

## 兴发集团 (600141.SH) 2023H1 周期板块拖累整体业绩，成长板块盈利可观

2023年08月31日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

金益腾（分析师）

徐正凤（联系人）

jinyiteng@kysec.cn

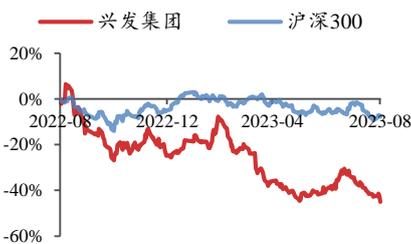
xuzhengfeng@kysec.cn

证书编号：S0790520020002

证书编号：S0790122070041

日期	2023/8/31
当前股价(元)	20.30
一年最高最低(元)	42.00/20.27
总市值(亿元)	225.67
流通市值(亿元)	224.58
总股本(亿股)	11.12
流通股本(亿股)	11.06
近3个月换手率(%)	90.47

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《一体化精细磷化工龙头，研发创新引领转型升级—公司首次覆盖报告》  
-2023.7.7

### ● 2023H1 业绩承压，周期板块景气下行，成长板块盈利可观

公司发布 2023 半年报，2023H1 实现营收 136.1 亿元，同比-21.33%；归母净利润 6.09 亿元，同比-83.32%；对应 Q2 营收 70.39 亿元，同比-17.54%、环比+7.11%；归母净利润 1.59 亿元，同比-91.65%、环比-64.55%，2023H1 业绩承压，2023Q2 营收环比改善。我们维持盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 21.81、32.18、37.32 亿元，EPS 分别为 1.96、2.89、3.36 元/股，当前股价对应 2023-2025 年 PE 为 10.3、7.0、6.0 倍。受传统周期业务影响，公司业绩短期承压，多元产品结构有助于盈利缓步修复，技术创新能力持续提升助力转型升级，我们看好公司新旧动能转换加速向世界一流精细化工企业迈进，维持“买入”评级。

### ● 2023H1：磷矿石量价齐升，湿电子化学品盈利可观，有机硅、草甘膦等承压

分业务看，2023H1 草甘膦系列/有机硅系列/特种化学品/肥料/食品添加剂/黄磷/湿电子化学品/磷矿石销量 8.15/9.49/12.99/49.07/9.18/1.41/4.31/86.09 万吨，同比 -18.7%/-22.3%/+13.4%/-2.6%/-14.0%/-34.4%/+31.4%/+50.1%；营收 21.8/11.9/13.1/16.2/9.8/3.4/3.5/5.3 亿元，同比-64.5%/-55.3%/-31.5%/-3.4%/-24.8%/-48.0%/+6.8%/+109.8%；平均售价 26,728/12,565/10,110/3,297/10,682/24,181/8,172/614 元/吨，同比-56.4%/-42.4%/-39.7%/-0.8%/-12.6%/-20.9%/-18.7%/+39.8%，其中磷矿石量价齐升、营收同比大幅增长，湿电子化学品量升价跌、营收同比小幅增长，特种化学品量升价跌、营收同比下降，其余产品量价、营收均承压。分子公司看，2023H1 湖北泰盛营收 17.5 亿/净利润-0.2 亿，湖北兴瑞营收 18.5 亿/净利润-0.58 亿，新疆兴发营收 3.4 亿/净利润 1.5 亿，重庆兴发营收 2.5 亿/净利润 1.2 亿，宜都兴发营收 23.7 亿/净利润-1.2 亿，兴福电子营收 4.1 亿/净利润 0.73 亿，保康楚烽营收 5.0 亿/净利润 0.97 亿，根据各子公司业务，我们预计草甘膦、有机硅、肥料盈利承压，二甲基亚砷、湿电子化学品、磷矿石盈利较为可观。盈利能力方面，2023H1 公司销售毛利率、净利率分别为 13.47%/4.63%，较 2022 年底-22.24/-15.34pcts。

● **风险提示：**原材料及产品价格波动、项目进展不及预期、安全环保风险等。

### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	23,902	30,311	23,184	27,694	30,433
YOY(%)	30.0	26.8	-23.5	19.5	9.9
归母净利润(百万元)	4,282	5,852	2,181	3,218	3,732
YOY(%)	592.5	36.7	-62.7	47.5	16.0
毛利率(%)	33.5	35.6	18.1	20.8	21.4
净利率(%)	17.9	19.3	9.4	11.6	12.3
ROE(%)	29.9	31.8	10.3	13.5	14.0
EPS(摊薄/元)	3.85	5.26	1.96	2.89	3.36
P/E(倍)	5.3	3.9	10.3	7.0	6.0
P/B(倍)	1.6	1.1	1.1	0.9	0.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 2023H1 周期板块拖累整体业绩，成长板块盈利可观.....	3
2、 2023H1 重点项目稳步推进，公告终止实施 2023 年限制性股票激励计划并调整已回购股份用途 .....	5
3、 盈利预测与投资建议 .....	5
4、 风险提示 .....	5
附：财务预测摘要 .....	7
表 1： 2023H1：磷矿石量价齐升、营收同比大幅增长；湿电子化学品量升价跌、营收同比小幅增长 .....	3
表 2： 2023H1 多数原材料采购价格同比回落.....	3
表 3： 2023H1：有机硅、草甘膦、肥料拖累整体业绩，磷矿石、特种化学品、湿电子化学品盈利可观 .....	4
表 4： 2023Q2：多数产品产销量环比提升，其中磷矿石量升价跌，肥料量价齐升 .....	4

## 1、2023H1 周期板块拖累整体业绩，成长板块盈利可观

**2023H1 业绩承压，2023Q2 营收环比改善。**公司发布 2023 半年报，2023H1 实现营收 136.1 亿元，同比-21.33%；归母净利润 6.09 亿元，同比-83.32%；对应 Q2 营收 70.39 亿元，同比-17.54%、环比+7.11%；归母净利润 1.59 亿元，同比-91.65%、环比-64.55%。2023H1 公司扣非净利润 5.49 亿元，同比-85.18%，与同期归母净利润差异主要是存在 5,313 万计入当期损益的政府补助。**盈利能力方面**，2023H1 公司销售毛利率、净利率分别为 13.47%/4.63%，较 2022 年底-22.24/-15.34pcts。

**2023H1：磷矿石量价齐升，湿电子化学品盈利可观，有机硅、草甘膦等产销承压；多数原材料价格同比回落。**分业务看，2023H1 草甘膦系列、有机硅系列、特种化学品、肥料、食品添加剂、黄磷、湿电子化学品、磷矿石销量 8.15、9.49、12.99、49.07、9.18、1.41、4.31、86.09 万吨，同比-18.7%、-22.3%、+13.4%、-2.6%、-14.0%、-34.4%、+31.4%、+50.1%；营收 21.8、11.9、13.1、16.2、9.8、3.4、3.5、5.3 亿元，同比-64.5%、-55.3%、-31.5%、-3.4%、-24.8%、-48.0%、+6.8%、+109.8%；平均售价 26,728、12,565、10,110、3,297、10,682、24,181、8,172、614 元/吨，同比-56.4%、-42.4%、-39.7%、-0.8%、-12.6%、-20.9%、-18.7%、+39.8%，其中磷矿石量价齐升、营收同比大幅增长，湿电子化学品量升价跌、营收同比小幅增长，特种化学品量升价跌、营收同比下降，其余产品量价、营收均承压。

**表1：2023H1：磷矿石量价齐升、营收同比大幅增长；湿电子化学品量升价跌、营收同比小幅增长**

2023H1 经营数据	产量 (万吨)	产量同比	销量 (万吨)	销量同比	销售金额 (亿元)	销售金额 同比	平均售价 (元/吨)	售价 同比
草甘膦系列产品	6.08	-37.4%	8.15	-18.7%	21.8	-64.5%	26727.71	-56.4%
有机硅系列产品	7.51	-64.9%	9.49	-22.3%	11.9	-55.3%	12564.53	-42.4%
特种化学品	12.85	16.0%	12.99	13.4%	13.1	-31.5%	10109.77	-39.7%
肥料	55.02	-8.3%	49.07	-2.6%	16.2	-3.4%	3297.19	-0.8%
食品添加剂	12.35	12.6%	9.18	-14.0%	9.8	-24.8%	10681.83	-12.6%
黄磷	5.11	-20.8%	1.41	-34.4%	3.4	-48.0%	24181.20	-20.9%
湿电子化学品	4.48	49.8%	4.31	31.4%	3.5	6.8%	8171.56	-18.7%
磷矿石	206.53	72.4%	86.09	50.1%	5.3	109.8%	614.03	39.8%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**表2：2023H1 多数原材料采购价格同比回落**

主要原料	2023H1 平均进价 (元/吨)	2022H1 平均进价 (元/吨)	变动比率 (%)
白煤	1,486.78	1,641.49	-9.42
纯碱	2,460.84	2,375.68	3.58
硫磺	1,009.92	2,852.39	-64.59
烟煤	1,201.20	1,346.58	-10.80
金属硅	15,247.33	19,354.29	-21.22
甲醇 (生产有机硅)	2,478.17	2,648.06	-6.42
浓硫酸	269.18	966.54	-72.15
甲醇 (生产草甘膦)	2,218.91	2,581.91	-14.06
冰醋酸 (生产甘氨酸)	2,796.16	4,485.58	-37.66

主要原料	2023H1 平均进价 (元/吨)	2022H1 平均进价 (元/吨)	变动比率 (%)
乌洛托品 (生产甘氨酸)	5,553.02	6,250.35	-11.16
工业盐	399.77	518.27	-22.86

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**2023H1：有机硅、草甘膦、肥料拖累整体业绩，磷矿石、特种化学品、湿电子化学品盈利可观。**分子公司看，2023H1 湖北泰盛营收 17.5 亿/净利润-0.2 亿，湖北兴瑞营收 18.5 亿/净利润-0.58 亿，新疆兴发营收 3.4 亿/净利润 1.5 亿，重庆兴发营收 2.5 亿/净利润 1.2 亿，宜都兴发营收 23.7 亿/净利润-1.2 亿，兴福电子营收 4.1 亿/净利润 0.73 亿，保康楚烽营收 5.0 亿/净利润 0.97 亿，根据各子公司业务，我们预计草甘膦、有机硅、肥料盈利承压，二甲基亚砷、湿电子化学品、磷矿石盈利较为可观。

**表3：2023H1：有机硅、草甘膦、肥料拖累整体业绩，磷矿石、特种化学品、湿电子化学品盈利可观**

单位名称	主营业务	2023H1 营业收入 (亿元)	营业收入同比	2023H1 净利润 (亿元)	净利润同比
湖北泰盛	草甘膦	17.5	-74.8%	-0.20	-100.8%
湖北兴瑞	有机硅	18.5	-51.7%	-0.58	-110.1%
新疆兴发	特种化学品	3.4	-19.0%	1.53	-31.5%
重庆兴发	特种化学品	2.5	-55.3%	1.21	-61.1%
宜都兴发	肥料	23.7	-10.7%	-1.17	-148.2%
湖北兴福电子	湿电子化学品	4.1	5.0%	0.73	-18.7%
保康楚烽	磷矿石	5.0		0.97	

资料来源：公司公告、开源证券研究所（注：2022H1 湖北泰盛为合并报表数据，2023H1 成为公司全资子公司，采用个体报表数据；其余单位均为个体报表数据）

**2023Q2：多数产品产销量环比提升，磷矿石量升价跌、肥料量价齐升。**我们根据公司公告数据进行测算，2023Q2 草甘膦系列、有机硅系列、特种化学品、肥料、湿电子化学品、磷矿石产量、销量均环比提升，其中磷矿石产量 131.91 万吨，环比+78.8%；销量 56.08 万吨，环比+86.9%；销售金额 3.2 亿元，环比+58.6%；平均售价 578.11 元/吨，环比-15.1%。

**表4：2023Q2：多数产品产销量环比提升，其中磷矿石量升价跌，肥料量价齐升**

2023Q2 经营数据	产量 (万吨)	产量环比	销量 (万吨)	销量环比	销售金额 (亿元)	销售金额 环比	平均售价 (元/吨)	售价环比
草甘膦系列产品	3.20	11.1%	5.18	74.4%	12.1	25.9%	23451.71	-27.8%
有机硅系列产品	4.00	14.0%	5.15	18.7%	6.1	3.2%	11751.95	-13.0%
特种化学品	7.02	20.4%	6.67	5.5%	6.3	-7.0%	9490.16	-11.9%
肥料	28.53	7.7%	26.01	12.8%	8.7	16.9%	3352.33	3.6%
食品添加剂	6.97	29.6%	4.57	-0.9%	4.7	-9.7%	10177.32	-8.9%
黄磷	2.56	0.4%	0.49	-46.7%	1.0	-58.3%	20456.67	-21.8%
湿电子化学品	2.25	0.9%	2.20	4.3%	1.8	2.7%	8110.85	-1.5%
磷矿石	131.91	76.8%	56.08	86.9%	3.2	58.6%	578.11	-15.1%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 2、2023H1 重点项目稳步推进，公告终止实施 2023 年限制性股票激励计划并调整已回购股份用途

2023H1，公司重点项目稳步推进，技术创新能力持续提升。项目建设方面，湖北兴瑞 550 吨/年有机硅微胶囊中试生产线于今年 3 月份建成，目前已实现批量销售；湖北瑞佳 20 万吨/年 RTV 项目（一期）于 7 月中旬建成后进入试运行阶段；公司磷化剂项目完成 800 吨/年中试，正在开展 5000 吨/年工业化装置设计。公司 5000 立方米/年气凝胶毡项目、控股子公司湖北兴友 20 万吨/年电池级磷酸铁项目一期项目、以及参股公司湖北友兴 30 万吨/年磷酸铁锂一期项目、磷氟锂业 10 万吨/年电池级磷酸二氢锂项目将于年内陆续建成投产。技术创新方面，2023H1 研发投入 5.19 亿元，占营业收入的 3.81%；新增专利授权 162 件，累计拥有专利 998 件；公司专职研发人员达 408 人，其中博士 27 人、硕士 319 人。成功开发出二氧化硅气凝胶粉常压干燥无乙醇工艺，物料成本降低 3 万元/吨；打通 50L 级精草铵膦合成放大实验工艺路线，正在开展精草铵膦中试装置设计工作。

公司同时公告终止实施 2023 年限制性股票激励计划。鉴于公司目前经营所面临的内外部环境与制定 2023 年限制性股票激励计划时相比发生了较大变化，导致公司预期经营情况与激励方案考核指标的设定存在偏差，继续实施本激励计划将难以达到预期的激励目的和效果。综合考虑公司所处行业及自身实际经营情况、近期市场环境因素、公司未来发展战略计划，经审慎研究，公司董事会决定终止实施 2023 年限制性股票激励计划，与之配套的 2023 年限制性股票激励计划实施考核办法及管理办法等文件一并终止。本次限制性股票激励计划终止后，公司将继续通过优化薪酬体系、完善绩效考核制度等方式来充分调动公司管理人员以及核心骨干等员工的工作积极性和创造性，并将结合市场及公司实际情况，继续研究切实有效的长效激励机制，以促进公司持续稳定发展。

此外，公司公告决定对前期已回购股份的用途进行调整，由“用于公司 2023 年限制性股票激励计划”调整为“用于公司后续员工持股计划或股权激励计划”。此前，2023 年 5 月 5 日至 6 月 2 日，公司通过上交所交易系统以集中竞价交易方式累计回购公司股份 838.24 万股，占公司总股本的比例为 0.7540%，平均成交价格为 23.865 元/股，支付的资金总额为 2.0 亿元（含交易费用）。

## 3、盈利预测与投资建议

受传统周期业务影响，2023H1 公司业绩短期承压；2023Q3 以来，草甘膦、有机硅、肥料等周期产品市场止跌企稳回升，公司多元产品结构有助于盈利缓步修复，在建项目有序推进带来充足成长动力，技术创新能力持续提升有助于转型升级，我们看好公司新旧动能转换加速向世界一流精细化工企业迈进。我们维持盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 21.81、32.18、37.32 亿元，EPS 分别为 1.96、2.89、3.36 元/股，当前股价对应 2023-2025 年 PE 为 10.3、7.0、6.0 倍，维持“买入”评级。

## 4、风险提示

原材料及产品价格波动、项目进展不及预期、安全环保风险等。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	9069	9272	8025	9854	9951
现金	3241	4719	3377	4173	4509
应收票据及应收账款	935	929	650	1140	878
其他应收款	362	48	344	72	413
预付账款	274	114	260	136	325
存货	2447	2521	2257	3295	2737
其他流动资产	1810	940	1138	1039	1089
<b>非流动资产</b>	27666	32358	34198	35665	36290
长期投资	1743	1937	2402	2840	3323
固定资产	18946	23341	24189	25468	25841
无形资产	2150	2457	2519	2636	2657
其他非流动资产	4827	4624	5089	4721	4469
<b>资产总计</b>	36735	41630	42224	45520	46240
<b>流动负债</b>	14051	10654	11702	13469	12473
短期借款	4103	1937	3150	3307	2687
应付票据及应付账款	4414	4561	4454	5795	5462
其他流动负债	5535	4156	4098	4366	4324
<b>非流动负债</b>	6854	9632	7967	6585	4879
长期借款	5346	7939	6588	5129	3461
其他非流动负债	1507	1693	1380	1456	1418
<b>负债合计</b>	20905	20287	19669	20054	17353
少数股东权益	1550	1036	1177	1385	1691
股本	1112	1112	1112	1112	1112
资本公积	6662	7179	7179	7179	7179
留存收益	6570	11874	13549	16074	19242
<b>归属母公司股东权益</b>	14280	20308	21377	24081	27197
<b>负债和股东权益</b>	36735	41630	42224	45520	46240

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	5356	6884	3651	6008	5997
净利润	4734	6796	2322	3425	4037
折旧摊销	1291	1693	1821	2027	2225
财务费用	567	314	230	252	227
投资损失	-311	-316	-298	-273	-320
营运资金变动	-1515	-2540	-302	547	-125
其他经营现金流	590	937	-122	30	-47
<b>投资活动现金流</b>	-1572	-2132	-3360	-3215	-2526
资本支出	1529	2364	3297	3005	2392
长期投资	-246	-206	-465	-438	-482
其他投资现金流	203	438	403	227	349
<b>筹资活动现金流</b>	-2396	-3080	-2846	-2154	-2515
短期借款	-2516	-2165	1212	157	-620
长期借款	526	2593	-1352	-1458	-1668
普通股增加	-8	0	0	0	0
资本公积增加	651	517	0	0	0
其他筹资现金流	-1049	-4025	-2707	-853	-228
<b>现金净增加额</b>	1372	1694	-2555	638	956

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	23902	30311	23184	27694	30433
营业成本	15898	19516	18992	21940	23908
营业税金及附加	206	256	162	194	213
营业费用	265	341	220	277	304
管理费用	376	482	240	299	311
研发费用	862	1232	927	1080	1175
财务费用	567	314	230	252	227
资产减值损失	-152	-220	-12	-11	-12
其他收益	38	55	39	41	43
公允价值变动收益	0	-97	1	1	1
投资净收益	311	316	298	273	320
资产处置收益	3	0	3	4	2
<b>营业利润</b>	5935	8213	2778	4001	4690
营业外收入	43	58	42	48	48
营业外支出	554	400	150	150	150
<b>利润总额</b>	5423	7871	2670	3899	4588
所得税	690	1074	347	474	551
<b>净利润</b>	4734	6796	2322	3425	4037
少数股东损益	452	945	142	208	306
<b>归属母公司净利润</b>	4282	5852	2181	3218	3732
EBITDA	7219	10063	4767	6205	7010
EPS(元)	3.85	5.26	1.96	2.89	3.36

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	30.0	26.8	-23.5	19.5	9.9
营业利润(%)	674.6	38.4	-66.2	44.0	17.2
归属于母公司净利润(%)	592.5	36.7	-62.7	47.5	16.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	33.5	35.6	18.1	20.8	21.4
净利率(%)	17.9	19.3	9.4	11.6	12.3
ROE(%)	29.9	31.8	10.3	13.5	14.0
ROIC(%)	18.4	21.9	7.6	10.4	11.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	56.9	48.7	46.6	44.1	37.5
净负债比率(%)	67.2	37.3	39.9	27.4	15.1
流动比率	0.6	0.9	0.7	0.7	0.8
速动比率	0.4	0.6	0.5	0.5	0.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.8	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	26.2	32.6	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	4.3	4.6	8.8	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	3.85	5.26	1.96	2.89	3.36
每股经营现金流(最新摊薄)	4.82	6.19	3.28	5.40	5.39
每股净资产(最新摊薄)	12.85	18.15	19.11	21.55	24.35
<b>估值比率</b>					
P/E	5.3	3.9	10.3	7.0	6.0
P/B	1.6	1.1	1.1	0.9	0.8
EV/EBITDA	4.8	3.1	6.9	5.0	4.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 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3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