中京电子（002579.SZ） 核心客户配套效应显著，公司驶入增长快车道

2020 年 09 月 12 日

——公司首次覆盖报告

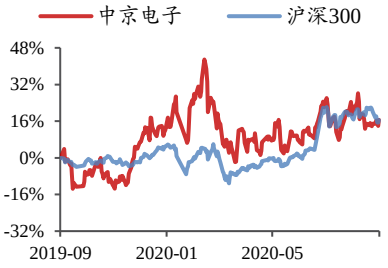
投资评级：买入（首次）

刘翔（分析师）
liuxiang2@kysec.cn
证书编号：S0790520070002

林承瑜（联系人）
linchengyu@kysec.cn
证书编号：S0790120080105

日期	2020/9/11
当前股价(元)	14.71
一年最高最低(元)	18.79/10.85
总市值(亿元)	58.36
流通市值(亿元)	51.98
总股本(亿股)	3.97
流通股本(亿股)	3.53
近 3 个月换手率(%)	162.11

股价走势图



数据来源：贝格数据

● PCB 全品类布局，经营持续优化

中京电子 PCB 全品类布局，积极扩张、优化经营。公司形成惠州仲恺 PCB 产业园、惠城三栋生产基地、珠海元盛电子生产基地，打造以高多层板和 HDI 为核心、柔性板配套的智能工厂。公司多品类布局衔接顺畅，产品结构持续优化，公司柔性电路板业务强化，占比由 2019H1 的 14.0%提升至 15.4%。当前公司步入盈利与投资双重上升周期，2020H1 公司资本开支达到 2.4 亿元，接近历史高位。我们预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润为 2.2/2.6/3.3 亿元，对应 EPS 为 0.54/0.66/0.82 元，当前股价对应 PE 为 26.5/21.8/17.5 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 加快产能配套，客户粘性持续提升

公司加大核心客户绑定力度，为规模扩张打下坚实基础。公司通过珠海元盛拟在成都高新区设立子公司运营新型显示用柔性印制电路板组件（FPCA）项目，计划投资总额达到 2 亿元人民币；IC 载板领域，公司与天水华洋签订增资协议，以货币资金出资方式投资 2968 万元增资华洋电子 6.98%的股权，标的公司天水华洋以 IC 引线框架为主业，与公司 IC 载板客户协同效应显著，公司核心客户粘性持续提升，将帮助公司壮大收入规模。

● HDI 募投项目落地在即，中长期产业价值凸显

公司拟募投资金扩产 HDI 项目。2020 年公司拟非公开发行募集资金不超过 12 亿元，全部用于珠海富山高密度印刷电路板建设项目，主要生产高多层板、高密度互联版（HDI）、刚柔结合板（R-F）、类载板（SLP）等产品，应用于 5G 通信、新型高清显示、汽车电子、人工智能、物联网及大数据、云计算等相关产品要求。公司的 HDI 产品已经可达到五阶水准，扩产后将更好地卡位国内 5G 终端的市场需求，承接海外转移的产能，凸显供应链价值。

● 风险提示：软板及 IC 载板客户导入不及预期、公司珠海工厂投产不及预期、HDI 需求不及预期、PCB 行业竞争加剧

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,761	2,099	2,557	3,162	3,919
YOY(%)	63.6	19.2	21.8	23.7	23.9
归母净利润(百万元)	82	149	215	262	326
YOY(%)	243.5	82.3	44.9	21.6	24.2
毛利率(%)	20.5	23.2	23.4	23.5	23.6
净利率(%)	4.6	7.1	8.4	8.3	8.3
ROE(%)	7.8	12.2	14.9	15.9	17.1
EPS(摊薄/元)	0.21	0.37	0.54	0.66	0.82
P/E(倍)	70.0	38.4	26.5	21.8	17.5
P/B(倍)	5.6	4.4	3.9	3.4	2.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 PCB 全品类布局，经营持续优化 3
2、 加快产能配套，客户粘性持续提升 5
3、 HDI 募投项目落地在即，中长期产业价值凸显 8
4、 盈利预测与投资建议 8
4.1、 核心假设 8
4.2、 盈利预测与投资建议 9
5、风险提示 9
附：财务预测摘要 10

图表目录

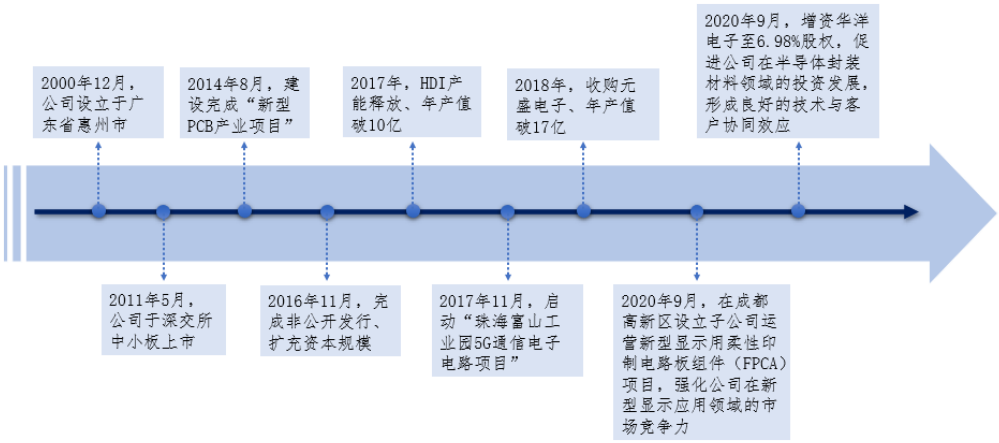
图 1： 公司发展历史 3
图 2： 公司股权结构图 3
图 3： 2020H1 公司营业收入 9.8 亿元 4
图 4： 公司产品结构持续优化 4
图 5： 产品结构改善带来毛利率攀升 4
图 6： 公司步入新一轮扩张周期 4
图 7： 公司开拓 PCB 新品以匹配下游客户的新增需求 5
图 8： 公司加大销售费用的投入 5
图 9： 2020H1 公司研发费用率创历史新高 5
图 10： 公司前五大客户占比提升 6
图 11： 京东方在四川成都与绵阳扩产 OLED 项目 6
图 12： 预计京东方 OLED 项目产能释放加快（万片/年） 6
图 13： 全球 IC 载板产能分布在日本及中国台湾 7
图 14： IC 载板需求来自中国台湾和大陆地区的封测厂 7
图 15： 华洋电子主业为各种集成电路的引线框架 7
图 16： 华洋电子客户涉足核心封测企业 7
图 17： HDI 手机终端及 PC 占比应用比例为 80% 8
图 18： 公司 HDI 产品卡位消费电子市场 8

表 1： 标的公司财务稳健 7
表 2： 公司拟投入珠海富山项目 8
表 3： PCB 行业上市公司估值情况：公司 PE 估值接近可比公司平均 9

1、 PCB 全品类布局，经营持续优化

中京电子全品类布局，积极扩张、优化经营。公司成立于 2000 年，于 2011 年在主板登陆上市，公司专业生产、研发和销售刚性电路板、柔性电路板、刚柔结合板等产品，已形成惠州仲恺 PCB 产业园、惠城三栋生产基地、珠海元盛电子生产基地三大生产基地，未来筹建珠海福山 5G 通信电子电路生产基地，将形成以高多层板和 HDI 为核心、柔性板配套的智能工厂，截止至 2020 年 8 月工厂主体结构落成，预计最快可于 2021Q1 量产。

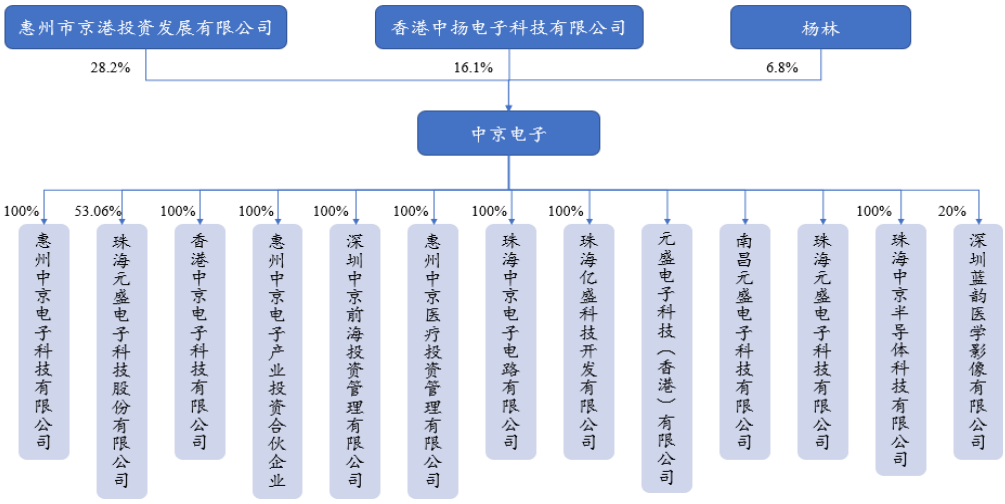
图1：公司发展历史



资料来源：公司官网、开源证券研究所

杨林先生是公司的实际控制人。杨林先生曾在广东省惠州市财校和深圳市直属机关工作，具备经济师职称。早期通过京港投资间接持有公司发行前 42.6%股权，历任广东天元电子科技有限公司总经理、深圳市京港投资发展有限公司总经理，2000 年入职公司，担任惠州中京电子科技有限公司董事长等职务。截止至 2020H1 杨林先生直接持股比例为 6.8%，通过京港投资间接持股 28.2%。

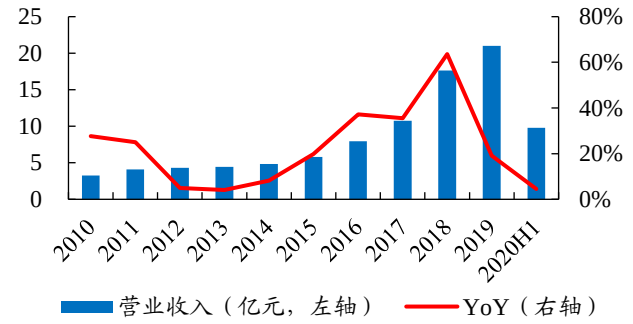
图2：公司股权结构图



资料来源：公司公告、开源证券研究所

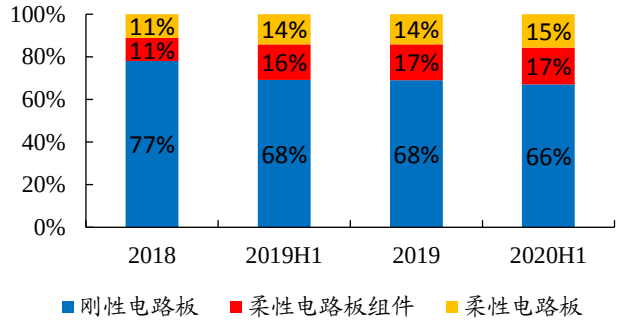
公司多品类布局衔接顺畅，产品结构持续优化。2010-2016 年期间，公司营业收入维持在个位数水平，最近三年营业收入实现跨越式增长，2017 年营业收入增速首次突破 10 亿元，2019 年公司营业收入达到 21.0 亿元，同比增长 29.2%。2020 年上半年行业虽有中美贸易摩擦及疫情扰动等因素影响，整体下行压力加大，但是公司营业收入仍然录得正增长，达到 9.8 亿元，同比增速为 4.6%。公司进一步挖掘生产潜力，通过厂区空余空间扩产、技改、设备升级等方式，优化产品结构，加工难度较高的柔性电路板产品占比持续提升，由 2019H1 的 14.0%提升至 15.4%，同比增长 1.4 pct；过去刚性电路板是公司营收的支柱性来源，2020H1 占比为 66.0%。

图3：2020H1 公司营业收入 9.8 亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

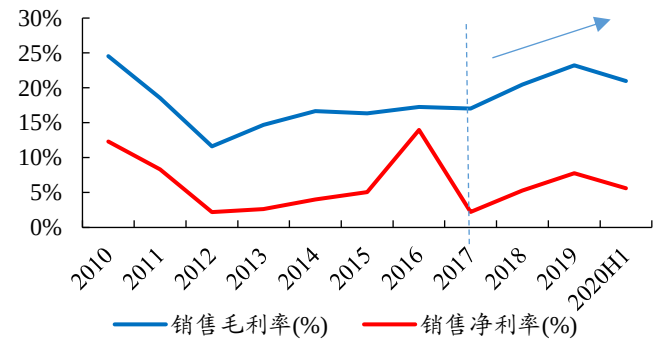
图4：公司产品结构持续优化



数据来源：Wind、开源证券研究所

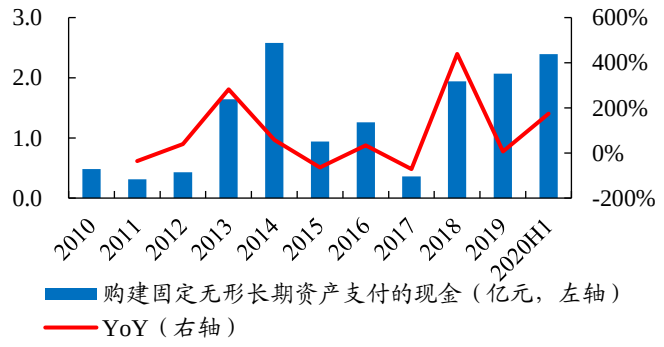
公司步入盈利与投资双重上升周期。2017 年公司盈利能力处于低谷，毛利率为 17.0%，净利率为 2.2%。2018-2019 年，公司完成国内 FPC 龙头之一元盛电子的控股股权收购，补足 FPC 领域短板，实现刚性、柔性、刚柔性结合全系列产品的布局，筹备珠海富山工业园，产品结构调整带动毛利率与净利率开始回稳攀升，2019 年毛利率达到 23.2%，净利率达到 7.8%，2020H1 因短期因素扰动盈利能力略有下滑，但整体仍然处在上升的区间。公司启动新一轮扩张周期，2020H1 公司购建固定无形长期资产支付的现金金额接近历史高位，达到 2.4 亿元。

图5：产品结构改善带来毛利率攀升



数据来源：Wind、开源证券研究所

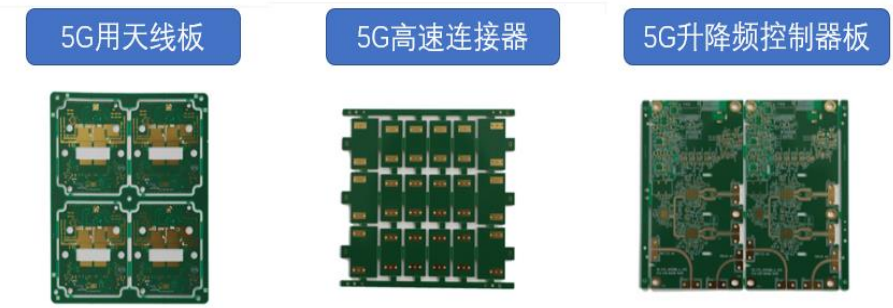
图6：公司步入新一轮扩张周期



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司紧跟下游需求，加快研发配套能力。在多层硬板领域，公司紧跟下游 5G 高频高速产品的应用市场，完成高速混压板、光模块板、5G 天线板、5G 升频器高频板的开发与制作。HDI 板领域，一方面匹配 Mini LED 背光渗透的行业趋势，开发芯片级封装灯珠板和高阶 HDI Mini LED 板，另一方面，公司原有 HDI 量产能力在 3 阶，陆续完成 10-12 层 5 阶 HDI 产品的样品制作。FPC 板领域，开展 OLED 显示屏用刚柔一体 FPC 研发项目。

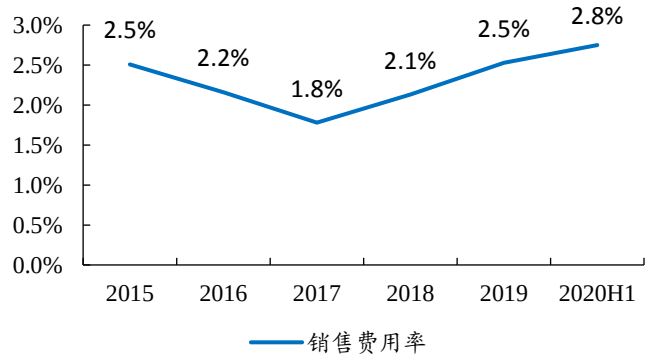
图7：公司开拓 PCB 新品以匹配下游客户的新增需求



资料来源：公司官网、开源证券研究所

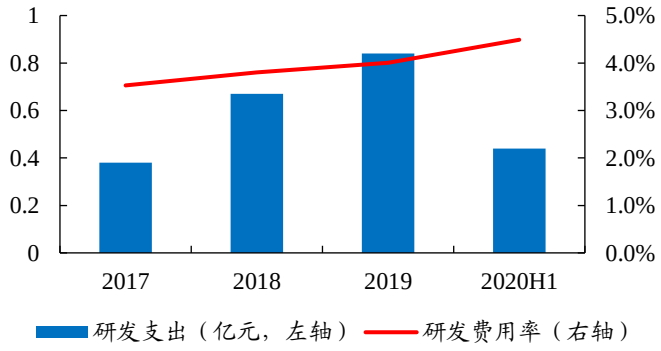
整体来看，公司对下游行业需求变化的跟踪敏锐，能够及时匹配市场的需求，研发进度亦有加码迹象。2017-2019 年公司研发费用率为 3.5%/3.8%/4.5%，2020H1 公司研发费用达到 0.44 亿元，研发费用率为 4.5%，达到近三年的新高。

图8：公司加大销售费用的投入



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2020H1 公司研发费用率创历史新高

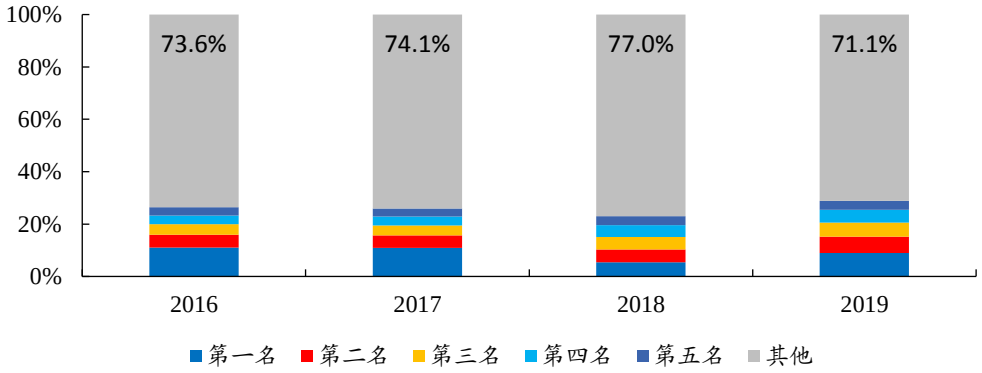


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 加快产能配套，客户粘性持续提升

公司加大核心客户绑定力度，为规模扩张打下坚实基础。2016-2018 年公司前五大客户的集中度分别为 26.4%/25.9%/23.0%，由于 PCB 是订单制的产品，公司扩张收入体量需要依赖于深度绑定核心客户，2019 年公司加大销售费用与配合客户研发的措施并举，前五大客户的集中度提升 5.9 pct 至 28.9%，低于业内领先的企业，如沪电股份（002463.SZ）的 68.8%、深南电路（002916.SZ）的 51.7%，仍有较大的提升空间。若公司实现客户深耕，预计未来将支撑公司营收规模扩张。

图10：公司前五大客户占比提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

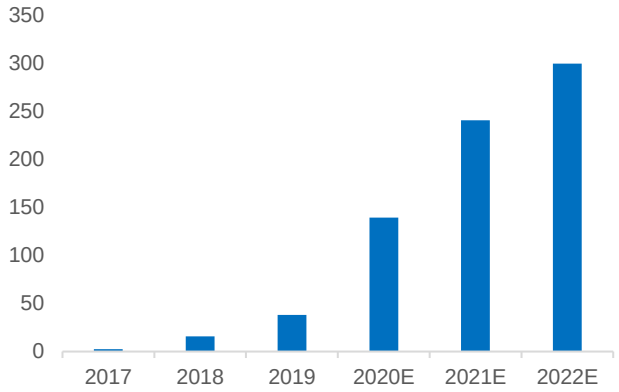
公司设立柔性印制电路板组件 FPCA 项目，匹配下游面板客户的需求，有望导入国内品牌手机厂商。公司通过珠海元盛拟在成都高新区设立子公司运营新型显示用柔性印制电路板组件（FPCA）项目，计划投资总额达到 2 亿元人民币，拟设立子公司成都中京元盛显示技术有限公司，注册资本为 2000 万元人民币，经营范围涉及研发、生产与销售柔性印制电路组件、新型显示用（OLED/AMOLED/MiniLED 等）电子组件、各类电子模组。公司的程度工厂将充分配套核心客户的新增产能，可就近配套京东方在四川成都及四川绵阳投放第六代柔性 AMOLED 生产线，新建产能将于 2020-2022 年期间集中释放，2020 年产量将同比提升 2-3 倍，实现超过五千万片的出货量。公司本次的投资项目无论是从地理位置或是时间节点上，都与客户的产品形成配套，增强客户粘性，及时响应需求，从而提升在客户中的份额。

图11：京东方在四川成都与绵阳扩产 OLED 项目



资料来源：京东方官网

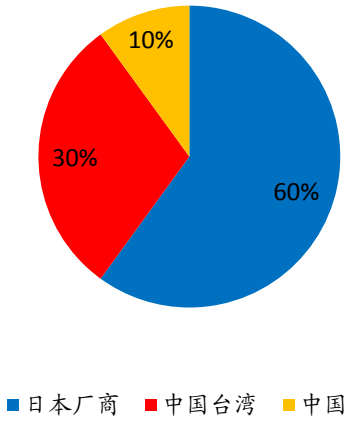
图12：预计京东方 OLED 项目产能释放加快（万片/年）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

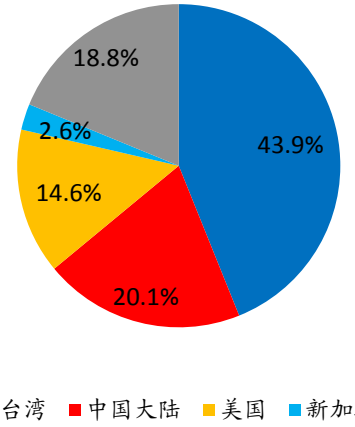
IC 载板领域，公司通过 IC 引线框架标的增资的方式强化封测客户协同效应。IC 载板是封装环节的关键部件，占封装工艺成本的 35-55%，其工艺与 PCB 类似，但其不限密度、层间对位精度的要求较高。根据 Prismark 的统计，2018 年 IC 载板市场规模接近 80 亿美元，目前全球的 IC 载板主要由日本厂商承接，IBIDEN、SHINO 等日资厂商占产值比重达到 60%，台资企业的占比为 30%，内资企业占比仅为 10%；而从下游封装行业的产能来看，根据前瞻产业研究院的统计，2019 年中国台湾地区贡献全球产值的 43.9%，中国大陆地区贡献产值 20.1%，也就意味着国内 IC 载板的供给还不足以满足需求。

图13：全球 IC 载板产能分布在日本及中国台湾



数据来源：Primark、开源证券研究所

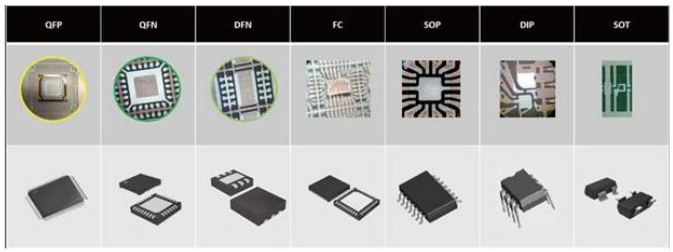
图14：IC 载板需求来自中国台湾和大陆地区的封测厂



数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

结合前期公司在高栏港投资 IC 载板项目，本次增资天水华洋的客户协同效应显著。标的公司的主要客户涵盖华天科技、成都宇芯、南京矽邦、日月光（ASE）、长电科技、通富微电、矽品（SPIL）、安靠（Amkor），且在日月光、华天科技厂商检测中获得可靠性一级的认证。

图15：华洋电子主业为各种集成电路的引线框架



资料来源：公司公告

图16：华洋电子客户涉足核心封测企业



资料来源：公司公告、公司官网、开源证券研究所

标的公司天水华洋财务较为健康，业绩承诺将有力保障公司利益。2020 年公司与天水华洋签订增资协议，以货币资金出资方式投资 2968 万元增资华洋电子，标的公司天水华洋以 IC 引线框架为主业，本次增资标的增资前的估值为人民币 3.95 亿元，增资后公司将取得 6.98%的股权，而增资的 2968 万元款项将应用于标的公司新建 IC 引线框架蚀刻生产线。天水华洋 2019 年的营业收入为 1.29 亿元，净利润实现 1614 万元，2020H1 营业收入达到 0.78 亿元，净利润为 800 万元。标的公司在 2021-2022 年净利润指标承诺分别为 2500/4000 万元。

表1：标的公司财务稳健

	2019 年 12 月 31 日	2020 年 6 月 30 日
资产总计（万元）	33,195	33,372
负债总计（万元）	19,422	17,740
资产负债率（%）	58.57	53.16
营业收入	12,926	7,754
归母净利润	1,614	800

资料来源：公司公告、开源证券研究所

3、 HDI 募投项目落地在即，中长期产业价值凸显

公司拟募投资金扩产 HDI 项目。2020 年公司拟非公开发行募集资金不超过 12 亿元，全部用于珠海富山高密度印刷电路板建设项目，主要生产高多层板、高密度互联版（HDI）、刚柔结合板（R-F）、类载板（SLP）等产品，应用于 5G 通信、新型高清显示、汽车电子、人工智能、物联网及大数据、云计算等相关产品。

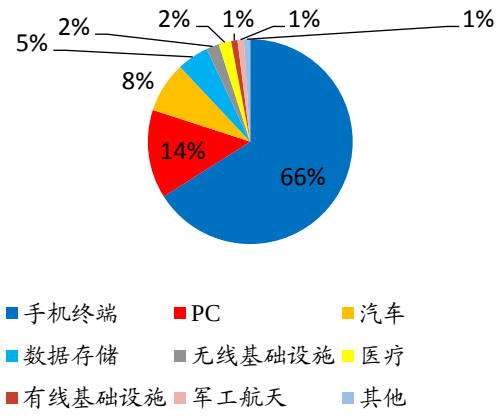
表2：公司拟投入珠海富山项目

项目名称	拟投资总额（万元）	募集资金拟投入金额（万元）
珠海富山高密度印刷电路板（PCB）建设项目（1-A 期）	163,800	120,000

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司产能面临瓶颈，扩产后将强化公司实力。目前公司的产能主要来自 2014 年竣工的 IPO 募投项目，公司采用利润滚动投入收入，但是实际产能增幅较为有限，而往后看，客户的单批次订单量攀升将对公司产能的要求门槛提升，公司亦将更有力地承接头部客户的订单，从而缓解目前产能的瓶颈。公司的 HDI 项目投建于 2012 年，在国内处于领先位置，已经实现二阶、三阶、Any-layer HDI 的生产能力，在关键技术上可媲美国内领先水平。根据 Prismark 统计，2019 年 HDI 市场规模为 89.8 亿美元，其中手机终端及 PC 占整体应用的比例为 80%，公司的 HDI 产品已经可达到五阶水准，将更好地卡位国内 5G 终端的市场需求，承接海外转移的产能，凸显供应链价值。

图17：HDI 手机终端及 PC 占比应用比例为 80%



数据来源：Prismark、开源证券研究所

图18：公司 HDI 产品卡位消费电子市场



资料来源：公司官网、开源证券研究所

4、 盈利预测与投资建议

4.1、 核心假设

收入端：刚性板产品每年扩产增速为 20%，柔性电路板扩产增速为 30%。

毛利率：随着公司扩产产能的逐步释放，经营步入常态化，折旧压力减少，公司毛利率稳中有升。

费用端：公司销售费用、管理费用、研发费用占营业收入的比例预计在现有的基础上维持平稳。

4.2、 盈利预测与投资建议

公司投产进展顺利，FPC、HDI 产品加速核心客户配套，我们看好公司产品结构改善带来的行业地位提升。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 2.2/2.6/3.3 亿元，EPS 为 0.54/0.66/0.82 元，当前股价对应 2020-2022 年市盈率为 26.5/21.8/17.5 倍，接近可比公司 PE 平均，首次覆盖给予“买入”评级。

表3：PCB 行业上市公司估值情况：公司 PE 估值接近可比公司平均

证券代码	证券简称	收盘价(元)	归母净利润增速（%）				PE（倍）			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
603228.SH	景旺电子	33.31	4.3%	28.1%	25.1%	22.7%	31.5	26.4	21.2	17.3
002815.SZ	崇达技术	16.8	-6.2%	17.4%	29.3%	27.2%	29.1	24.0	18.6	14.6
002916.SZ	深南电路	114.5	76.8%	38.7%	29.1%	23.1%	39.1	32.9	25.3	20.4
	A 股平均		25.0%	28.1%	27.8%	24.3%	33.2	27.8	21.7	17.4
002579.SZ	中京电子	14.39	82.3%	44.9%	21.6%	24.2%	38.4	26.5	21.8	17.5

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2020/09/10，除中京电子外，其他公司均使用 Wind 一致预期预测数据）

5、风险提示

公司软板及 IC 载板客户导入不达预期;

公司珠海工厂投产不及预期;

手机销量结构逐步向中低端迁移，导致 HDI 需求不及预期;

PCB 行业竞争加剧。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1246	1711	1916	2350	2932
现金	216	449	270	488	536
应收票据及应收账款	668	662	958	1045	1437
其他应收款	7	18	13	26	22
预付账款	4	11	8	15	13
存货	330	387	484	592	740
其他流动资产	21	183	183	183	183
非流动资产	1544	1635	1627	1648	1689
长期投资	152	96	41	-12	-65
固定资产	1019	1108	1135	1184	1255
无形资产	159	186	204	230	256
其他非流动资产	215	245	247	246	244
资产总计	2790	3345	3543	3998	4621
流动负债	1250	1493	1574	1858	2235
短期借款	282	213	213	213	213
应付票据及应付账款	804	961	1184	1466	1815
其他流动负债	164	319	177	179	208
非流动负债	343	512	440	369	298
长期借款	0	373	301	230	159
其他非流动负债	343	139	139	139	139
负债合计	1593	2005	2014	2227	2534
少数股东权益	186	0	12	32	62
股本	373	396	397	397	397
资本公积	390	517	517	517	517
留存收益	284	395	566	777	1044
归属母公司股东权益	1010	1340	1517	1739	2025
负债和股东权益	2790	3345	3543	3998	4621

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	133	246	199	475	339
净利润	94	163	228	281	356
折旧摊销	90	120	100	112	125
财务费用	34	48	34	40	41
投资损失	-5	-26	-24	-25	-25
营运资金变动	-109	-84	-139	67	-158
其他经营现金流	29	25	0	0	0
投资活动现金流	-500	-127	-69	-108	-141
资本支出	194	207	47	74	94
长期投资	0	81	54	53	53
其他投资现金流	-306	161	33	20	5
筹资活动现金流	263	126	-309	-150	-150
短期借款	125	-69	0	0	0
长期借款	0	373	-72	-71	-70
普通股增加	-5	23	1	0	0
资本公积增加	-29	127	0	0	0
其他筹资现金流	172	-328	-238	-78	-79
现金净增加额	-102	244	-178	218	48

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1761	2099	2557	3162	3919
营业成本	1401	1611	1958	2419	2994
营业税金及附加	11	14	16	20	25
营业费用	38	53	64	79	98
管理费用	115	126	148	183	227
研发费用	67	84	102	126	157
财务费用	34	48	34	40	41
资产减值损失	10	-10	0	0	0
其他收益	20	9	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	5	26	24	25	25
资产处置收益	-1	1	0	0	0
营业利润	110	186	257	318	402
营业外收入	0	0	2	0	1
营业外支出	2	3	3	3	3
利润总额	108	183	256	316	400
所得税	14	20	28	35	44
净利润	94	163	228	281	356
少数股东损益	12	15	12	19	30
归母净利润	82	149	215	262	326
EBITDA	208	327	369	438	529
EPS(元)	0.21	0.37	0.54	0.66	0.82

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	63.6	19.2	21.8	23.7	23.9
营业利润(%)	209.5	69.7	38.3	23.7	26.3
归属于母公司净利润(%)	243.5	82.3	44.9	21.6	24.2
获利能力					
毛利率(%)	20.5	23.2	23.4	23.5	23.6
净利率(%)	4.6	7.1	8.4	8.3	8.3
ROE(%)	7.8	12.2	14.9	15.9	17.1
ROIC(%)	6.0	8.1	10.8	12.3	13.9
偿债能力					
资产负债率(%)	57.1	59.9	56.8	55.7	54.8
净负债比率(%)	41.3	36.4	28.2	8.1	1.3
流动比率	1.0	1.1	1.2	1.3	1.3
速动比率	0.7	0.8	0.8	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.8	0.9
应收账款周转率	3.6	3.2	3.2	3.2	3.2
应付账款周转率	2.3	1.8	1.8	1.8	1.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.21	0.37	0.54	0.66	0.82
每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	0.62	0.50	1.20	0.85
每股净资产(最新摊薄)	2.55	3.26	3.70	4.26	4.98
估值比率					
P/E	70.0	38.4	26.5	21.8	17.5
P/B	5.6	4.4	3.9	3.4	2.9
EV/EBITDA	30.7	19.0	16.7	13.4	11.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

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