

2023年05月19日

详解专精特新中小成长企业可转债融资的优势

北交所研究团队

——北交所策略事件点评报告

诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

● 可转债适合成长型公司，有低股权稀释、低成本融资、吸引多类投资者优点

可转债指在一定条件下可以被转换成股票的债券，同时拥有债性、股性双重属性，因此非常适合成长型企业。尤其适合对股本稀释担忧与现阶段估值较低不能反映长期价值的公司。后期随着成长潜力释放，可转债往往能实现发行公司与投资者的双赢，既能满足公司低成本融资的需求，也可以帮助投资者获得相对不错的收益。此外，可转债的债券属性使它在弱市中相对抗跌；可转债的股票属性使它在牛市中也能搭乘上涨的快车。因此可转债能够吸引养老保险、社保基金、QFII等低风险偏好但长投资期限的机构投资者，另对上下游客户等外部资金也会被吸引参与，形成产业链上下游深度绑定，共同发展。

● 可转债融资还有多项优点，融资频率不受限，融资规模适中、多行业青睐等

相比增发等可转债有多项优点：例如现行上市公司的增发、配股和非公开发行股票融资都有间隔时间限制，但发行可转债不受限，因此具有一定时间优势。其次，从已经发行的可转债规模数量分布来看，2-6亿元发行规模最多融资规模并不小。另外，热门行业同样青睐可转债融资，如2022年电力设备、化工、医药生物等行业的可转债发行次数也较高。规模上，电力设备行业的定增规模与可转债发行规模都位列第一。

● 案例分析：多家成长型公司历史，可转债发行起到了较好效果

我们选取了九典制药、久其软件等曾经在新三板挂牌后成功上市的企业作为案例，分析了发行可转债对推动处在成长期的公司的新项目、研发、扩产等提升竞争力很有帮助。而发行可转债后公司业绩的增长，也达到投资者获利与发行公司发展的双赢局面。另外2022年7月，新三板首单定向发行可转债项目已落地，因此在“专精特新”企业、科技型中小企业密集的北交所，流动性已经较新三板改善很多有更加好的条件，也需要尽快推出发挥服务中小企业、支持创新的功能的公开发行可转债等特色金融产品。

● 风险提示：市场环境改变风险、相关政策调整风险、公司经营风险等。

相关研究报告

《深耕工业流体过滤产品，煤机、制冷、新能源、军工多领域发力推动国产替代—新三板公司研究报告》

-2023.5.19

《高壁垒驱动高价值，详解电池检测仪器产业图景—北交所行业主题报告》

-2023.5.17

《专精板翅式换热器和换热系统，2022年储能、数据中心、氢能等增量实现突破—北交所首次覆盖报告》

-2023.5.17

目 录

| | |
|---|----|
| 1、可转债优势解析：公司普通股+证券期权的双重属性 | 3 |
| 1.1、相比股权融资，可转债对股权稀释和股价的冲击更小 | 3 |
| 1.2、成长型企业为何选择转债：可转债融资成本更低，投资者参与者广 | 3 |
| 1.3、可转债提供更好的风险-回报平衡，吸引更多种类的长线投资人 | 4 |
| 2、发展梳理：融资频率不受限，2022年新三板首单落地 | 6 |
| 2.1、历史回顾：我国首支发行于1992年，融资新规支持可转债市场发展 | 6 |
| 2.2、发行现状：可转债融资2000-3000亿，医药生物发行数量最多 | 8 |
| 3、成长股的可转债发行案例分析 | 11 |
| 3.1、九典制药：2022年营收+42.92%，最新转股价比最新股价低8元 | 11 |
| 3.2、久其软件：多轮可转债和可交换债更适合处于成长期公司 | 13 |
| 4、风险提示 | 14 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1：对比股票市场，可转债市场波动更小 | 4 |
| 图 2：中证转债的下跌年份中变动比例最小（%） | 4 |
| 图 3：年度内自最高价的最大跌幅中证转债较小（%） | 4 |
| 图 4：以2021年1月首个交易日为基点，中证转债的走势回报情况更好 | 5 |
| 图 5：可转债十大持有者占比较高的为个人、养老金产品、阳光私募等 | 5 |
| 图 6：我国可转债起步较晚，但是经过三十年的发展，可转债市场日益繁荣 | 7 |
| 图 7：可转债2010年开始进入高速发展期，2022年后在2000亿-3000亿的规模 | 8 |
| 图 8：2010年平均单只发行规模最大，为89.66亿元 | 9 |
| 图 9：2-6亿元发行规模可转债最多（横轴发行规模：亿元、纵轴可转债数量：只） | 9 |
| 图 10：发行数量多的行业是医药生物、电力设备、化工、电子等行业 | 10 |
| 图 11：平均单只规模发行最大的行业为银行，平均规模128.31亿元 | 10 |
| 图 12：基础化工、医药生物、电力设备等行业的定增次数与可转债发行数量都较高 | 11 |
| 图 13：电力设备等行业的定增规模与可转债发行规模都为首位 | 11 |
| 图 14：2022年公司营收规模达到23.26亿元，+42.92% | 12 |
| 图 15：九典制药2022年底市值为83.33亿元 | 12 |
| 图 16：转股起始日至今的趋势整体为上升 | 12 |
| 图 17：2015年-2019年区间内公司营收规模增长较快 | 13 |
| 图 18：久其软件近三年内的股价区间最高位为10.88元 | 14 |
| 表 1：可转债对股价的冲击更小、融资成本较低、筹资难度更低 | 3 |
| 表 2：艾迪转债可转债的持有人种类丰富 | 6 |
| 表 3：2017年可转债申购方式进行了变更 | 7 |
| 表 4：新三板已完成两单定向可转债发行 | 8 |
| 表 5：久其软件曾发行过3次可转债和1次可交换债 | 13 |

1、可转债优势解析：公司普通股+证券期权的双重属性

可转债的全名叫做“可转换公司债券”，是一种混合类型债券，是公司普通股和证券期权的组合体，在中国 A 股市场上就是指在一定条件下可以被转换成公司股票的债券。

可转债有双重属性：可转债的持有人既可以选择持有债券到期，获得公司还本付息；也可以选择在规定时间内转换成股票，享受资本增值。

对于公司来说，发行可转债是一种再融资的手段，主要用于公司新项目的建设。可转债同时拥有股性、债性双重属性，因此与普通的债券融资和股权融资相比各有优势。

对投资人来说，可转债是既拥有债性的相对安全属性，还有股性的弹性。

1.1、相比股权融资，可转债对股权稀释和股价的冲击更小

与股权融资相比，可转债对股价的冲击更小，适用于对股本稀释与股价表现要求相对较高、或者现阶段估值低的企业。

可转债有转股等待期，同时转股还取决于债券持有人的态度，所以可转债的转股是一个渐进的过程。相比而言，增发等股权融资对上市公司股本结构的影响是立竿见影的，对股本的稀释和股价冲击也会更大。

表1：可转债对股价的冲击更小、融资成本较低、筹资难度更低

| 差异 | 股权融资 | 可转债融资 |
|--------|---------------------------|--------------------------|
| 融资成本 | 融资风险更大，相应的融资成本也更高 | 有条款保护，风险更小，融资成本也更低 |
| 筹资难度 | 受到政策条件的限制，融资门槛更高，难度也更大 | 再融资新规出台，不被融资频率限制，难度更小 |
| 股本结构影响 | 对上市公司股本结构的影响立竿见影的，对股本冲击更大 | 转股等待期+债权人态度，是渐进转股过程，冲击更小 |

资料来源：《上市公司可转债融资的动因及效果研究》、开源证券研究所

1.2、成长型企业为何选择转债：可转债融资成本更低，投资者参与者广

成长潜力较好的公司进行可转债融资能实现公司与投资者的双赢，既能满足公司低成本融资的需求，也可以帮助投资者获得相对较好的收益。

债务融资作为负债类，不会影响股本份额，即不会造成原股东控制权的稀释。债务融资虽然能够短期内扩大二级资本规模，但是本质上属于债，会产生一定的偿债压力，不利于财务压力较高的企业。而对于成长较好的公司而言，上市公司正股价格亦会反映公司资质有所增长，高于转股价格的时候，可转债转为股票可能就会出现一个套利空间，可转债后期选择转股的投资人比例会更多，偿债压力下降。

此外，**可转债融资成本相对更低**。股权融资来说，股利从税后利润中支付，不具备抵税作用，同时股票的发行费用一般也高于其他证券，而债务性资金的利息费

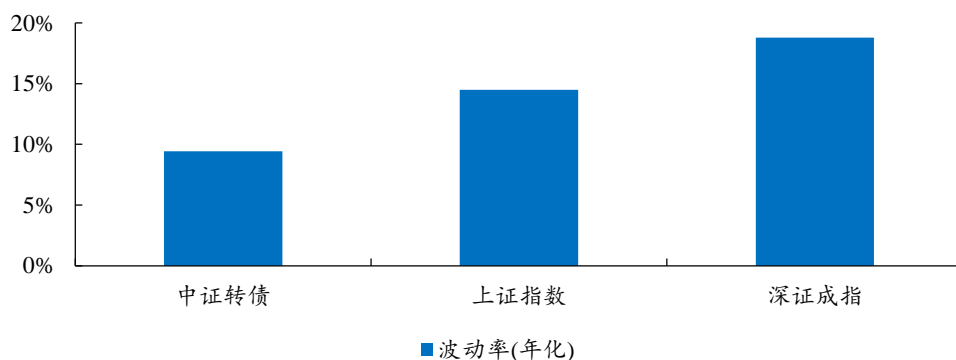
用在税前列支，因此具有抵税的作用，可以形成水遁效应，融资成本更低。因此，股权融资的成本一般要高于债务融资成本

对于上市公司而言，转股意味着还本付息的压力减小，不转股则意味着实现低成本融资。所以，不管对于债券投资者还是上市公司而言，可转债融资都是一种可以灵活选择的融资工具。

1.3、可转债提供更好的风险-回报平衡，吸引更多种类的长线投资人

因为可转债投资提供的更好的风险-回报平衡，能够吸引更多种类投资人。从可转债“债性”来说，债券属性使它在弱市中相对抗跌。对比波动率来看，可转债市场波动略小于股票市场。

图1：对比股票市场，可转债市场波动更小



数据来源：Wind、开源证券研究所（统计区间为 2022 年第一个交易日至 2023 年 5 月 15 日）

按照年度数据来看，在上证指数和深证成指的年收益率为负数时，中证转债的下跌比例都是最小的；而在总体市场为上涨时，中证转债的年收益率也会随之上涨。年度内自最高价的最大跌幅的比较中，中证转债的变动比例在近七年中有五年是变动幅度最小的。

图2：中证转债的下跌年份中变动比例最小（%）

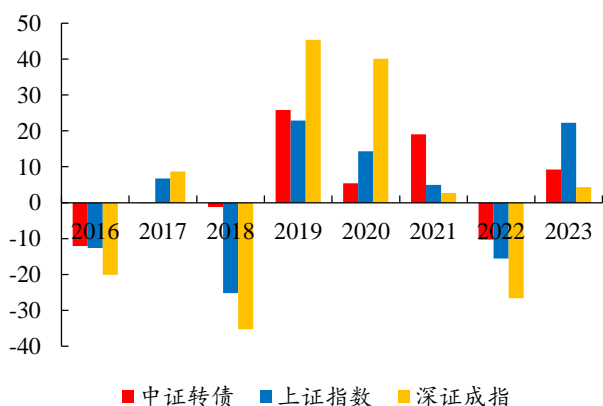
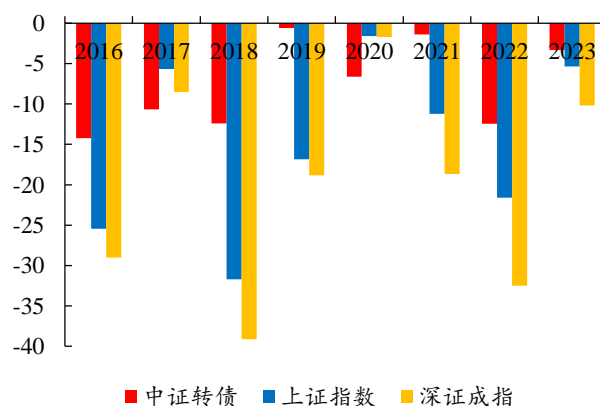


图3：年度内自最高价的最大跌幅中证转债较小（%）

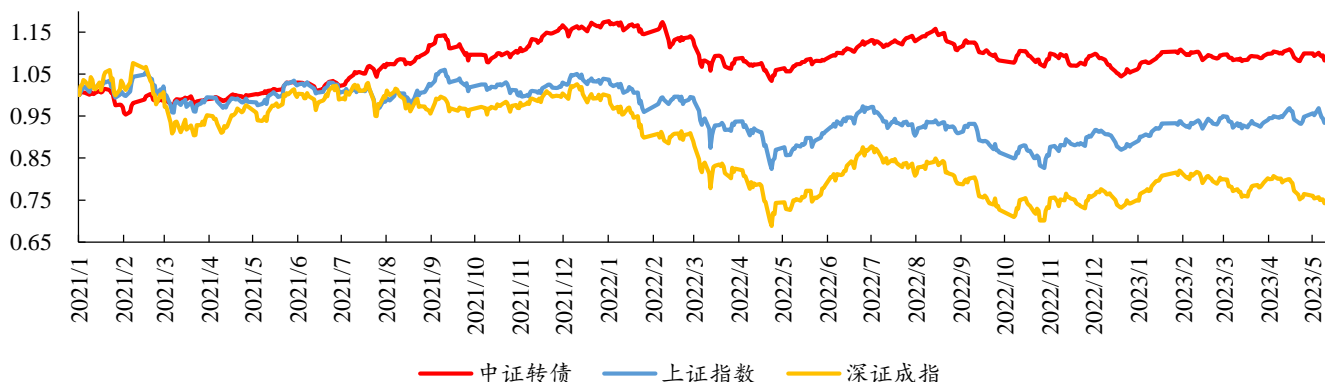


数据来源：Wind、开源证券研究所（2023 年数据截至 5 月 16 日）

数据来源：Wind、开源证券研究所（2023 年数据截至 5 月 16 日）

从可转债“股性”来说，其股票属性使它在牛市中也能搭乘上涨的快车。

图4：以2021年1月首个交易日为基点，中证转债的走势回报情况更好

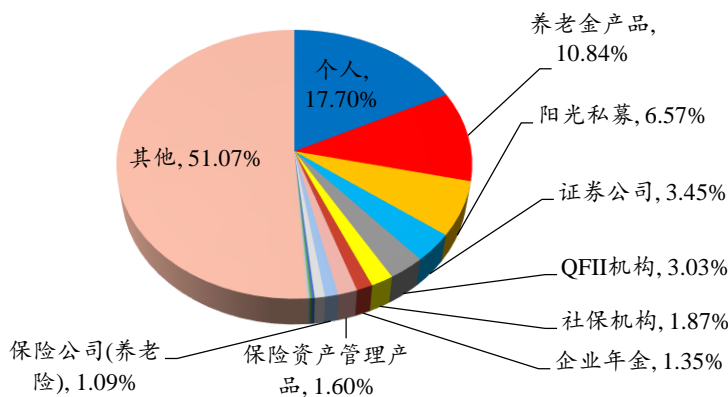


数据来源：Wind、开源证券研究所

此外，可转债的投资交易没有股权投资那么多的限制，没有市值资金要求，也不需要交易经验，因此可转债能够吸引一些对长线资金如保险、年金等外部投资者，上下游客户等外部资金收到吸引参与度可能更高，产业链上下游深度绑定，共同发展。

统计公告截至2022年12月31日的4752个可转债十大持有者来看，个人投资者占比17.70%，其次是养老金产品、阳光私募、证券公司、QFII、社保、企业年金、保险公司等分类的持有者数量占比都超过了1%。

图5：可转债十大持有者占比较高的为个人、养老金产品、阳光私募等



数据来源：Wind、开源证券研究所

以艾迪转债为例，截至2022年度公告的十大持有人中包含QFII、阳光私募、养老金、证券公司、银行等多种类投资机构。

表2：艾迪转债可转债的持有人种类丰富

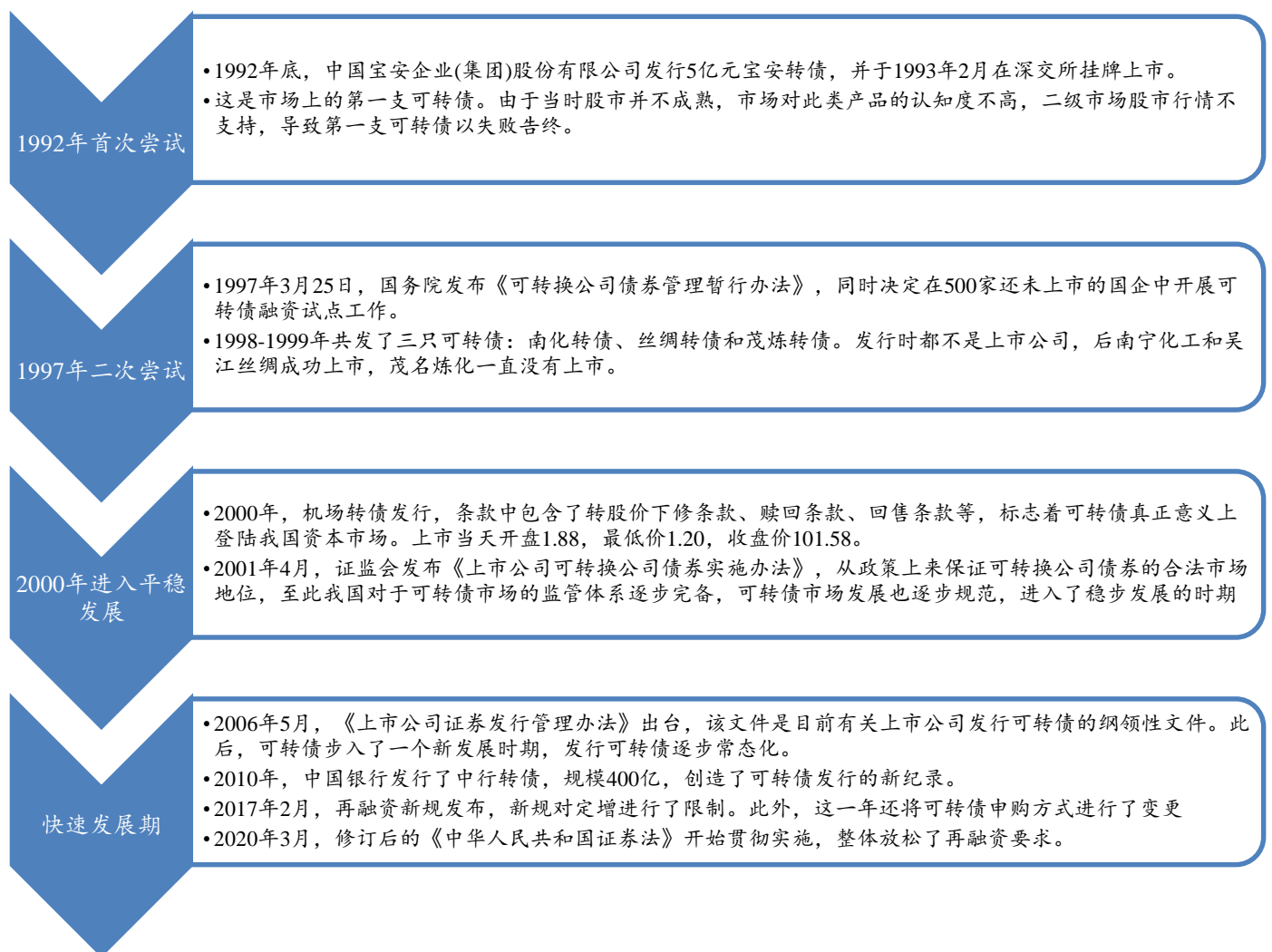
| 持有人名称 | 持有量(张) | 持有比例(%) | 类别 |
|---|-----------|---------|---------|
| 烟台翔宇投资有限公司 | 1,743,290 | 17.43 | 投资公司 |
| MERRILL LYNCH INTERNATIONAL | 969,290 | 9.69 | QFII 机构 |
| 中国银行-易方达稳健收益债券型证 券投资基金 | 465,090 | 4.65 | 债券型基金 |
| 温雷 | 447,400 | 4.47 | 个人 |
| 中国建设银行股份有限公司-光大保 德信增利收益债券型证券投资基金 | 386,690 | 3.87 | 债券型基金 |
| 陕西省国际信托股份有限公司-陕国 投·招转8号证券投资集合资金信托 计划 | 384,040 | 3.84 | 阳光私募 |
| 泰康资产强化回报混合型养老金产 品-中国建设银行股份有限公司 | 337,910 | 3.38 | 养老金产品 |
| 泰康资产鑫全·多策略1号固定收益 型养老金产品-中国工商银行股份有 限公司 | 297,710 | 2.98 | 养老金产品 |
| 中国银行股份有限公司-华夏双债增 强债券型证券投资基金 | 208,100 | 2.08 | 债券型基金 |
| 国信证券股份有限公司 | 196,250 | 1.96 | 证券公司 |

数据来源：Wind、开源证券研究所

2、发展梳理：融资频率不受限，2022年新三板首单落地

2.1、历史回顾：我国首支发行于1992年，融资新规支持可转债市场发展

美国纽约 Eric 铁路公司于 1843 年发行了全球首支可转换债券，距今已经有约 180 年的历史。我国可转债首次发行于 1992 年，中国宝安集团可转债“宝安转债”的发行代表着除股权、债权融资之外，又一种融资形式的诞生。中国可转债的发展起步晚 2001 年相关文件的出台，可转债兴起。经过三十年的发展，可转债市场日益繁荣。

图6：我国可转债起步较晚，但是经过三十年的发展，可转债市场日益繁荣


资料来源：Wind、《上市公司可转债融资的动因及效果研究》、中国证监会官网、开源证券研究所

2017年2月，再融资新规对定增进行了限制。此外，为解决可转债和可交换债发行过程中产生的较大规模资金冻结问题，证监会进一步完善可转债、可交换债发行方式，将资金申购改为信用申购。

表3：2017年可转债申购方式进行了变更

| 修订项目 | 修订前规则 | 修订后规则 |
|--------|--------------|---------------------------|
| 申购方式 | 资金申购 | 信用申购 |
| 信用风险控制 | 实际缴款申购，无信用风险 | 一旦中签而未缴款视为违约，并将其记录于个人信用状况 |
| 中止发行条件 | 无 | 认购数量未达到公开发行数量的70% |

资料来源：《上市公司可转债融资的动因及效果研究》、中国证监会官网、开源证券研究所

证监会于2020年2月14日发布的《发行监管问答——关于引导规范上市公司融资行为的监管要求(修订版)》，其中对于上市公司不同的再融资方式进行了规定，上市公司选择增发、配股和非公开发行股票融资时，本次发行董事会决议日离上一次募集资金到位日原则上不能少于十八个月，而发行可转债则不受上述规定限制。由此可见，监管层对上市公司通过可转换债券进行融资较为支持，不被融资频率限

制的可转债融资成为了重要的再融资方式。

2022年，新三板市场的可转债亦开始进入发展期，当年7月，新三板完成首单可转债发行。新三板挂牌公司三景科技定向发行可转债正式挂牌转让，募资金额2000万元，标志着新三板市场首单定向发行可转债项目正式落地。

截至2023年5月15日，已另有1单优派普发行的“派普定转”已完成发行，于2023年4月7日起在全国中小企业股份转让系统挂牌并公开转让；另外有6单已通过审核正在履行发行程序。目前，鸿盛数码、中科生态、四联智能等多家公司已收到可转债定向发行申请文件的问询函。

表4：新三板已完成两单定向可转债发行

| 公司名称 | 公司代码 | 可转债名称 | 代码 | 募资金额 (万元) | 年平均换手率 | 层级 | PE | 发行时行业 PE TTM 均值 | 票面利率 |
|------|-----------|-------|--------|--------------|---------|-----|------|--------------------|------|
| 三景科技 | 430393.NQ | 三景定转 | 810001 | 2000 | 0.0606% | 基础层 | 11.7 | 29.96 | 6% |
| 优派普 | 873817.NQ | 派普定转 | 810004 | 1,050 | - | 基础层 | 8.86 | -9.98 | 4.8% |

数据来源：优派普可转债定向发行说明书、三景科技可转债定向发行说明书、开源证券研究所

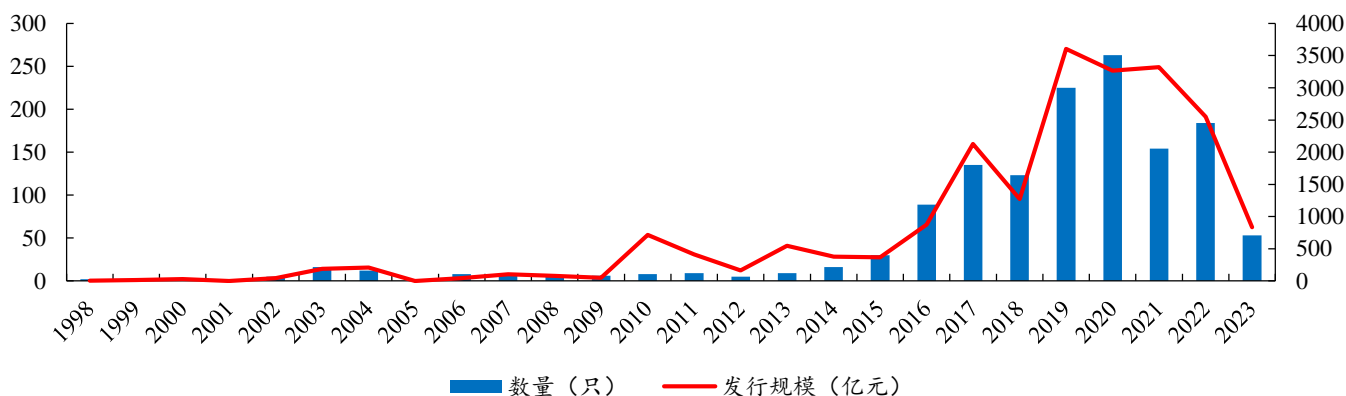
因此在“专精特新”企业、科技型中小企业密集的北交所，流动性已经较新三板改善很多有更加好的条件，也需要尽快推出发挥服务中小企业、支持创新的功能的公开发行可转债等特色金融产品。

2.2、发行现状：可转债融资 2000-3000 亿，医药生物发行数量最多

从发行数量来看，可转债从2014年开始进入发行高速发展期，2019年-2020年为发行数量高峰期，2023年截至5月15日有53只已经公告发行。

总体发行规模上，2010年、2013年、2017年为小高峰期，2019-2021年随着数量增加发行规模同期增加。

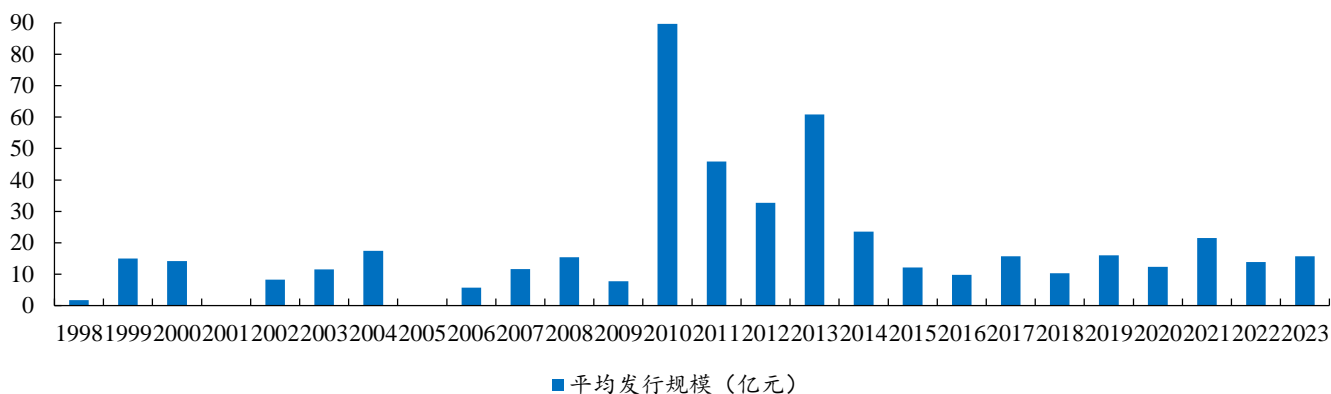
图7：可转债 2010 年开始进入高速发展期，2022 年后在 2000 亿-3000 亿的规模



数据来源：Wind、开源证券研究所

从平均单只可转债的发行规模来看，2010年和2013年最高，分别为89.66亿元、60.82亿元。2019年数量进入高峰期后，单只可转债的平均规模基本在16亿元上下浮动。

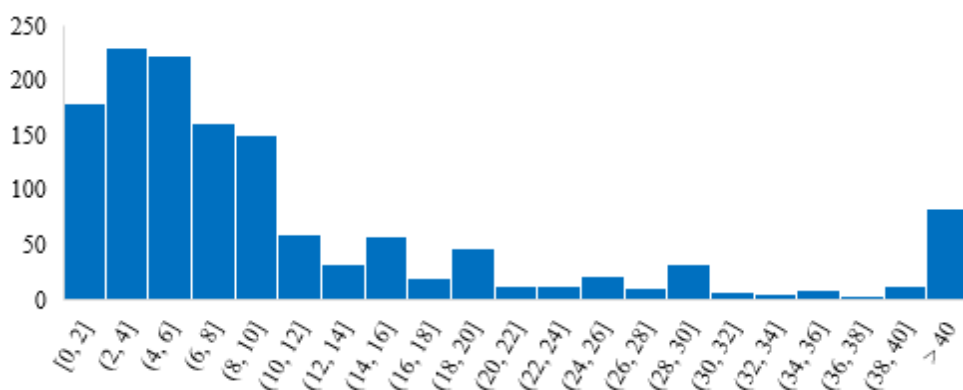
图8：2010年平均单只发行规模最大，为89.66亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

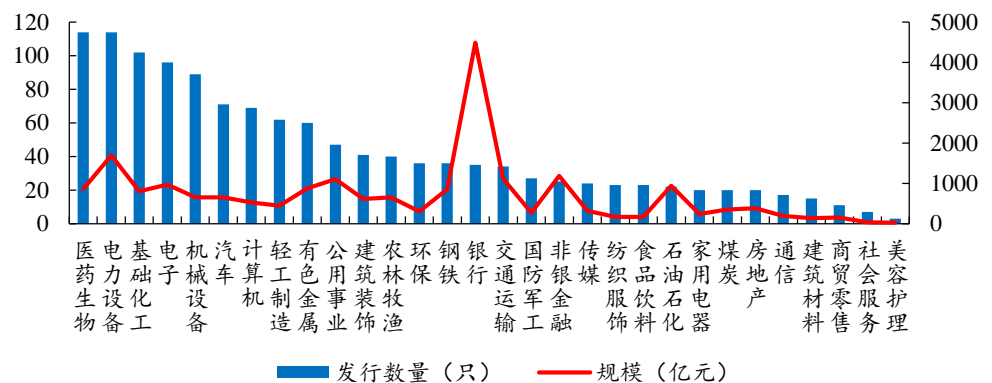
单只可转债的发行规模数量分布来看，主要集中于0-10亿元，2-6亿元发行规模的债券数量最多，分别为230、223只，规模高于40亿元的有82只，其中最高规模为两只500亿元的可转债，分别由兴业银行于2021年发行、浦发银行于2019年发行。

图9：2-6亿元发行规模可转债最多（横轴发行规模：亿元、纵轴可转债数量：只）



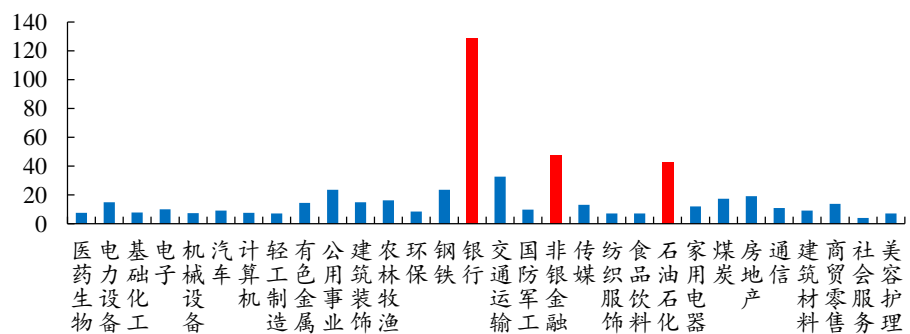
数据来源：Wind、开源证券研究所

按照发行公司的行业分布来看，发行数量最多的行业是医药生物，达到114只；规模最大的是银行，达到4,491.01亿元。

图10：发行数量多的行业是医药生物、电力设备、化工、电子等行业


数据来源：Wind、开源证券研究所

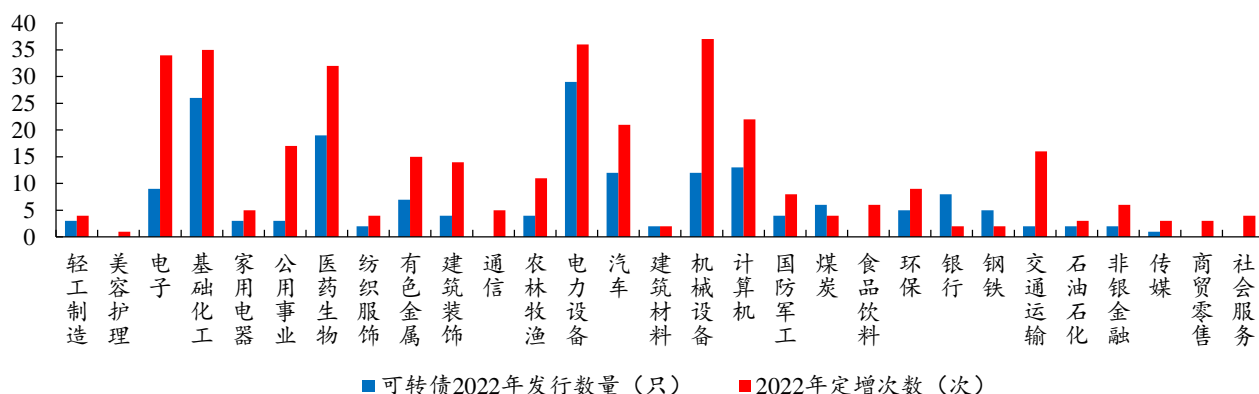
从单只可转债的平均发行规模来看，最高的行业是银行，平均规模达到 128.31 亿元，其次是非银金融与石油石化行业，分别为 47.51 亿元、42.58 亿元。

图11：平均单只规模发行最大的行业为银行，平均规模 128.31 亿元


数据来源：Wind、开源证券研究所

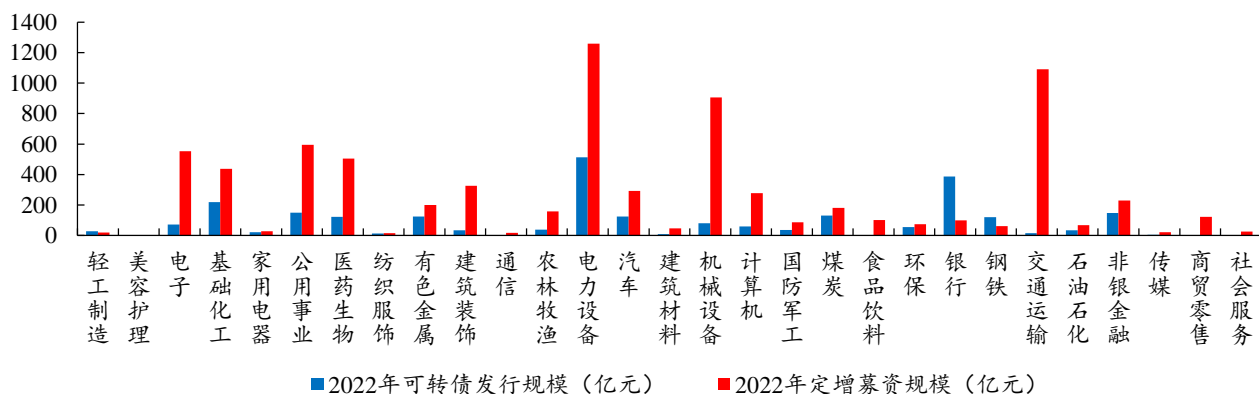
从 2022 年的表现来看，A 股定增发行共 361 次，规模 7805.62 亿元；可转债发行 183 次，总规模 2548.53 亿元。

分行业来看，机械设备、电子、化工新材料等热度较高的行业定增次数较高，电力设备、基础化工、医药生物等行业的可转债发行次数也较高；银行、钢铁、煤炭等行业的可转债发行次数比定增次数多。

图12：基础化工、医药生物、电力设备等行业的定增次数与可转债发行数量都较高


数据来源：Wind、开源证券研究所

规模上，电力设备行业的定增规模与可转债发行规模都位列第一，分别达到1258.32亿元、513.13亿元。此外，交通运输、机械设备的定增募资规模较大；银行、基础化工的可转债发行规模较大。

图13：电力设备等行业的定增规模与可转债发行规模都为首位


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、成长股的可转债发行案例分析

3.1、九典制药：2022年营收+42.92%，最新转股价比最新股价低8元

九典制药成立于2001年1月19日，2015年7月24日在新三板挂牌，2017年10月10日在主板上市。

九典制药是一家集研发、生产、销售于一体的现代化制药企业。公司主营业务为医药产品的研发、生产和销售及技术转让，产品主要涵盖药品制剂、原料药、药用辅料及植物提取物四大类别。

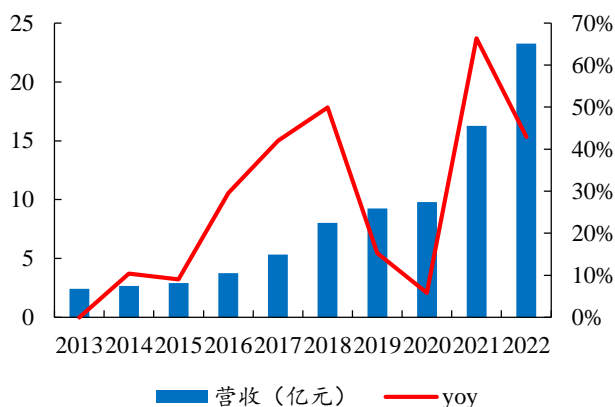
公司相继被认定为国家“高技术产业化示范工程”企业、国家“产业技术成果

转化项目”企业、国家火炬计划重点高新技术企业、湖南省高新技术企业、湖南省医药工业十佳企业、湖南省首批示范性医药企业、湖南省知识产权培育工程优秀企业。

九典制药于2021年3月30日公告发行可转债九典转债，募集资金2.70亿元，10,834万元用于新药研发，8,113.06万元用于外用制剂车间扩产建设项目，8,052.94万元用于补充流动资金。

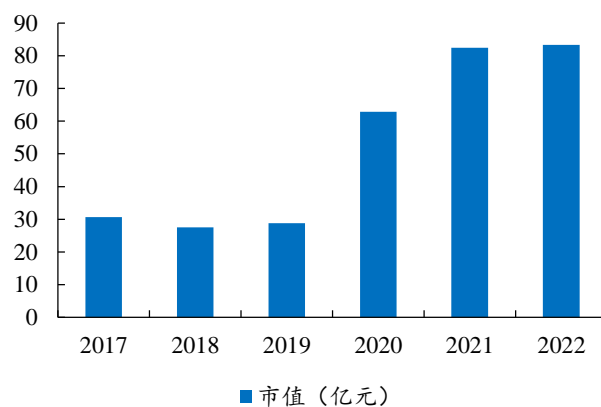
公司近年的规模发展速度较快，上市时总营收为5.35亿元，可转债发行时营收规模为16.28亿元，2022年的营收规模已经达到23.26亿元，同比增长42.92%，对应的市值为83.33亿元。

图14：2022年公司营收规模达到23.26亿元，+42.92%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：九典制药2022年底市值为83.33亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

该可转债的票面利率1.2%，评级为A+，自2021年10月8日可以开始转股，已全部转股并于2022年12月6日退市。最后的转股价格为18.7元，目前九典制药的股价为26.7元，自转股起始日至今的区间内最高股价为30.75元。

图16：转股起始日至今的趋势整体为上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、久其软件：多轮可转债和可交换债更适合处于成长期公司

久其软件成立于1999年8月16日，2006年9月7日在新三板挂牌，2009年8月11日在主板上市。

公司主营业务包括管理软件(电子政务和集团管控)和数字传播两大业务板块，以大数据战略为指引，管理软件和数字传播业务双轮驱动，围绕业务咨询、产品技术和解决方案，全面提升B2B2C的大数据综合服务能力，构建面向政企客户的大数据生态体系。

久其软件曾于2015年-2019年内，发行过3次可转债和1次可交换债，投资于久其政务研发中心建设项目、购买北京瑞意恒动科技有限公司100%股权、下一代集团管控平台、数字营销运营平台、政企大数据平台等项目。

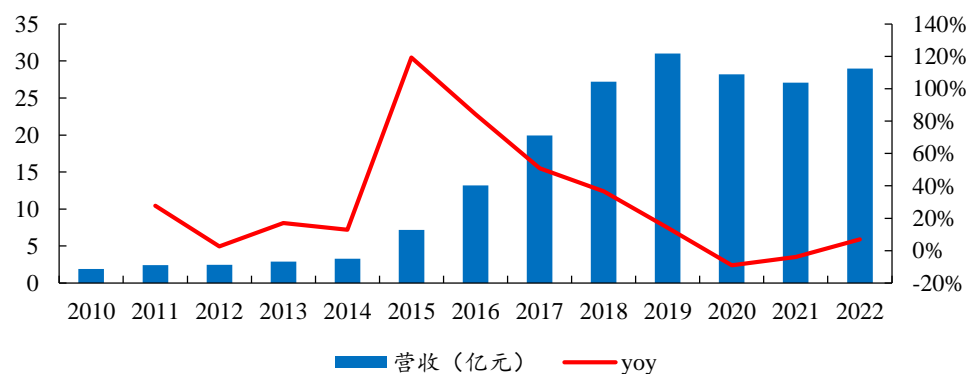
表5：久其软件曾发行过3次可转债和1次可交换债

| 可转债名称 | 代码 | 发行方式 | 发行规模(亿元) | 票面利率 | 发行公告日 | 转股起始日 | 最新转股价格 | 最新余额(亿元) |
|----------|------------|-----------|----------|------|------------|------------|--------|----------|
| 19科投EB | 117128.SZ | 私募 | 4.00 | 6% | 2019-04-02 | 2019-09-30 | 5.95 | 0 |
| 15科投EB | 117117.SZ | 私募 | 0.50 | 10% | 2015-07-17 | 2018-06-13 | 8.92 | 0 |
| 久其转债(退市) | 128015.SZ | 优先配售和网上定价 | 7.80 | 1.8% | 2017-06-06 | 2017-12-15 | 5.00 | 0 |
| 15久其科投EB | S72466.IOC | 私募 | 0.50 | 10% | 2015-11-18 | 2018-02-19 | 5.95 | 0.5 |

数据来源：Wind、开源证券研究所

在公司发行可转债和可交换债的2015-2019年区间内，公司整体营收规模增长较快，2019年后营收基本保持平稳状态。

图17：2015年-2019年区间内公司营收规模增长较快



数据来源：Wind、开源证券研究所

目前久其软件的股价为6.73元，三年内区间最高位为10.88元。

图18：久其软件近三年内的股价区间最高位为 10.88 元



数据来源：Wind

4、风险提示

市场环境改变风险、相关政策调整风险、公司经营风险等。

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R4（中高风险），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（underperform） | 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（underperform） | 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，属于商业秘密材料，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9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