

银行

详解理财估值方法

2024年12月02日

——兼论“自建估值”

投资评级：看好（维持）

刘呈祥（分析师）

吴文鑫（分析师）

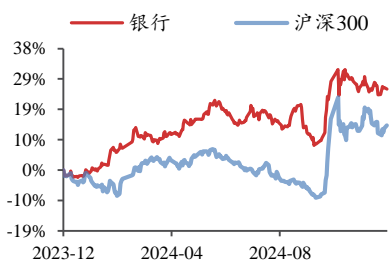
liuchengxiang@kysec.cn

wuwenxin@kysec.cn

证书编号：S0790523060002

证书编号：S0790524060002

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2024年银行配债深度盘点:兼论长债承接与利率风险—行业深度报告》

-2024.11.28

《结构变化积极,信心修复可期—行业点评报告》-2024.11.12

《简析同业存款定价新形势—行业点评报告》-2024.11.8

● 估值法之“辨”：仅少数资产可使用成本法/估值技术

2021年出台的《估值操作指南》为理财估值的主要政策依据。该文件为2019年8月中银协出台的《商业银行理财产品核算估值指引（征求意见稿）》的有力补充，规定理财涉及的估值方法有成本法、市值法和其他估值技术。具体来看，目前仅存款类资产、现金管理类资产、封闭式产品中通过SPPI测试的资产可使用摊余成本法，其余资产均需优先使用市值法。

(1) 债券资产：优先中债/中证，交易所债券可收盘价估值。部分交易所私募债由于系统展示的问题，其收盘价始终定格在“100.00”元，为理财使用收盘价估值提供了可能性。根据2024Q1末全市场理财前十持仓中，我们测算理财持仓中上交所债券规模约占6.4%，涉及规模约1.9万亿元。同时应注意到，2019年出台的《估值指引（征求意见稿）》虽规定ABS/ABN/MBS/私募债“可按成本估值”，但2021年《理财产品估值操作指南》已把此条表述删除，可见监管对于估值法的规定仍较为严格，暂未放开成本法/估值技术的适用范围。

(2) 权益资产：优先收盘价估值，优先股可自建估值。上市流通股均需使用收盘价估值，根据交易活跃度选取适当的交易日收盘价。但同时也注意到，该《估值指引》允许优先股采用现金流折现模型进行估值，前提是无活跃交易。

● 净值化之后：估值是核心，但负债端接受度仍低

2018年“资管新规”后，理财开启净值化转型，但由于理财负债端的总体风险偏好较低，“不跌破净值”成为理财客群的重要心理底线，比如“破净率”达5%时或触发负债端较为明显的赎回。具有估值优势的产品主要由三类——现金管理类、封闭式产品、养老理财产品：

- (1) 现金管理类：摊余成本法+影子定价估值，但高息存款压降后，现金管理类资产收益率下降较多，2024年初至今规模已明显下降；
- (2) 封闭式产品：适用“混合估值”，但因流动性较差，规模增长亦较为有限；
- (3) 养老理财产品：作为普惠产品受监管优待，允许引入“平滑基金”以丰补歉，但由于封闭期较长且并未涉及投资者不公平问题，尚无法推广到其他产品上。

● 低波资产难寻：监管收紧与理财再配置压力渐显

开放式产品仍较受青睐，2022年“赎回潮”后理财开始寻找“低波资产”：

- (1) 存款：虽可使用摊余成本法，但高息存款整改压力下，存量协议存款到期及同业活期存量降息，理财或迎再配置压力；
- (2) 信托：具收盘价估值+盈余回补优势，但迎来一定监管整改压力。

寻求“摊余法产品→低波资产→估值法突破”，估值突破具较大不确定性。由于目前适用摊余法的产品难以兼顾收益性和流动性，规模增长较为有限，理财机构急于寻求为开放式产品熨平波动，即寻觅“低波资产”——主要为存款和信托。但2024年初以来理财监管趋严，协议存款和信托均有收紧态势，低波资产选项骤减。理财一方面或从估值法上寻求突破，如近期市场讨论的“自建估值”，但落地涉及较大不确定性；若落地，长期限二永债买盘或增大，但低评级债券仍面临准入问题；另一方面或加大各类专户的委外合作，以帮助理财进行流动性管理和净值管理。

● 风险提示：经济增速不及预期；理财监管趋严；理财子牌照发放收紧等。

目 录

1、 估值法之“辨”：仅少数资产可使用成本法/估值技术.....	3
1.1、 理财估值法一览：成本法、市值法、其他估值技术.....	3
1.2、 分资产种类：需优先使用第三方估值/收盘价.....	3
1.2.1、 债券资产：优先中债/中证，交易所债券可收盘价估值.....	3
1.2.2、 权益资产：优先收盘价估值，优先股可自建估值.....	5
2、 净值化之后：估值是核心，但负债端接受度仍低.....	6
2.1、 净值化时代，理财规模与债市关联度提升.....	6
2.2、 部分产品具估值优势，但规模增长较为有限.....	6
3、 低波资产难寻：监管收紧与理财再配置压力渐显.....	8
3.1、 存款：具成本法估值优势，但高息品种减少.....	8
3.2、 信托：存在收盘价估值+盈余回补优势.....	9
4、 小结：估值法的切换仍需密切关注监管动向.....	10
5、 风险提示.....	11

图表目录

图 1： 理财涉及的估值法主要有成本法、市值法、其他估值技术.....	3
图 2： 理财持有的交易所债券可使用中证或收盘价估值.....	4
图 3： 上交所债券的收盘价（净价）大多显示为面值 100 元.....	4
图 4： 某上交所私募债的收盘价与中债、中证估值差异较大（元）.....	5
图 5： 理财持有的优先股可使用自建估值模型.....	5
图 6： 通过观察“信用债收益率上行→理财破净率上升→理财规模下降”传导链条，预判理财赎回压力.....	6
图 7： 2023 年下半年至今，现金管理类规模先升后降，但其余固收类产品规模逐渐上升（亿元）.....	7
图 8： 现金管理类产品 7 日年化收益率显著下降（%）.....	7
图 9： 固收类产品近 3 月年化收益率仍较有优势（%）.....	7
图 10： 2024 年各周理财规模较年初增长规模来看，开放式产品仍占大头（亿元）.....	8
图 11： 截至 2023 年末组合类保险资管产品的资金来源中，理财资金共 4.36 万亿元.....	9
图 12： 3 年期协议存款与 1 年期同业存款的利差可达 100BP 以上.....	9
表 1： “资管新规”规定资管产品均需实行净值化管理，鼓励市值法.....	10
表 2： 2024Q2 末全市场理财产品前十大持仓中，信托计划占比仍较高.....	10

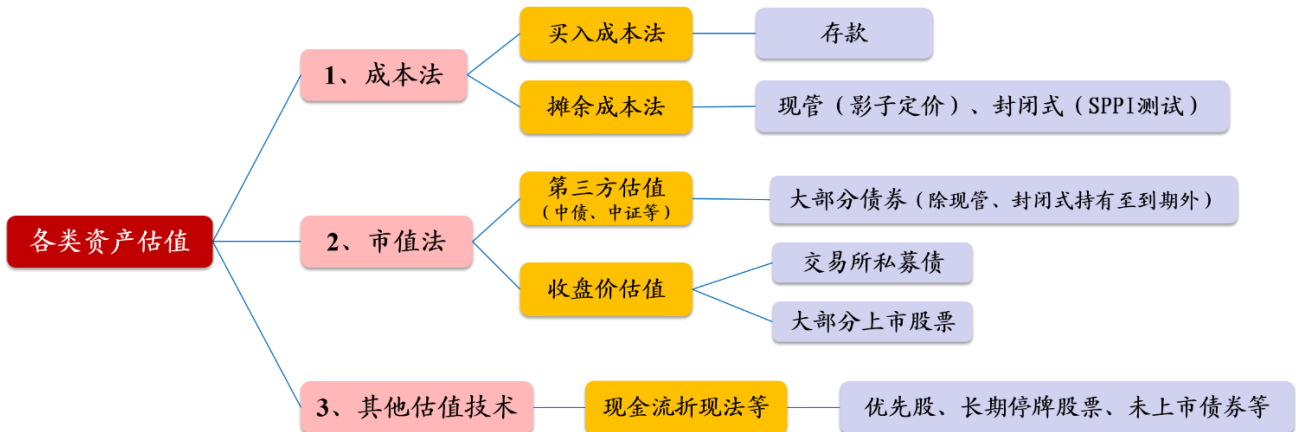
据 21 世纪经济报道，近期业内对于理财“自建估值模型”的讨论较多。所谓“自建估值”，指的是理财通过信托投资的债券（如二永债），不使用中债、中证估值等第三方估值，而使用自建的估值模型进行估值，如过去 6 个月这只债券的平均价格，以此熨平净值波动。

1、估值法之“辨”：仅少数资产可使用成本法/估值技术

1.1、理财估值法一览：成本法、市值法、其他估值技术

理财估值依据的政策文件主要为中银协 2021 年出台的《估值操作指南》。目前理财估值政策主要为 2019 年 8 月中银协出台的《商业银行理财产品核算估值指引（征求意见稿）》、2021 年中银协出台的《理财产品估值操作指南》，而后者可视为前者的补充文件。理财各类资产涉及的估值方法有成本法、市值法和其他估值技术。依据“资管新规”，资管产品优先使用市值法，仅少数符合要求的资产可使用成本法，如理财持有的存款类资产、现金管理类产品中的资产和封闭式产品中通过 SPPI 测试的资产。此外，也有少部分资产由于缺乏活跃的交易市场，故被允许使用其他估值技术，但并未广泛应用到各类资产。

图1：理财涉及的估值法主要有成本法、市值法、其他估值技术



资料来源：中银协、央行、国家金融监管总局、开源证券研究所

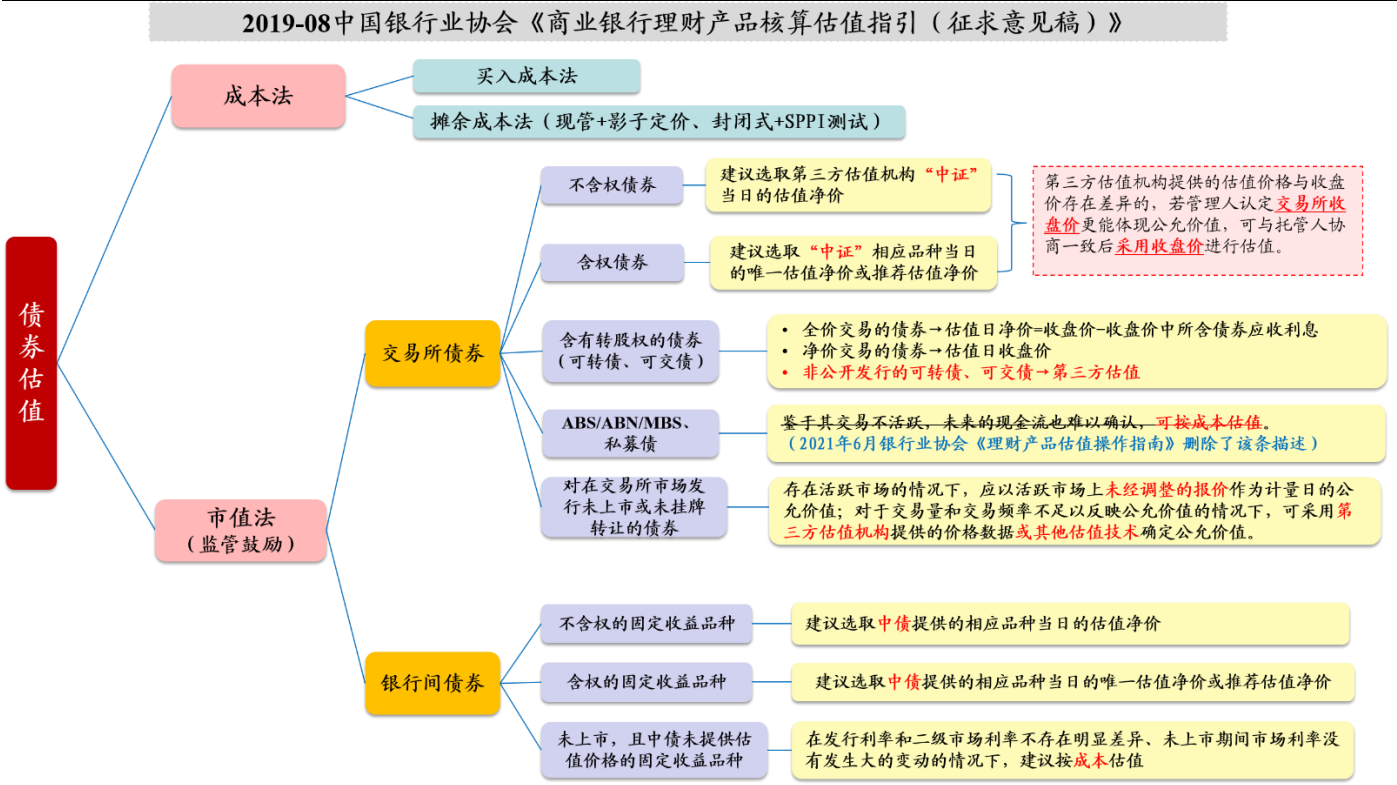
1.2、分资产种类：需优先使用第三方估值/收盘价

1.2.1、债券资产：优先中债/中证，交易所债券可收盘价估值

债券资产均须优先使用第三方估值，仅交易所债券例外。根据 2019 年 8 月中银协出台的《商业银行理财产品核算估值指引（征求意见稿）》，目前可用摊余成本法估值的产品为现金管理类（需影子定价）、封闭式产品（需通过 SPPI 测试的资产）两类，其余产品持有的债券均需市值法估值。但有少部分上交所债券由于交易不活跃，管理人与托管人协商一致后可采用收盘价估值。

监管对于估值法的规定仍较为严格，暂未放开成本法/估值技术的适用范围。2019 年出台的《估值指引（征求意见稿）》虽规定 ABS/ABN/MBS/私募债“可按成本估值”，但 2021 年《理财产品估值操作指南》已把此条表述删除，可见估值要求有所收紧而非放松，特别是对于成本法估值的资产要求较为严格，其后也并未出台其余估值政策。我们认为短期内大范围放开成本法/估值技术的可能性或较小。

图2：理财持有的交易所债券可使用中证或收盘价估值



资料来源：中银协、开源证券研究所

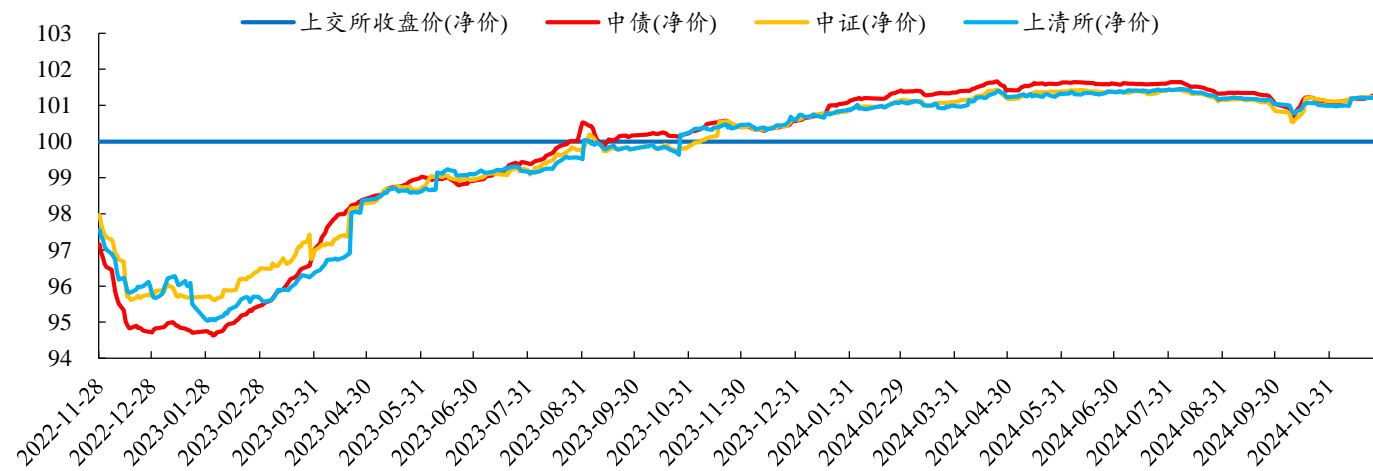
如何理解“收盘价估值”？我们曾在 2024-07-28《估值方法再度趋严，理财迎“真净值化”时代——信托收盘价估值整改点评》一文中提到，部分交易所私募债由于系统展示的问题，其收盘价始终定格在“100.00”元，为理财使用收盘价估值提供了可能性。根据 2024Q1 末全市场理财前十持仓中，我们测算理财持仓中上交所债券规模约占 6.4%，涉及规模约 1.9 万亿元。

图3：上交所债券的收盘价（净价）大多显示为面值 100 元

资料来源：Wind

以某上交所私募债为例：其收盘价始终为 100.00 元，与中债、中证估值有较大差异，收盘价显然无法反映成交信息。若用收盘价估值，可达到类似成本法估值的效果，在产品端并无净值波动。2024 年 7 月，部分地区的监管已注意到该类估值方法的不严谨性，后续或有进一步规范的空间。

图4：某上交所私募债的收盘价与中债、中证估值差异较大（元）

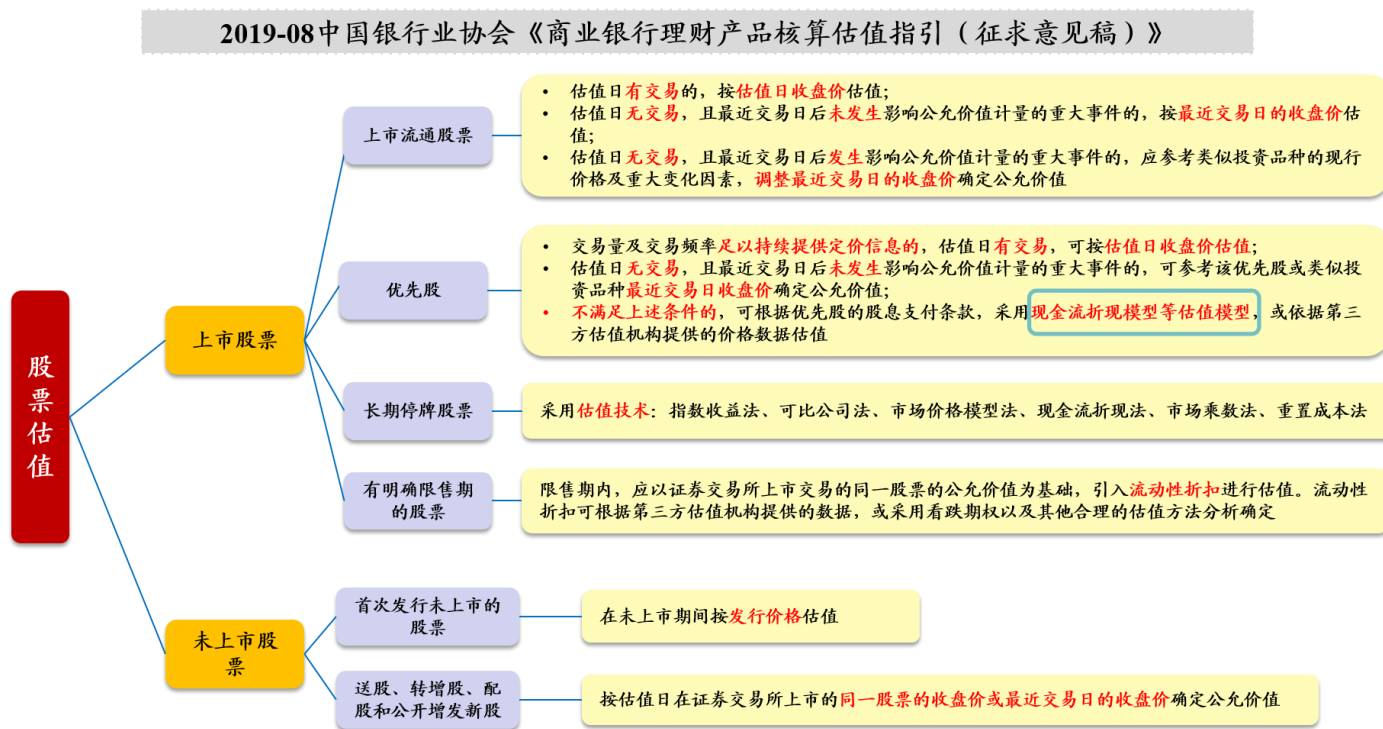


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2.2、权益资产：优先收盘价估值，优先股可自建估值

除优先股外，其他资产较少明确允许使用“自建估值”。上市流通股均需使用收盘价估值，根据交易活跃度选取适当的交易日收盘价。但同时也注意到，该《估值指引》允许优先股采用现金流折现模型进行估值，前提是无活跃交易。

图5：理财持有的优先股可使用自建估值模型



资料来源：中银协、开源证券研究所

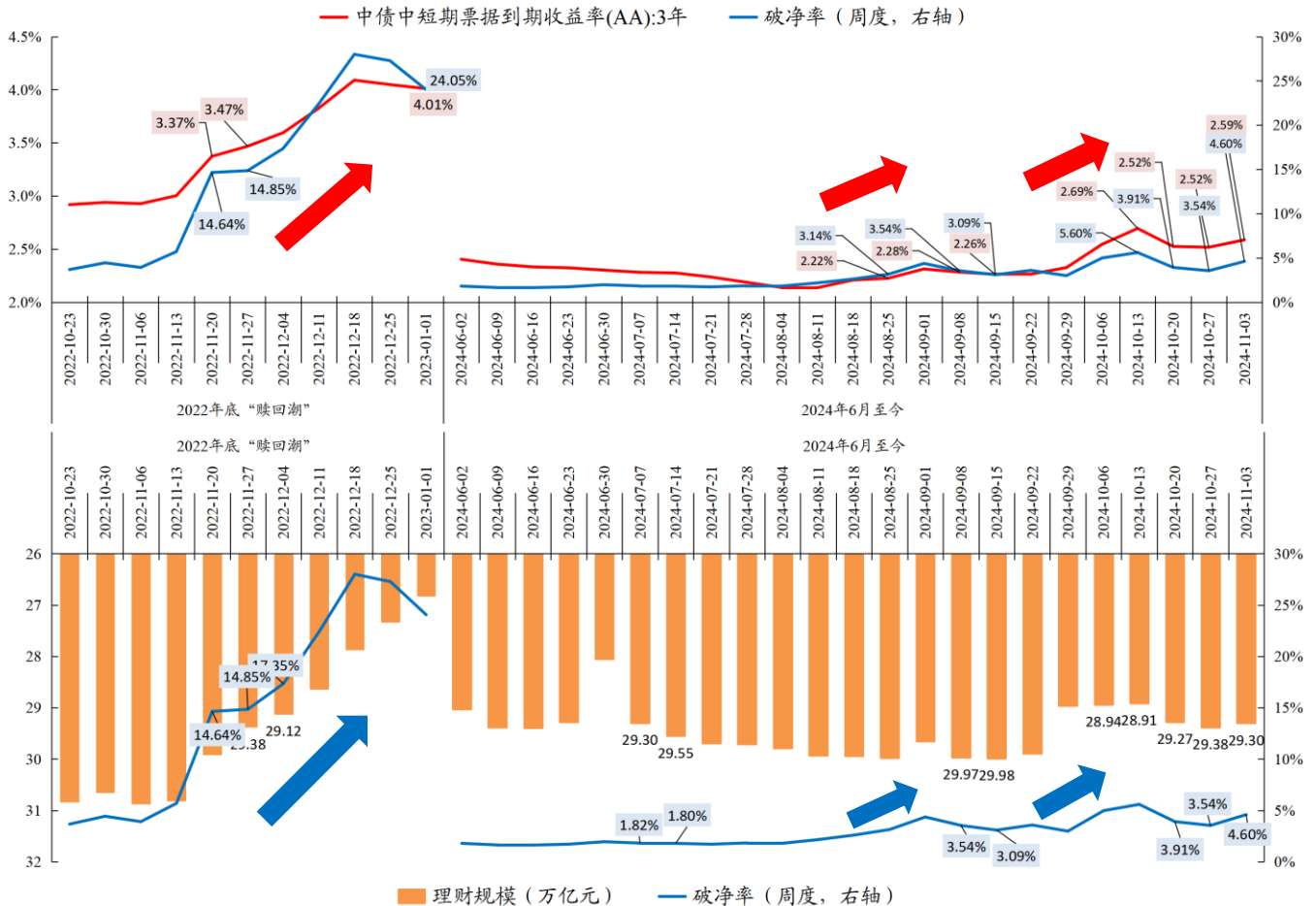
2、净值化之后：估值是核心，但负债端接受度仍低

2.1、净值化时代，理财规模与债市关联度提升

理财负债端风险偏好仍低，对于净值波动较为敏感。2018年“资管新规”出台后刚兑模式不再，理财开启净值化转型，信用债投资趋于“短期化”。从2019年末至2021年末（资管新规过渡期至2021年末），2019年末-2021年末，理财净值化率从43%显著上升至93%，2021年末基本实现净值化转型，而对于理财来说，投资端的净值管理成为一大考验。

全面净值化时代，“破净率”达5%时或触发负债端较为明显的赎回。在全面净值化时代，“不跌破净值”成为理财客群的重要心理底线，因此我们可根据破净率大致预判理财负债端赎回压力。我们曾在《理财持仓全景扫描系列（五）：理财的配债思路与赎回压力再评估》一文中，根据历史规律曾提出一个模型预判理财赎回压力，即破净率高于5%时，理财负债端或有明显流出。

图6：通过观察“信用债收益率上行→理财破净率上升→理财规模下降”传导链条，预判理财赎回压力



数据来源：Wind、普益标准、开源证券研究所

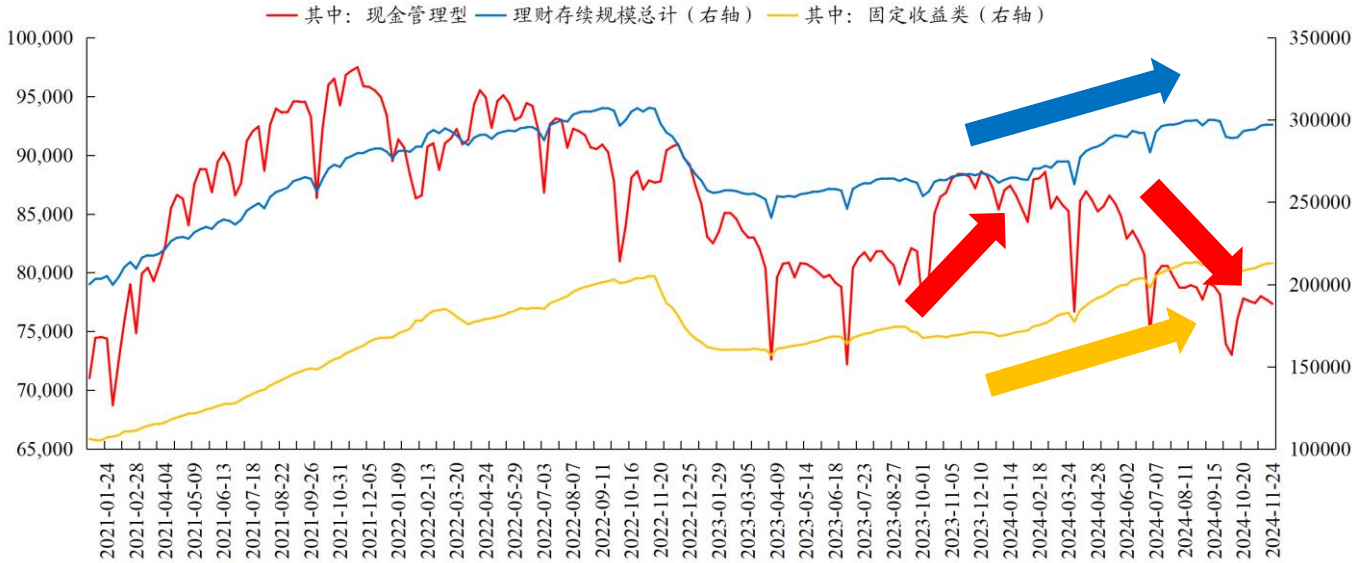
2.2、部分产品具估值优势，但规模增长较为有限

部分产品具有估值优势，可一定程度抵御债市波动。2022年底债市“赎回潮”后，部分理财机构曾加大两类产品的营销——现金管理类产品和封闭式产品。这两类产品虽具有摊余成本法估值的优势，但由于难以兼顾流动性和收益性，2024年初

至今规模增长较为有限。

1、现金管理类产品：收益率下降较多，2024 年初至今规模下降明显。 现金管理类原本以高流动性+净值平稳受到理财客群的偏好。和货基一样，现金管理类产品被允许使用摊余成本法+影子定价，因此成为 2023 年理财“复苏之年”最先恢复增长的一类产品。但由于高息存款压降、存款资产收益率整体下降，目前现金管理类产品 7 日年化收益率降至 1.7% 附近，与货基差异不大，截至 2024 年 11 月下旬，现金管理类产品规模较年初已有明显下降。

图7：2023 年下半年至今，现金管理类规模先升后降，但其余固收类产品规模逐渐上升（亿元）



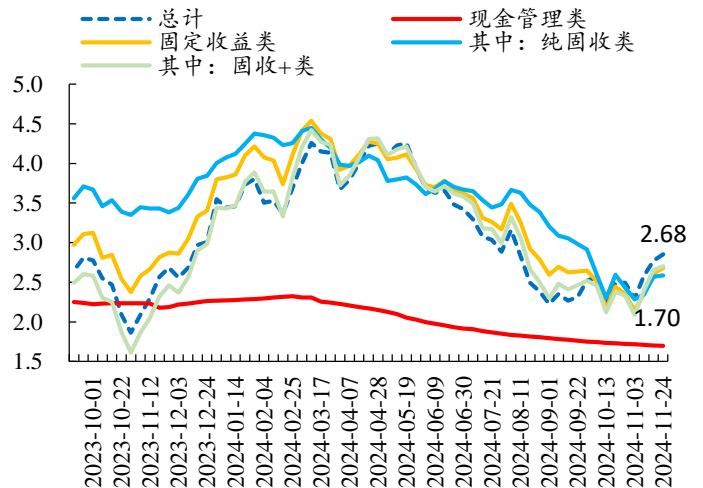
数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：以上数据为周频）

图8：现金管理类产品 7 日年化收益率显著下降（%）



数据来源：普益标准、开源证券研究所

图9：固收类产品近 3 月年化收益率仍较有优势（%）

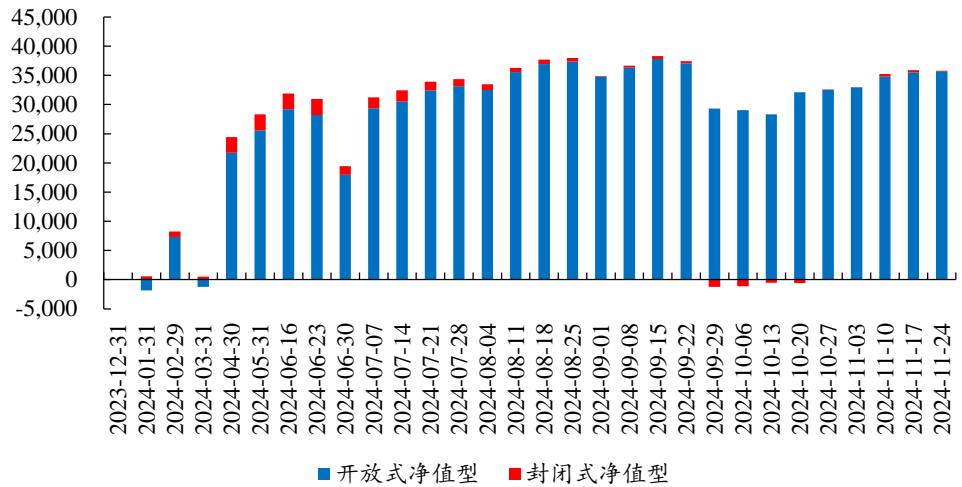


数据来源：普益标准、开源证券研究所

2、“混合估值”产品：均为封闭式，流动性较差，增长较为有限。 2022 年底债市“赎回潮”后，部分理财公司推出“混合估值”产品，该产品并非新生事物，而是指封闭式产品中持有到期且通过 SPPI 测试的资产可用摊余成本法，符合“资管新规”精神。虽然理财公司有意营销该类封闭式产品，但从增长上来看，截至 2024-11-24 开放式净值型产品较年初增长约 3.56 万亿元，而封闭式净值型产品仅增

长 123 亿元，理财客群对产品流动性的要求仍然较高，因此即使封闭式产品可用“混合估值”，仍难以贡献较大增量。

图10：2024 年各周理财规模较年初增长规模来看，开放式产品仍占大头（亿元）



数据来源：普益标准、开源证券研究所

3、养老理财产品：作为普惠产品受监管优待，引入了“平滑基金”。2021 年 9 月，原银保监会发布并实行《关于开展养老理财产品试点的通知》，其后拓展试点到 10 地 11 家机构，截至 2024-11-29 全市场共存续 51 只养老理财产品。养老理财作为试点普惠类产品，被监管单独允许引入“平滑基金”，实现单个产品内部的“以丰补歉”。由于该产品封闭期多为 5-10 年的封闭期，故平滑机制的引入并不会造成产品赎回时兑付不公平的问题。但该产品具有一定的特殊性，尚无法推广到其他产品上。

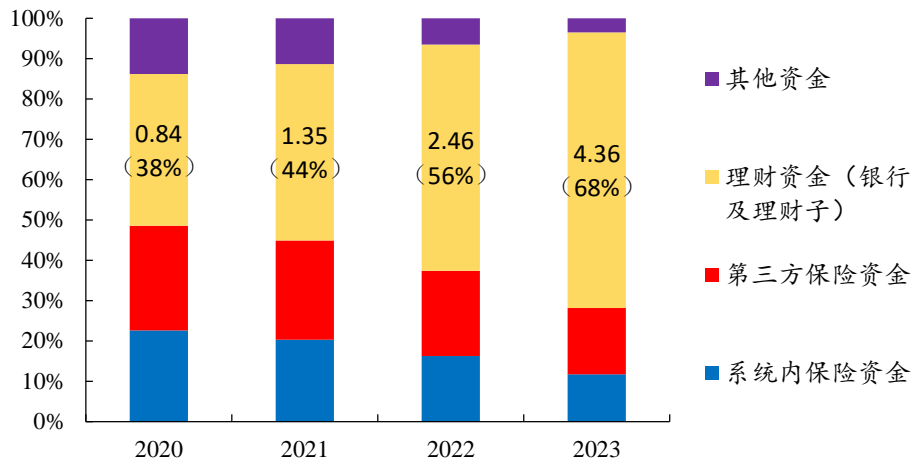
以上产品虽可使用摊余成本法/平滑基金，但难以兼顾流动性和收益性，负债端规模增长相对较慢，而开放式产品仍较受青睐。因此理财机构开始主要为适用市值法的开放式产品寻找“低波资产”，这也深刻影响了 2022 年底“赎回潮”之后的理财投资行为。

3、低波资产难寻：监管收紧与理财再配置压力渐显

3.1、存款：具成本法估值优势，但高息品种减少

存款均为成本法估值，为理财机构偏好的一大低波资产。2022 年末债市“赎回潮”后，理财开始寻求低波资产，2022 年底及 2023 年初集中增配 3 年定期协议存款。根据《中国保险资产管理业发展报告（2024）》，截至 2023 年末组合类保险资管产品的资金来源中有 68% 为理财资金，存量规模为 4.36 万亿元。由于组合类产品中存款占 67%，假设其中 80% 为协议存款，则理财存量协议存款约 2.34 万亿元（ $4.36 \times 67\% \times 80\%$ ）。预计 2025 年底至 2026 年初集中到期，将迎再配置压力。

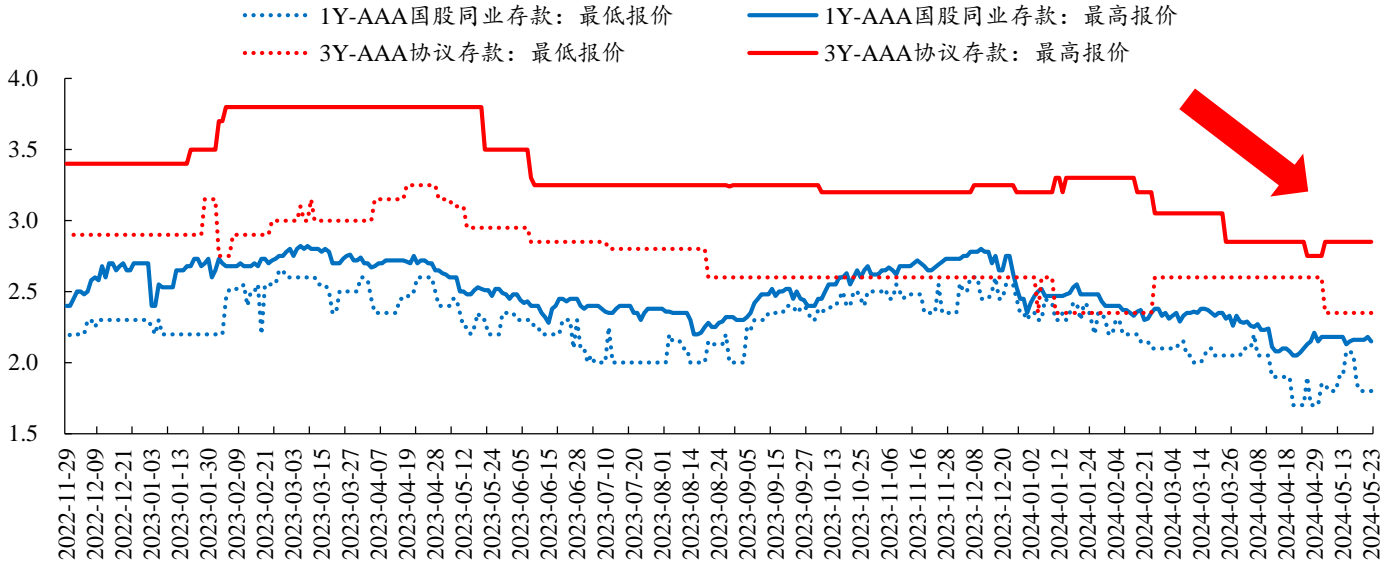
图11: 截至 2023 年末组合类保险资管产品的资金来源中, 理财资金共 4.36 万亿元



数据来源: 中国保险资产管理业协会、开源证券研究所 (注: 图中规模单位为万亿元)

高息存款整改压力下, 协议存款到期后或主要由信用债承接。由于 2023 年初银行为贷款“开门红”大力吸收存款, 且当时可计入银行“一般性存款”, 因此给出的 3Y 协议存款较高, 最高报价可超 3.5%。但 2024 年 2 月协议存款新规出台后, 银行做协议存款的意愿显著下降, 2026 年初存量到期后, 理财若续作存款或仅可配置同业存款, 但 1Y 同业存款报价平均仅 2.2% 左右, 与协议存款利差或在 100BP 以上。因此出于收益率的考虑, 理财将存款仓位转移到信用债 (或债基) 的概率更大。

图12: 3 年期协议存款与 1 年期同业存款的利差可达 100BP 以上



数据来源: 上海国际货币经纪、开源证券研究所

3.2、信托: 存在收盘价估值+盈余回补优势

过去信托监管较为宽松, 或存在未优先使用市值法的现象。过去信托监管由于较为宽松, 或存在部分固收类标品信托产品违规使用摊余成本法/成本法估值的现象。按照“资管新规”第十八条, 各类资管产品的估值政策应拉平, 使用相同的估值准则, 但落地时信托或存在执行不严格的现象。此外, 理财通过信托进行收盘价估值的现象亦存在。

表1：“资管新规”规定资管产品均需实行净值化管理，鼓励市值法
资管新规内容（第十八条）

金融机构**对资产管理产品应当实行净值化管理**，净值生成应当符合企业会计准则规定，及时反映基础金融资产的收益和风险，由托管机构进行核算并定期提供报告，由外部审计机构进行审计确认，被审计金融机构应当披露审计结果并同时报送金融管理部门。

金融资产坚持公允价值计量原则，鼓励使用市值计量。符合以下条件之一的，可按照企业会计准则以**摊余成本**进行计量：

（一）资产管理产品为封闭式产品，且所投金融资产以收取合同现金流量为目的并持有到期。

（二）资产管理产品为封闭式产品，且所投金融资产暂不具备活跃交易市场，或者在活跃市场中没有报价、也不能采用估值技术可靠计量公允价值。

金融机构以**摊余成本**计量金融资产净值，应当采用**适当的风险控制手段**，对金融资产净值的公允性进行评估。当以**摊余成本**计量已不能真实公允反映金融资产净值时，托管机构应当督促金融机构调整会计核算和估值方法。金融机构前期以**摊余成本**计量的金融资产的加权平均价格与资产管理产品实际兑付时金融资产的价值偏离度不得达到5%或以上，如果偏离5%或以上的产品数超过所发行产品总数的5%，金融机构不得再发行以摊余成本计量金融资产的资产管理产品。

资料来源：央行、开源证券研究所

或受益于信托盈余，2024年初至今破净率基本能及时“踩住刹车”。2024年破净率上升的速度远低于2022年底赎回潮，或主要由于目前理财底层的低波资产比例显著提升，比如前期有较多超额收益通过风险准备金形式计提在信托计划中，成为净值“安全垫”，在理财净值波动时进行回补。从2024Q2末理财前十大持仓来看，信托计划占比为24%左右（仅为前十大持仓口径），占比仍然较大，后续信托的监管政策变化将显著影响理财的投资行为。

表2：2024Q2末全市场理财产品前十大持仓中，信托计划占比仍较高

全市场理财 前十大持仓	穿透前占比						
	2020-12	2021-12	2022-12	2023-12	2024-03	2024-06	2024-09
货币市场类	11.9%	10.1%	13.1%	6.2%	6.1%	6.7%	8.5%
固定收益类	54.3%	45.4%	37.8%	34.7%	32.6%	35.3%	39.5%
公募基金	1.3%	1.6%	1.1%	0.6%	0.7%	0.9%	0.7%
组合类保险资管产品	5.8%	7.3%	14.1%	22.9%	24.2%	19.3%	15.7%
信托计划	0.1%	4.6%	8.0%	19.3%	21.1%	23.8%	23.9%
保险资管计划	1.0%	1.0%	1.2%	1.6%	1.9%	0.9%	0.4%
基金资管计划	14.3%	11.0%	12.1%	6.4%	4.9%	4.0%	3.0%
券商资管计划	8.9%	16.3%	11.0%	7.1%	7.2%	7.0%	6.2%
期货资管计划	1.2%	1.7%	0.7%	0.9%	0.9%	1.7%	1.8%
私募基金	0.6%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资管产品	31.7%	42.0%	47.2%	58.2%	60.2%	56.8%	51.0%
权益类	0.4%	0.6%	0.5%	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%
金融衍生品类	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
QDII	0.4%	0.3%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

数据来源：普益标准、开源证券研究所（注：占比=全市场理财前十大持仓中该类资产总规模÷全市场理财前十大持仓总规模；表中仅为前十大持仓中的占比，非全部持仓，由于信托计划等资管产品较易进入前十大持仓，故计算出的占比或偏大）

4、小结：估值法的切换仍需密切关注监管动向

2022年底以来，理财探寻“摊余法产品→低波资产→估值法突破”。由于适用摊余法、平滑基金的产品规模上升较为有限，因此理财寻求为开放式产品配置“低波资产”，然而2024年各类高息存款压降+信托整改，使得低波资产选项骤减。理财投资端净值管理压力较大，一方面或从估值法上寻求突破如近期市场讨论的“自建估值”，另一方面亦可能加大各类专户的委外合作，以帮助理财进行流动性管理和净值管理。

估值严监管下“自建估值”落地有难度；若落地，长期限二永债买盘或增大。目前监管仅允许极少数资产使用成本法/其他估值技术，理财子若应用“自建估值”到其他资产上仍存一定的合规风险，并且实操中仍有许多细节需进一步多方探讨，我们认为短期内大范围落地较难实现，未来还需密切关注监管态度的变化。若落地，

剩余期限较长的二永债（如 3 年以上）的买盘力量或有所增大，但低评级债券或因信用风险而面临一定准入问题，直接受益程度较小。

5、风险提示

经济增速不及预期、信用风险有所暴露，理财产品的净值波动有所加大；

严监管趋势下，资管产品的发行节奏和投资范围或将受到影响，难以匹配传统客群的投资需求；

理财子牌照发放收紧，目前尚未获批成立理财子公司的银行，或面临着理财存量规模受限、增量产品无法发行等风险。

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R3（中风险），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（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3层
邮编：200120
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

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

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