

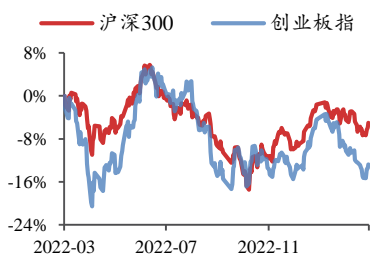
2023年03月24日

开源晨会 0324

市场快报

——晨会纪要

沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：聚源

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
电子	2.798
计算机	2.636
通信	2.208
国防军工	1.587
建筑装饰	1.338

数据来源：聚源

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
纺织服饰	-0.580
钢铁	-0.566
社会服务	-0.489
美容护理	-0.464
商贸零售	-0.429

数据来源：聚源

吴梦迪 (分析师)

wumengdi@kysec.cn

证书编号: S0790521070001

观点精粹

总量视角

【宏观经济】通胀仍是重点，但加息终点或已确定——美联储3月FOMC会议点评——宏观经济点评-20230323

行业公司

【农林牧渔】宠物行业观察系列(一):人、宠、货、场四维解构国内宠物食品行业——行业深度报告-20230323

【海外:上海复旦(01385.HK)]待价格趋势明朗及自身业绩兑现驱动估值修复——港股公司信息更新报告-20230323

【纺织服装:特步国际(01368.HK)]2022年业绩符合预期,2023Q1流水表现靓丽——港股公司信息更新报告-20230323

【海外:京东方精电(00710.HK)]短期利润增速承压,2024年有望重回快速成长——港股公司信息更新报告-20230323

【计算机:金山办公(688111.SH)]业绩符合预期,有望迈入AIGC新时代——公司信息更新报告-20230323

【煤炭开采:广汇能源(600256.SH)]公司主业经营稳定,2023年Q1业绩同比大增——公司业绩预告点评-20230322

研报摘要

总量研究

【宏观经济】通胀仍是重点，但加息终点或已确定——美联储 3 月 FOMC 会议点评——宏观经济点评-20230323

何宁（分析师）证书编号：S0790522110002 | 潘纬楨（联系人）证书编号：S0790122110044

事件：美联储于北京时间 3 月 23 日凌晨 2 点发布 2023 年 3 月 FOMC 会议声明，宣布加息 25bp。

声明及发布会要点

1. 美联储宣布加息 25bp，缩表将继续按 5 月计划有序进行。

2. 美联储对美国经济情况保持相对谨慎乐观。美联储对美国经济的看法同 2 月份相比有边际改变，但总体基调并未发生变化。同时，对近期美国银行业危机看法相对谨慎乐观。其认为美国银行体系健全且富有弹性。最近的事态发展可能导致家庭和企业的信贷条件收紧，并对经济活动、就业和通胀造成压力。这些影响的程度是不确定的。委员会仍然高度关注通胀风险。

3. 美联储在此次会议下调经济增长与失业率预测，上调通胀预测，点阵图显示 2023 年预计将加息至 5%-5.25%，较上次会议没有变化。并认为 2023 年不会降息。对 2024 年及后续的利率水平判断也与上次几乎一致，但离散程度有所扩大，显示联储官员内部之间对于未来的利率政策路径分歧有所扩大。

4. 发布会上，鲍威尔表态较为鹰派。从发布会上鲍威尔的发言和表态来看，联储的加息政策的重心仍然放在控制通胀水平上，硅谷银行倒闭等风险事件的影响有限。但表示近期的银行业危机可能会导致信贷环境的紧缩，更紧的信贷可以代替加息。因此不再预期持续加息，代之以进行额外的货币政策紧缩。

抗击通胀仍是美联储当前的关注重点，但加息终点或已确定

1. 劳动力市场保持韧性、通胀仍有黏性驱使美联储继续加息 25bp。2 月份美国新增非农就业整体显示出了较强的韧性，从 2 月份的通胀数据来看，美国通胀的黏性还比较强，通胀水平的回落速度存在较大的不确定性。而硅谷银行等相关的银行业风险事件，虽然造成了一定程度的金融风险动荡，但美联储已经提供了相关的流动性管理工具。因此当前继续保持 25bp 的小幅加息，并根据最新的经济与金融风险发展情况进行调整，对美联储而言是一个较为合适的选择。

2. 美联储当前的关注重点仍是抗击通胀，但加息终点或基本确定。一则从鲍威尔的讲话以及问答来看，通胀仍是美联储关心的重点；二则从银行业风险事件的表态来看，美联储内部认为当前银行业风险事件导致的信贷环境收缩，可以在一定程度上对加息起到替代作用；三则从点阵图上来看，当前美联储内部对于加息终点的看法接近一致，即加息至 5%-5.25% 后停止加息。

市场或将开启衰退预期交易

发布会后，美股收跌、美元下降，10 年期美债收益率下降、黄金上涨。我们认为美股与美债收益率及黄金当前走势的背离，反映市场对未来美国经济增长硬着陆的预期抬升，从而带动避险情绪升温。

风险提示：国际局势紧张引发通胀超预期，美国经济超预期衰退。

行业公司

【农林牧渔】宠物行业观察系列(一): 人、宠、货、场四维解构国内宠物食品行业——行业深度报告-20230323

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001

人：宠粮消费完成者，聚焦总量变化及结构变化趋势

人口结构变化上建议关注两大年龄群体，一是消费能力强的 35 岁年龄中枢群体，二是 25 岁中枢的 90 后一主力养宠群体，尤其是 00 后这一收入即将提升的新晋消费群体。人口空间变化建议关注二线城市这一宠物增量市场的消费主力军。养宠人群生活节奏适中，闲暇时间较多的社会背景下，此类地区宠物消费具备增长的客观条件。展望未来，宠物主消费及养宠行为不断迭代，对宠物食品的认知度亦会不断提高，专业化养宠程度提升将为宠物行业扩容提供动力。

宠：小型犬猫发展势头良好，采食特点引致细分需求

首先，对比犬猫的体型差异来看，小型犬猫更具养宠经济性，是未来市场发展的一大趋势，但部分大中型犬种也受到养宠人群的偏爱。其次，犬猫采食特点和习惯受到多种因素影响，宠物食品配方研制的差异化、专业化程度提升空间大。基于各类细分需求进行打造设计的专业化犬猫食品市场占有率有待逐渐提升，以满足宠物科学喂养需求。因此，从宠物自身特性总结来看，宠物食品在兼顾配方和功能性的不同前提下，打造差异化产品的空间及方式丰富。

货：国货从出海代工转向本土混战，国际品牌份额受挤压

国内市场集中度仍处下降通道，国产替代进程持续推进。虽然国内品牌在兴起和发展过程中挤压了部分国际品牌市场份额，中国市场竞争格局仍然分散，千亿赛道下十亿大单品、百亿营收企业还未出现。中短期内行业将呈现较低集中度主导态势，对比海外成熟宠物市场来看，英美两国 CR2 均已超 40%，中国 CR2/5/10 均不及英/美/日/韩/加等国。从头部品牌价格带分布情况来看，国产品牌占据中高端及以上的个数较少，在中低价格带拥有较大市场份额。且经济型大众产品具备领先的产能水平，众多国产中高端品牌尚在孵化阶段，品牌持久度仍有待考验。

场：渠道变革促流量重分配，国内线下业态水平较为初级

线上渠道方面，据欧睿数据电商渠道 2021 年占比已达 61%。开展线上营销是新兴品牌期初起量的重要途径。但随着品牌知名度逐渐提升，全渠道、全流程、多场景、多维度营销将是进一步提升品牌市场知名度的方式。以素人为主的抖音、小红书平台营销效果有别于京东、淘宝一类以大基数旗舰店粉丝数建立起客户留存和复购体系，而是通过分散化寻求 KOL 传播实现产品种草和带货，借助流量私域化、带货个性化及消费体验故事化以实现错位竞争，有利于新兴品牌在早期竞争出圈。线下渠道方面，由于国内宠物店业态较国外尚不成熟，消费体验不及海外成熟市场门店，渠道份额收缩明显。此外，国内养宠文化尚未发展至英美等国成熟程度，专业犬赛、养宠观念的发展程度仍在更迭过程中。

受益标的：中宠股份，佩蒂股份，乖宝宠物（待上市）。

风险提示：原材料价格大幅度上涨，产能推进不及预期，产品推广不及预期。

【海外：上海复旦(01385.HK)】待价格趋势明朗及自身业绩兑现驱动估值修复——港股公司信息更新报告-20230323

吴柳燕（分析师）证书编号：S0790521110001

高可靠芯片格局变化缓慢，自身利润兑现有望驱动估值修复

考虑到消费电子市场需求下滑、以及高可靠芯片同业竞争影响，将 2023-2024 年净利润预测从 14.2/18.7 亿人民币下调至 13.5/16.7 亿人民币；2025 年半导体景气度或有所回升，叠加高可靠芯片持续国产替代，新增 2025 年净利润预测 18.3 亿人民币，对应同比增速分别为 25%/24%/10%，对应 2023-2025 年 EPS 分别为 1.7/2.0/2.2 元。当前股价 31.05 港元分别对应 2023-2025 年 17.2/13.9/12.6 倍 PE，认为当前估值已经具备一定安全边际，我们预计高可靠芯片行业格局变化缓慢，伴随公司自身利润顺利兑现有望驱动估值修复，维持“买入”评级。

2022Q4 业绩环比下滑，主因 2022Q4 下游客户季度性推迟以及民品需求下滑

2022 年公司实现营业收入和归母净利润分别为 35/11 亿人民币，对应 2022Q4 营收和归母净利润分别为 8.3/2.2 亿人民币，环比增速为-17%/-34%，不及市场预期。我们认为主要是由于：（1）高可靠芯片项目 2022Q4 招标季度性延迟，2022Q4FPGA 及其他芯片营收环比下滑 19%；（2）2022 年 12 月疫情影响部分产品交付；（3）消费电子产品等市场需求下滑，以存储芯片为代表的部分产品需求和价格减少，2022 年公司存储芯片销售量同比下滑 50%，因此公司大幅增加了存货跌价准备计提。

2023 年尽管消费类业务下滑，但高可靠芯片为利润主力，驱动利润延续增长

受益于国产替代趋势，公司高可靠芯片业务仍将保持高增长。由于高可靠芯片的产品验证周期较长，行业竞争格局变化较为缓慢，对公司 2023 年业绩兑现影响有限。我们预计 2023 年消费电子相关芯片业务将整体承压，总体营收和净利润将出现下滑，考虑到下游需求疲软、上游晶圆制造成本下降；其中智能电表芯片业务由于主要取决于国家电表招投标情况，与周期相关性较弱，因此预计表现相对稳健。

风险提示：若缺下游需求不及预期；市场竞争格局加剧；FPGA 研发不及预期。

【纺织服装：特步国际(01368.HK)】2022 年业绩符合预期，2023Q1 流水表现靓丽——港股公司信息更新报告-20230323

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 周嘉乐（分析师）证书编号：S0790522030002

2022 年业绩符合预期，2023Q1 流水表现靓丽，维持“买入”评级

2022 年公司实现收入 129.3 亿元(+29.1%)，归母净利润 9.2 亿元(+1.5%)，2022H2 收入为 72.47 亿元(+23%)，归母净利润为 3.3 亿元 (-31.2%)。公司 2023Q1 流水在高基数下表现较好，2022Q1 流水 30%+增长，2023 年 1+2 月流水中双位数增长，预计 3 月流水增长 20%+，但考虑 2023H1 仍以去库存目标为主，我们下调 2023-2024 年并新增 2025 年盈利预测，预测归母净利润为 11.5/15.2/19.4 亿元（2023-2024 年原值为 11.8/15.5 亿元），对应 EPS 为 0.4/0.6/0.7 元，当前股价对应 PE 为 18.2/13.8/10.8 倍，预计去库后业绩将迎来改善，维持“买入”评级。

主品牌：2022 年跑步及儿童驱动成长，2023Q1 流水靓丽催化库销比回落至 5

2022 年流水中双增长，收入 111.28 亿元 (+25.9%)，占比 86% (-2pct)，增长系跑步产品热销及儿童增长，其中儿童收入+52.3%至 16.7 亿元，在主品牌收入占比约 15%，增长来自线下改拓店及电商增长。品牌升级带动费用率提升，经营利润 17.59 亿元 (+9.4%)，OPM 为 15.8%，净利润为 13.45 亿元 (+9.4%)，净利率 12.1%，预计 2023 年盈利能力维持稳定。2022 年线下门店 6313 (+162 家)，儿童门店 1520 家，预计 2023 年拓店约 200 家，其中儿童 100-200 家。营运情况：2023Q1 终端驱动下库销比从 2022Q4 的 5.5 回落至 5，预计折扣 7 折，预计 2023 年收入中双增长，其中儿童收入增长 20%+，预计全年流水增长 20%+。

新品牌：时尚运动盈利受供应链及物流影响，索康尼维持强劲发展势头

新品牌合计亏损约 2.1 亿元主要系时尚运动受物流及供应链成本上升影响。时尚运动：2022 年收入 14 亿元 (+44.4%)，其中盖世威和帕拉丁均有 40%+增长，国内市场收入 1.4 亿元，占比约 10%。2023 年规划线下拓店 30-40 家，国内市场驱动收入增长目标 20-30%，亏损目标 1.5 亿元。专业运动：2022 年收入 4 亿元 (+99%)，2022 年规划线下拓店 30-50 家，2023 年好索康尼国内市场发展带动专业运动收入增长目标 50%，预计索康尼将成为第一个盈亏平衡的新品牌。

盈利能力明显提升，营运周转稳健向好，现金流状态良好

2022 年公司毛利率为 40.9% (-0.8pct)，下降主要系 K&P 供应链及物流导致成本上升，分品牌看，主品牌/时尚/专业板块毛利率分别 41.3%/37.6%/42.8%，销售费用率为 20.8% (+1.9pct) 主要系新品牌投入、主品牌升级以及渠道补贴，净利率 7.1% (-2pct)。2022 年存货 22.87 亿元 (+53%)、存货周转天数 90 天 (+13 天)，应收账款周

转天数-9天，经营性净现金流净额为12.3亿元（-36%）。

风险提示：行业竞争加剧、去库存不及预期、新品牌发展不及预期。

【海外：京东方精电(00710.HK)】短期利润增速承压，2024年有望重回快速成长——港股公司信息更新报告-20230323

吴柳燕（分析师）证书编号：S0790521110001

2023年利润增速承压，等待2024年恢复成长趋势，维持“买入”评级。

基于公司在手订单充足，聚焦中大尺寸车载屏市场具备更好成长性，国内市场份额提升、且海外供应链地位提升显著，我们维持2023-2024年营收预测分别为134/161亿港元，并新增2025年营收预测194亿港元，对应同比增速25%/21%/20%。考虑到行业竞争加剧、成都工厂产能爬坡压制其毛利率表现，我们分别将公司2023-2024年净利润预测由7.4/10.6亿港元下调至6.3/8.3亿港元，并新增2025年净利润预测10.5亿港元，对应同比增速为9%/31%/27%，对应EPS分别为0.8/1.1/1.4港元；当前股价14.82港币分别对应2023-2025年17.6/13.4/10.6倍PE。2023年车载屏行业价格激战，等待2024年竞争环境缓和、配合海外高端屏项目加速放量、车载显示系统级业务“三步走”战略逐步推进有望驱动其利润恢复快速增长，维持“买入”评级。

2022年业绩大幅提升，源自行业量价齐升、以及公司份额扩张及规模效应

2022年公司营收同比上升38.6%至107亿港元，主要受益于车载屏量价齐升；分业务来看，公司2022年TFT与触控屏显示模组业务收入占比达89%，PSV收入占比为11%，同比增长分别为45%及1%；分地区看，公司所有地区收入皆有增长，中国区收入占比扩大至70%，主要受益于中国整体需求增加迅速；利润端，全年受益于高端屏幕需求增加及规模效应提升，公司全年毛利率由2021年的8.4%提升至9.1%，对应净利润同比增长78%至5.8亿港元、净利率5.4%。

2023年行业竞争导致利润承压，大屏升级、海外拓展有望迎来长期利润改善

2023年收入端成长确定性高，我们预计仍有望实现25%增长，驱动力来自：（1）

公司自身产品结构更优，中大尺寸面板出货占比较高，2022Q3在全球出货占比达22.7%；（2）海外车载屏市场拓展顺利，公司在海外供应链地位提升，高端屏定点项目增量较多。受制于整车降本、同业价格竞争压力导致2023年利润承压，考虑到公司在项目选择时仍将坚守利润率底线，我们预计2023年净利润仍将维持正增长。长期来看，公司持续推进车载显示器件、车载显示系统、智能座舱解决方案“三步走”战略以打开盈利空间，于2022年新增超过10家客户、新增超过20个定点项目。

风险提示：产品推出不如预期、产能及供应链风险、疫情影响。

【计算机：金山办公(688111.SH)】业绩符合预期，有望迈入AIGC新时代——公司信息更新报告-20230323

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 刘道遥（分析师）证书编号：S0790520090001

长期成长路径清晰，维持“买入”评级

考虑信创业务有望迎来拐点，我们维持公司2023-2024年归母净利润预测为15.47、21.03亿元，新增2025年归母净利润预测为28.52亿元，对应EPS分别为3.35、4.56、6.18元/股，当前股价对应2023-2025年PE为97.2、71.5、52.7倍，公司成长前景广阔，发展路径清晰，维持“买入”评级。

订阅业务高增长，收入占比超70%

公司发布2022年年报，实现营业收入38.85亿元，同比增长18.44%；实现归母净利润11.18亿元，同比增长7.33%，其中Q4单季度实现营业收入10.90亿元，同比增长20.04%；实现归母净利润3.04亿元，同比增长57.44%。分业务来看，国内个人办公订阅收入为20.50亿元，同比增长39.91%；国内机构订阅及服务收入为6.92亿元，同

比增长 55.06%；国内机构授权收入 8.36 亿元，同比减少 13.18%；互联网广告及其他业务收入 3.06 亿元，同比减少 24.45%。全年订阅业务总体收入 27.42 亿元，同比增长 43.45%，在总收入重占比 71%，同比提升 12 个百分点。

AIGC 重塑办公生态，公司作为国内龙头有望引领行业发展

根据腾讯网 3 月 16 日报道，微软正式宣布推出 Microsoft365Copilot，将大型语言模型（LLMs）的能力嵌入到 Microsoft365 应用程序中，在 Word、Excel、PowerPoint、Outlook、Teams 等产品中都有应用，效果非常震撼，AIGC 正在改变传统的办公模式，重塑办公生态。公司持续深化“多屏、云、内容、AI、协作”战略布局。根据新华网 3 月 14 日报道，公司 CEO 章庆元在接受采访时表示“金山办公今年的核心战略目标是持续赋能企业数字化转型，将重点在 AI 领域发力，尤其是在 AIGC 方面实现更多技术应用突破，帮助客户更好地实现数字化转型。”未来在 AIGC 的赋能下，公司有望推出更为智能的产品，提升用户体验，增强用户粘性，从而带动客单价的提升，进一步打开成长空间。

风险提示：公司业务拓展不及预期；市场领域竞争加剧的风险。

【煤炭开采：广汇能源(600256.SH)】公司主业经营稳定，2023 年 Q1 业绩同比大增——公司业绩预告点评-20230322

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003 | 薛磊（联系人）证书编号：S0790121120050

公司主业经营稳定，2023Q1 业绩同比大增。维持“买入”评级

公司发布业绩预告，预计 2023 年 Q1 实现归母净利润 30-31 亿元，同比+35.54%-40.06%；扣非后归母净利润 29.7-30.7 亿元，同比+35.27%-39.82%。根据 2022 年度业绩预告测算，2022 年 Q4 实现归母净利润 29-31 亿元，公司 2023 年一季度业绩环比 2022 年 Q4 基本持平。全球能源价格中枢上移，煤炭、LNG 等主要产品量价齐升，公司各项生产工作有序进行，业绩同比大幅增长。我们维持盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润 114.9/167.9/213.2 亿元，同比+129.7%/46.1%/27.0%；EPS 为 1.75/2.56/3.25 元；以最新收盘价计算，对应 PE 分别为 5.3/3.6/2.8 倍。维持“买入”评级。

主营产品量价共振上涨，公司盈利稳步增长

天然气板块：预计公司 2023 年 Q1 实现销量同比增长约 107%，销售均价同比增长约 7.5%。其中：启东外购气销量预计同比增长约 82%，销售均价同比增长约 6%。煤炭板块：预计公司各细分品种煤炭的销售均价同比基本持平，预计 2023Q1 实现销量 834 万吨，同比增长约 42%。马朗煤矿方面，公司在完成手续办理的同时，积极推进煤矿配套设施的建设，快装复线及矿用公路均已建成投运。马朗煤矿将进入产能快速释放的新阶段，预计在 2023 年贡献可观增量。煤化工板块：预计第一季度甲醇销量、销售均价同比均基本持平；煤基油品销量同比基本持平，销售均价同比增长约 16%。

各项目进展稳步推进，公司未来成长可期

疆煤外运：2023 年 2 月 19 日，公司控股股东广汇集团与宁东管委会达成“广汇宁东煤炭储运基地项目”的投资合作协议。公司拟在宁东地区设立独立法人子公司负责疆煤及化工产品在该地区的销售，宁东管委会将积极协调国家铁路集团和乌铁局、兰铁局、呼铁局保障运力，争取煤炭等大宗生产物资通过铁路从新疆“点对点”运至广汇宁东基地及周边直接用户，为今后公司煤炭出疆销售提供保障。启东 LNG 项目：2023 年 3 月 1 日，公司 6#20 万方 LNG 储罐罐顶钢结构开始吊装，同时内罐 TCP 上部垫层按时开工，为实现“十四五”扩增至 1000 万吨的目标又迈出坚实一步。新能源项目：公司拟投资 1.34 亿元建设绿电制氢及氢能一体化示范项目，包括风电、光伏装机分别 5、1MW，电解水制氢规模 1000Nm³/h 以及一座加氢站（2000kg/d），预计将于 2023 年 6 月建成投产。CCUS 项目：首期“10 万吨/年二氧化碳捕集与利用示范工程”于 2022 年 3 月正式开工建设，目前已顺利完成机械竣工，即将进入开车、试运行阶段。该项目预计可取得良好的经济效益，除了可实现碳减排 10 万吨/年，还可提升原油采收率 20%以上，预计未来 15 年实现增油 50 万吨以上。

风险提示：经济恢复不及预期；能源价格大幅下跌；新增产能进度落后预期。

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，属于商业秘密材料，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9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