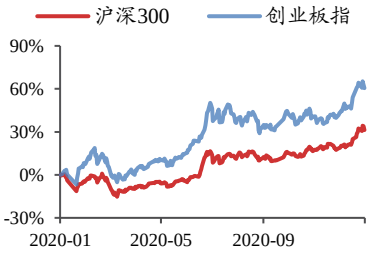
2021 年 01 月 15 日

开源晨会 0115

——晨会纪要

市场快报

沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
建筑装饰	1.78
钢铁	1.63
通信	1.06
计算机	1.03
房地产	0.84

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
国防军工	-5.8
休闲服务	-4.81
电气设备	-2.79
农林牧渔	-2.75
家用电器	-2.67

数据来源：贝格数据

牟一凌（分析师）
mouyiling@kysec.cn
证书编号：S0790520040001

观点精粹

总量视角

【策略】当下市场的困境与破局——投资策略专题-20210114

【宏观】相比总量，出口结构的变化更值得关注——宏观经济点评-20210114

【宏观】流动性“新知”系列之三：银行“表”与“里”，二十年之大变局——宏观深度报告-20210113

【中小盘专题】特斯拉系列专题报告（四）：域控制器——智能汽车的“大脑”——中小盘主题-20210114

行业公司

【化工：金石资源(603505.SH)】控股子公司通过高新技术企业认定，看好公司价值——公司信息更新报告-20210114

【化工：华鲁恒升(600426.SH)】湖北荆州拟建煤化工新产能，未来成长可期——公司信息更新报告-20210114

【食品饮料：西麦食品(002956.SZ)】回购激励员工，利好长远发展——公司信息更新报告-20210114

【房地产：中国海外发展(00688.HK)】重回规模成长快车道，开发与商业齐头并进——港股公司首次覆盖报告-20210114

【房地产：新城悦服务(01755.HK)】内接外拓，至臻至善，增值服务持续发力——港股公司首次覆盖报告-20210114

【家电：科沃斯(603486.SH)】2020 年业绩超预期，添可持续高增长净利率提升——公司信息更新报告-20210114

【轻工：中顺洁柔(002511.SZ)】拟新建华东区生活用纸产能，发展有望再提速——公司信息更新报告-20210114

【家电：浙江美大(002677.SZ)】受益渗透率提升，集成灶龙头业绩增长空间广阔——公司首次覆盖报告-20210114

【计算机：福昕软件(688095.SH)】全球化 PDF 领先厂商，差异化竞争抢夺增量市场——公司首次覆盖报告-20210114

【家电：石头科技(688169.SH)】S7 亮相 CES 展，优化拖地能力，预增自动集尘盒——公司信息更新报告-20210114

【计算机：用友网络(600588.SH)】控股子公司畅捷通拟回归 A 股，云转型战略更为聚焦——公司信息更新报告-20210114

【计算机：万兴科技(300624.SZ)】稀缺产品型公司，内生外延提高业务天花板——首次覆盖报告-20210114

【化工：新和成(002001.SZ)】业绩符合预期，将持续丰富精细“化工+”平台产品线——公司信息更新报告-20210114

研报摘要

总量研究

【策略】当下市场的困境与破局——投资策略专题-20210114

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001| 梅锴（联系人）证书编号：S0790120070044| 方智勇（联系人）证书编号：S0790120040049

寻找 A 股的价值安全线

日前，市场对于龙头是否已经泡沫化进行了讨论。泡沫意味着资产价格与市场共识价值观之间的偏离。估值跃迁并非易事，市场宽度上出现确实更属罕见。当下部分资产的快速上涨已经让一些谨慎的投资者开始警惕价格是否已经脱离基本面，而部分绝对收益者开始考虑收益确认。当增量资金入场和害怕踏空成为交易的逻辑时，至少意味着部分资产的价值发现工作已经完成，趋势投资者已经占据主导。我们无意用估值指标对泡沫进行判断，而是希望能够站在前人的肩膀上，通过历史上一些令人印象深刻的投资指标，来客观地呈现当前 A 股所处的状态，为投资者共同探寻 A 股价值的安全线。

当下市场的各项“明星投资指标”接近 2015 年水平，大盘成长性价比较低

我们主要选取了 5 类指标对市场的状态进行描绘：巴菲特指标、席勒的 CAPE 指标、格雷厄姆的股债比/风险溢价、自由流通市值/M2 以及收益率相比于 ROE 的透支程度。从全部 A 股的视角来看，大部分指标均已经指示了当下市场的状态已经接近 2015 年的水平；而从规模和风格指数来看，大盘成长性价比已经较低。相比之下，大盘价值无论相对于大盘成长还是自身的估值水平/ROE 透支水平而言均具有很高的性价比。小盘价值和小盘成长相比于大盘成长而言也并未过多透支未来的盈利增长预期，而且从自由流通市值/M2 的角度来看市场对其配置的比例仍处于历史中枢以下的水平，性价比有待更多挖掘。

交易结构看市场的困境：继续抱团的吸引力在不断减弱

过去两年核心资产的大幅上涨其实反映了市场的主流投资者投资理念和分析框架的趋同，它并非简单“抱团”可以解释，是市场共识的结果，而共识的形成恰恰好让自下而上投资者最重视的 Alpha 已被定价，优秀的价值发现者获得了丰厚的回报。在当下，投资者买入的理由更多是“新发基金”等待入场等理由，这本身也意味“基本面”因素已被定价。单纯从交易结构看：大盘成长指数出现了明显的 “量价背离”，而我们跟踪的公募基金负债端的代理变量 ETF 基金也开始出现了不同程度对大盘股的赎回。绝对收益者可能正在兑现收益，而相对收益者或是继续前进的主力。

破局：押注过去，还是选择未来

疫情后的全球世界无疑为我们提供了市场将去向何方的提供了线索：全球经济的复苏与再通胀，全球流动性正常化与边际收紧和国内信用条件的走弱。我们也许不能确定上述宏观环境到来的时刻，但从近期上行的美债收益率、国内确认的信用拐点都为我们相信前述场景的到来提供了更多边际信息。盈利的持续改善是 A 股乐观的所在，而答案和线索将在全球复苏下产业链的动荡与中国制造业的崛起中。在未来的世界，价值/成长、大盘/小盘的关系将得到重新平衡，面对传统认知类的优质资产出现的高估值化，我们并非只有逃离市场一种选择。

风险提示：经济复苏不及预期；指标的适用性；测算误差

【宏观】相比总量，出口结构的变化更值得关注——宏观经济点评-20210114

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002| 徐骥（分析师）证书编号：S0790520070008| 曹金丘（联系人）证书编号：S0790120080057

12 月出口小幅回落；消费品出口普遍下滑，中间品及资本品出口加速增长

12 月出口小幅回落；出口结构大幅分化，消费品出口普遍下滑，中间品及资本品出口加速增长。12 月出口同比增长 18.1%，不及上月 21.1%、好于预期 15%。主要出口商品中，除了防疫物资相关商品出口继续回落外，前期表现强势的玩具、家具、服装等消费品出口全面下滑。不同于消费品，以集成电路、钢材为首的资本品或中间品出口加速增长；其中，集成电路出口增长 39.4%，创近 2 年新高。

国别视角来看，12 月仅对东盟出口有所改善，对美国、欧盟及其他新兴经济体出口普遍回落。12 月，中国对美国、欧盟出口增速分别由 46.1%、8.6%回落至 34.5%、4.3%，未能延续此前连续 4 个月的改善态势。对新兴市场出口方面，中国对东盟出口增速由 10%抬升至 18.4%，但对非洲、拉美出口增速分别由 20.3%、29.3%降至 4.4%、4.6%。其中，中国对金砖四国出口增速由 19.3%大降至 2.4%。

出口结构分化背后，是美欧圣诞需求消退及复产推进；未来重点关注复产逻辑

12 月出口结构分化背后，与美欧圣诞需求消退及有序复产下、生产加速修复有关。一方面，从美国零售销售最新表现来看，随着大部分家庭完成圣诞购物需求，家具、家电、服装、玩具等前期热卖商品的销售纷纷下滑。同时，虽然疫情反弹，但凭借着应对疫情的能力持续提升，美、欧复产有序推进。数据显示，近几个月以来，美、欧工业生产加速改善，对中国中间品及资本品进口较前期明显增加。

未来一段时间，出口链的支撑将由“替代效应”驱动，过渡至“需求效应”支持；重点关注服务于美欧生产修复的出口贸易行为。美国等主要经济体的库存回补，以及疫苗的大规模推广，将推动全球经济加快修复。伴随疫情压制缓解、其他经济体生产逐渐恢复，中国出口的支撑或过渡至“需求效应”。考虑到美欧等生产端修复的弹性较大，未来重点关注中国服务于美欧生产活动的出口贸易行为等。

多数大宗原料进口增速持续回落，或反映国内生产端的修复节奏正在边际放缓

12 月进口增速抬升，主要大宗原料进口持续放缓，农产品、汽车底盘等进口改善。12 月进口同比增长 6.5%，好于前值 4.5%及预期 5.7%。主要进口商品中，铁矿砂进口增速继续下滑，原油进口萎缩加剧。同时，农产品进口增速小幅反弹，汽车及汽车底盘进口由-6.4%大增至 56.3%。考虑到铁矿砂等大宗品进口主要反映国内生产需求，进口增速的持续回落或反映国内生产修复的节奏正边际放缓。

风险提示：疫苗有效性不及预期。

【宏观】流动性“新知”系列之三：银行“表”与“里”，二十年之大变局——宏观深度报告-20210113

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002| 杨飞（分析师）证书编号：S0790520070004| 马洁莹（联系人）证书编号：S0790120080081

近二十年来，银行负债结构显著变化，传统负债贡献减弱，同业负债和央行货币投放影响增强。2005 年至 2016 年，银行负债中企业和居民存款占比持续回落，而对银行、非银和央行负债占比抬升近 8.3 个百分点至 2016 年最高 17.3%；其中，央行货币投放和同业存单贡献，2013 年底以来尤为突出。银行负债变化，与银行和银行、非银等同业往来增多、基础货币供给变化，及存款“搬家”等有关。

从负债到资产，同业业务扩张带动银行规模显著增长，部分中小银行得以“弯道超车”。银行资产结构来看，贷款占比多在 50-55%附近变化，而同业资产占比从 2005 年的 12.2%抬升至 2016 年最高 25.2%，尤其在 2013 年、2016 年前后增长较快，主要缘于银行通过买入返售、应收账款等腾挪资金出表。其中，中小银行同业业务扩张明显快于大行，使得中小银行规模从大行的一半增长至两者相当。

从表内到表外，银行资金出表和表外理财等规模，从“野蛮生长”到同业收缩

银行资金出表和表外理财等的持续扩张、尤其是 2014 年至 2016 年的快速“膨胀”，带动同业、非标融资等扩张。2010 年信贷收紧后，银行资金出表增多，推动股权及其他投资项规模，从 2011 年初不到 1 万亿元增长至 2017

年初超 23 万亿元；同时，理财规模也大幅增长，从 2010 年底 2.8 万亿元增长至 2017 年超 30 万亿元。银行表内外资金，流向券商资管等渠道，带动信用债、非标融资等扩张。

随着空转套利等监管趋严，银行表外业务的无序扩张得以遏制，同业空转现象 2017 年开始明显减少。表外业务扩张过程中，资金逃避监管、违规流向房地产、多层嵌套、刚性兑付等行为，导致金融风险快速累积。相关的监管措施也在不断完善升级，尤其是 2017 年以来，“三三四十”、资管新规等监管措施密集落地实施；随后，资金出表业务、同业理财等大幅收缩，表外理财规模增长基本停滞。

告别同业“野蛮”扩张后，金融机构流动性分层、实体信用分层现象逐步凸显

随着银行同业和表外业务等明显收缩，银行与银行、非银之间的流动性分层现象逐渐凸显。2017 年之前，银行同业业务、表外理财等扩张，淡化了银行对传统存款依赖，尤其是中小银行；银行与非银往来增多，也带来非银规模“膨胀”。2017 年以来的监管加强，加大了部分前期同业扩张较快的银行负债端压力，进而导致大行与中小行流动性分层逐渐凸显，银行与非银之间的流动性分化也随之加剧。

从银行到实体，表外融资多元化，但风险大多留在表内；打破刚兑下，信用分层凸显，要靠风险分散下的多元融资来弥合。银行资金出表和表外业务等扩张，加速债券、非标等扩张，带动实体融资多元化；但普遍存在的刚兑等，使得大部分风险依然停留在银行，有些风险甚至没有被充分监管和定价。随着刚兑打破，实体信用分层在 2018 年后加速显现，构建多元融资、实现风险分散或是破局之道。

风险提示：金融风险暴露，及监管政策变化。

【中小盘专题】特斯拉系列专题报告（四）：域控制器——智能汽车的“大脑”——中小盘主题-20210114

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 刘强（分析师）证书编号：S0790520010001| 李泽（联系人）证书编号：S0790120070082

域控制器解决汽车软硬件升级桎梏，开启智能驾驶新时代

传统汽车 E/E 架构采用分布式，功能系统的核心是 ECU，智能功能的升级依赖于 ECU 和传感器数量的累加。随着单车智能化升级的加速，原有智能化升级的方式面临着研发和生产成本剧增、安全性降低、算力不足等问题。面对种种智能化升级的桎梏，特斯拉 Model 3 的推出引领了汽车 E/E 架构集中化的趋势，将原本相互孤立的 ECU 相互融合，域控制器也由此应运而生。在以域控制器为功能中心的集中化 E/E 架构下，芯片算力和软件算法的提升将成为汽车智能化升级的核心。域控制器架构下，汽车智能化升级的研发边际成本将显著降低，并且智能化升级的边际成本将逐步递减，从而推动汽车智能驾驶的加速渗透。

硬件先行、软件赋能，域控制器开启汽车软硬件军备竞赛

域控制器作为未来汽车运算决策的中心，其功能的实现依赖于主控芯片、软件操作系统及中间件、应用算法等多层次软硬件的有机结合。分别来看，主控芯片目前多采用异构多核的 SoC 芯片，竞争的焦点主要在于 AI 单元的有效算力、算力能耗比、成本等。软件操作系统及中间件主要负责对硬件资源进行合理调配，以保证各项智能化功能的有序进行。其中，软件操作系统竞争格局较为稳定，多以 QNX 和 Linux 及相关衍生版本为主。应用算法则是基于操作系统之上独立开发的软件程序，是各汽车品牌差异化竞争的焦点之一。为实现智能汽车的持续进化，整车厂往往会选择“硬件超配、后续软件迭代升级”的方式。因此，域控制器作为未来智能汽车的“大脑”，以主控芯片为代表的高性能硬件将率先量产上车，而操作系统及应用软件等则会随着算法模型不断迭代持续更新，逐步释放预埋硬件的利用率，从而实现软件定义汽车。

域控制器产业链之下，Tier1、科技公司等多方势力各抒己长参与其中

根据产业链生态，域控制器产业链可分为两大阵营。一类是以华为昇腾、特斯拉 FSD 芯片为硬件基础的全栈式解决方案供应商。凭借自身的技术优势实现了从底层硬件到软件架构的全覆盖，具备软硬件一体化的性能优势。

另一类则是开放式的供应链生态，由 AI 芯片公司、软件供应商、Tier1 系统集成商和整车厂组成。其中底层的 AI 芯片公司是域控制器的基础，软件供应商和算法提供商（部分为整车厂自研）赋能，Tier1 进行系统集成，最终由整车厂落地验证。目前典型的第一阵营包括“特斯拉”、“华为+长安”、“Mobileye+蔚来”等，开放式阵营包括“小鹏+德赛西威+英伟达”、“理想+德赛西威+英伟达”、“高通+长城”等。在汽车智能化加速渗透的背景下，域控制器作为智能化的核心零部件将最为受益，看好在域控制器中卡位核心环节的相关公司。

受益标的：德赛西威、北京君正、中科创达、华阳集团

风险提示：国内汽车智能化升级不及预期。

行业公司

【化工：金石资源(603505.SH)】控股子公司通过高新技术企业认定，看好公司价值——公司信息更新报告-20210114

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 龚道琳（联系人）证书编号：S0790120010015 | 张玮航（联系人）证书编号：S0790119120025

控股子公司紫晶矿业将享受高新技术企业税收优惠，上调公司盈利预测

1 月 14 日，公司发布公告：公司控股子司浙江紫晶矿业于近日收到《关于浙江省 2020 年高新技术企业备案的复函》，紫晶矿业自获得高新技术企业认证通过后三年内（即 2020-2022 年）可享受国家相关优惠政策：按 15%的税率征收企业所得税。我们持续坚定看好公司优势来自于萤石资源的稀缺性和自身的成长性，上调盈利预测：预计 2020-2022 年，公司归母净利润分别 2.79、4.01（+0.33）、4.52（+0.20）亿元，EPS 分别 1.16、1.67（+0.13）、1.88（+0.08）元/股，当前股价对应 PE 分别 25.7、17.9、15.9 倍，维持“买入”评级。

公司技术创新能力、高端技术开发能力显著，税收优惠有望带来净利润增量

公司是我国拥有资源储量、开采及加工规模最大的企业，其技术创新能力、高端技术开发能力显著。公司预处理、零排放、充填技术等生产技术行业领先；同时，公司积极建设环境友好型企业，推进开采环保化、加工清洁化和运输无尘化。目前全国年开采规模达到或超过 10 万吨/年的大型萤石矿有 17 座，公司占 6 座，居全国第一，单一型萤石矿储量占全国的约 20%。公司采矿证规模 107 万吨/年，其中紫晶矿业具备 30 万吨采矿规模，占 28%。2019 年，据公司公告，紫晶矿业共贡献 6858.63 万元净利润。若未来子公司均通过高新技术企业认定，按所得税率从 25%调整至 15%计，对应公司的年均净利润有望增厚 10%。

强调全球萤石唯一标的稀缺性及成长性，看好公司萤石产品将迎来量价齐升

近年来，公司作为行业龙头充分受益于行业景气上行及自身产品不断放量，并通过收购扩大资源储量，持续保持业绩高速增长。2020 年 Q3 单季度，受益于公司紫晶、翔振、宁国等矿企恢复正常开工，拥有更高毛利率的高品位萤石块矿产销放量、比重提升，公司业绩创下历史单季度新高。目前，随北方冬季萤石矿开工下滑、制冷剂传统生产旺季来临，而部分萤石选厂因天气、环保等因素停车，开工率不高，萤石企业挺价意愿强烈，湿粉价格约 2500 元/吨。短期内我们看好下游产品价格上行将带动萤石市场气氛升温；中长期萤石需求前景将仍然广阔。

风险提示：萤石安全生产风险，制冷剂产能扩张进度不及预期等。

【化工：华鲁恒升(600426.SH)】湖北荆州拟建煤化工新产能，未来成长可期——公司信息更新报告-20210114

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 张晓锋（联系人）证书编号：S0790120080059 | 张玮航（联系人）证书编号：S0790119120025

公司拟建园区气体动力平台及合成气综合利用项目，维持“买入”评级

根据公司公告，公司拟于湖北荆州建设园区气体动力平台项目，为基地供应合成气及蒸汽；另拟建设合成气综

合利用项目，以合成气为原料，采用先进合成技术生产多项产品。两个项目预计总投资 115.28 亿元，建设期预计 36 个月。其中合成气综合利用项目建成投产后，有望实现利润总额 6.26 亿元。我们维持预计 2020-2022 年归母净利润分别为 19.49、28.69 和 35.16 亿元，对应的 EPS 分别为 1.20、1.76、2.16 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 34.1、23.2、18.9 倍。我们预计公司有望于荆州基地复制此前的成本优势，未来业绩将大幅增长，维持“买入”评级。

公司湖北荆州基地一期拟投资 115.28 亿元，建设期预计 36 个月

公司成立华鲁恒升（荆州）有限公司建设荆州第二基地，其中公司持股占比 70%，关联方华鲁集团有限公司和华鲁投资发展有限公司持股占比分别为 20%、10%。其中园区气体动力平台项目拟投资 59.24 亿元，建设期预计 36 个月，其中包括建设 4 台煤气化炉及配套装置（3 开 1 备），配套建设 2 套空分装置、3 台高温高压煤粉锅炉和公用工程设施；合成气综合利用项目拟投资 56.04 亿元，包括建设 100 万吨/年尿素、100 万吨/年醋酸、15 万吨/年混甲胺和 15 万吨/年 DMF 装置，及相应配套。若未来项目落地，公司醋酸、DMF 行业龙头地位将进一步巩固。

？ 两个项目若能顺利建成投产，未来公司业绩有望大幅增长

园区气体动力平台项目主要为基地后续项目供应合成气，以及为整个园区提供蒸汽支持，根据公司公告，若按照合成气 0.88 元/Nm3、蒸汽 140 元/吨价格计，如全部合成气、蒸汽外售，每年可形成销售收入 52 亿元、年均利润总额 7 亿元。合成气综合利用项目建成投产后，预计年均实现营业收入 59.68 亿元，利润总额 6.26 亿元。若两个项目能够顺利建成投产，以公司优秀的成本控制能力，未来公司业绩有望大幅增长。

风险提示：安全生产及环保风险、新项目建设进度不及预期、产品价格下跌。

【食品饮料：西麦食品(002956.SZ)】回购激励员工，利好长远发展——公司信息更新报告-20210114

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 叶松霖（联系人）证书编号：S0790120030038

燕麦龙头仍处发展黄金期，维持“买入”评级

西麦食品属于燕麦行业龙头，公司线下渠道优势稳固。随着新品陆续推出、渠道铺设完善全渠道发力，西麦食品仍处发展黄金期。我们预计 2020-2022 年归母净利分别 1.6、2.0、2.4 亿，EPS 为 0.99、1.22、1.52 元，当前股价对应 PE 分别为 25.6、20.8、16.6 倍，维持“买入”评级。

回购用于员工激励，激发团队积极性

西麦食品拟用 2600 万元至 5115 万元回购公司股份，用于实施股权激励或员工持股计划。拟回购价格为 20 元/股至 33 元/股；回购数量为 130 万股至 155 万股，占公司总股本的 0.81%-0.97%。公司回购股份用于实施股权激励或员工持股计划，绑定股东、公司及员工利益，完善公司长效激励机制和利益共享机制，有助于提升团队积极性、稳定性。目前冷食燕麦市场竞争激烈，股权激励有望进一步提升公司的核心竞争力。

新品、老品齐发力，营收稳步增长

2020Q4 产品动销良好，热食表现平稳，冷食增速较快。展望 2021 年，西麦食品稳步开拓线上、线下渠道，随着老品稳健增长、新品持续放量，预计 2021 年营收仍可稳步增长。未来随着渠道建设完善、产能陆续释放，公司发展潜力较大。

原材料价格稳定，行业扩容期费率仍处高位

西麦食品已锁定澳大利亚燕麦价格，预计原材料价格相对平稳，2020Q4 毛利率环比相近。目前冷食燕麦行业仍处快速扩容期，尚未有龙头品牌，公司加大费用投入以期在市场高成长期间获得更多市场份额。且 2020Q4 有新品进场费等前置性费用投放，预计 2020Q4 费率仍处高位。展望 2021 年，公司仍会投入费用推广新品、开拓渠道，预计销售费用率会较高。

风险提示：宏观经济下行风险、新品推广不及预期风险、食品安全风险。

【房地产：中国海外发展(00688.HK)】重回规模成长快车道，开发与商业齐头并进——港股公司首次覆盖报告-20210114

齐东（分析师）证书编号：S0790520060001 | 陈鹏（分析师）证书编号：S0790520100001

龙头标杆房企，投拓与销售再次提速，首次覆盖给予“买入”评级

四十年峥嵘岁月，作为老牌龙头房企，中国海外发展背靠国资平台，战略调整后销售再次提速；公司拿地模式走向多元化，持续聚焦高线城市主流地段，规模与利润率兼顾。公司经营稳健、严守财务纪律，盈利能力领先，融资优势明显。未来持有商业投资力度加大，提供稳定现金流收入。预计 2020-2022 年公司归母净利润 447、508、575 亿元，同比增速分别为 7.4%、13.5%、13.4%；EPS 分别为 4.08、4.63、5.25 元，当前股价对应 PE 为 3.4、3.0、2.7 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

重回高增速，多元化拿地，规模与盈利能力兼顾

（1）销售、拿地力度均明显加大，2017 年公司进行战略调整后，连续 2 年销售额增速维持 25%以上，2017-2019 年三年间金额口径的拿地力度均值 61%，高出 2014-2016 年 31 个百分点。（2）坚持高线城市、主流地段投资策略，公司在一线城市及港澳、二线城市土储占比分别为 14.9%、55.9%。（3）拿地方式多元化，央企背景赋予资源优势，央企背景及优秀的城市运营能力利于公司开展多元化拿地，具备获取大规模项目和城市更新项目的优势。

商业地产持续发力，构筑城市运营核心能力

2019 年商业物业总收入 41.6 亿元，同比增长 22%。作为“明天的业务”，公司持续每年投入 8%的资源预算，进一步加快商业物业发展，持续增加经营收入，预计 2020、2023 年分别实现商业物业收入 50、100 亿港币。

严守财务纪律，盈利能力优异，融资成本低

（1）毛利率、净利率、归母净利润均处于绝对领先水平，2019 年实现归母净利润 416 亿元；毛利率、净利率高达 34%、26%。（2）财务稳健，2020 年上半年平均融资成本仅 4.01%，处于行业最低水平；净负债率 33%，剔除预收后的资产负债率 53.8%，现金短债比 3.3 倍，均满足三条红线监管要求。

风险提示：行业销售波动；政策调整导致经营风险；融资环境变动。

【房地产：新城悦服务(01755.HK)】内接外拓，至臻至善，增值服务持续发力——港股公司首次覆盖报告-20210114

齐东（分析师）证书编号：S0790520060001 | 陈鹏（分析师）证书编号：S0790520100001

内接外拓，规模成长，增值业务蒸蒸日上，首次覆盖给予“买入”评级

新城悦服务背靠新城控股，竣工交付高峰期来临，成长性佳，规模效应明显；同时优质物管品牌持续赋能增值服务，未来增长空间可观。此外，公司具备完善的激励机制，持续加深管理层与公司利益的一致性。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润 4.16、6.26、9.32 亿元，同比增长 47%、51%、49%，对应 EPS 为 0.51、0.76、1.14 元，当前股价对应 PE 为 34.7、23.0、15.5 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

物管服务：盈利能力持续提升，多引擎助推面积增长

（1）成本管控逐步改善，受益于规模效应，公司期间费用率不断下降，带动盈利能力提升，2020H1 物业服务毛利率达 32%，较 2016 年提升 10.6 个百分点。（2）合管比持续高位，有效保障未来业绩成长。截至 2020H1 公司合约面积超 1.67 亿平米，在管面积 7122 万平米，合约/在管居于主流物管公司首位，未来业绩释放有充分保障。（3）多引擎助推面积增长，关联公司新城控股销售规模 TOP10，同时第三方外拓逐步发力，占比稳步提升，从 2016

年的 24%持续提升至 2020H1 的 35%。

增值服务多元化发展，加快放量

（1）开发商增值服务，收入主要由新城系项目提供，新城控股迎来竣工高峰期，未来交付项目增长迅猛，开发商增值服务增长可观。（2）社区增值服务，新橙居等五项业务多元化发展，盈利能力优秀，2019 年社区增值服务毛利率 64.3%，为公司各项业务最高。（3）智慧园区服务，2020H1 实现营收 2.08 亿元，同比增长 113%，2015-2019 年年复合增长率 121%，有望成为公司新利润增长点。

专业管理团队搭配完善激励机制

公司拥有内部培养、经验丰富的管理团队，并且建立了完善的激励机制，先后三次授出购股权或奖励股份，实现了公司利益与管理层利益的深度绑定。

风险提示：行业销售规模波动加大，外拓业务不及预期，人工成本上行压力。

【家电：科沃斯(603486.SH)】2020 年业绩超预期，添可持续高增长净利率提升——公司信息更新报告-20210114

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 孟昕（联系人）证书编号：S0790120040004

公司 2020 年净利润超预期，维持“买入”评级

公司预计：2020 年实现归母净利润 5.90~6.30 亿元，同比增长 388.79%~421.93%；实现扣非归母净利润 4.90~5.30 亿元，同比增长 385.90%~425.57%。公司非经常性损益约 1 亿元（+403%），增长明显主因公司收到系列政府补助及处置部分长期股权投资带来业绩提升；考虑到 2021 年疫情稳控下政府补贴与防疫费用或同步减少，预计非经常性损益对归母净利润整体影响较小。单季度看，2020Q4 公司预计实现归母净利润 3.40~3.80 亿元，同比增长 1640.16%~1844.92%。考虑公司 2020Q4 业绩超预期，上调盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润为 6.06/11.99/20.57 亿元（前值为 4.88/7.03/10.15 亿元），对应 EPS 为 1.07/2.12/3.64 元，当前股价对应 PE 为 101.4/51.3/29.9 倍，维持“买入”评级。

科沃斯、添可双品牌共振，盈利能力如期继续提升

（1）整体来看：据测算，预计 2020 全年公司总收入约为 70~80 亿元，同比增长约 35%~45%；对应归母净利润率约为 8%以上。（2）分季度看，预计 2020Q4 公司收入约为 30~35 亿元，同比增长约 65%~85%，对应归母净利润率约为 11%。（3）分业务看，预计 2020 全年公司服务机器人代工、清洁类小家电代工业务分别收入约 0.12 亿元（约-70%）、11 亿元（约-15%）；自有品牌业务中，科沃斯收入约 45~50 亿元（约+30%），添可收入约 10~15 亿元（约+400%以上）且净利润约 1 亿元。公司自有品牌占比约为 80%，其中添可品牌占比约 20%。

2020Q4 公司内销增速亮眼，外销美亚渠道销额环比连续增长

（1）内销市场：根据中怡康数据，2020Q4 扫地机器人行业销量、销额分别为 165.61 万台（+13.65%）、30.35 亿元（+37.16%）。其中，科沃斯扫地机器人 2020Q4 销量为 76.71 万台（+26.98%），市占率为 45.85%，表现较为亮眼。（2）外销市场：根据 Jungle Scout 数据，2020Q4 添可产品在亚马逊美国站上实现销额 0.28 亿美元，环比增长 180%；其中，10/11/12 月的销额分别为 0.07/0.10/0.11 亿美元，实现销售环比连续增长，趋势向好。

风险提示：国外疫情需求的抑制；行业竞争加剧风险；原材料价格波动风险等。

【轻工：中顺洁柔(002511.SZ)】拟新建华东区生活用纸产能，发展有望再提速——公司信息更新报告-20210114

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

公司拟新建 40 万吨高端生活用纸项目，发展有望再提速，维持“买入”评级

2021 年 1 月 13 日，公司公告拟总投资 25.5 亿元新建 40 万吨高档生活用纸项目。项目位于江苏宿迁，共分四

期。第一期产能 10 万吨，建设周期 18 个月，目的为满足华东区域现有的产销缺口，后续三期根据华东区域发展择机建设。公司近年收入快速增长，并且在华东、华北等薄弱区域取得突破性进展。我们预计公司现有产能已接近饱和并面临产能地区分布不平衡的问题。此次，华东产能项目有望缓解产能压力并助力公司向全国化龙头继续扩张。而未来在湖北、四川和此次项目完全投产后，公司总产能预计将达到约 150 万吨，支撑收入快速扩张。我们维持盈利预测不变，预计 2020-2022 年归母净利润 9.13/10.69/12.70 亿元，对应 EPS 为 0.70/0.81/0.97 元，当前股价对应 PE 为 36.4/31.1/26.2 倍，维持“买入”评级。

前瞻性储备低价原材料锁定成本，面对该轮木浆涨价，公司进可攻退可守

2020Q4 以来，进口木浆价格开始上涨。根据卓创资讯，2021 年 1 月初，针叶浆（银星）和阔叶浆（明星）价格分别相较 2020Q3 低点回升约 20%。原材料上涨进而带动国内生活用纸价格上行。2021 年 1 月初，国内生活用纸价格已相较 2020 年 11 月末低点上涨约 9%。值得关注的是，此次木浆涨价与以往有所不同。本次涨价，洁柔等龙头公司已提前储备了充足的库存。因此，更多的是没有库存储备的中小厂家受迫于成本端压力的被动涨价。所以对于中顺洁柔等原材料库存充足的龙头企业，进可依靠成本优势夺取市场份额，守可跟随行业涨价推高短期盈利。

未来展望：消费品属性提升有望提高估值中枢，渠道、品类拓展红利持续释放

长期看，一方面伴随公司规模提升，有更强的能力进行原材料储备进而平滑周期波动，消费品属性将日益提升，进而有望逐步提高公司估值中枢。另一方面，公司电商、母婴、新零售等新兴渠道有望继续快速增长。同时伴随产能全国化布局，华东、华北等地区的竞争力也将继续提升。在品类拓展上，公司子品牌太阳和卫生巾、婴儿纸尿裤、漱口水等个护品类均正呈现出快速发展的向好趋势。

风险提示：新品拓展受阻；浆价、汇率大幅波动；市场竞争加剧

【家电：浙江美大(002677.SZ)】受益渗透率提升，集成灶龙头业绩增长空间广阔——公司首次覆盖报告-20210114

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 孟昕（联系人）证书编号：S0790120040004

国内集成灶行业龙头企业之一，首次覆盖给予“买入”评级

浙江美大是国内集成灶行业的龙头公司之一。我们认为，集成灶作为新兴厨电受益于渗透率的提升有望继续快速增长，公司作为集成灶行业龙头有望继续受益市场规模的扩大。另外，公司在保持原有品牌、渠道、产品等优势的基础上，继续扩品类、拓渠道和推广天牛子品牌，未来有望实现进一步的业绩增长。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 5.21/6.72/8.30 亿元，对应 EPS 为 0.81/1.04/1.29 元，当前股价对应 PE 为 20.8/16.1/13.0 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

品牌具备先发优势，技术领先产品力优秀，经销渠道实力较强

公司在品牌、产品、渠道和研发生产方面具备明显优势。（1）品牌：从价格看，美大定位高端，集成灶均价在万元左右；从营销看，2016-2019 年公司营销投入增长迅速，销售费用率由 8.33%提至 15.94%。另外，美大是较早推出集成灶的品牌之一，具备先发优势。（2）产品：公司第三代模块化集成灶产品性能改善显著，技术先进产品力较强。（3）渠道：线下方面，以经销模式为主网络布局广且密，同时加快 KA、工程等渠道建设。线上方面，已开设天猫、京东、苏宁易购等官方旗舰店，2020 年开始授权线下经销商开设线上专卖店。（4）研发与生产：集成灶技术领先，110 项目继续扩大产能，彰显了公司对销售增长的信心。

渠道升级加快，产品布局多元化，双品牌战略启动

公司从拓渠道、扩品类、双品牌三个维度拉动业绩增长。（1）拓渠道：公司起步于浙江海宁，以三四线为主要阵地，一二线仍显空白。2019 年始，公司积极推动渠道升级，在一二线加快拓店，提高渗透率。同时在电商渠道发力，通过直播带货拉动销量增长。（2）扩品类：公司在原有集成灶基础上继续丰富品类，陆续推出净水器、集成水槽、电蒸箱、电烤箱和洗碗机等新品；跨界进军橱柜市场，全面覆盖厨房生活场景。（3）双品牌：2020 年，公司推

出天牛子品牌，填补中低端市场空白；产品涵盖集成灶、集成水槽、洗碗机、热水器、橱柜等七大品类。

风险提示： 房地产市场波动风险、原材料价格波动风险、市场竞争加剧风险。

【计算机：福昕软件(688095.SH)】全球化 PDF 领先厂商，差异化竞争抢夺增量市场——公司首次覆盖报告-20210114

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 刘逍遥（分析师）证书编号：S0790520090001

全球领先的 PDF 电子文档解决方案提供商，首次覆盖给予“买入”评级

福昕软件是一家全球化 PDF 领先厂商，是国际 PDF 协会主要成员、中国版式文档 OFD 标准制定成员，具有完全自主产权的 PDF 核心技术，提供涵盖 PDF 文档整个生命周期的各类产品和服务。随着公司产品力的提升，营销体系和渠道体系进一步完善，公司有望保持高速增长。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 1.24、1.66、2.16 亿元，EPS 为 2.58、3.45、4.50 元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 83.3、62.2、47.7 倍，公司 PE 和 PS 均低于可比公司平均水平，考虑到公司作为全球 PDF 领先企业，首次覆盖给予“买入”评级。

PDF 市场空间广阔，公司差异化竞争抢夺增量市场

在无纸化办公、正版化及新技术应用的驱动下，PDF 市场规模快速扩张。根据 Adobe 预测，2022 年全球 PDF 市场潜在市场规模可达 130 亿美元，2023 年将达 210 亿美元。目前 Adobe 在 PDF 市场仍占主导地位，公司在功能、定价、授权模式、支持服务等方面与之展开差异化竞争，积极抢占增量市场，市场份额不断提升。

云化成为公司产品发展主航向，订阅收入有望实现高速增长

软件产品云化已经成为大势所趋，公司首创互联 PDF 技术，并集成于 Phantom 等核心产品中，实现了在线文档管理、文档协作等云运用，并相继推出互联 PDF 产品、福昕云办公等产品系列，积极探索云化之路。随着公司云产品的完善，公司订阅收入有望高速增长，在收入中的占比有望进一步提升。

国内外营销体系与渠道建设不断加强，助力业务快速发展

公司以中国为软件产品开发设计中心，以欧美日等经济发达国家为主要市场区域，并辐射亚太、中东、南美等新兴经济区域，建立了专业的营销服务网络。同时，公司已与戴尔、新聚思、Insight 等大型 IT 代理商合作，通过其销售渠道扩展市场。公司将继续加强国内外营销体系与渠道建设，推动业务加速发展。

风险提示：市场竞争加剧风险；海外经营风险；受新冠疫情影响风险。

【家电：石头科技(688169.SH)】S7 亮相 CES 展，优化拖地能力，预增自动集尘盒——公司信息更新报告-20210114

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

清洁能力再次优化，可拓展组件有望推动产品组合单价提升

石头科技在 2021 年 CES 展发布新品 S7，零售价 649 美元，预计将于 3 月 24 日在美国市场开售。新品再次优化产品清洁能力，后续有望推出自动集尘桶配件，继续看好海外渠道高增长及产品价格提升逻辑，上调盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润 13.53/17.53/22.66 亿元（原值 12.33/14.85/19.35 亿元），对应 EPS 为 20.29/26.30/33.99 元（原值 18.50/22.28/29.02 元），当前股价对应 PE 为 51/40/31 倍，继续看好外销市场高增长、产品均价提升两大核心逻辑，维持“买入”评级。

针对海外家庭地面结构对扫拖痛点进行迭代优化

海外家庭地面结构以地毯为主，过去扫拖一体机型在海外推广过程中往往存在两大痛点：（1）拖布易将地毯变湿；（2）拖布面对干污渍清洁能力较弱；石头科技 S7 给出的解决方案为：（1）新增地毯识别传感器，当扫地机器

人碰到地毯时，会自动抬起拖布以防地毯变湿；（2）新增高频震动拖地功能，拖布可以以 50Hz 频率震动，频率高达 3000 次/分钟，有效去除咖啡渍、宠物脚印等干燥污渍，全面提升地面清洁能力。其他方面，S7 依旧采用激光雷达导航，最大吸力为 2500Pa，尘盒容量 470ml，水箱容量 300ml，电池容量 5200mAh，单次清洁面积达 200 平。

后续可搭配自动集尘盒，有望推动产品组合均价提升

云鲸、iRobot 通过自动洗抹布、自动集尘盒功能叠加，印证了功能性提升带来产品均价提升的可行性。石头科技在美国官网对 S7 的介绍中，公司给出自动集尘盒渲染图，预计后续会单独推出、售卖，且支持多款产品。自动集尘盒以配件形式推出，不但可以让客户按需搭配，同时有望带动多款 SKU 产品组合均价提升。

CES 展投放提升产品知名度，更符合公司口碑营销策略

以参加科技展方式推新，可以有效降低海外销售费用。公司在品牌建设推广上始终以口碑营销为先，通过口碑效应提升市场影响力，而非一味堆砌费用。目前公司在美国市场以线上为主，随着品牌力提升，有望加强在美国线下渠道议价能力。

风险提示：行业竞争加剧，海外疫情风险加大

【计算机：用友网络(600588.SH)】控股子公司畅捷通拟回归 A 股，云转型战略更为聚焦——公司信息更新报告-20210114

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 刘逍遥（分析师）证书编号：S0790520090001

控股子公司畅捷通拟回归 A 股，云转型战略更为聚焦，维持“买入”评级

公司发布公告，公司控股子公司畅捷通董事会已审议通过其拟在 A 股上市的初步方案，公司合计持有畅捷通股份约 65.68%。畅捷通是国内小微企业 SaaS 领先企业，云业务高速发展。根据畅捷通公告，2020 年前三季度实现营业收入 3.46 亿元，其中云收入为 1.52 亿元，同比增长 126%。畅捷通 A 股发行将有助于其多元化拓展资本市场的融资渠道，促进向云服务业务转型及发展。对于公司而言，公司将进一步聚焦于核心云产品的研发，加速云转型。同时，公司优质资产价值也将在资本市场得以充分体现，实现全体股东利益的最大化。我们维持预测公司 2020-2022 年归母净利润为 8.55、10.80、13.49 亿元，EPS 为 0.26、0.33、0.41 元/股，当前股价对应 PE 为 167.3、132.4、106.0 倍，维持“买入”评级。

董事长王文京先生亲任总裁，有利于更好地调配资源抓住历史发展机遇

公司此前发布公告，决定聘任董事长王文京先生兼任公司总裁，王文京先生是公司创始人，对企业服务产业有着非常深刻的理解，对公司发展方向和关键策略有非常好的掌控能力。王文京先生兼任公司总裁，有利于公司更好地调配资源，以抓住国产化、数智化、国际化三浪叠加的历史性机遇，聚焦云转型战略，加大研发投入，实现产品力的提升。

拟定增募资 52.98 亿元，持续加大对用友商业创新平台 YonBIP 研发投入

公司拟非公开发行股份募集资金 52.98 亿元，主要投向用友商业创新平台 YonBIP 建设项目（45.97 亿）、用友产业园（南昌）三期研发中心建设项目（6.28 亿）、补充流动资金及归还银行借款（7343.51 万元）。YonBIP 的建设将有效地支撑和运行客户的商业创新（业务创新、管理创新），助力公司实现千亿营收，成为未来全球领先的企业云服务供应商的战略目标。

风险提示：新冠疫情影响业务发展的风险；人才竞争加剧风险。

【计算机：万兴科技(300624.SZ)】稀缺产品型公司，内生外延提高业务天花板——首次覆盖报告-20210114

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 应瑛（联系人）证书编号：S0790120100007

A 股稀有的产品型公司，内生外延齐发展

万兴科技作为国内领先的消费类软件提供商，三大产品线实现多领域布局，B、C 端客户全面覆盖，业务发展稳定，深耕国外市场的同时，积极开拓国内市场。同时，注重细分领域的优质初创公司，通过参股、收购等方式实现外延扩张。随着 5G、AI 应用的加速落地，全民视频时代即将到来，创意产业有望迎来重大利好，公司创意软件作为公司营收增长的主要驱动力，市场前景可观。此外其余数字产品也稳健发展中，整体市场天花板持续提升，因此我们预计公司 2020-2022 年的归母净利润为 1.45、1.85、2.32 亿元，EPS 为 1.11、1.42、1.79 元/股，当期股价对应的 2020-2022 年 PE 为 47.7、37.3、29.7 倍。相较行业内其他公司估值较低，首次覆盖给予“买入”评级。

抖音、快手等短视频全球浪潮，催生 2C 专业化产品需求

（1）需求端：短视频在全球范围内的崛起和抖音、快手等平台助推的网红效应，催生更多的 UGC（用户生产内容）的产生。面对竞争的加剧和流量变现带来的利益刺激，用户对易学易用且可跨平台使用的专业化创意编辑产品需求将增长。

（2）供给端：国内创意编辑软件市场的供给格局为免费产品众多，但专业性产品选择有限的，且专业性的产品往往针对 B 端用户，价格高昂、功能繁琐。万兴旗下的万兴喵影主攻中间层市场，开发针对 2C、小 B 端的专业性产品，产品同时具备专业性和易用性。

三条业务线多领域布局，海内外和 BC 端齐发力

万兴科技的三大产品业务板块分别是数字创意、办公效率和实用工具，实现了 B、C 端客户全面覆盖，拥有多年的海外经营经验，2017 年实施“回师中国”战略后在国内市场持续发力。公司注重产品迭代和资源素材汇集，在研发方面的投入持续增加，力图保持行业领先地位，一方面随着网民付费习惯养成和国内软件产业环境改善，以万兴喵影为首的消费类软件产品销量有望进一步扩大；另一方面针对 B 端的 PDF、协同类工具的发力，共同促进公司业绩提升。

风险提示：万兴喵影销售不及预期的风险、人才竞争加剧的风险

【化工：新和成(002001.SZ)】业绩符合预期，将持续丰富精细“化工+”平台产品线——公司信息更新报告-20210114

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 张晓锋（联系人）证书编号：S0790120080059 | 张玮航（联系人）证书编号：S0790119120025

通过技术开发和产品创新不断完善精细“化工+”平台，维持“买入”评级

公司发布《2020 年度业绩预告》：把握维生素、蛋氨酸产品量价齐升的市场机遇，2020 年全年，公司预计将实现归母净利润 34.64~38.98 亿元（同比增长 60%~80%），对应 2020Q4 单季度净利润区间为 5.27~9.61 亿元（同比增长 13.82%~107.56%），符合我们预期。我们维持公司盈利预测：预计 2020-2022 年归母净利润分别 34.80、42.36、50.04 亿元，EPS 分别 1.62、1.97、2.33 元/股，当前股价对应 PE 分别 23.4、19.2、16.2 倍。未来，公司将通过技术开发和产品创新，持续丰富精细“化工+”平台的产品线。在当前时点上，我们维持“买入”评级。

短期 VA、VE、VC 等产品价格向好走强，中长期仍将受到生猪补栏需求支撑

2020 年上半年，疫情蔓延影响了全球维生素厂商的生产开工，供需矛盾加剧，维生素价格大幅上涨；2020 年下半年，依赖于消耗前期库存，贸易商购货意愿谨慎，VA、VE 产品价格分别以弱势下跌与弱势整理为主。进入 2020 年 11 月，随海外需求逐步复苏、部分海外厂家供给受影响等，VA 及 VE 出口量均显著边际改善：据百川盈孚数据，11 月份，VA、VE 出口同比分别+9.17%、+23.22%。据 Wind 数据，2020 全年，国产 VA、VE、VC、蛋氨酸均价分别为 392.91、64.87、29.26、19.56 元/kg，分别同比+9.90%、+42.43%、+3.52%、+8.48%。近期，受安全事故、环保、限电等因素共振影响，VA、VE、VC 等维生素市场价格向好走强。临近春节前夕，维生素下游用户备货已经接近尾

声，我们预计短期内各类维生素价格波动有限；中长期看，猪补栏逻辑将长期支撑饲料及维生素需求。

第三期员工持股计划已有初步进展，让优秀人才和贡献者分享公司成长成果

2020 年 10 月底，公司发布了《第三期员工持股计划（草案）》：本次员工持股计划设立时资金总额不超过 3.06 亿元（累计不超过公司总股本的 10%）。截至 2021 年 1 月 11 日，本计划已通过二级市场竞价交易方式购买公司股票共计 195.47 万股，占公司总股本 0.09%，成交均价约 31.59 元/股。员工持股计划的推进，将有效将员工与企业效益捆绑在一起，让优秀人才和贡献者分享公司成长成果。

风险提示：项目推迟、需求不及预期、行业竞争加剧、产品价格大幅下滑等。

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	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

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