开源证券

改革释放红利，掘金科技消费小龙头

——中小盘2020年中期策略

任浪（分析师）
证书编号：S0790519100001
邮箱：renlang@kysec.cn

孙金钜（分析师）
证书编号：S0790519100002
邮箱：sunjinju@kysec.cn

尹鹤桥（联系人）
证书编号：S0790119110035
邮箱：yinheqiao@kysec.cn

丁旺（联系人）
证书编号：S0790120040007
邮箱：dingwang@kysec.cn

2020年6月13日

投资要点

1、资本市场改革大年，带来制度性红利

- 再融资新政，供需两端、八大维度对定增市场进行了全方位松绑，打开了定增直接融资通道。新政解决了定增核心的需求问题，发行难度将大幅降低，驱动定增市场融资规模迎来翻倍以上增长。
- 新三板深改推出精选层的同时引入公开发行，打通中小企业融资和上市通道，带来新的打新和板块性投资机会。
- 创业板试点注册制改革同时严格退市制度，吸引优质创新创业企业上市的同时实现优胜劣汰，同样带来新的打新投资机会。

2、中小创业绩回暖，看好消费、科技小龙头

- 金融去杠杆、供给侧改革、商誉等资产减值风险等负面影响已充分体现，中小创业绩在2019年开始逐步回暖，同比增速在2019Q3超主板。疫情冲击之下的2020Q1中小创业绩再次下滑，但下滑幅度低于主板。
- 定增融资快速复苏助力中小企业内生扩张；商誉减值风险在2017-2019年集中释放之后2020年将大幅下降，叠加并购重组市场复苏，外延并购对中小创的业绩贡献将由负转正。
- 业绩复苏，叠加改革带来风险偏好提升，市场由确定性溢价转向确定性成长溢价，看好成长性赛道消费和科技中的小龙头逐步走向大龙头的机会。

3、投资机会：看好四大方向

- 休闲零食（万亿市场，品牌化集中开始加速，小龙头走向大龙头，重点推荐：三只松鼠（300783）、良品铺子（603719）、盐津铺子（002847））；奶酪行业（大单品奶酪棒驱动行业加速增长，千亿市场可期，受益公司：妙可蓝多（600882））；VR产业链（5G应用率先收益的领域，重点推荐：号百控股（600640））；特斯拉产业链（重塑汽车产业链，看好0→1的零部件厂商，重点推荐：德赛西威（002920），受益公司：中科创达（300496）、北京君正（300223）、斯达半导（603290）、四维图新（002405））

目 录

CONTENTS

1 资本市场供给侧改革大年，释放政策红利

2 中小创业绩见底回升，改革提升风险偏好

3 掘金消费、科技成长小龙头

4 中小盘重点推荐个股

1.1 再融资新规发布，打开定增直接融资通道

再融资新规供需两端、八大维度对再融资全方位松绑

需求端：提升折扣率上限、缩短锁定期、放松减持限制、降低参与门槛，四位一体提升定增市场对于资金方的吸引力。

供给端：取消创业板定增连续2年盈利要求，新规后抑制的融资需求快速爆发，新发预案月均融资规模超千亿。

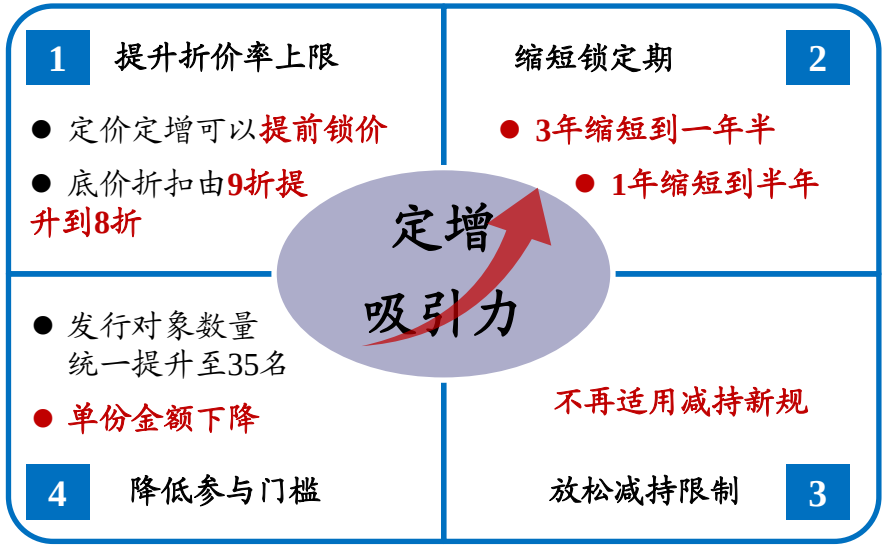
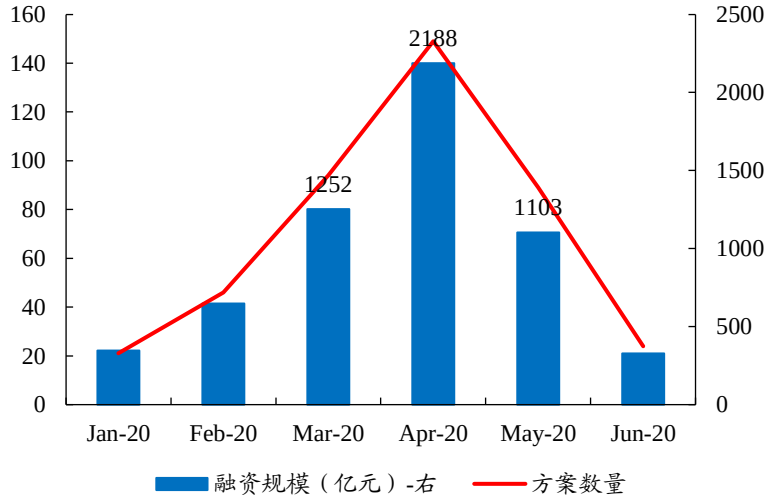


图1：新规后定增新发预案融资月均规模上升至超千亿



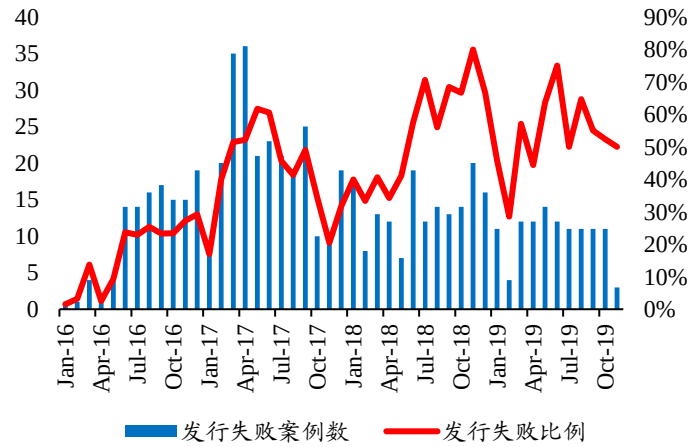
数据来源：Wind、开源证券研究所

定增直接融资通道打开，2020年定增融资规模将翻倍以上增长

2017年定增严监管之后发行困难，2018年竞价定增的发行失败率为52.4%，2019年进一步提升至53.3%。

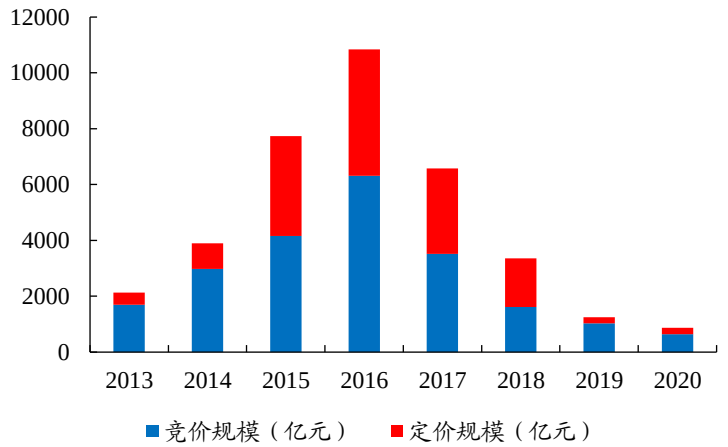
再融资新规解决定增市场核心的需求问题后，发行失败率将快速下降至0附近。发行成功率提升叠加新发预案数量增加，2020年定增融资规模将迎来翻倍以上增长。2020年目前已公告发行规模867亿元，同比增长127%。

图2：2018-2019年定增发行失败率持续超50%



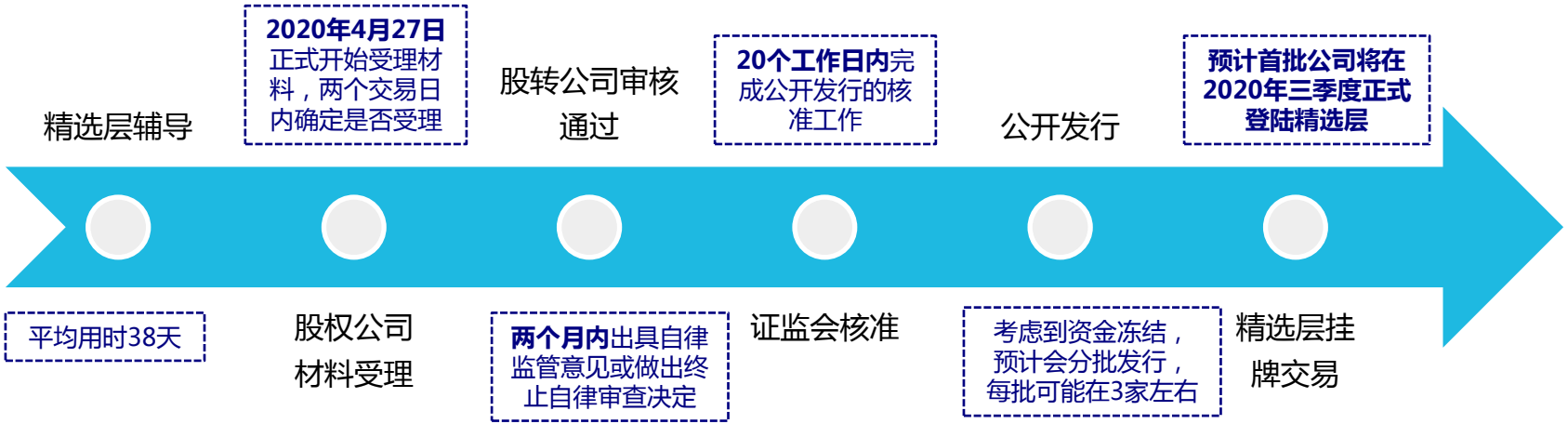
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2020年定增融资规模将翻倍以上增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 新三板推出精选层并引入公开发行



新三板精选层预计将在2020年三季度正式推出

新三板推出精选层并引入公开发行，精选层流动性将大幅提升，从而带来新三板融资和定价功能的大幅改善。目前新三板精选层合格投资者数量已超百万，预计将在三季度正式推出。

现金申购、配售向网下倾斜、网下投资者以新设产品为主带来高中签率（配售比例），保守的首发定价叠加精选层流动性提升带来估值溢价保障首日可观涨幅。精选层将带来新的打新系统性收益。

1.2 新三板推出精选层并引入公开发行

精选层投资

1 打新

- 精选层公开发行存在定价、竞价和询价三种发行方式，采用询价发行时优先向网下投资者配售，**网下投资者初始发行比例为60-80%，网上回拨比例为5%或10%。**
- 保障公开发行顺利，公司首发定价较保守、精选层流动性提升带来估值提升，预计首日具备可观的涨幅。

2 战略配售

- 首发股数≤5000万股，战略配售比例不超过20%；首发股数＞5000万股，比例不超过30%。
- **锁定6个月，发行人高管与核心员工参与战略配售锁定12个月**，且比例不得超过10%。
- 战略配售投资者不得超过10名。战略投资者具体的要求还尚待明确。
- **参与战略配售的投资者不得参与网上发行与网下发行**，但证券投资基金管理人管理的未参与战略配售的证券投资基金除外。

3 二级市场

- 精选层流动性的大幅改善及连续竞价交易制度的引入将**大幅降低公募基金在二级市场的交易成本。**
- 精选层同样存在基本面优质的个股，后续存在进一步**向科创板、创业板转板的投资机会**

4 定向增发

- 精选层定向增发规定尚未出台，不过借鉴科创板和主板/中小板/创业板，后续精选层同样将推出定向增发机制，并且政策限制预计会比价小。

1.3 创业板启动注册制改革，带来新的制度红利

试点注册制，吸引优质公司上市：

- 借鉴科创板，针对不同企业设置三套上市标准，允许未盈利企业上市。针对存在表决权差异企业和红筹企业分别设置了两套上市标准，允许其上市，不过需要盈利。同时国务院批准了境外已上市红筹企业在境内上市，要求市值较大（超过2000亿元）或者具有自主研发的国际领先计划、科技创新能力较强、同行业竞争领先。
- 设置多套上市标准，放宽未盈利企业、红筹企业和表决权差异企业上市，将一改此前大量创新型企业只能港股或美股上市的局面，**吸引众多创新型优质企业上市。**
- 受瑞幸咖啡财务造假影响，美国证监会SEC点评提示中概股投资风险，**创业板注册制有利于吸引优质中概股回归。**

三套上市标准：

最近两年净利润均为正，且累计净利润不低于人民币5000万元

预计市值不低于人民币10亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于人民币1亿元

预计市值不低于人民币50亿元，且最近一年营业收入不低于人民币3亿元

未境外上市红筹企业：

预计市值不低于人民币100亿元，且最近一年净利润为正

预计市值不低于人民币50亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于人民币5亿元

表决权差异企业：

预计市值不低于人民币100亿元，且最近一年净利润为正

预计市值不低于人民币50亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于人民币5亿元

境外已上市红筹企业：

市值不低于2000亿元人民币

市值200亿元人民币以上，且拥有自主研发、国际领先技术，科技创新能力较强，同行业竞争中处于相对优势地位

1.3 创业板启动注册制改革，带来新的制度红利

简化退市流程：

取消暂停上市，恢复上市环节，交易类退市不再设置退市整理期

丰富和完善退市指标：

（1）交易类：新增“连续20个交易日股票市值低于5亿元”，调整股东人数、交易量退市指标

（2）财务类：将“最近三年连续亏损”改为“扣除非经常性损益前后孰低的净利润为负且营业收入低于1亿元”

（3）规范类：删除“3年内累计三次公开谴责”，新增“信息披露或者规范运作存在重大缺陷并未按期改正”

强化退市风险警示：

对财务类、规范类、重大违法类退市设置退市风险警示（*ST制度），优化各类退市情形的风险提示公告披露时点和频次。

① 取消暂停上市、恢复上市环节

连续20个交易日市值低于5亿元

② “连续三年亏损”改为“扣除非经常性损益前后孰低的净利润为负且营业收入低于1亿元”

删除“3年内累计三次公开谴责”，新增“信息披露或者规范运作存在重大缺陷并未按期改正”

③ 对财务类、规范类、重大违法类退市设置退市风险警示（*ST制度），交易类退市不再市值退市整理期

1.3 创业板启动注册制改革，带来新的制度红利

融资规模

中签率

上市涨幅

市场化询价、配售向网下倾斜，带来打新收益率提升

- **注册制下创业板新股发行节奏有望加快，融资规模提升**

（科创板开板至2020年5月底，累计上市公司103家，明显高于同期主板/中小板/创业板的44/29/46家）

- **创业板网下配售范围缩小至与科创板相同；**

（科创板参与网下询价账户数平均不到4000个，A股其它板块高于6000个）

- **配售比例同样大幅向网下投资者倾斜；**

（科创板网下配售比例中值为60%，是主板/中小板/创业板的6倍）

- **市场化询价难度上升，同样将推升中签率**

（科创板询价入围率在80%左右，极端情况低于50%）

- **预计创业板的发行节奏比较克制，对流动性冲击有限；**
- **为保障注册制改革顺利推进，前期对企业质量会有较严格把关；**
- **创业板服务于成长型创新创业企业，可享受较高估值溢价**

（截至5月底，科创板首发市盈率相对所属行业的平均溢价率达67%）

目 录

CONTENTS

1 资本市场供给侧改革大年，释放政策红利

2 **中小创业绩见底回升，改革提升风险偏好**

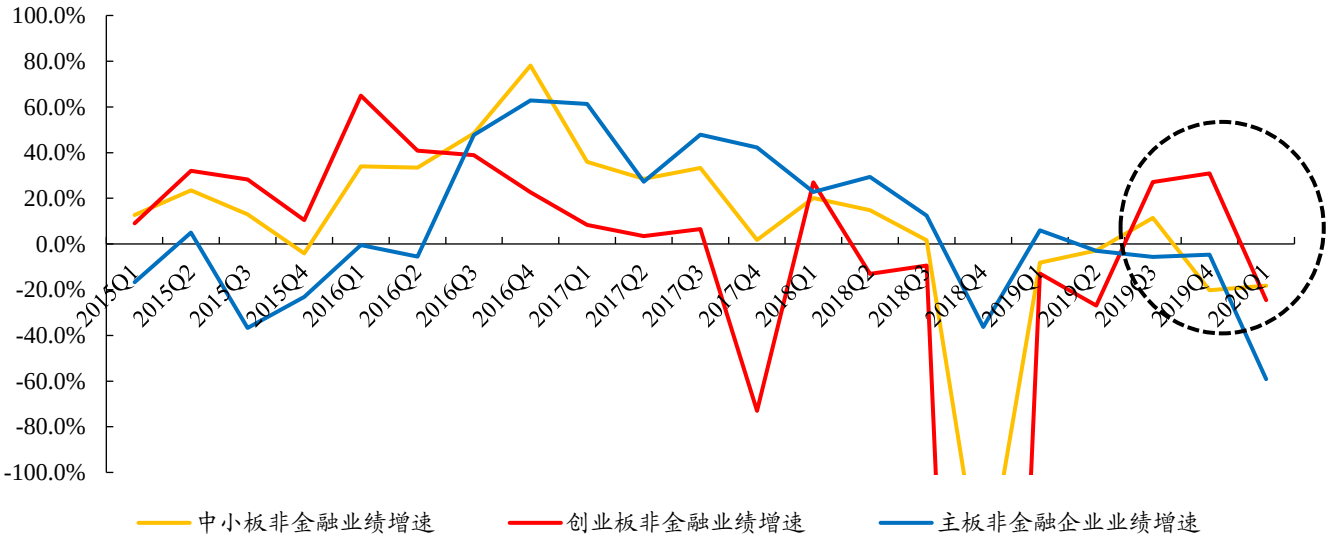
3 掘金消费、科技成长小龙头

4 中小盘重点推荐个股

中小创业绩已率先回暖，疫情冲击下2020Q1中小创再次下滑

去杠杆、供给侧改革、商誉减值等对中小企业经营的负面影响已充分体现，中小创业绩在2019Q1开始持续回暖，同比增速在2019Q3超过主板。2020Q1受疫情冲击，中小创业绩再次下滑，但下滑幅度低于主板。

图4：中小创业绩已率先回暖，同比增速超主板



数据来源：Wind、开源证券研究所

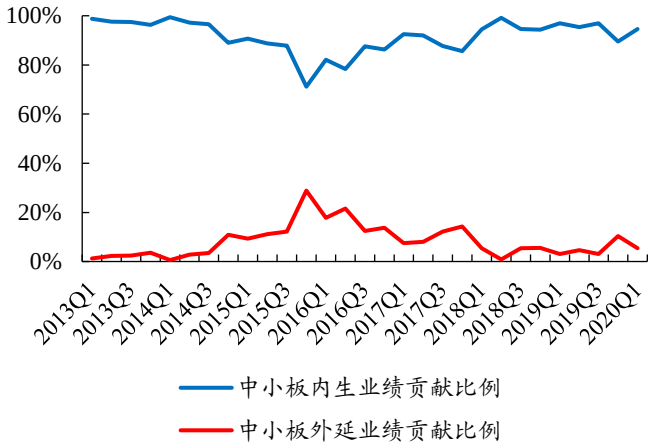
2.2 定增并购市场回暖，助力中小创业绩持续回暖

定增融资助力内生增长，外延并购对中小创的业绩贡献将由负转正

定增融资规模在2020年将迎来翻倍以上的增长，解决了中小企业直接融资的难题，助力中小创公司内生扩张。

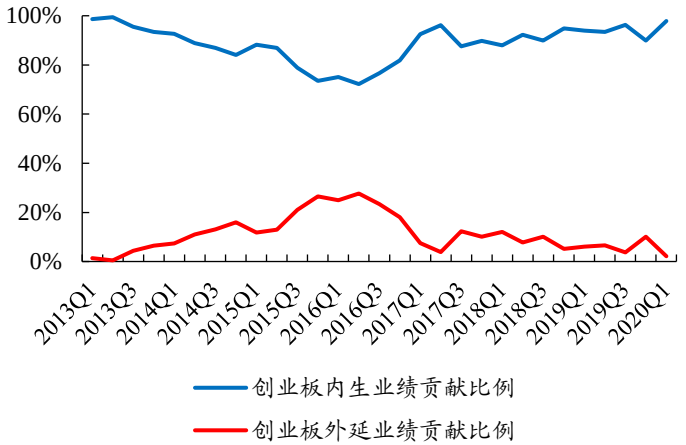
2019年10月证监会修订了《重大资产重组管理办法》，对并购重组进行松绑，并购重组市场开始逐步回暖，带动外延并购对中小创业绩贡献占比提升。

图5：2019年以来中小板外延业绩贡献占比开始见底回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2019年以来创业板外延业绩贡献占比同样见底回升



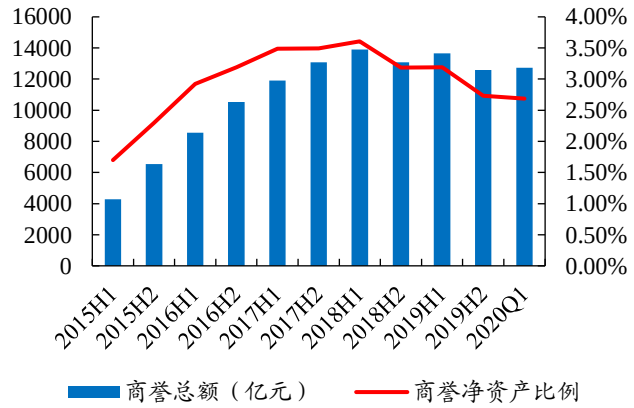
数据来源：Wind、开源证券研究所

定增融资助力内生增长，外延并购对中小创的业绩贡献将由负转正

2018年开始外延并购增加的商誉已经低于商誉减值规模，从而带来A股商誉绝对规模的下行，商誉占净资产比例开始持续下滑。较成熟的纽交所和纳斯达克而言，A股商誉绝对规模和占净资产的比例都还很低，未来继续会有并购重组潮出现。

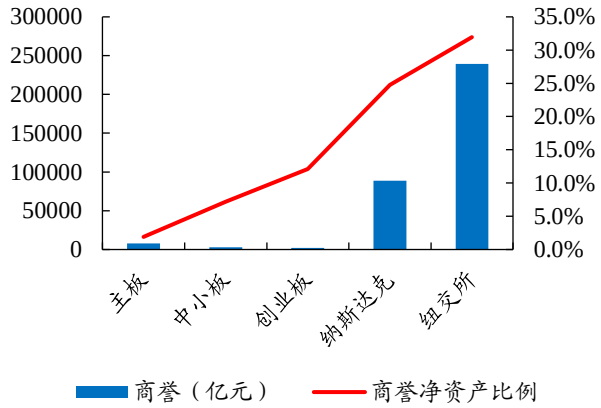
2014-2016年牛市并购的后遗症商誉减值集中在2017-2019年释放，2020年后商誉减值风险将大幅下降。叠加并购重组规模回暖，2020年外延对中小创的业绩贡献将由负转正。

图7：A股商誉占净资产比例已经开始下滑



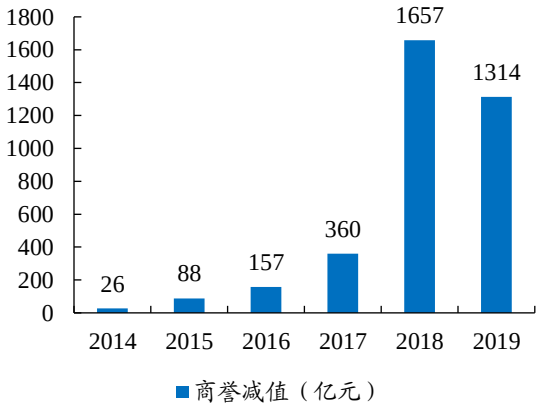
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：A股商誉占净资产规模较美股而言还很低



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：商誉减值风险集中在2017-2019年释放



数据来源：Wind、开源证券研究所

市场化改革提升风险偏好，看好消费、科技确定性成长小龙头

推出科创板、定增并购政策大松绑、推进精选层和创业板试点注册制改革，供给侧改革吸引更多优质公司上市，鼓励中小企业快速做大做强。市场化改革逐步提升风险偏好，市场对于并购重组的风险偏好有所提升。

确定性龙头溢价转向确定性成长溢价，看好成长性赛道消费和科技中的小龙头逐步走向大龙头的机会。

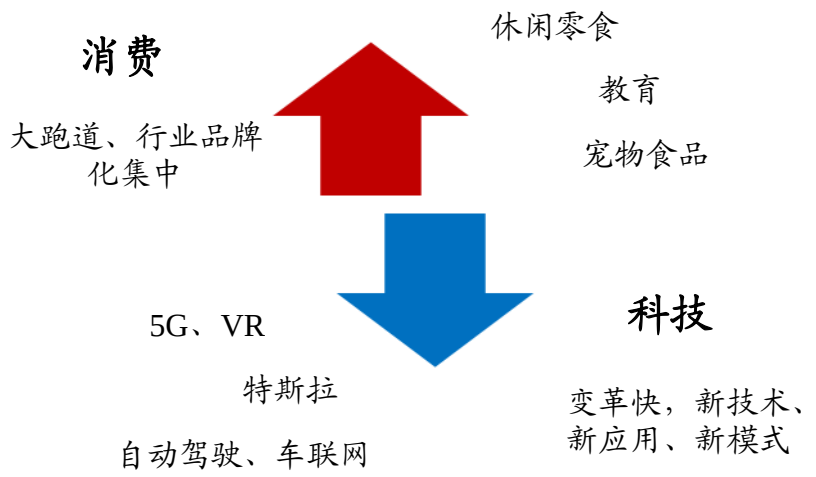
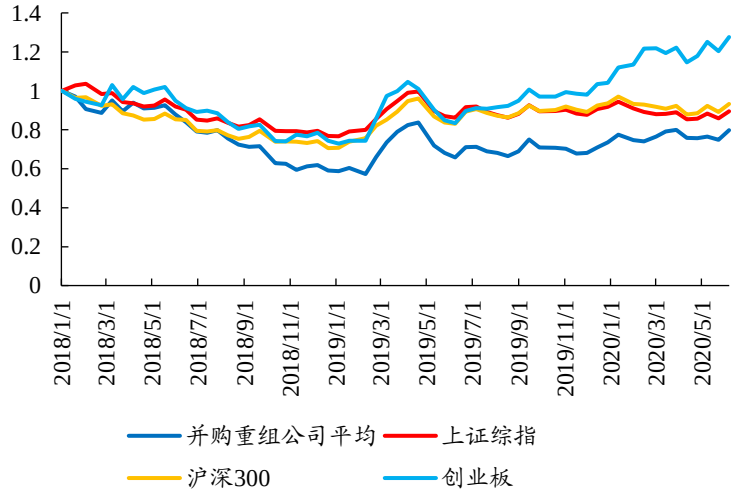


图10：近期并购重组指数开始走强上证和沪深300



数据来源：Wind、开源证券研究所

目 录

CONTENTS

1 资本市场供给侧改革大年，释放政策红利

2 中小创业绩见底回升，改革提升风险偏好

3 **掘金消费、科技成长小龙头**

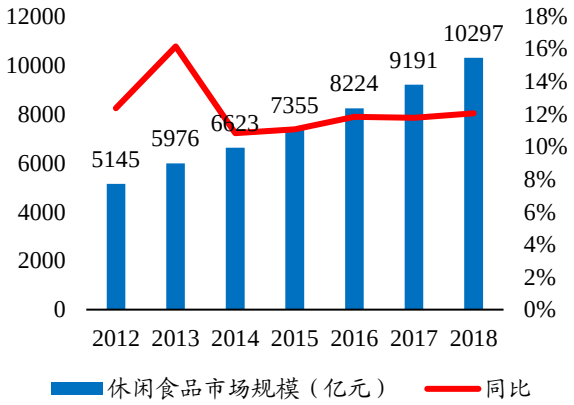
4 中小盘重点推荐个股

休闲零食万亿市场，行业品牌化集中进行中

据Frost & Sullivan的统计数据，2018年我国休闲食品行业市场规模为10297亿元，2012-2018年的CAGR为12.26%。 其中大品类中的烘焙、卤制品、坚果以及小品类以国内品牌为主且市场分散，目前正处于品牌化集中的过程中，国产厂商机会大。

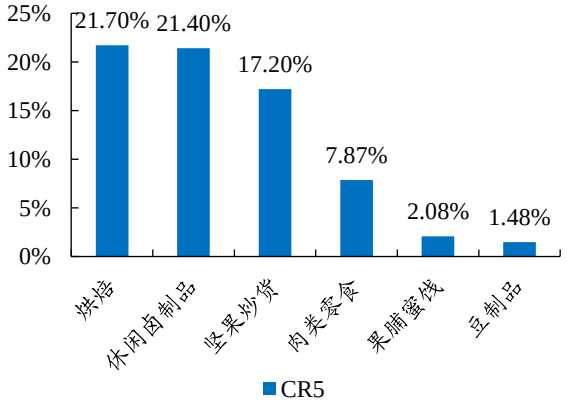
“宅文化”下电商渠道快速渗透，消费的“即时性”和“体验性”决定了线下渠道是核心。未来线上线下融合的新零售模式是未来发展方向。

图11：我国休闲零食市场已超万亿



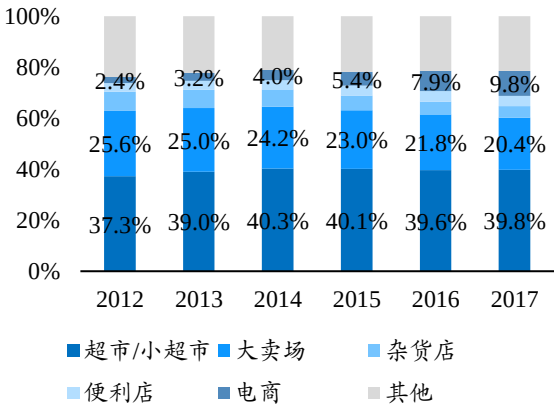
数据来源： Frost & Sullivan 、开源证券研究所

图12：烘焙、卤制品、坚果和小品类集中度低



数据来源： Frost & Sullivan 、开源证券研究所

图13：休闲零食线上线下渠道融合发展是方向

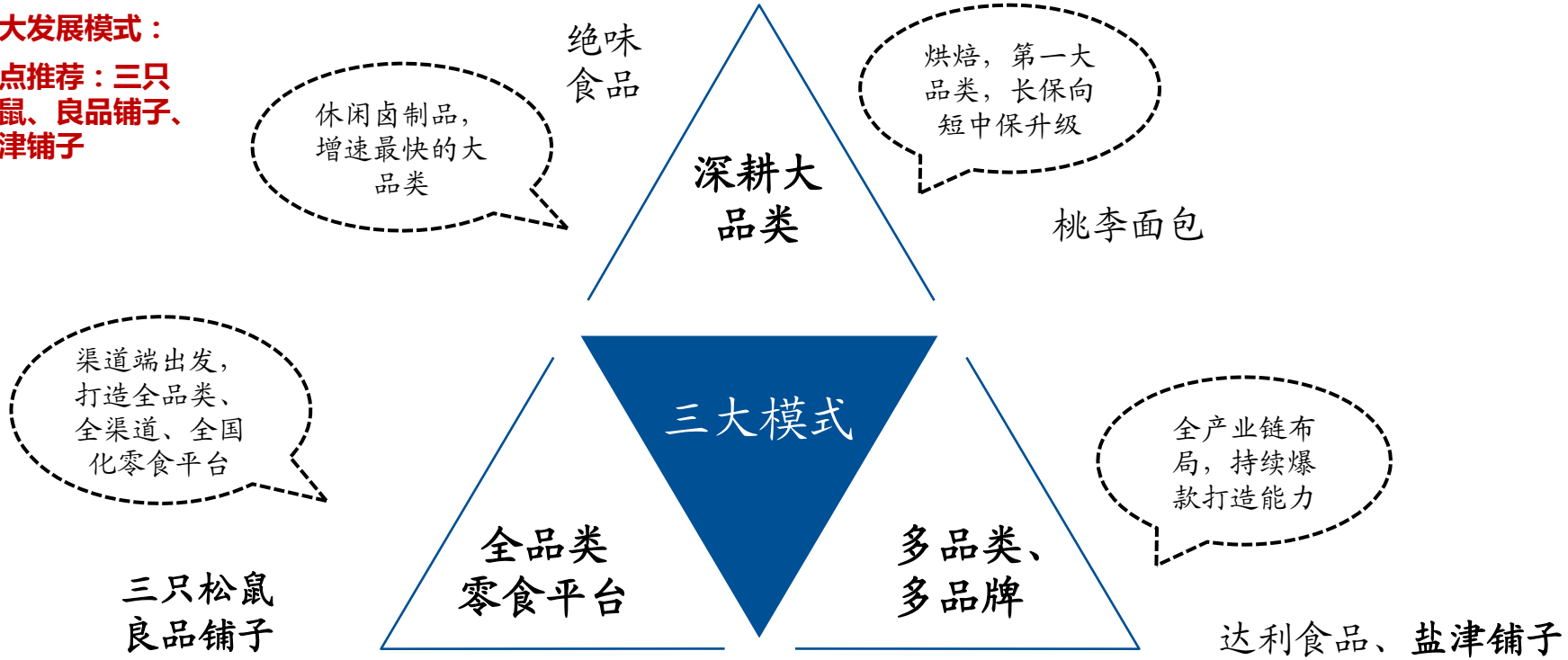


数据来源： 贝恩咨询、开源证券研究所

3.1 方向一：万亿休闲零食市场，龙头正成型

三大发展模式：

重点推荐：三只松鼠、良品铺子、盐津铺子

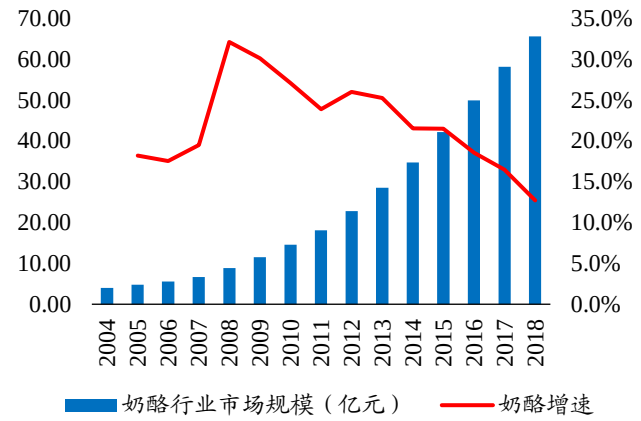


乳制品消费升级叠加西餐文化普及，国内奶酪需求持续快速增长

奶酪又称“奶黄金”，是乳制品消费金字塔的顶端，代表着营养、健康消费升级的方向。同时叠加西式餐饮文化的普及，奶酪消费场景增加，驱动国内奶酪行业保持快速增长。

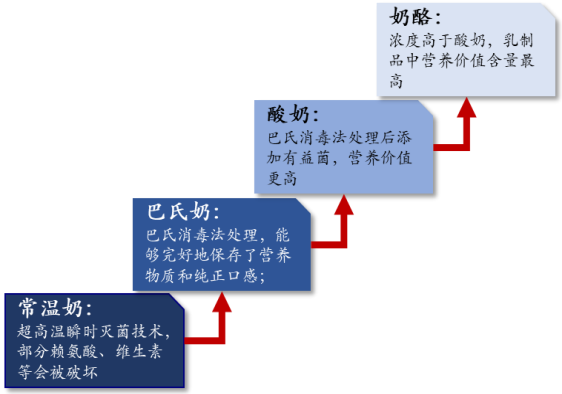
目前国内奶酪人均消费量仅0.28kg，相较饮食习惯相近的日、韩还有10倍以上的提升空间。近年来，随着适合国内口味和定位的大单品奶酪棒的推动，推动我国奶酪市场开始进入加速发展期。

图14：我国奶酪市场持续快速增长



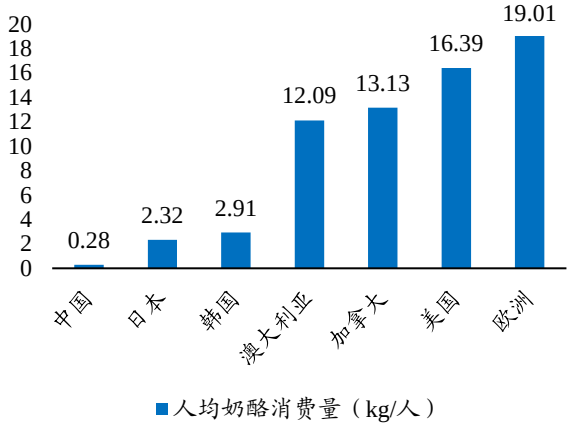
数据来源： Euromonitor、开源证券研究所

图15：乳制品消费结构向酸奶、奶酪升级



资料来源： 开源证券研究所

图16：国内奶酪人均消费量有10倍以上提升空间



数据来源：OECD、开源证券研究所

3.2 方向二：小小奶酪棒撬动奶酪千亿市场需求

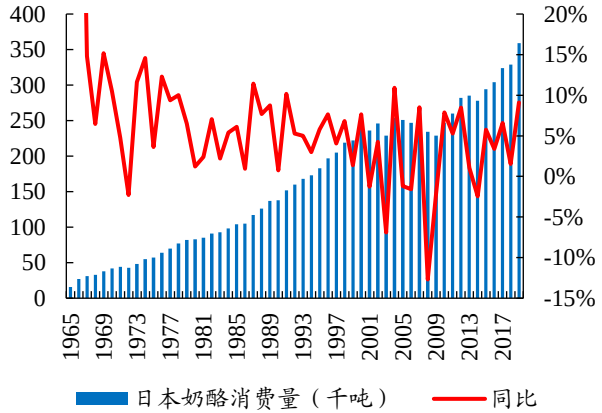
我国奶酪市场潜在规模超千亿，亟待本土品牌崛起

日本乳制品消费同样经历了消费升级的过程，过去54年内奶酪消费量增长了23倍，目前奶酪占乳制品消费的占比已经达到18%并且还处于持续提升的过程之中。经过多年发展，日本奶酪本土品牌快速崛起，目前前四大均为本土品牌。

国内奶酪占乳制品消费的比例仅1.6%，人均消费量和占乳制品消费的比例均存在10倍以上的提升空间，未来国内奶酪潜在市场规模超千亿。目前国内奶酪市场以外资品牌为主导，国内品牌正凭借本土口味偏好优势和下沉市场渠道拓展优势快速崛起。

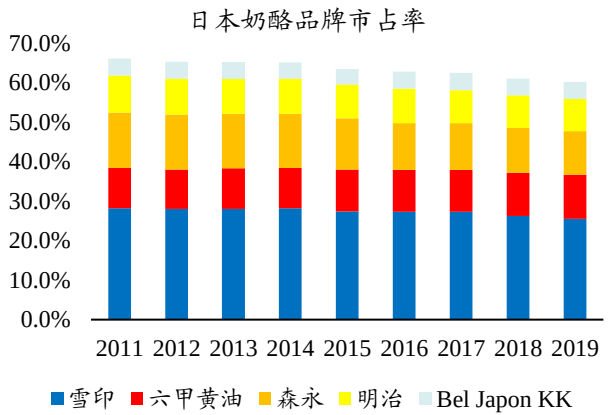
受益公司：妙可蓝多

图17：日本奶酪消费量54年增长了23倍



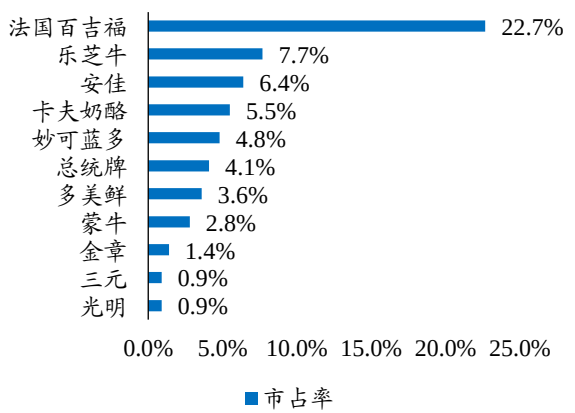
数据来源：Frost & Sullivan 、开源证券研究所

图18：日本前四大奶酪品牌均为本土品牌



数据来源：Frost & Sullivan 、开源证券研究所

图19：国内奶酪市场仍以外资品牌为主导



数据来源：贝恩咨询、开源证券研究所

eMBB业务是5G首个商用落地场景，VR是eMBB业务变现的“杀手级”应用

5G三大业务应用场景：eMBB、uRLLC、mMTC。其中带宽有一定要求且具备一定时延包容性的eMBB业务，商用正式从核心技术难度、配套产业链成熟度，还是安全监管要求角度看，都是最有希望成为5G率先落地的应用场景。2019年6月以eMBB业务为主要目标场景的R15标准的冻结，eMBB业务商用开启。

eMBB业务主要包含3D视频、超高清视频、全景视频等大流量移动宽带业务，而VR设备是体验上述内容的核心载体之一。

图20：5G中eMBB业务将率先落地商用

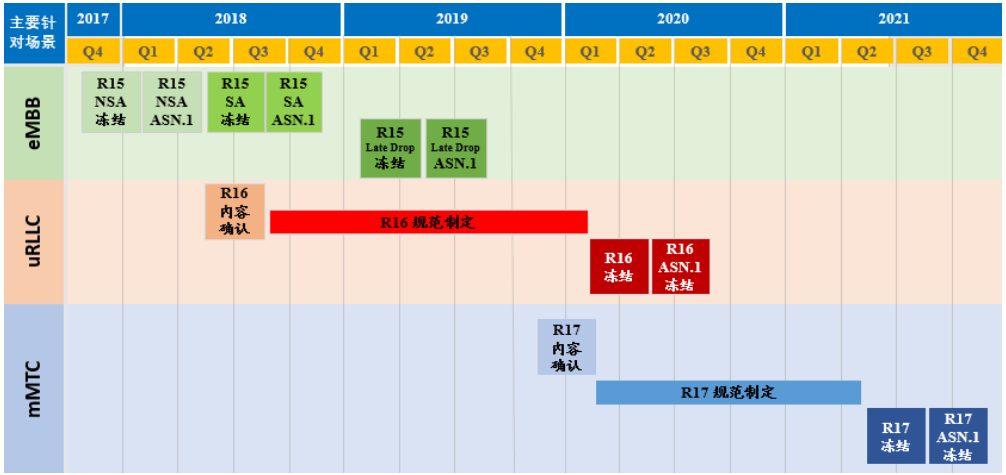
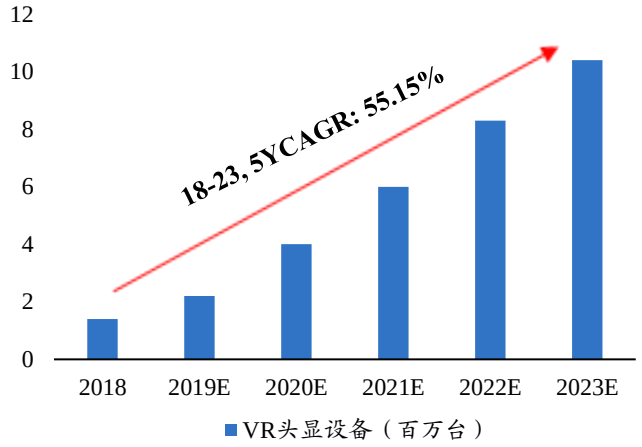


图21：中国VR/AR头显出货量未来年复合增速超50%



数据来源：IDC、开源证券研究所

VR产业链各环节技术均全方位进步，已可支持部分沉浸式体验

VR产业有着明显的木桶效应和飞轮效应，但随着软件、网络、硬件、内容等底层技术的全方位进步，VR用户的整体体验相比2015-2017年已实现了质的飞跃，目前综合技术水平已可支持部分沉浸式体验。

类型		技术演变		最终效果
		2016~2017年	如今	
硬件	屏幕	手机2K、4K屏	定制版FAST-LCD屏（更高刷新率）	提升刷新率、降低眩晕感
	光学	菲涅尔透镜（无法降低焦距）	PANCAKE结构光（超短焦）	降低焦距，实现轻薄设计
软件	算法	串行渲染	并行渲染（ATW、ASW）	优化算法、降低算力需求
	算力	本地算力	云端算力	算力开源，让云端强大算力为本地终端服务
网络	传输方式	同等清晰度渲染全视角传输	视场角传输（仅对视场角内画面进行高质量渲染）	优化码流、降低网络需求
	接入网设备	GPON、百兆路由、5类线（CAT5）	10GPON、千兆路由、六类线	实现千兆级（500M以上）网络入户
内容	分辨率	4K视频、2K游戏	8K视频、4K游戏	游戏输出码流突破上限，内容分辨率提升

VR眩晕原因		解决方案
硬件眩晕	瞳距不匹配	硬件设计优化
	光学及屏幕组合设计方案视场角（FOV）过低	柔性屏、光学方案优化
	屏幕刷新率不足（卡帧、拖影）	高刷新率屏幕
	算力不足、传感器反映迟缓（画面滞后于动作、ATP时延过长）	算力“开源（云化）、节流（优化）”
软件眩晕	景深不匹配（近景、远景清晰度一致，模拟不够真实）	模型优化
	画面畸变	反畸变算法调校
	前庭-视觉感知冲突（眼动身未动）	交互方案设计优化

资料来源：开源证券研究所

华为入局引领行业生态式发展

华为定位于技术供应商，通过对终端设备、管道、云端计算等各项技术难点的不断突破，为行业构筑起强大的基础设施。同时通过“统一标准+三层框架”提升行业内容供给，为行业“补短板”。

华为通过其5G网络优势、丰富的底层技术、终端硬件和内容的整合优势，正在建立自己的VR产业链生态圈，引领行业的生态建设。

重点推荐：号百控股（中国电信旗下5G内容运营平台）



资料来源：华为、开源证券研究所

特斯拉国产，价格下降推动国内市场百万需求

特斯拉国产化之后生产成本有望下降25%，从而驱动价格的下调，目前Model 3的价格已经下调至27.155万元，驱动了国内市场快速放量，5月国内Model 3的销量已超1.1万辆。Model Y国产在即，双车型叠加未来仍有降价空间，特斯拉国内市场需求将达百万量。Model 3在美国销量已经远超同价位ABB的销量总和。



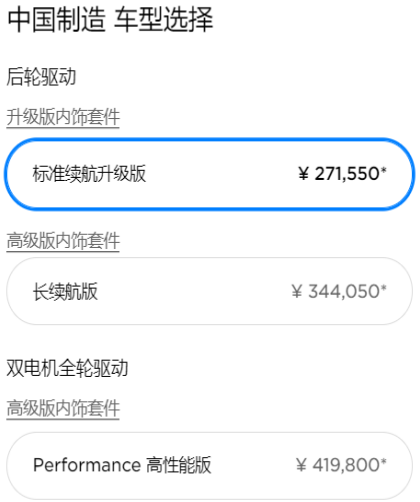
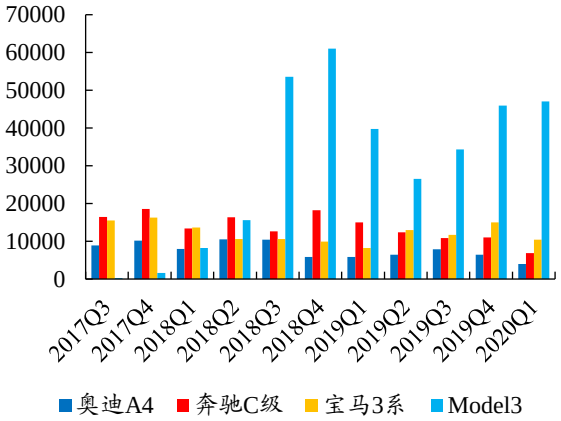


图22：Model 3美国销量已超同价位的ABB



数据来源：公司公告、开源证券研究所

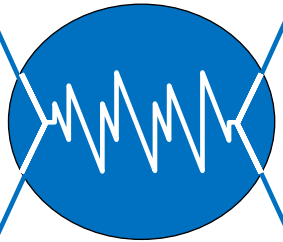
特斯拉重塑汽车产业链，看好从0→1的国内零部件厂商

智能化、电动化推动汽车行业“电子化”，提升“消费属性”

- 电动车的汽车电子器件成本达65%
- 智能化推动走向“完全自动驾驶”且软件可直接空中升级
- 消费者愿意自动驾驶服务单独付费

直销模式有效降低产业链库存，降低“周期属性”

- 直销有利于车企把握市场需求和产量的匹配，减少经销商环节库存
- 预购模式，以销定产，同样可以减少零部件厂商所需库存，减少行业的周期属性



模块化设计，重塑零部件供应体系

- 电子电气架构由分散走向集中
- 零部件走向模块化设计和集成，为零部件厂商做大单车价值提供契机
- 打破原有零部件竞争格局，为国内零部件厂商带来机遇

看好从0→1的国内零部件厂商

- 自动驾驶域控制器：**德赛西威**、中科创达
- 功率半导体：斯达半导
- 存储芯片：北京君正
- 高精度地图：四维图新

目 录

CONTENTS

1 资本市场供给侧改革大年，释放政策红利

2 中小创业绩见底回升，改革提升风险偏好

3 掘金消费、科技成长小龙头

4 **中小盘重点推荐个股**

中小盘重点推荐个股

开源中小盘重点推荐个股盈利预测与估值

公司代码	公司名称	收盘价（元）	EPS			PE		
		2020/6/12	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
盐津铺子	002847.SZ	92.30	1.56	2.28	3.13	59.9	41.0	29.8
三只松鼠	300783.SZ	82.79	1.11	1.60	2.31	75.1	52.1	36.1
良品铺子	603719.SH	75.00	1.01	1.52	1.96	76.5	50.8	39.4
桃李面包	603866.SH	51.31	1.25	1.50	1.80	41.5	34.6	28.9
号百控股	600640.SH	17.82	0.23	0.52	1.16	77.8	34.4	15.4
德赛西威	002920.SZ	54.45	0.66	0.83	-	78.0	62.0	-
星宇股份	601799.SH	118.75	3.33	3.87	-	34.9	30.0	-

数据来源：Wind、开源证券研究所

分析师声明

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。

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。

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，由陕西开源证券经纪有限责任公司变更延续的专业证券公司，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

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
电话：029-88365835
传真：029-88365835

THANKS

感　　谢　　聆　　听

开源证券