

凯盛科技 (600552.SH)

“新材料+电子显示”双主业驱动成长

● 新材料：行业供给整合龙头受益显著，新产品进展顺利

公司新材料业务主要包括中恒公司（氧化锆、纳米氧化锆、硅微粉）、华洋粉体（硅酸锆）和蚌埠硅基研究院（球形石英粉——氧化硅、氧化铝）。年初以来行业景气底部回升明显，价格开始持续回升，主要来自供给端的拉动，一方面行业洗牌带来一些民营企业产能退出，二是供给端上游锆矿资源供给紧张。中恒是电熔氧化锆龙头，竞争力突出，产能接近2.3万吨（包括纳米氧化锆3000吨，电熔氧化锆2万吨），受益显著（公司是澳大利亚最大的锆英砂供应商ALUCA全球最大的采购商，锆资源来源稳定）。公司电熔氧化锆目前产销情况良好，氧化锆年初至今价格涨幅明显。同时纳米氧化锆产品升级，钛酸钡、抛光粉、球硅等电子级新产品进展顺利，盈利有望进一步改善。

● 电子显示：国显快速扩张，全产业链配套稳步推进

华益 ITO 导电膜玻璃去年搬迁影响产能，今年复产后将维持平稳发展，同时转型手机盖板玻璃，年产能2400万片以2.5D为主，并积极布局3D盖板；本部玻璃减薄业务扭亏为盈，产能正常发挥开始稳定供货，今年有望迎来快速增长；TP业务（玻璃屏、film）行业竞争激烈，公司稳步推进高端差异化产品布局，为全产业链配套打下基础，年内有望减亏。国显经营能力强，保持快速扩张，向大尺寸（笔记本电脑）、小尺寸（手机）模组拓展，公司电子显示全产业链配套方面契合度进一步提升，未来盈利能力将进一步提升。

投资建议：维持“买入”评级：公司背靠中国建材集团（央企）和蚌埠设计院（研发），布局新材料+电子显示双主业，中期发展空间大；氧化锆景气底部回升，龙头受益显著，同时新产品开始放量；减薄业务开始盈利，国显继续保持快速增长，2017年迎来业绩拐点；预计2017-2019年EPS分别为0.45、0.68、0.90，对应2017年PE35倍，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格上升，新项目投产不及预期，产品价格大幅下滑

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,129.65	3,106.65	4,509.97	6,170.68	8,250.50
增长率(%)	19.90%	175.01%	45.17%	36.82%	33.70%
EBITDA(百万元)	217.12	285.59	424.34	577.14	733.06
净利润(百万元)	111.23	75.56	172.61	262.40	346.74
增长率(%)	1.48%	-32.07%	128.45%	52.02%	32.14%
EPS(元/股)	0.290	0.197	0.450	0.684	0.904
市盈率(P/E)	78.03	93.55	35.17	31.95	24.18
市净率(P/B)	3.84	3.02	2.42	3.02	2.69
EV/EBITDA	42.16	28.36	18.02	16.32	13.36

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	13.66元
前次评级	买入
报告日期	2017-06-15

分析师： 邹 戈 S0260512020001



021-60750616



zouge@gf.com.cn

相关研究：

方兴科技(600552.SH)：“新”驱动加速，2016将迎来业绩拐点	双	2016-03-30
新材料业务添新军，产品升级迈向高端		2015-12-20
基本面底部企稳，国企改革真正践行者		2015-10-30

联系人： 徐笔龙 021-60750611

xubilong@gf.com.cn

目录索引

新材料+电子显示双主业布局，营收快速增长，业绩拐点初现.....	4
新材料：行业供给整合龙头受益显著，新产品进展顺利	5
行业供给整合、锆资源紧张，作为龙头受益显著，产销势头良好	5
氧化锆产品升级，电子级新产品（钛酸钡、抛光粉）进展顺利	7
电子显示：国显快速扩张，全产业链配套稳步推进.....	7
华益：ITO 导电膜搬迁完毕、平稳发展，转型盖板玻璃布局 3D	7
减薄业务扭亏为盈迎来快速增长，TP 业务继续布局	8
国显扩张快速、完善产品体系，全产业链配套优势有望进一步显现.....	9
投资建议：维持“买入”评级	10
风险提示	11

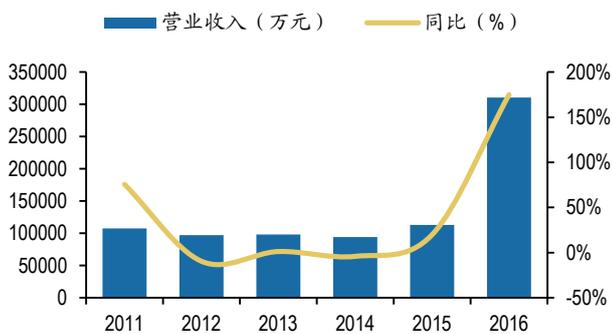
图表索引

图 1: 2016 年收入同比上升 175.01%.....	4
图 2: 2016 归母净利润同比下降 32.07%	4
图 3: 2017 年 Q1 收入同比上升 50%	4
图 4: 2017 年 Q1 归母净利润同比 16%.....	4
图 5: 公司氧化锆历年销量.....	6
图 6: 公司硅酸锆历年销量.....	6
图 7: 国际锆英砂价格.....	6
图 8: 氧化锆价格.....	6
图 9: 中恒公司收入.....	6
图 10: 中恒公司净利.....	6
图 11: 华益公司收入情况.....	7
图 12: 华益公司净利润情况.....	7
图 13: 公司玻璃减薄业务销量快速增长	8
图 14: 公司触摸屏玻璃产能投放, 销量增长	9
图 15: 国显科技历年收入	9
图 16: 国显科技历年净利润.....	9
图 17: 公司新型显示器件产业链进一步完备	10
表 1: 主要业务盈利预测假设.....	11

新材料+电子显示双主业布局，营收快速增长，业绩拐点初现

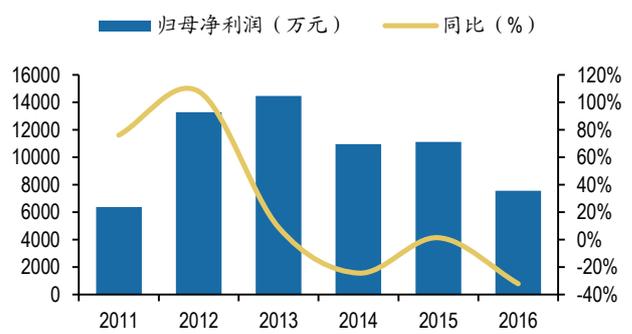
公司新材料业务+电子显示业务双主业发展，2016年收购模组民企国显科技并表（2015年12月份开始并表），营收大幅增长175%；归属净利同比下降32%，主要原因是新材料方面氧化锆景气仍处于底部，电子显示方面电容屏业务亏损，ITO导电膜产线搬迁产能发挥受限，其他新产品尚处于导入期。2017年一季度，玻璃减薄业务自去年下半年转入正轨，同比有所增长；电容屏业务计划调整产品结构，进行设备改造，预计下半年可以实现减亏；柔性膜业务计划年内扩产，丰富产品结构，进一步拓宽下游客户。新材料方面氧化锆产销情况良好、产品升级，新产品逐步放量，使得公司营收继续快速增长，同比增长50%，业绩开始底部回升，归属净利同比增长16%。

图 1：2016 年收入同比上升 175.01%



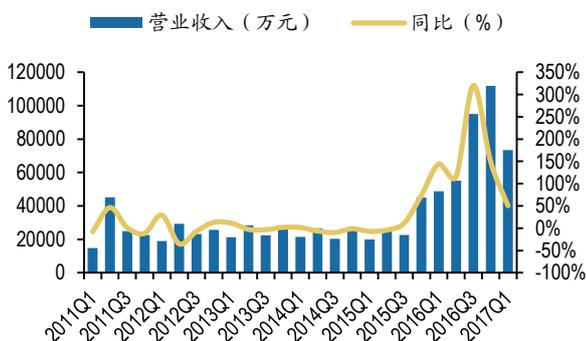
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 2：2016 归母净利润同比下降 32.07%



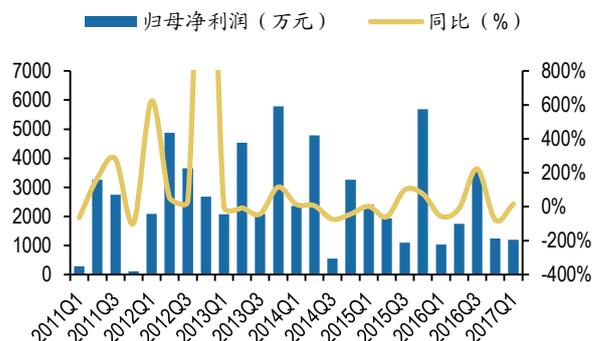
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 3：2017 年 Q1 收入同比上升 50%



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图 4：2017 年 Q1 归母净利润同比 16%



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表1: 公司主要产品情况

新材料业务		
产品	负责运营	产能情况
电熔氧化锆	中恒	高纯电熔氧化锆 20000 吨/年; 3000 吨/年纳米级氧化锆 (活性锆)
钛酸钡	中恒 (中创电子)	2000 吨/年
硅酸锆	华洋粉体 (已吸收合并)	30000 吨/年
抛光液	中恒 (中创电子)	1000-1500 吨/年
硅微粉	中恒	约 10000 吨/年
球形石英粉	硅基院	氧化硅 60 吨/月、氧化铝 60 吨/月 (未达产)
电子显示业务		
产品	负责运营	产能情况
电容式触摸屏	母公司本部	年产 85 万片 550X650mm 的单片式投射式电容触摸屏、2400 万片 5 寸的模组
TFT-LCD 玻璃减薄	母公司本部	10 条产线, 年产能 360 万片 (G5 大板切 6 片计算)
电容式触摸屏柔性镀膜	方兴光电	年产 80 万平方米电容式触摸屏柔性镀膜
ITO 导电膜玻璃	华益	12 条 ITO 导电膜玻璃生产线, 产能 4000 万片/年 (14 英寸*16 英寸)
盖板玻璃	华益	2400 万片, 主要是 2.5D
模组	国显科技	年产能 6000 万片

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

新材料: 行业供给整合龙头受益显著, 新产品进展顺利

中恒公司 (氧化锆、纳米氧化锆、硅微粉、硅酸锆) 和蚌埠硅基研究院 (球形石英粉—氧化硅、氧化铝) 等三家子公司是公司新材料业务的主要组成部分。

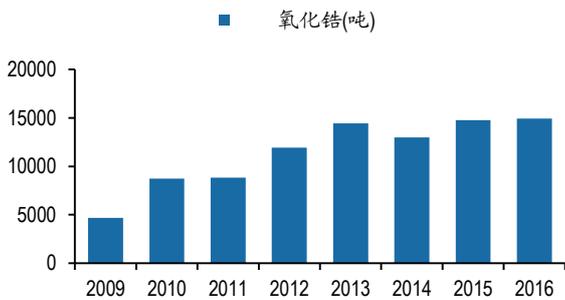
行业供给整合、锆资源紧张, 作为龙头受益显著, 产销势头良好

电熔氧化锆: 中恒公司是电熔氧化锆行业龙头, 在业内竞争力突出, 产能接近 2.3 万吨 (包括纳米氧化锆 3000 吨, 电熔氧化锆 2 万吨), 目前国内市占率达到 55%。过去两年行业景气低迷时, 公司氧化锆销量逆势增长 (2015 年销量 1.47 万吨, 同比增长 14%, 2016 年销量 1.49 万吨, 同比增长 1.28%, 销量增长放缓, 主要是新增 5000 吨产能未完全释放), 去年是行业景气最差的一年, 2017 年年初以来行业景气回升明显, 价格开始持续回升 (涨幅将近 20%), 主要来自供给端的拉动, 一方面行业洗牌带来一些民营企业产能退出, 二是供给端上游锆矿资源供给紧张。公司作为行业龙头 (目前电熔氧化锆行业格局集中度较高, 企业较少, 规模较大的主要是中恒、三祥新材、东方锆业等), 规模领先, 竞争力突出, 受益显著, 尤其中恒公司是澳大利亚最大的锆英砂供应商 ALUCA 公司全球最大的采购商, 锆资源获取稳定供应。公司电熔氧化锆目前产销情况良好, 氧化锆年初至今价格涨幅明显。尽管成本端有所上升, 但吨盈利亦同比改善, 未来产能有望进一步扩张, 继续提升市占率。

硅微粉: 中恒另外一块硅微粉业务, 主要应用于水泥防渗、耐火材料领域, 年销量接近 1 万吨, 今年产销情况同样良好, 将继续贡献稳定盈利。

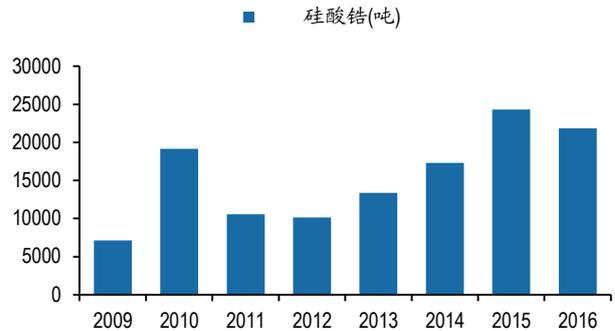
硅酸锆: 主要由华洋粉体运营, 公司目前产能3万吨, 2016年销量2.2万吨, 去年由于需求不佳且成本上涨, 华洋粉体净利润771万同比有所下滑。今年由于锆资源紧张, 从优化配置资源角度考虑, 目前公司对硅酸锆以量稳为主, 但价格有所提升, 并比同行业竞争对手要高, 整体盈利水平在改善。

图5: 公司氧化锆历年销量



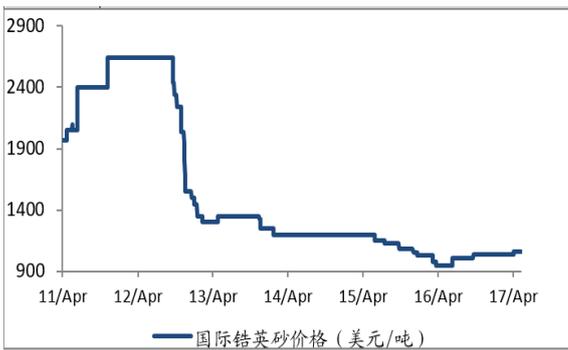
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图6: 公司硅酸锆历年销量



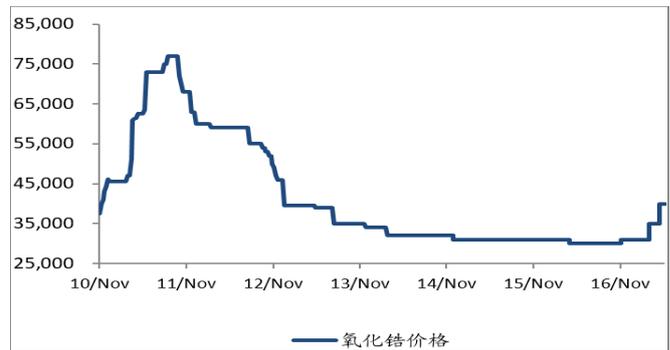
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图7: 国际锆英砂价格



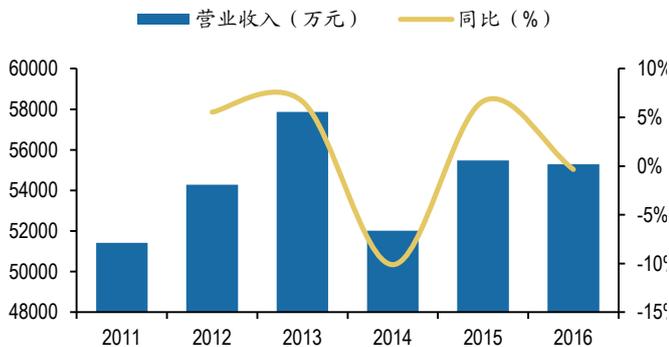
数据来源: 百川资讯、广发证券发展研究中心

图8: 氧化锆价格



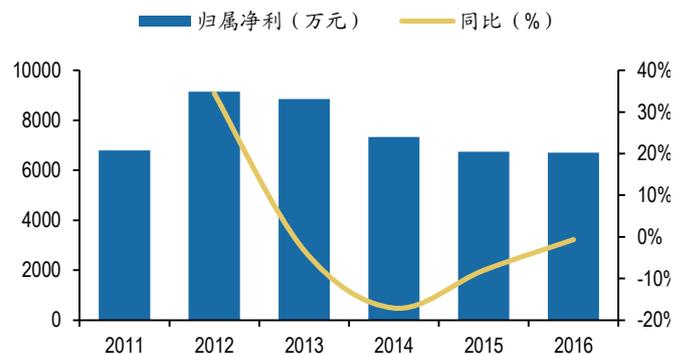
数据来源: 百川资讯、广发证券发展研究中心

图9: 中恒公司收入



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图10: 中恒公司净利



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

氧化锆产品升级，电子级新产品（钛酸钡、抛光粉）进展顺利

公司在氧化锆领域产品持续升级，微纳米氧化锆已经正常量产，市场接受度良好，目前实际产量接近2000吨，主要用在陶瓷色料，汽车刹车片等活性锆领域，介于电熔锆和化学锆之间，将替代部分化学锆市场（相比化学氧化锆有价格优势），售价比普通电熔锆高，盈利能力也明显高出普通电熔氧化锆。今年以来产销情况良好，后续会逐步扩产。此外，未来公司在氧化锆领域会进一步进行产品升级。

此外，公司几个电子级新产品客户认证进展顺利：

钛酸钡此前中试线已经通过客户认证，目前2000吨/年的产线调试基本完成，6月份即将开始大规模投料量产，后续将再进行大线认证，预计明年往后有望逐步放量，公司钛酸钡采用水热法，经过两年探索技术比较成熟，产品技术壁垒高，盈利能力突出，采用原料是四氯化钛，和锆资源是同一供应商，未来发展也将具备资源优势。

抛光液公司目前布局有1000-1500吨产能，客户认证正在推进，已经有部分客户通过认证，6月份将开始投料量产，即可开始供货，今年有望贡献部分业绩；目前产品主要定位中低端，做玻璃、镜头等抛光（触摸屏玻璃、TFT-LCD玻璃），未来会逐步切入芯片、半导体等高端市场。

球形石英粉这块目前同样进展良好，主要应用在半导体行业（集成电路的填充料），认证周期长，此前发展缓慢，今年开始经营情况开始明显好转，目前有氧化硅、氧化铝各一条产线，盈利能力较好，毛利率30%-40%；氧化铝偏高端，市场较小，目前尚未完全达产。

电子显示：国显快速扩张，全产业链配套稳步推进

收购主营液晶显示模组的国显科技后，配以自身本已具备的ITO镀膜玻璃、盖板玻璃（华益公司）；中小尺寸电容屏、TFT-LCD 减薄（母公司）；柔性镀膜（方兴光电）等产品，公司已经初步具备了显示器件的全产业配套。

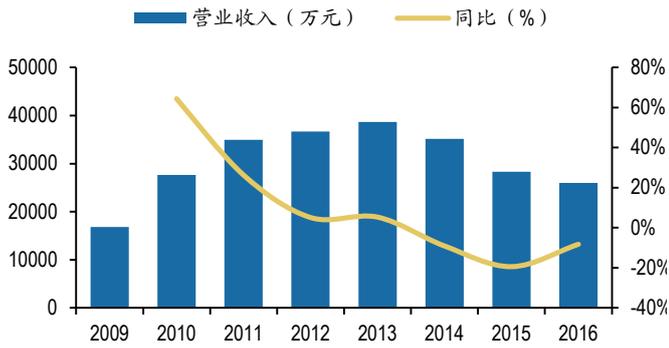
华益：ITO 导电膜搬迁完毕、平稳发展，转型盖板玻璃布局 3D

华益公司2016年业绩下滑幅度较大，主要原因是ITO导电膜产线搬迁，导致销量下滑36%。目前洛阳产线搬迁完毕已经开始正常生产，黄山两条产线正在安装，预计今年产能发挥将相比去年有所恢复。价格方面，目前已经接近底部水平，降幅非常有限。ITO导电膜玻璃作为传统产品，客户群、产品规格都已经比较稳定，未来将以平稳发展为主，随着搬迁后产能释放，预计业绩相比去年低点同比将有所改善。

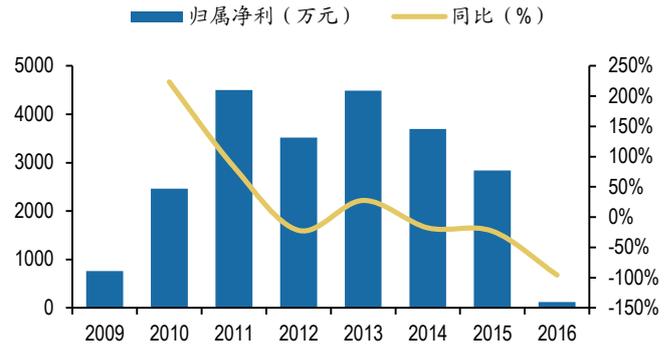
公司去年转型布局的2.5D 手机盖板玻璃业务，已成为华为、小米等国内主流品牌手机供应商，目前设计产能2400万片，实际产能2000万片，规模相对较小，但目前2.5D盖板玻璃产能行业扩张很快，竞争激烈，价格下降较快，公司目前正在积极布局3D盖板玻璃，后续将和TP、模组业务进行配套。

图11：华益公司收入情况

图12：华益公司净利润情况



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

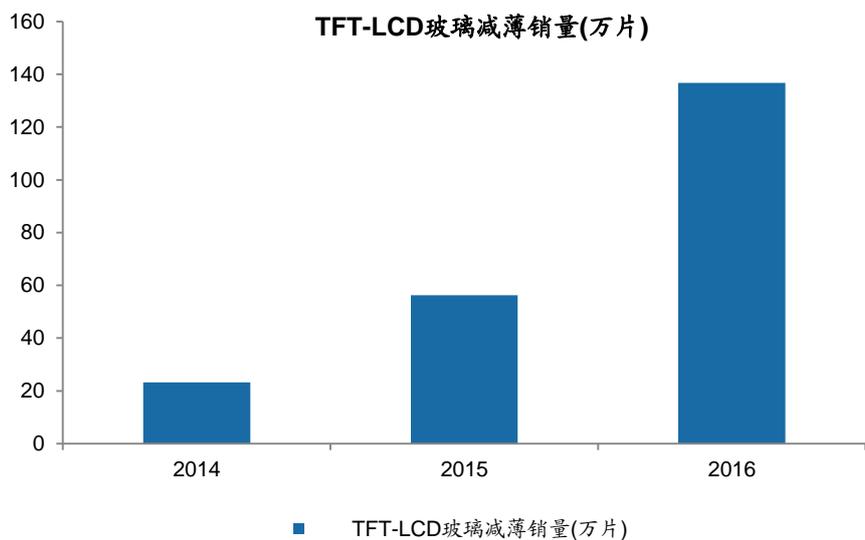


数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

减薄业务扭亏为盈迎来快速增长，TP 业务继续布局

公司母公司本部玻璃减薄业务借助民企业管理增效，通过设备改造，工艺改良，从去年7月份开始逐步步入正轨，产品良率和产能利用率逐步提升，去年开始扭亏为盈。公司目前10条减薄产线，设计产能360万片（按G5大板切6片，但根据实际切片数、客户蚀刻要求等不同实际产能低于设计产能），技术工艺采用行业领先的喷淋法，产品售价和盈利水平比浸泡法高，并可以通过镀膜、抛光加工更高端产品，目前已经给天马等大客户稳定供货，全年来看产能利用率同比将大幅提升，预计收入将保持快速增长。

图13：公司玻璃减薄业务销量快速增长



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

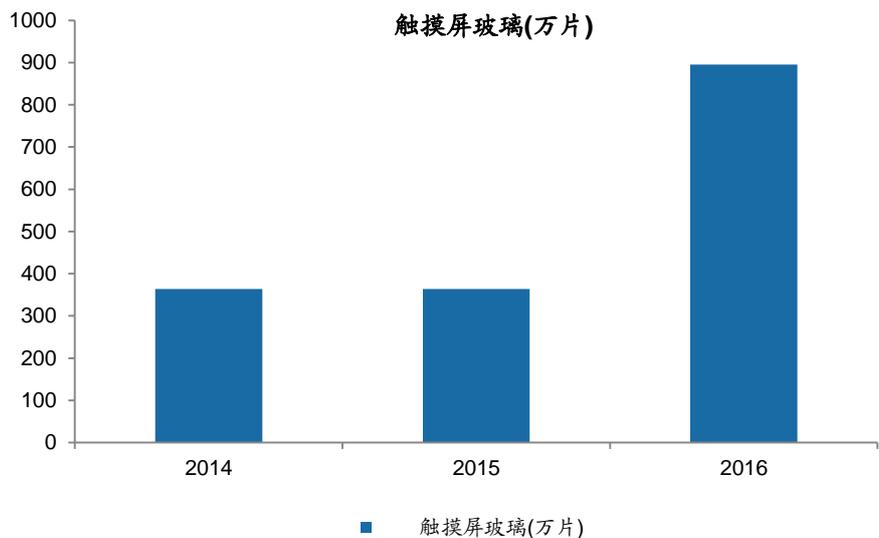
公司TP业务主要有本部触摸屏玻璃业务和方兴光电的柔性镀膜业务。

由于触摸屏行业竞争激烈，产品价格较低，公司作为新进入者，触摸屏业务尚未

实现盈利。公司触摸屏玻璃业务此前主要定位OGS，去年由于行业趋势变化，不再做OGS，但工序、设备不匹配，产能释放受到一定限制，今年进行了局部改造，后续产能释放将进一步减亏，未来有望成为公司电子显示全产业链配套的关节环节。

方兴光电柔性镀膜业务，生产线于5月正式投产，月产能已经达到9万平米，超过设计产能，良品率95%以上。目前传统触摸屏film的竞争激烈，盈利空间有限，公司一方面布局调光膜积极推广智能窗帘等盈利性较好的产品，一方面积极储备高端触控膜。

图14: 公司触摸屏玻璃产能投放, 销量增长



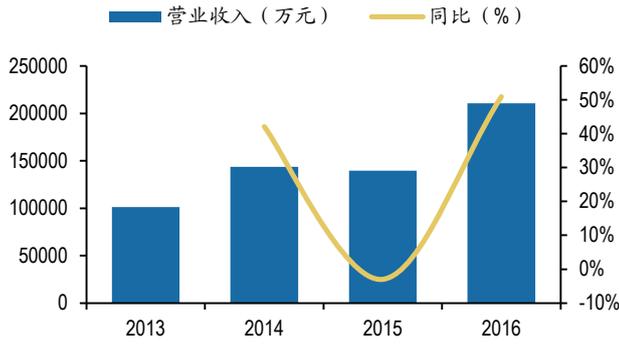
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

国显扩张快速、完善产品体系, 全产业链配套优势有望进一步显现

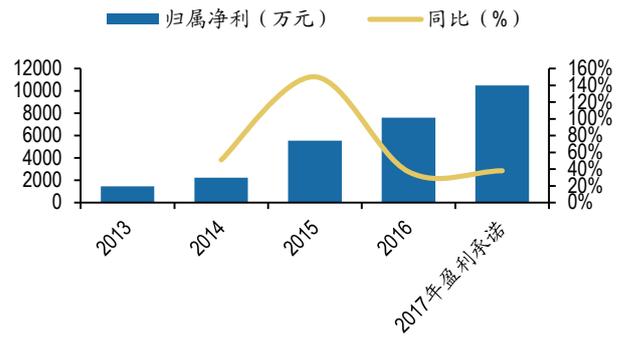
国显科技作为民企经营能力强, 2010年进入显示模组领域规模迅速做大, 2016年国显继续快速增长, 收入同比增长51%, 净利润同比增长38%。2015、2016年盈利承诺分别为7000万、8750万, 均已超额完成。公司产品主要做中大尺寸模组产品为主, 主要应用在平板电脑、二合一电脑领域, 外挂式为主, 平板市场市占率已经达到15%; 现在公司在往大尺寸(笔记本)、小尺寸(手机)领域拓展。公司目前总产能5kk/月, 其中蚌埠700k-800k/月(主要定位大尺寸的笔记本电脑市场); 深圳3KK/月, 另外手机1.2kk/月(去年6月份开始布局)。随着国显产品体系拓展, 未来公司电子显示全产业链的配套将更加契合。目前国显旺季处于满产满销状态, 后续在蚌埠国显会逐步扩产。随着产能扩张, 预计2017年盈利承诺(1.05亿)预计可以达成。

图15: 国显科技历年收入

图16: 国显科技历年净利润

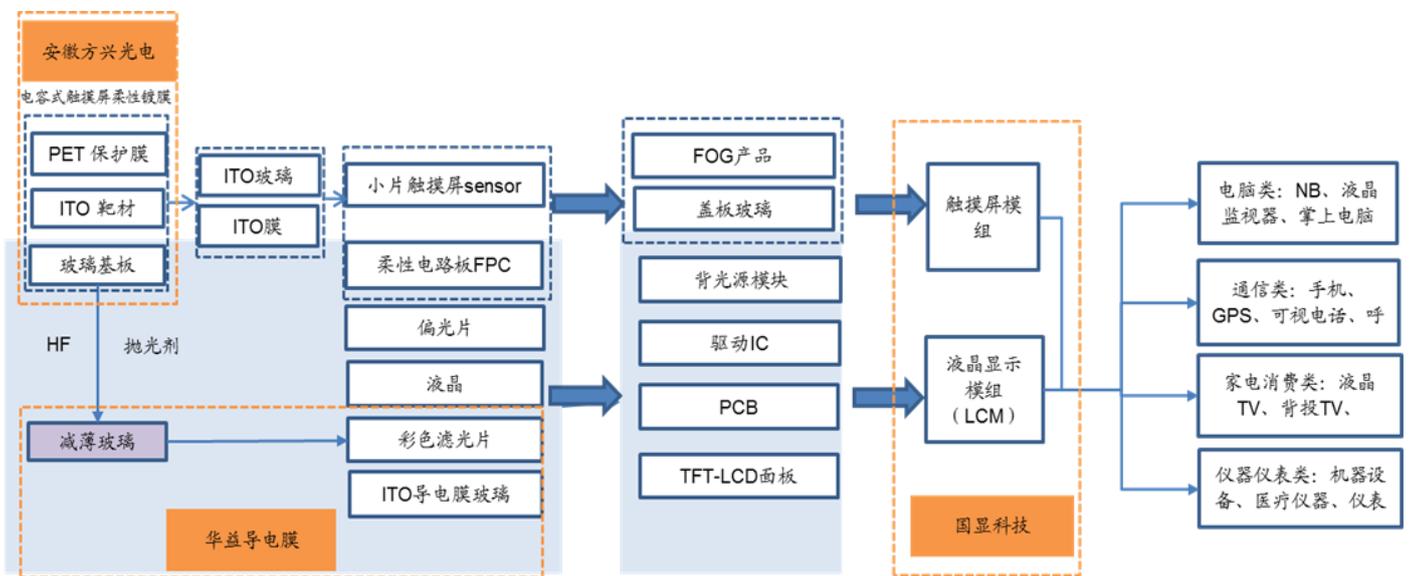


数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图17：公司新型显示器件产业链进一步完备



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

投资建议：维持“买入”评级

公司背靠中国建材集团（央企）和蚌埠设计院（研发），布局新材料+电子显示双主业，中期发展空间大；新材料方面氧化锆景气底部回升，龙头受益显著，同时新产品开始放量；电子显示方面，减薄业务开始盈利，国显继续保持快速增长，2017年迎来业绩拐点；预计2017-2019年EPS分别为0.45、0.68、0.90，对应2017年PE35倍，维持“买入”评级。

盈利预测假设：

表1：主要业务营收预测假设

	2016	2017E	2018E	2019E
新材料				
收入 (万元)	49295	66548	89840	116792
YOY	-9.16%	35.00%	35.00%	30.00%
成本 (万元)	36792	47915	63876	82806
毛利率	25.36%	28.00%	28.90%	29.10%
新型显示器件				
收入 (万元)	246299	369449	517228	698258
YOY	386.81%	50.00%	40.00%	35.00%
成本 (万元)	211101	317726	442230	597011
毛利率	14.29%	14.00%	14.50%	14.50%
营业收入 (万元)	310665	450997	617068	825050
YOY	175.01%	45.17%	36.82%	33.70%
毛利率	15.99%	16.10%	16.60%	16.57%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

风险提示

原材料价格上升，新项目投产不及预期，产品价格大幅下滑；

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	2853	2924	4043	4585	6487
货币资金	801	353	160	180	190
应收及预付	1124	1512	2463	3270	4186
存货	742	951	1420	1135	2110
其他流动资产	186	108	0	0	0
非流动资产	1749	1947	1823	1868	1788
长期股权投资	2	0	0	0	0
固定资产	1052	1246	1150	1089	1049
在建工程	151	93	116	95	16
无形资产	526	576	557	684	723
其他长期资产	17	31	0	0	0
资产总计	4601	4871	5866	6454	8275
流动负债	2144	1998	2903	3189	4599
短期借款	1231	1087	1442	923	1306
应付及预收	871	904	1460	2266	3293
其他流动负债	42	7	0	0	0
非流动负债	91	406	292	292	292
长期借款	3	90	90	90	90
应付债券	0	202	202	202	202
其他非流动负债	88	114	0	0	0
负债合计	2235	2404	3194	3481	4891
股本	384	384	384	384	384
资本公积	1357	1357	1357	1357	1357
留存收益	521	597	769	1032	1378
归属母公司股东权	2262	2337	2510	2772	3119
少数股东权益	104	132	164	203	267
负债和股东权益	4601	4871	5866	6454	8275

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	51	66	-364	768	-258
净利润	123	100	204	302	410
折旧摊销	88	113	139	150	164
营运资金变动	-206	-239	-753	283	-864
其它	46	92	45	34	31
投资活动现金流	-266	-295	27	-146	-36
资本支出	-304	-265	27	-146	-36
投资变动	33	-28	0	0	0
其他	6	-2	0	0	0
筹资活动现金流	385	-109	145	-602	305
银行借款	970	2009	355	-519	383
债券融资	-555	-2143	-120	0	0
股权融资	4	18	0	0	0
其他	-34	7	-91	-83	-78
现金净增加额	170	-337	-193	20	10
期初现金余额	398	801	353	160	180
期末现金余额	568	464	160	180	190

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	19.9	175.0	45.2	36.8	33.7
营业利润增长	-36.6	-14.7	212.1	68.3	41.5
归属母公司净利润增长	1.5	-32.1	128.5	52.0	32.1
获利能力(%)					
毛利率	20.9	16.0	16.1	16.6	16.6
净利率	10.8	3.2	4.5	4.9	5.0
ROE	4.9	3.2	6.9	9.5	11.1
ROIC	3.7	3.7	5.0	8.0	8.9
偿债能力					
资产负债率(%)	48.6	49.3	54.5	53.9	59.1
净负债比率	0.2	0.4	0.6	0.3	0.4
流动比率	1.33	1.46	1.39	1.44	1.41
速动比率	0.89	0.86	0.70	0.83	0.75
营运能力					
总资产周转率	0.32	0.66	0.84	1.00	1.12
应收账款周转率	1.94	3.48	3.48	3.48	3.48
存货周转率	1.90	3.08	2.68	4.56	3.27
每股指标(元)					
每股收益	0.29	0.20	0.45	0.68	0.90
每股经营现金流	0.13	0.17	-0.95	2.00	-0.67
每股净资产	5.90	6.09	6.54	7.23	8.13
估值比率					
P/E	78.0	93.5	35.2	32.0	24.2
P/B	3.8	3.0	2.4	3.0	2.7
EV/EBITDA	42.2	28.4	18.0	16.3	13.4

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1130	3107	4510	6171	8251
营业成本	893	2610	3784	5146	6883
营业税金及附加	4	10	17	23	31
销售费用	32	82	108	142	190
管理费用	70	232	316	432	578
财务费用	35	63	75	74	69
资产减值损失	16	43	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	79	67	210	353	500
营业外收入	73	67	65	50	50
营业外支出	0	1	3	1	3
利润总额	152	133	272	402	547
所得税	29	33	68	101	137
净利润	123	100	204	302	410
少数股东损益	11	25	32	39	64
归属母公司净利润	111	76	173	262	347
EBITDA	217	286	424	577	733
EPS(元)	0.29	0.20	0.45	0.68	0.90

广发建材行业研究小组

- 邹戈：首席分析师，上海交通大学财务与会计硕士，2011年进入广发证券发展研究中心。
- 谢璐：分析师，南开大学经济学硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
- 徐笔龙：研究助理，南京大学管理学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 赵勇臻：研究助理，上海交通大学材料科学与工程硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。