开源证券

恩捷股份（002812.SZ）

2020 年 08 月 25 日

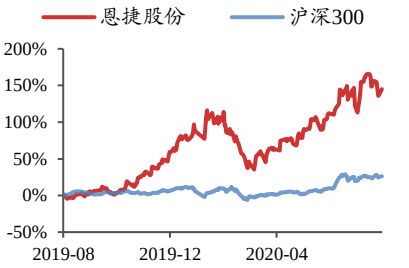
2020H1 业绩符合预期，收购整合巩固龙头地位

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/8/24
当前股价(元)	76.74
一年最高最低(元)	87.20/29.66
总市值(亿元)	618.04
流通市值(亿元)	402.99
总股本(亿股)	8.05
流通股本(亿股)	5.25
近 3 个月换手率(%)	92.16

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-拟收购纽米科技，进一步加强 3C 锂电隔膜布局》-2020.8.8

《公司深度报告-从经营数据看隔膜龙头强大竞争力》-2020.6.14

《公司首次覆盖报告-优秀基因铸造隔膜龙头，海外+涂覆贡献成长新动能》-2020.5.31

刘强（分析师）
liuqiang@kysec.cn
证书编号：S0790520010001

李若飞（分析师）
liruofei@kysec.cn
证书编号：S0790520050004

● 2020H1 公司归母净利润同比-17.1%，下半年有望恢复高速增长

2020H1 公司实现营收 14.41 亿元，同比+4.5%；归母净利润 3.21 亿元，同比-17.4%。2020Q2 营收 8.88 亿元，同比+23%，环比+60.6%；归母净利润 1.83 亿元，同比+3.7%，环比+32.5%，主要由于苏州捷力于 3 月完成并表。公司作为全球主流电池厂的重要隔膜供应商，将充分受益于下半年起行业新一轮向上周期。预计 2020-2022 年归母净利润 10.71/ 15.79/ 20.2 亿元，EPS1.33/ 1.96/ 2.51 元，维持此前的盈利预测，当前股价对应 P/E57.7/39.1/30.6 倍。维持“买入”评级。

● 上半年开工率不足、利息支出增长拖累上海恩捷业绩，苏州捷力表现亮眼

2020H1 公司隔膜业务实现营收 8.29 亿元，出货量超 4 亿平米（去年同期为 3.5 亿平米），均价约 2.07 元/平米，同比-13%。2020H1 上海恩捷实现营收 5.77 亿元，同比-30.7%；净利润 2.24 亿元，同比-45.0%；净利率 38.9%，同比-10.1pct，我们推断主要由于：**①隔膜价格下降、Q2 出货量下降且在建工程转固增加导致单品对应折旧增长；②有息债务增长、在建工程转固后利息支出费用化导致财务费用提升。**随着下游需求回暖，我们预计 Q3/Q4 上海恩捷出货量有望分别达 3.2/4 亿平米。2020H1 苏州捷力实现营收 3.3 亿元，同比+11.2%；净利润 0.17 亿元。苏州捷力于 3 月开始并表，截至 6 月 30 日，对公司的营收贡献为 2.52 亿元，净利润贡献为 0.71 亿元，我们推断主要得益于：**①产品结构逐步从动力切换为利润率更高的 3C 领域；②恩捷股份在管理、工艺、原材料成本等领域给予支持。**我们预计下半年苏州捷力出货量有望达 1 亿平米以上（主供 3C）。

● 海外进展超预期，收购纽米科技加深 3C 领域布局，巩固全球隔膜龙头地位

公司与 LG 深度绑定，预计 2020-2022 年供应 LG 隔膜分别为 1.8/3/5 亿平米，涂覆膜占比有望持续提升。公司已于 2019 年 11 月与帝人达成涂覆专利合作，我们看好后续与松下在涂覆膜领域的合作。8 月 7 日，恩捷股份发布公告拟收购纽米科技 54.76%的股权，加深 3C 领域布局，多领域延伸，巩固全球隔膜龙头地位。

● 风险提示：新能源汽车销量不及预期、隔膜价格下降。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,457	3,160	4,560	6,040	7,651
YOY(%)	101.4	28.6	44.3	32.5	26.7
归母净利润(百万元)	518	850	1,071	1,579	2,023
YOY(%)	232.5	63.9	26.1	47.4	28.1
毛利率(%)	42.0	45.2	42.9	44.5	44.3
净利率(%)	21.1	26.9	23.5	26.1	26.4
ROE(%)	16.7	19.2	19.8	22.0	22.5
EPS(摊薄/元)	0.64	1.06	1.33	1.96	2.51
P/E(倍)	119.2	72.7	57.7	39.1	30.6
P/B(倍)	16.1	13.6	11.2	8.9	7.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 2020H1 业绩符合预期，收购整合巩固龙头地位 3
2、 盈利预测与投资建议 7
3、 风险提示 7
附：财务预测摘要 8

图表目录

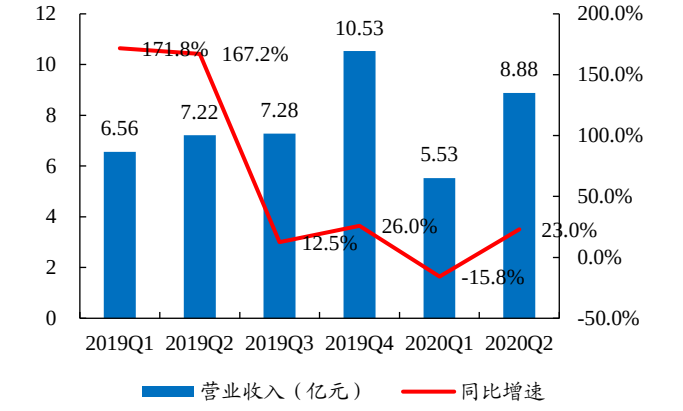
图 1： 2020Q2 恩捷股份营收 8.88 亿元，同比+23% 3
图 2： 2020Q2 恩捷股份归母净利润 1.83 亿元，同比+3.7% 3
图 3： 我们推测 2020H1 恩捷股份平均有息负债为 60.77 亿元 4
图 4： 2020H1 恩捷股份固定资产增长 4
图 5： 恩捷股份隔膜出货单价下降 5
图 6： 近期湿法基膜价格呈下行趋势 5
图 7： 2020H1 上海恩捷营收同比-30.7% 5
图 8： 2020H1 上海恩捷净利润同比-45.0% 5
图 9： 2020H1 上海恩捷净利率 38.9% 6
图 10： 2020H1 苏州捷力营业收入同比+11.2% 6
图 11： 2020H1 苏州捷力净利润 0.17 亿元 6
图 12： 2020H1 恩捷股份境外业务实现营收 2.76 亿元，占比 19.2% 7

表 1： 2020H1 恩捷股份财务费用显著增长 3
表 2： 2020Q1 恩捷股份期间费用率高企，2020Q2 期间费用率与同期基本持平 3
表 3： 2020H1 研发费用中材料支出、能耗支出大幅增长 4
表 4： 2020H1 传统业务表现亮眼 6

1、 2020H1 业绩符合预期，收购整合巩固龙头地位

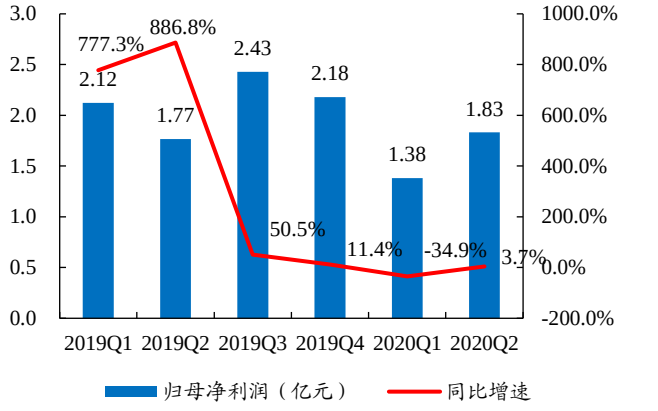
2020H1 公司归母净利润同比-17.1%。2020H1 公司实现营收 14.41 亿元，同比+4.5%；归母净利润 3.21 亿元，同比-17.4%。2020Q2 营收 8.88 亿元，同比+23%，环比+60.6%；归母净利润 1.83 亿元，同比+3.7%，环比+32.5%，主要由于苏州捷力于 3 月完成并表，贡献业绩。

图1：2020Q2 恩捷股份营收 8.88 亿元，同比+23%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：2020Q2 恩捷股份归母净利润 1.83 亿元，同比+3.7%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

期间内财务费用、研发费用增长明显。公司 Q1/Q2 期间费用率分别为 22.6%/15.6%，分别同比+7.4pct/+0.4pct，财务费用/研发费用增长明显。（1）2020H1 公司财务费用 0.84 亿元，同比+113%，主要由于期间内有息债务增长、在建工程转固后利息支出费用化导致财务费用提升。（2）2020H1 公司研发费用 0.65 亿元，同比+35.9%，研发费用率 4.5%，同比+1.0pct，其中材料支出/能耗支出分别同比+75.3%/+105.3%，我们推断这可能预示着公司隔膜业务有大批新项目（推断主要是海外项目）正处于研发阶段，后续增长可期。

表1：2020H1 恩捷股份财务费用显著增长

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
营业收入（亿元）	6.56	7.22	7.28	10.53	5.53	8.88
销售费用（亿元）	0.12	0.18	0.14	0.24	0.18	0.25
管理费用（亿元）	0.30	0.36	0.15	0.41	0.36	0.34
研发费用（亿元）	0.22	0.25	0.25	0.82	0.30	0.35
财务费用（亿元）	0.09	0.30	0.08	0.51	0.40	0.44

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表2：2020Q1 恩捷股份期间费用率高企，2020Q2 期间费用率与同期基本持平

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
销售费用率	1.8%	2.4%	2.0%	2.3%	3.3%	2.8%
管理费用率	4.6%	5.0%	2.1%	3.9%	6.6%	3.8%
研发费用率	3.4%	3.5%	3.4%	7.8%	5.4%	3.9%
财务费用率	1.4%	4.2%	1.2%	4.8%	7.3%	5.0%
期间费用率合计	11.3%	15.2%	8.6%	18.8%	22.6%	15.6%

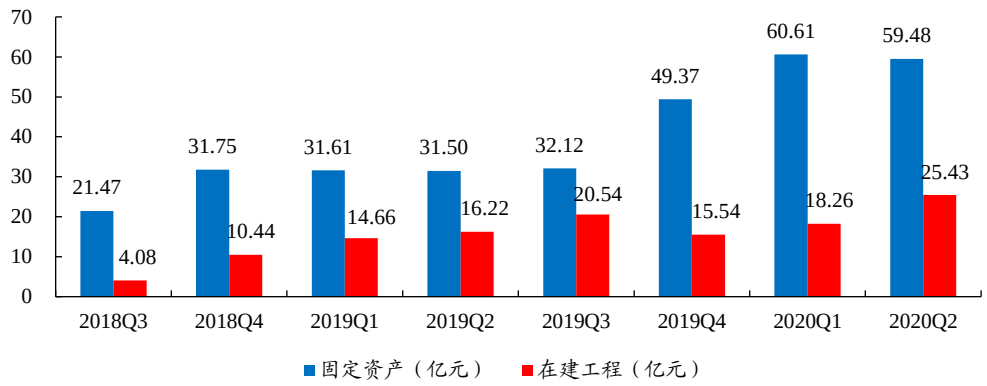
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：我们推测 2020H1 恩捷股份平均有息负债为 60.77 亿元

	2018/12/31	2019/3/31	2019/6/30	2019/9/30	2019/12/31	2020/3/31	2020/6/30
短期借款（亿元）	9.3	12.94	19.68	21.89	26.7	30.16	27.85
环比增量（亿元）		3.64	6.74	2.21	4.81	3.46	-2.31
期间平均增量（亿元）					8.83		2.02
期间平均短期负债（亿元）					**18.13**		**28.72**
长期借款（亿元）	7.84	7.84	8.95	16.87	19.68	24.98	25.36
环比增量（亿元）		0	1.11	7.92	2.81	5.30	0.38
期间平均增量（亿元）					4.02		4.07
期间平均长期负债（亿元）					**11.86**		**23.75**
一年内到期的非流动负债（亿元）	1.58	1.58	1.94	2.38	4.48	4.46	5.45
环比增量（亿元）		0	0.36	0.44	2.1	-0.02	0.99
期间平均增量（亿元）					0.65		0.23
期间平均一年内到期的非流动负债（亿元）					**2.23**		**4.71**
应付债券（亿元）	0	0	0	0	0	4.46	5.45
环比增量（亿元）		0	0	0	0	4.46	0.99
期间平均增量（亿元）					0		3.59
期间平均长期负债（亿元）					0		**3.59**
期间平均有息负债（亿元）					**32.22**	**0.00**	**60.77**
利息费用（亿元）					**0.98**		**0.96**

数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：2020H1 恩捷股份固定资产增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

表3：2020H1 研发费用中材料支出、能耗支出大幅增长

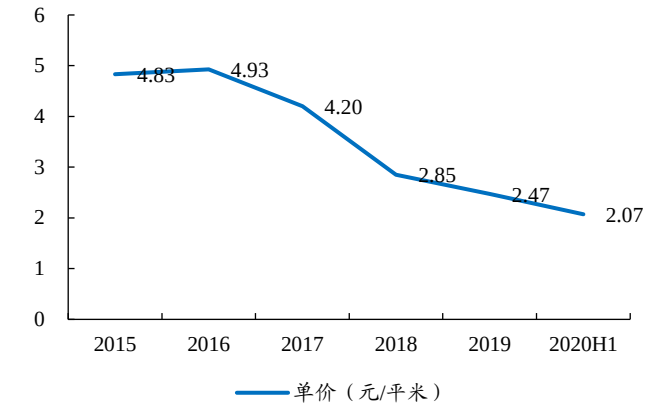
项目	2019H1	2020H1
材料支出	0.12	0.21
职工薪酬	0.26	0.29
折旧与摊销	0.05	0.06
能耗支出	0.04	0.08
其他	0.01	0.01
合计	0.48	0.65

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2020H1 公司隔膜业务实现营收 8.29 亿元，同比-0.5%；出货量超 4 亿平米（2019H1 出货量 3.5 亿平米），均价约 2.07 元/平米，同比-13%。期间内公司隔膜均价降幅显著低于行业水平，主要由于：（1）涂覆膜（尤其是海外市场涂覆膜）占比提升；（2）

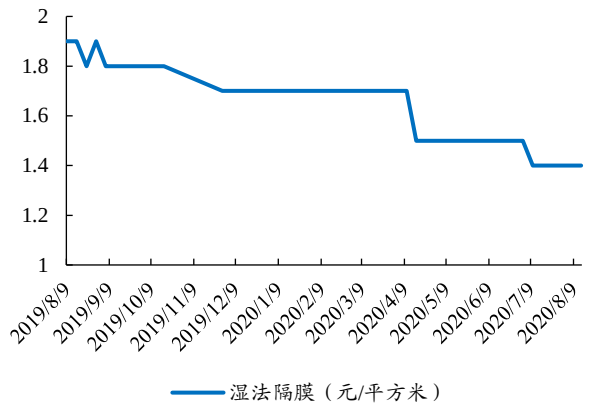
苏州捷力经营重心逐步从动力向更高价值量的 3C 隔膜转移。

图5：恩捷股份隔膜出货单价下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

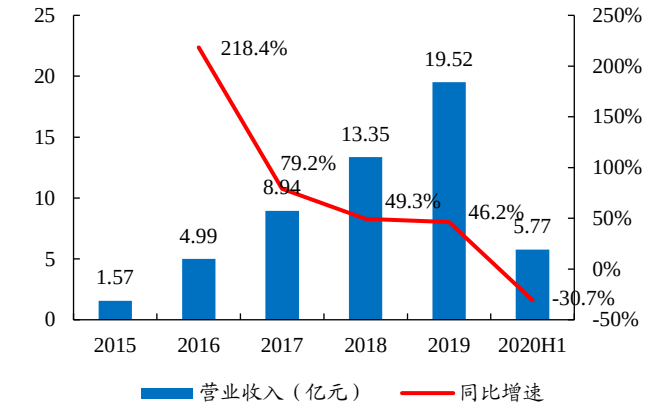
图6：近期湿法基膜价格呈下行趋势



数据来源：鑫椤资讯、开源证券研究所

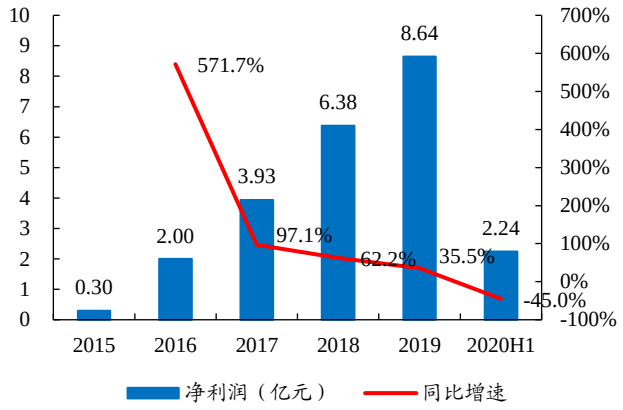
2020H1 上海恩捷实现营收 5.77 亿元，同比-30.7%；净利润 2.24 亿元，同比-45.0%；净利率 38.9%，较 2019 年上半年-10.1pct，我们推断主要由于：①隔膜价格下降、Q2 出货量下降且在建工程转固增加导致单品对应折旧增长；②有息债务增长、在建工程转固后利息支出费用化导致财务费用提升。随着下游需求回暖，我们预计 Q3/Q4 上海恩捷出货量有望分别达 3.2/4 亿平米。

图7：2020H1 上海恩捷营收同比-30.7%



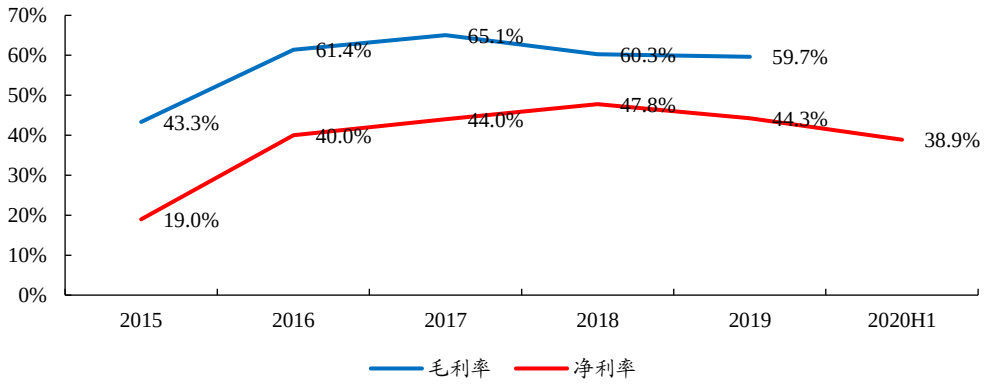
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：2020H1 上海恩捷净利润同比-45.0%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

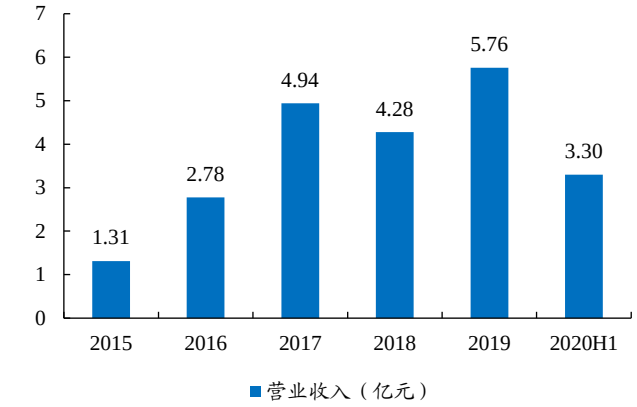
图9：2020H1 上海恩捷净利率 38.9%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

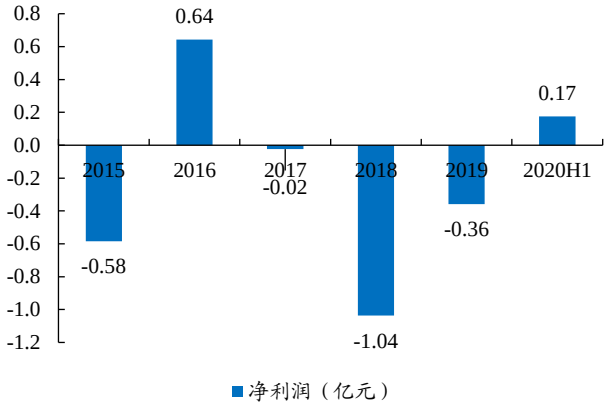
2020H1 苏州捷力实现营收 3.3 亿元，同比+11.2%；净利润 0.17 亿元。苏州捷力于 3 月开始并表，截至 6 月 30 日，对公司的营收贡献为 2.52 亿元，净利润贡献为 0.71 亿元，我们推断主要得益于：①产品结构逐步从动力切换为利润率更高的 3C 领域；②恩捷股份在管理、工艺、原材料成本等领域给予支持。我们预计下半年苏州捷力出货量有望达 1 亿平米以上（主供 3C）。

图10：2020H1 苏州捷力营业收入同比+11.2%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图11：2020H1 苏州捷力净利润 0.17 亿元



数据来源：公司公告、开源证券研究所

传统业务表现亮眼。2020H1 烟膜实现营收 1.2 亿元，同比+29.3%；平膜实现营收 1.26 亿元，同比-34.2%（烟膜、平膜均属于 BOPP 膜）；烟标实现营收 0.78 亿元，同比+46.8%；无菌包装实现营收 1.74 亿元，同比+37.5%；特种纸实现营收 0.76 亿元，同比+65.8%。

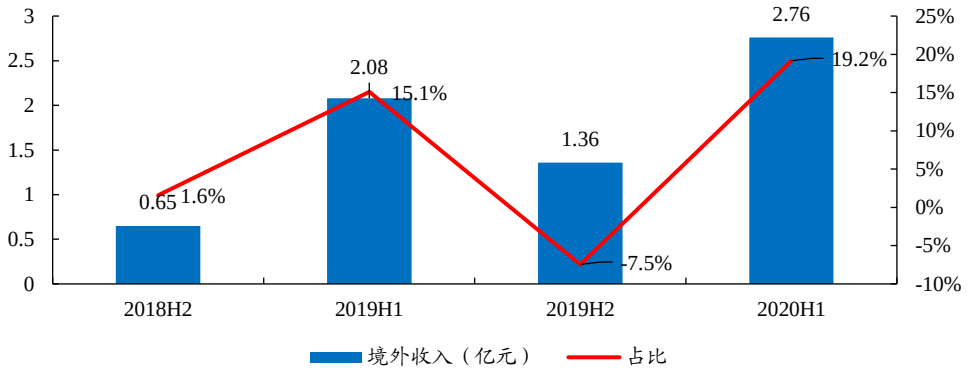
表4：2020H1 传统业务表现亮眼

	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
BOPP 膜	5.55	5.36	5.91	5.88	5.97	2.46
无菌包装	1.38	1.77	2.22	2.34	2.89	1.74
烟标	2.39	1.95	1.59	1.15	1.17	0.78
特种纸	1.71	1.68	1.44	1.29	1.29	0.76

数据来源：公司公告、开源证券研究所

海外市场稳步推进，为后续增长提供新动能。2020H1 恩捷股份境外业务实现营收 2.76 亿元，同比+32.7%，占总营收比重为 19.2%。公司与 LG 深度绑定，预计 2020-2022 年供应 LG 隔膜分别为 1.8/3/5 亿平米，涂覆膜占比有望持续提升。公司已于 2019 年 11 月与帝人达成涂覆专利合作，我们看好后续与松下在涂覆膜领域的合作。同时日本隔膜厂产能布局较为迟缓，预计 2020 年底东丽/旭化成产能分别仅 8/7 亿平米，为恩捷股份、中材科技等国内优质隔膜厂拓展海外市场提供契机。

图12：2020H1 恩捷股份境外业务实现营收 2.76 亿元，占比 19.2%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

加速并购整合，深化 3C 领域布局。8 月 7 日，恩捷股份发布公告拟收购纽米科技 54.76%的股权，加深 3C 领域布局。纽米科技目前共有 6 条产线，在超薄 5μm、7μm 隔膜领域、3C 锂电隔膜领域具有比较优势，应用领域主要为 3C 电池/电动工具电池/电动自行车电池/汽车用动力电池。2019 年前五大客户分别为：珠海光宇（0.27 亿元）/LG 南京（0.23 亿元）/惠州锂威（0.20 亿元）/宁波维克（0.12 亿元）/赣锋电池（0.06 亿元）。自 2018 年底以来，恩捷股份相继收购江西通瑞、苏州捷力，实现在多细分领域布局。

2、 盈利预测与投资建议

公司作为全球主流电池厂的重要隔膜供应商，将充分受益于下半年起行业新一轮向上周期。预计 2020-2022 年归母净利润 10.71/ 15.79/ 20.2 亿元，EPS1.33/ 1.96/ 2.51 元，维持此前的盈利预测，当前股价对应 P/E57.7/39.1/30.6 倍。维持“买入”评级。

3、 风险提示

新能源汽车销量不及预期、隔膜价格下降。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2783	5023	6918	8009	10817
现金	314	1012	1824	2114	3352
应收票据及应收账款	1571	1610	2950	3245	4041
其他应收款	8	832	0	40	11
预付账款	58	105	148	207	271
存货	472	759	1114	1300	1764
其他流动资产	361	706	882	1103	1378
非流动资产	4919	7170	9939	12278	13792
长期投资	3	3	5	6	8
固定资产	3175	4937	7431	9984	12250
无形资产	264	299	335	381	438
其他非流动资产	1477	1931	2168	1907	1096
资产总计	7702	12193	16857	20288	24609
流动负债	1997	4229	6331	6781	8282
短期借款	930	2670	3832	3776	4038
应付票据及应付账款	507	905	1264	1567	2057
其他流动负债	560	654	1235	1438	2187
非流动负债	1633	3083	4564	6025	6924
长期借款	784	1968	3223	4412	4984
其他非流动负债	849	1115	1341	1613	1940
负债合计	3630	7312	10895	12806	15206
少数股东权益	241	330	440	509	598
股本	474	805	805	805	805
资本公积	2198	1894	1894	1894	1894
留存收益	1209	1880	2919	4370	6228
归属母公司股东权益	3831	4551	5522	6972	8806
负债和股东权益	7702	12193	16857	20288	24609

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	171	763	1352	1691	2328
净利润	680	936	1181	1648	2111
折旧摊销	167	304	344	501	660
财务费用	25	99	156	192	185
投资损失	-9	-2	-5	-6	-6
营运资金变动	-797	-616	-339	-662	-647
其他经营现金流	106	42	15	19	24
投资活动现金流	-1148	-3074	-3107	-2834	-2168
资本支出	1391	2119	2695	2249	1401
长期投资	300	-820	-1	-2	-1
其他投资现金流	543	-1775	-413	-587	-769
筹资活动现金流	784	2781	1539	2049	1490
短期借款	930	1740	134	561	673
长期借款	784	1184	1255	1189	572
普通股增加	337	332	0	0	0
资本公积增加	1150	-304	0	0	0
其他筹资现金流	-2418	-171	151	300	245
现金净增加额	-193	470	-215	906	1650

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2457	3160	4560	6040	7651
营业成本	1424	1730	2603	3355	4258
营业税金及附加	20	15	37	48	56
营业费用	50	67	110	137	169
管理费用	154	123	177	235	298
研发费用	97	155	224	296	375
财务费用	25	99	156	192	185
资产减值损失	10	-5	9	9	11
其他收益	91	122	107	115	111
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	9	2	5	6	6
资产处置收益	-0	0	0	0	0
营业利润	778	1063	1356	1890	2415
营业外收入	0	0	4	1	2
营业外支出	0	1	1	0	1
利润总额	778	1062	1360	1891	2416
所得税	98	126	178	243	304
净利润	680	936	1181	1648	2111
少数股东损益	162	86	110	69	89
归母净利润	518	850	1071	1579	2023
EBITDA	1019	1562	1882	2611	3299
EPS(元)	0.64	1.06	1.33	1.96	2.51

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	101.4	28.6	44.3	32.5	26.7
营业利润(%)	331.2	36.6	27.6	39.4	27.8
归属于母公司净利润(%)	232.5	63.9	26.1	47.4	28.1
获利能力					
毛利率(%)	42.0	45.2	42.9	44.5	44.3
净利率(%)	21.1	26.9	23.5	26.1	26.4
ROE(%)	16.7	19.2	19.8	22.0	22.5
ROIC(%)	11.4	10.4	9.2	10.4	11.0
偿债能力					
资产负债率(%)	47.1	60.0	64.6	63.1	61.8
净负债比率(%)	58.8	105.1	119.8	115.0	93.8
流动比率	1.4	1.2	1.1	1.2	1.3
速动比率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	2.4	2.0	2.0	1.9	2.1
应付账款周转率	3.7	2.5	2.4	2.4	2.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.64	1.06	1.33	1.96	2.51
每股经营现金流(最新摊薄)	0.21	0.95	1.68	2.10	2.89
每股净资产(最新摊薄)	4.76	5.65	6.86	8.66	10.93
估值比率					
P/E	119.2	72.7	57.7	39.1	30.6
P/B	16.1	13.6	11.2	8.9	7.0
EV/EBITDA	63.2	43.0	36.9	27.2	21.6

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	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