从 2019 年的平均 123% 提高至 2020 年的 175%。在科创板充分博弈的环境下，虽然报价难度加大，但首日涨幅提高，从而增厚了单只新股的打新收益。

● 借鉴科创板经验，创业板注册制后网下打新收益值得期待

借鉴科创板经验，创业板注册制改革后打新收益有望显著提升。中签率来看：创业板网下询价对象和初始配售比例与科创板一致，C 类投资者门槛提高，且配售比例大幅向网下倾斜，网下中签率将明显上升。上市首日涨幅方面：机构充分博弈有望使创业板首发定价趋于理性。同时打新投资者参与度高将带来中签率绝对水平仍较低，筹码充分分散。因此我们认为注册制后创业板公司仍有望获得较高的上市首日涨幅。募资规模而言：目前创业板排队 IPO 企业达 184 家，项目储备充足。同时上市条件优化有望吸引优质的未盈利企业及红筹企业上市。结合注册制下发行审核效率提升，创业板融资规模将扩容。总体而言，创业板注册制改革后中签率大幅提升、融资规模扩容及较高的首日涨幅将创造可观的打新收益。

● 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-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

《中小盘 IPO 专题-非公开转让和配售制度明确，科创板制度创新进一步加码》-2020.4.4

《中小盘 IPO 专题-科创板网下打新收益更胜一筹》-2020.3.28

目 录

1、 科创板仍是打新收益主要来源，单只新股收益明显上升.....	3
1.1、 与 A 股其他板块相比，科创板仍是网下打新收益的主要来源.....	3
1.2、 科创板发行上市节奏放缓，导致打新收益有所下降.....	3
1.3、 中签率和上市首日涨幅此消彼长，平均单只新股打新收益显著提高.....	4
2、 网下询价参与度大幅提高，机构博弈促发行定价更理性.....	5
2.1、 机构积极参与科创板打新，中签率持续下降.....	5
2.2、 市场化询价机制下机构充分博弈，报价入围难度明显提高.....	6
2.3、 充分博弈下首发定价趋于理性，上市后股价涨幅提升.....	7
3、 借鉴科创板经验，注册制下创业板网下打新收益值得期待.....	8
4、 风险提示.....	10

图表目录

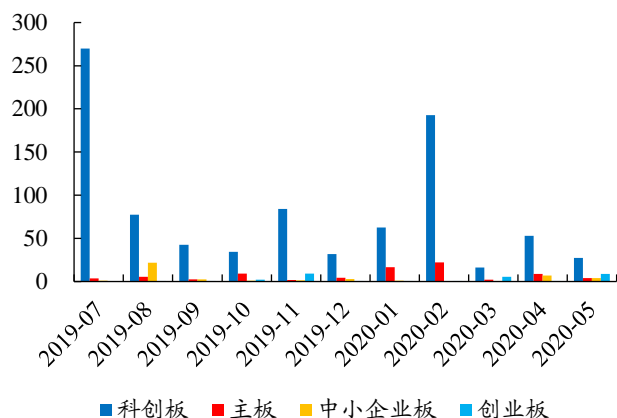
图 1： 科创板仍然是 A 股网下打新收益主要来源（亿元）.....	3
图 2： A 类投资者参与科创板打新累计收益率.....	3
图 3： B 类投资者参与科创板打新累计收益率.....	3
图 4： C 类投资者参与科创板打新累计收益率.....	3
图 5： 2020 年以来科创板 IPO 公司数有所下降.....	4
图 6： 2020 年以来科创板首发募资总额有所下降（亿元）.....	4
图 7： 科创板网下打新收益随发行节奏放缓而下降.....	4
图 8： 上市首日涨幅上升推动单只新股打新收益提高.....	5
图 9： 参与科创板询价账户数和申购额大幅增加.....	5
图 10： 科创板询价申购倍数上升导致网下打新中签率下降.....	6
图 11： 科创板报价入围率显著下降.....	6
图 12： 基金管理规模前 20 大公募的科创板报价平均入围率跑输市场.....	6
图 13： 科创板网下询价报价难度有所提高.....	7
图 14： 科创板定价突破报价报告下限，但首日涨幅提高.....	8
图 15： 科创板定价更趋理性，打开上市后股价上涨空间.....	8
图 16： 参与创业板网下询价账户数远多于科创板.....	8
图 17： 创业板网下发行量占比（回拨后）远低于科创板.....	8
图 18： 创业板网下打新中签率远低于科创板.....	9
图 19： 创业板 IPO 储备项目充足.....	9
表 1： 创业板发行与承销制度主要变化及与科创板对比.....	9

1、科创板仍是打新收益主要来源，单只新股收益明显上升

1.1、与 A 股其他板块相比，科创板仍是网下打新收益的主要来源

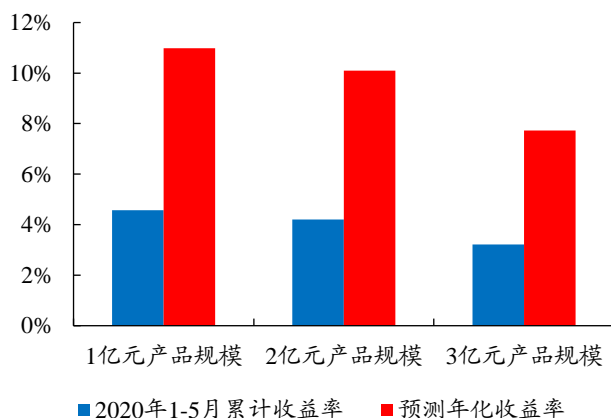
2020 年 1-5 月，科创板/主板/中小板/创业板分别创造网下打新收益 352.3/53.7/12.7/16.5 亿元，科创板网下打新收益是 A 股其它板块之和的 4 倍。从绝对收益角度看，科创板打新收益率依旧可观。根据我们测算，2020 年 1-5 月 1 亿元/2 亿元/4 亿元的 A 类产品实现增强收益 4.6%/4.2%/3.2%，年化收益率可达 11.0%/10.1%/7.7%；同等规模的 B 类产品实现增强收益 4.3%/4.0%/3.1%，年化收益率可达 10.4%/9.6%/7.4%；同等规模的 C 类产品则实现增强收益 3.6%/3.3%/2.6%，年化收益率可达 8.7%/8.0%/6.2%。可见，科创板仍是网下打新收益的主要来源，且仍能为机构投资者创造较高的增强收益。

图1：科创板仍然是 A 股网下打新收益主要来源（亿元）



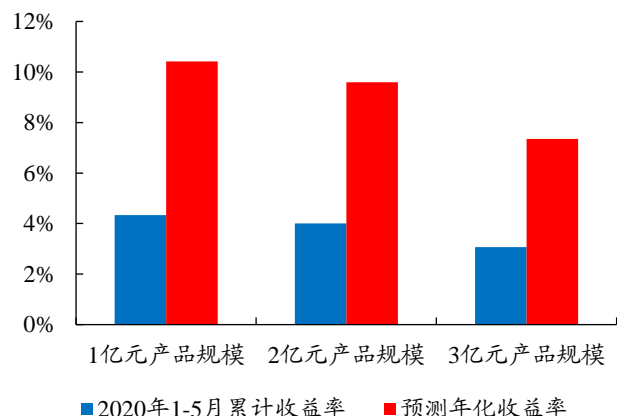
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：A 类投资者参与科创板打新累计收益率



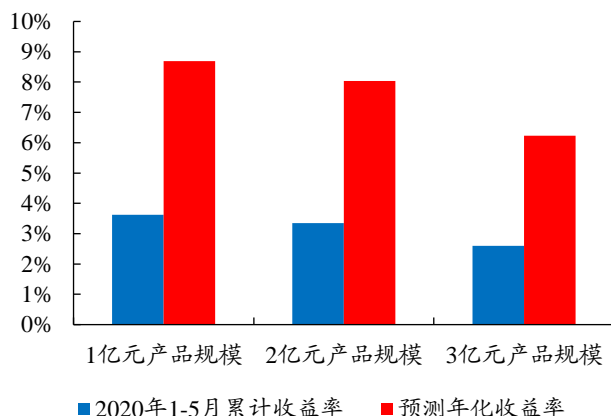
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：B 类投资者参与科创板打新累计收益率



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：C 类投资者参与科创板打新累计收益率

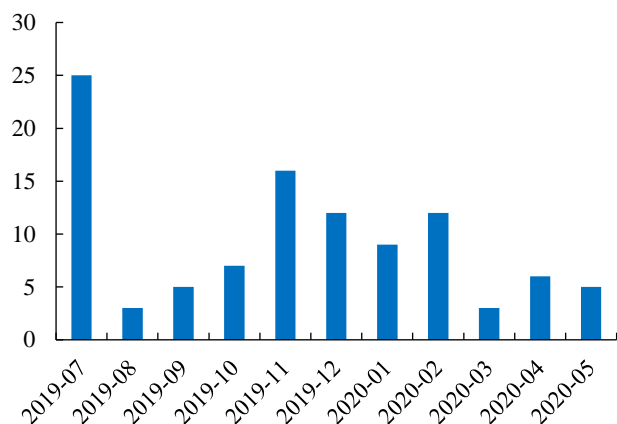


数据来源：Wind、开源证券研究所

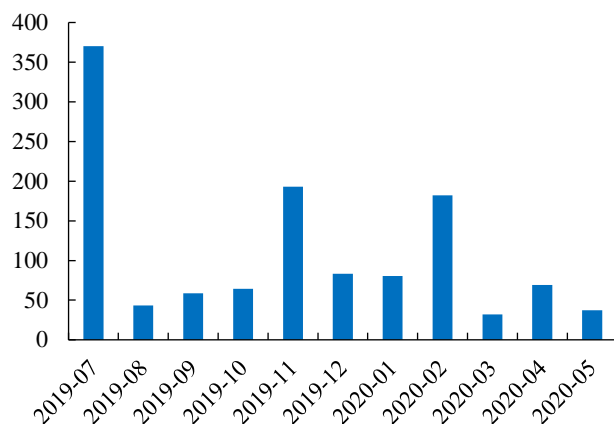
1.2、科创板发行上市节奏放缓，导致打新收益有所下降

影响打新收益的核心因素主要有募资规模、中签率和上市涨幅，其中募资规模与上市公司数量高度相关，中签率和上市涨幅则决定单个公司的打新收益。2020 年以来，

科创板发行节奏有所放缓，导致募资规模缩小。2020 年 1-5 月，科创板月平均上市家数 7 家，月平均融资规模 80.2 亿元。而 2019 年 7-12 月，科创板月平均上市家数 11 家，月平均融资规模 135.5 亿元。即使剔除 2019 年 7 月科创板首批集中上市的影响，2019 年 8-12 月科创板共有 43 家企业上市，实现融资总额 442.7 亿元，同样明显高于 2020 年 1-5 月 35 家的上市数量和 401 亿元的总融资额。

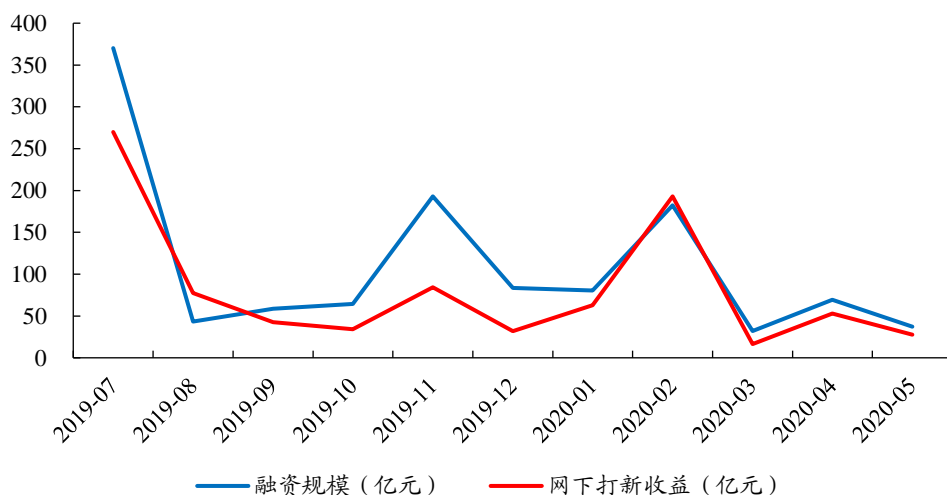
图5：2020 年以来科创板 IPO 公司数有所下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2020 年以来科创板首发募资总额有所下降（亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

发行节奏的放缓和融资规模的缩小使得科创板打新收益有所下降。2020 年 1-5 月，科创板平均每月实现网下打新收益 70.5 亿元（累计收益 352.3 亿元），显著低于 2019 年平均每月的打新收益 90.0 亿元（累计收益 540.0 亿元）。

图7：科创板网下打新收益随发行节奏放缓而下降


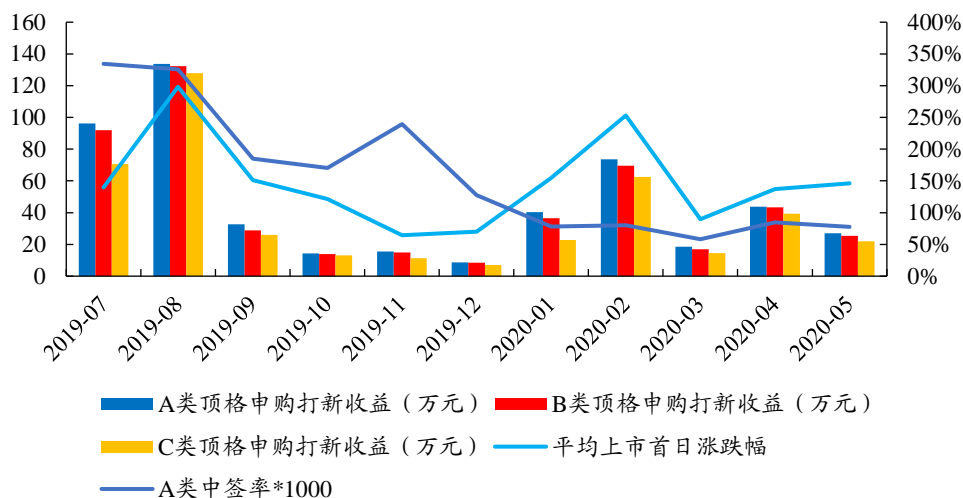
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、中签率和上市首日涨幅此消彼长，平均单只新股打新收益显著提高

虽然科创板网下打新收益总额有所下降，但是平均单只新股的打新收益明显提高。2019 年，随着科创板运行逐渐进入稳态，单只新股打新收益持续下降。9-12 月，科创板平均单只新股分别为 A/B/C 类账户（假设顶格申购）创造打新收益 17.7/16.5/14.3 万元，而 2020 年 1-5 月，这一数据提高到 40.7/38.3/32.2 万元。单只新股打新收益的提高是中签率和上市涨幅共同作用的结果，其中上市涨幅的影响更大。2020 年以来，

科创板这两大因素呈现出此消彼长的趋势，背后均与网下询价环节机构间的博弈密不可分。

图8：上市首日涨幅上升推动单只新股打新收益提高



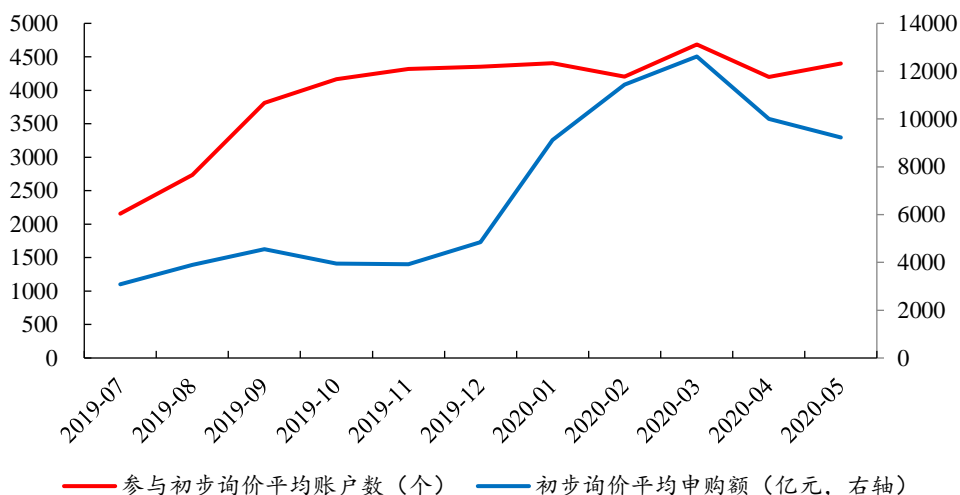
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、网下询价参与度大幅提高，机构博弈促发行定价更理性

2.1、机构积极参与科创板打新，中签率持续下降

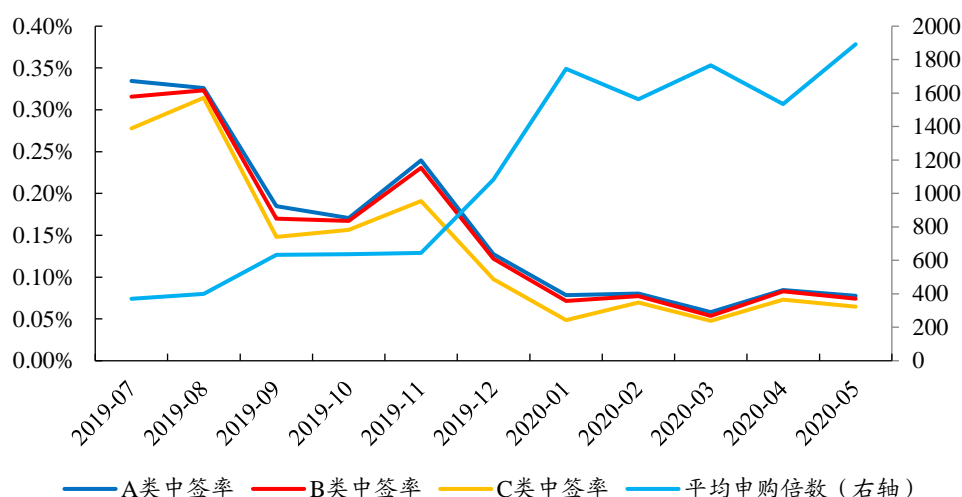
科创板正式开市以来，可观的打新收益吸引了越来越多的机构投资者参与网下询价。2020年5月，参与科创板网下询价的账户数平均为4398个，相比2019年7月科创板刚推出时的2157个已经翻倍。科创板平均单只新股网下初步询价申购额则从2019年7月的3083亿元大幅提高至2020年5月的9228亿元，增幅接近200%。

图9：参与科创板询价账户数和申购额大幅增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

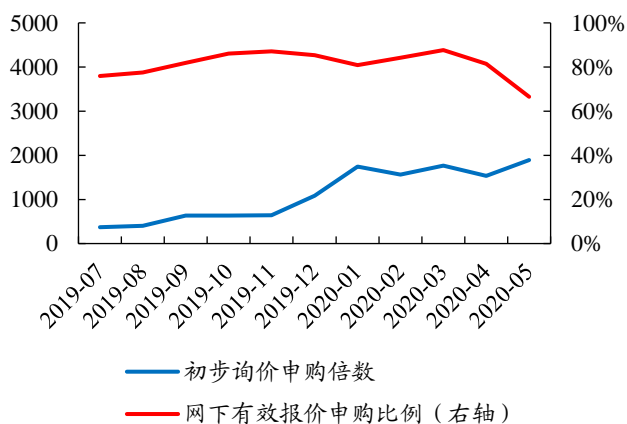
机构参与度的大幅提高直接将平均申购倍数推升至2020年5月的1892倍，是2019年7月的5倍。与此同时，网下询价中签率则持续下降，A/B/C类账户中签率从2019年7月的0.334%/0.316%/0.278%一路下滑至2020年5月的0.078%/0.074%/0.065%。

图10: 科创板询价申购倍数上升导致网下打新中签率下降


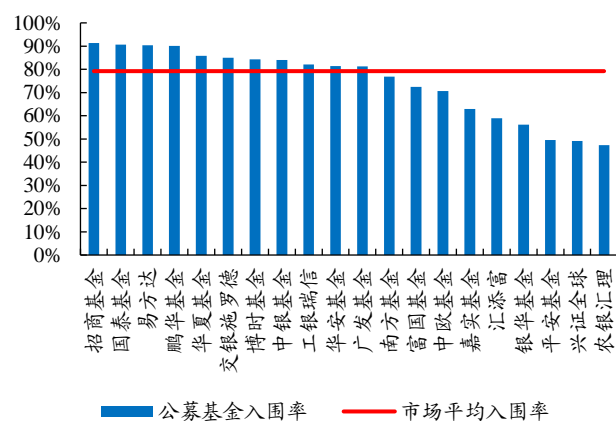
数据来源: Wind、开源证券研究所

2.2、市场化询价机制下机构充分博弈，报价入围难度明显提高

目前科创板完成网下询价的公司中，除了复旦张江增设累计投标询价环节，其它公司均根据初步询价结果确定发行价。在市场化询价机制下，最终发行定价取决于所有参与者的报价情况，这意味着机构报价不仅要依据公司基本面分析，更要推测其他参与者的价格预期，从而自发地形成博弈。而随着机构参与程度的大幅提高，科创板询价环节博弈程度越来越激烈，报价入围难度显著增加。2020年以来，科创板网下有效报价申购比例（入围率）持续下降，由1月份的80.9%下滑至5月份的66.5%。这直观体现了当前询价难度的大幅提高。根据我们的统计，在2020年1-5月，基金管理规模前20大的公募（以扣除货基后的全部产品规模计，根据截至2020年5月底的万得统计数据排名）参与科创板网下询价的平均入围率仅74.5%，其中只有一半左右的基金入围率跑赢同期市场平均水平（79.2%）。

图11: 科创板报价入围率显著下降


数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 基金管理规模前20大公募的科创板报价平均入围率跑输市场


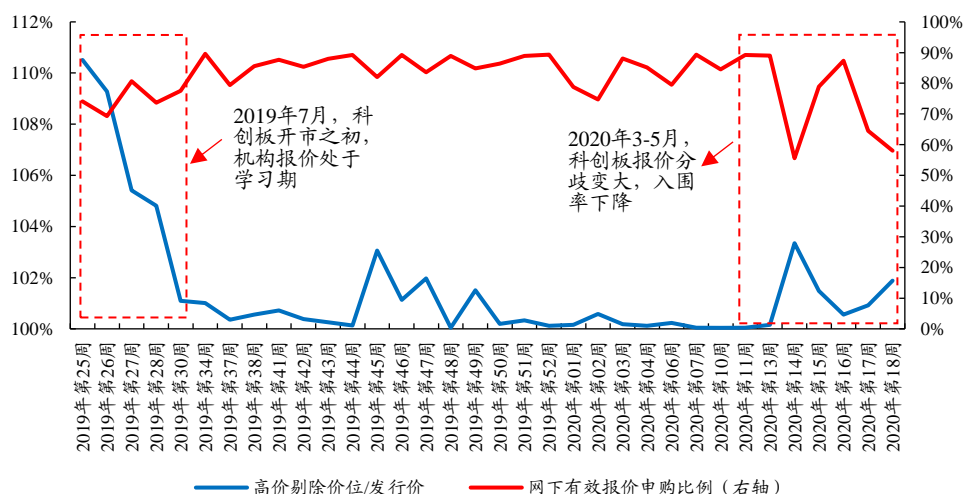
数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 公募规模以截至5月底扣除货基后的全部产品规模计

我们同时从另外一个角度观察科创板网下询价环节机构间博弈情况的变化。由于科创板网下询价固定剔除前10%的最高报价，因此我们使用高价剔除价位除以发行价

这一指标来衡量网下投资者报价的一致性。2019 年 7 月，在科创板开市之初，面对完全市场化的询价机制，市场预期尚未成型，网下投资者报价处于学习期。因此这一期间高价剔除价位相对最终发行价差距一度超过 10%，表明投资者缺乏一致预期。相应地，这一时期报价入围率也一直低于 80%。随后在学习效应的驱动下，投资者预期一致性迅速提高，导致较长时间内高价剔除价位与最终发行价均极度接近，报价入围率也长期维持在 85% 以上。但是，随着大量新参与者入局等因素的变化，2020 年以来尤其是 3-5 月份，科创板网下报价的分歧再度扩大，周度平均入围率一度下降至 58%，充分显示出机构间博弈的激烈程度。

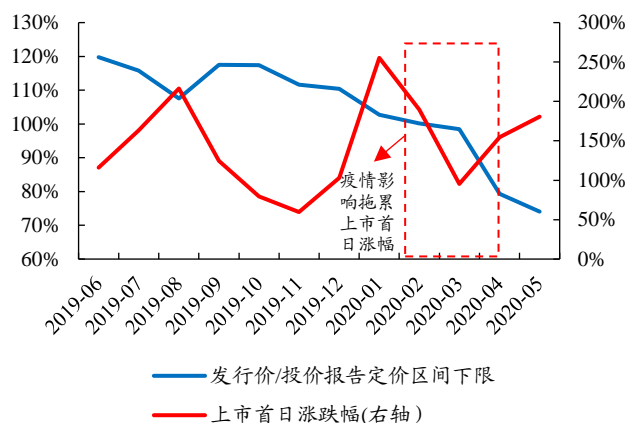
图13：科创板网下询价报价难度有所提高



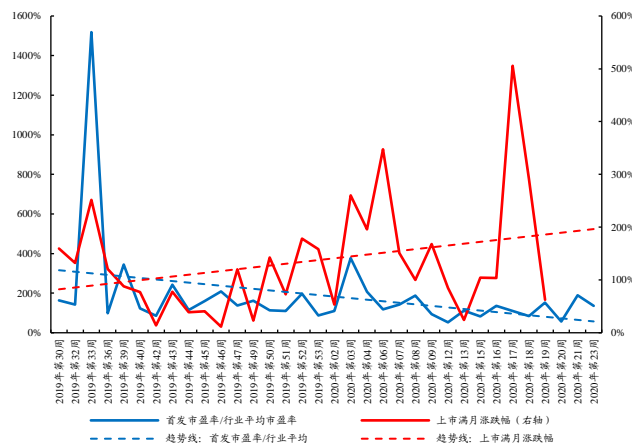
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、充分博弈下首发定价趋于理性，上市后股价涨幅提升

由发行公司主承销商提供的报价报告是科创板网下投资者报价决策的重要参考依据之一。2019 年，科创板发行价基本落在报价报告的定价区间内。不过 2020 年以来，由于投资者报价博弈加剧，科创板发行价逐渐突破报价报告定价区间下限并持续背离，5 月份首发定价平均只有报价报告定价区间下限的 74%。同时，科创板首发市盈率与公司所属行业的平均市盈率不断趋近。2019 年科创板首发市盈率是行业平均市盈率的 2.4 倍，2020 年 1-5 月，这一数据下降到 1.4 倍。这表明在当前科创板网下询价在博弈加剧之后，机构投资者网下报价更趋理性。此外，科创板在打新投资者参与度提升的背景下，中签率进一步下降，筹码更趋分散，这也推动了科创板新股上市后股价表现进一步提升。科创板公司上市首日涨幅则从 2019 年平均的 123% 提高至 2020 年的 175%，上市满月涨幅也从 2019 年平均的 100% 提升到了 2020 年的 175%。在当前科创板理性博弈的环境下，虽然入围难度加大，但首发定价也更趋理性，上市涨幅提升使得单只个股的打新收益明显提高。

图14：科创板定价突破投价报告下限，但首日涨幅提高


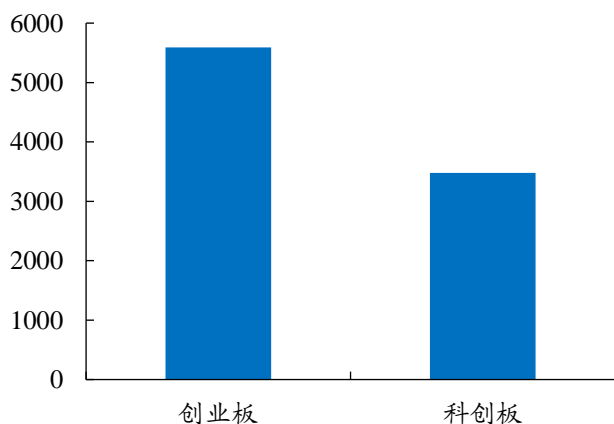
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：科创板定价更趋理性，打开上市后股价上涨空间


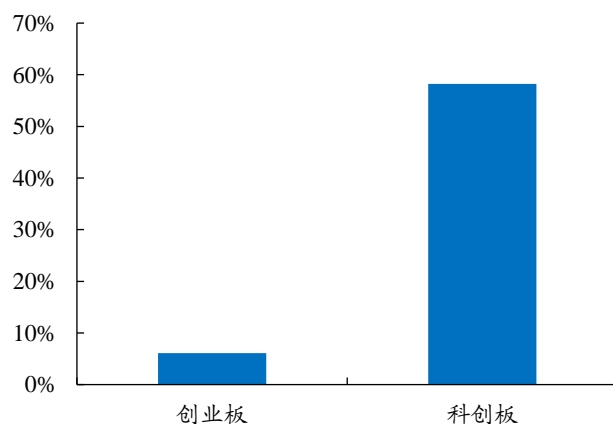
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、借鉴科创板经验，注册制下创业板网下打新收益值得期待

6月12日，证监会和深交所发布了创业板注册制改革的系列正式文件，借鉴科创板经验，创业板实施注册制后打新收益同样值得期待。**中签率方面：**创业板网下询价对象和网下初始配售比例方面的规定与科创板保持完全一致。C类投资者中个人及非专业机构投资者不再被允许参与网下询价将使得参与网下打新的投资者大量减少，而配售比例向网下的大幅倾斜将使有资格参与网下询价的机构投资者获配比例显著提高。两者叠加将使网下打新中签率明显上升。**上市首日涨幅方面：**虽然预计创业板在引入市场化询价机制后，首发估值整体将较原有水平明显提升，但借鉴科创板经验，机构间的充分博弈有望使首发定价趋于理性。另外，与科创板类似，预计创业板网下中签率绝对水平仍然较低，筹码同样充分分散。因此注册制后创业板公司仍有望获得较高的上市首日涨幅。**募资规模方面：**截至6月10日，科创板/创业板/主板/中小板排队IPO企业数量分别为298/184/133/63家，创业板项目储备充足。另外，创业板注册制改革后，上市标准更加多元化，并且允许符合条件的未盈利企业以及红筹企业上市，有望吸引更多的优质企业通过创业板融资。同时随着注册制实施，创业板发行审核效率有望提升，从而带动融资规模扩大。综合而言，创业板注册制改革后大幅提高的中签率、融资规模的扩容以及较高的首日涨幅将创造可观的打新收益。

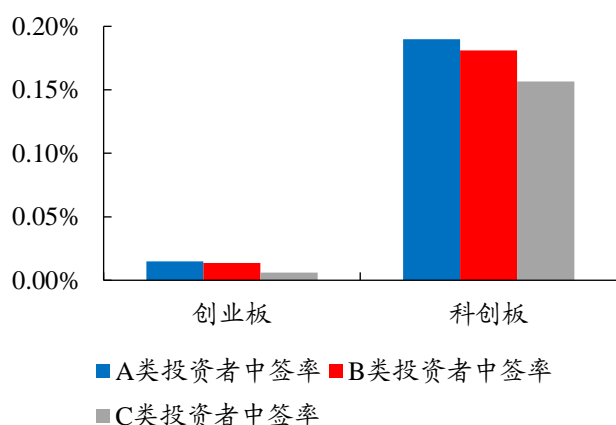
图16：参与创业板网下询价账户数远多于科创板


数据来源：Wind、开源证券研究所，数据期间：2019/07-2020/05

图17：创业板网下发行量占比（回拨后）远低于科创板


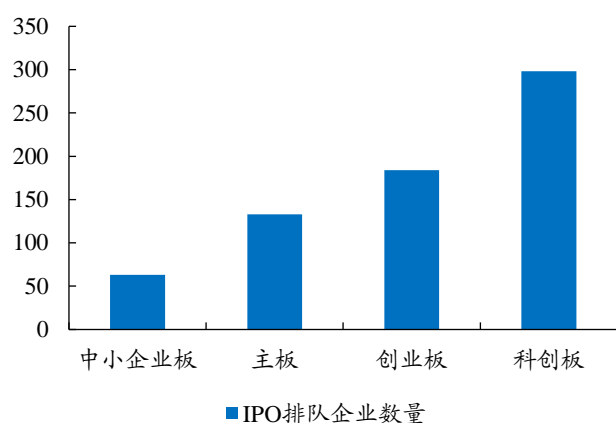
数据来源：Wind、开源证券研究所，数据期间：2019/07-2020/05

图18: 创业板网下打新中签率远低于科创板



数据来源: Wind、开源证券研究所, 数据期间: 2019/07-2020/05

图19: 创业板 IPO 储备项目充足



数据来源: Wind、开源证券研究所, 数据截至 2020/06/10

表1: 创业板发行与承销制度主要变化及与科创板对比

	创业板(注册制改革前)	创业板(注册制改革后)	科创板
网下询价对象	(1) 机构投资者或个人。 (2) 持有市值标准为 1000 万元 (实践中上市公司多要求 5000 万元或 6000 万元)。	基金管理公司、证券公司、信托公司、财务公司、保险公司、合格境外机构投资者和私募基金七类专业机构投资者。	基金管理公司、证券公司、信托公司、财务公司、保险公司、合格境外机构投资者和私募基金七类专业机构投资者。
定价方式	(1) 询价; (2) 公开发行业股票数量在 2000 万股以下且无老股转让的, 可以采用直接定价方式。	(1) 询价; (2) 直接定价: 发行数量 2000 万股以下且无股东公开发售股份。但直接定价对应市盈率不得超过同行业上市公司二级市场平均市盈率; 已经或者同时境外发行的, 直接定价确定的发行价格不得超过发行人境外市场价格; (3) 尚未盈利企业应采用询价方式。	询价
不同报价数量	同一网下投资者只能申报一个价格。	同一网下投资者的不同报价不得超过 3 个, 且最高报价不得高于最低报价的 120%。	同一网下投资者的不同报价不超过 3 个, 且最高报价不得高于最低报价的 120%。
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本次公开发行股票数量的 60%; (2) 公开发行后总股本超过 4 亿股的, 网下初始发行比例不低于本次公开发行股票数量的 70%。	(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%; (扣除战略配售) (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)	(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%; (扣除战略配售) (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)
分类配售	(1) 网下投资者分类: A 类: 公募产品、社保基金、养老金; B 类: 企业年金基金以及保险资金; C 类: 上述以外的专业机构投资者;	(1) 网下投资者分类: 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资金; C 类: 上述以外的专业机构投资者;	(1) 网下投资者分类: 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资金; C 类: 上述以外的专业机构投资者;

	创业板(注册制改革前)	创业板(注册制改革后)	科创板
	<p>(2) 安排不低于网下发行股票数量的 40% 优先向 A 类投资者配售;</p> <p>(3) 安排一定比例的股票向 B 类投资者配售。</p>	<p>(2) 不低于网下发行股票数量的 70% 优先向 A+B 类中长线资金对象配售。通过摇号抽签或比例限售方式确定 10% 的网下获配股数锁定 6 个月;</p> <p>(3) 分类配售可采取比例配售或者摇号方式。</p>	<p>者;</p> <p>(2) 不低于网下发行股票数量的 70% 优先向 A+B 类中长线资金对象配售。通过摇号抽签方式抽取上述资金对象中 10% 的账户锁定 6 个月;</p> <p>(3) 分类配售可采取比例配售或摇号方式。</p>
回拨机制	<p>(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 20%。</p> <p>(2) 网上有效申购倍数>100, 向网上回拨公开发行股票数量的 40%。</p> <p>(3) 网上有效申购倍数>150, 回拨后无锁定期网下发行比例不超过本次公开发行股票数量的 10%。</p>	<p>(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%;</p> <p>(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%;</p> <p>(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%。</p>	<p>(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%;</p> <p>(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%;</p> <p>(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%。</p>
战略配售	<p>(1) 首发股数>4 亿股的, 可以实行战略配售;</p> <p>(2) 战略配售股票锁定 12 个月。</p>	<p>(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;</p> <p>(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;</p> <p>(3) 高管与核心员工可参与战略配售。</p>	<p>(1) 首发股数<1 亿股, 战略配售股数<首发股数的 20%;</p> <p>(2) 首发股数>1 亿股, 战略配售股数<首发股数的 30%;</p> <p>(3) 高管与核心员工可参与战略配售;</p> <p>(4) 战略配售股票锁定 12 个月。</p>
超额配售选择权	首次公开发行股票数量在 4 亿股以上才可使用超额配售选择权。	可以设定超额配售选择权, 超额配售股数不得超过首发股份的 15%。	超额配售股数不得超过首发股份的 15%。
保荐跟投	未作规定	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。	所有科创板上市公司强制实行保荐跟投。

资料来源: 证监会、上交所、深交所、中国证券业协会、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

	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