

## 昌红科技 (300151.SZ) 与龙共舞，高分子塑胶高值耗材隐形冠军初显

2020年09月06日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

杜佐远（分析师）

李蕾（联系人）

duzuoyuan@kysec.cn

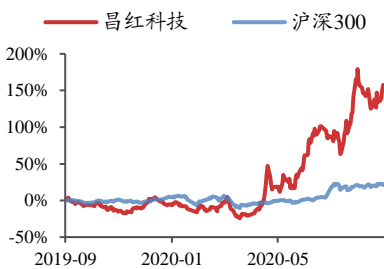
lilei2@kysec.cn

证书编号：S0790520050003

证书编号：S0790120070046

日期	2020/9/4
当前股价(元)	23.60
一年最高最低(元)	26.06/6.83
总市值(亿元)	118.59
流通市值(亿元)	67.74
总股本(亿股)	5.03
流通股本(亿股)	2.87
近3个月换手率(%)	294.22

### 股价走势图



数据来源：贝格数据

### 相关研究报告

《公司首次覆盖报告-与龙共舞，打造全球最大体外诊断耗材供应商》 - 2020.7.18

### ● 高分子塑胶高值耗材隐形冠军初显，赋能下游大客户，让客户省心省事

公司目标做全球最优秀的高分子塑胶高值耗材供应商，为全球市场及知名客户提供覆盖基因测序全产业链耗材、辅助生殖耗材及试剂、生命科学实验室耗材、IVD诊断耗材及试剂、标本采集&处理系统及专用设备制造产品及服务，以其世界一流品质、快速响应能力以及卓越的成本控制能力，赋能下游客户。目前已合作主要客户 14 家。基于供应链转移速度超预期，上调盈利预测——2020/2021/2022 年收入 11.35/12.10/15.10 亿元（前值 11.35/10.30/12.10 亿元），归母净利润 1.90/2.90/4.24 亿元（前值 1.90/2.15/3.17 亿元），增长 208%/53%/46%，EPS0.38/0.58/0.84 元/股，截至 2020 年 9 月 4 日收盘，股价对应 PE 分别为 62.4/40.8/28.0。基于公司未来的成长性及其确定性，维持“买入”评级。

### ● 全球高分子塑胶高值耗材生产制造行业痛点是缺乏“系统集成化”生产制造

高分子塑胶高值耗材是系统化生产的工业品，同时涉及多个生产制造环节。相对公司的系统供应能力，海外不少供应商在五个生产制造环节缺乏整体性，运作模式僵硬。在项目完成后，仍需要花费高昂成本进行维护。这种方式在成本和时间上的统筹性上较为缺乏，所以项目开拓时常带着高昂的成本和缓慢的节奏。公司依托模具和系统集成优势，高品质、快速反应打入不断重视新兴市场的巨头供应链。

### ● 潜心多年，率先打入全球巨头产业链，畅享超百亿美元全球市场

公司潜心医疗耗材 13 年，率先打入欧美大客户全球供应链，今年开始兑现和爆发，空间大：1）体外诊断全球市场规模 700~800 亿美元，假设上游耗材占 5%~10%，对应 40~80 亿美元；加上实验室&辅助生殖等其他领域，对应市场规模百亿美元以上级别；2）“每年行业新增规模（行业增速 5%，对应超 5 亿美元）+部分欧美竞争对手供应不稳定导致的转移”将是中短期昌红获取订单的主战场，量大。3）对于一家有具竞争优势的耗材企业来说，一旦进入某一个或某一些大企业的供应链，将带来长期增长和较大的市场份额，与龙共舞。

**风险提示：**疫情反复波及国内生产；订单转移、释放的不确定性；竞争加剧等

### 财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	694	715	1,135	1,210	1,510
YOY(%)	15.8	3.1	58.7	6.6	24.8
归母净利润(百万元)	57	62	190	290	424
YOY(%)	63.8	8.7	207.6	52.8	45.9
毛利率(%)	25.1	26.5	37.0	40.6	43.4
净利率(%)	8.2	8.6	16.7	24.0	28.0
ROE(%)	6.2	6.8	17.7	21.3	23.9
EPS(摊薄/元)	0.11	0.12	0.38	0.58	0.84
P/E(倍)	208.6	191.9	62.4	40.8	28.0
P/B(倍)	13.6	13.7	11.2	8.9	6.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

## 目 录

1、 昌红科技：赋能下游客户，让客户省心省事 .....	3
2、 盈利预测与投资建议：上调盈利预测 .....	6
3、 风险提示 .....	6
附： 财务预测摘要 .....	8

## 图表目录

图 1： 公司生产包括化学发光反应杯在内的多种产品 .....	3
表 1： 公司医疗耗材产品系列 .....	3
表 2： 海外耗材供应巨头规模较大 .....	4
表 3： 公司收入快速增长（单位：百万元） .....	6

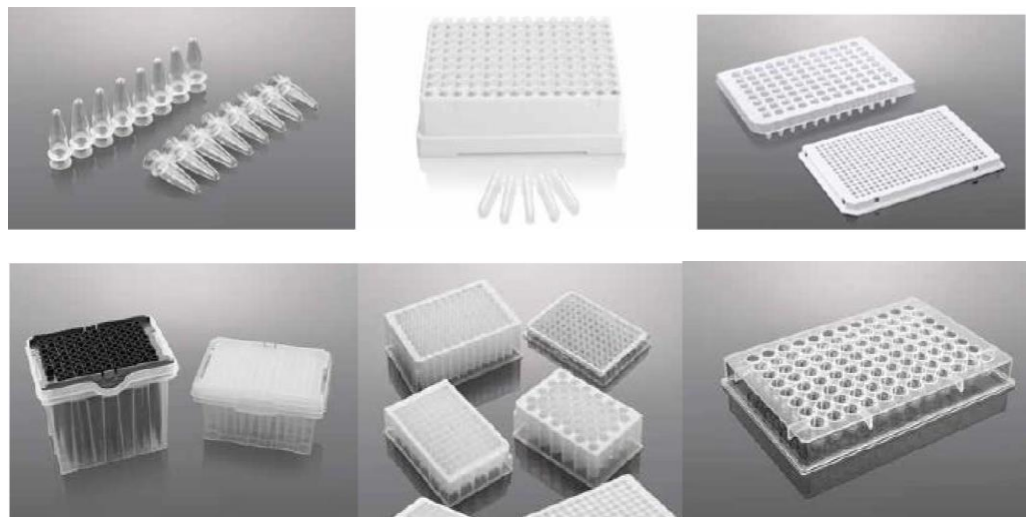
## 1、昌红科技：赋能下游客户，让客户省心省事

公司目标做全球最优秀的高分子塑胶高值耗材供应商，为全球市场及知名客户提供覆盖基因测序全产业链耗材、辅助生殖耗材及试剂、生命科学实验室耗材、IVD 诊断耗材及试剂、标本采集&处理系统及专用设备制造产品及服务，以其世界一流品质、快速响应能力以及卓越的成本控制能力，赋能下游客户。截至目前，已合作的主要客户 14 家（其中：基因类 2 家、辅助生殖类 2 家、生命实验室耗材类 4 家、体外诊断类 5 家、标本采集类 1 家）。

**公司模具业务优势突出。**模具是工业之母，公司涉足的高分子塑胶高值耗材领域并非公司产业转型，只是拓宽了一个应用场景而已。高分子塑胶高值耗材产品需要好的模具才能实现，公司于 2007 年开始就与国际医疗客户开发高端医疗模具。随后，经公司管理层充分调研全球市场并论证，发现高分子塑胶高值耗材市场空间巨大，且生产制造门槛高，竞争少，因此，公司自 2010 年 IPO 后积极开拓医疗高分子塑胶高值耗材业务。通过多年发展，凭借卓越的工程能力，与高分子塑胶高值耗材领域实现无缝对接。公司模具业务优势主要体现在：模具制造周期短、精度高、寿命长等方面。

通过二十年的发展与积累，公司模具设计制作水平已达行业领先；公司拥有经验丰富的技术团队以及 2011 年从德国引进了先进的生产线——ROBOLINE 模具智能化生产线，ROBOLINE 生产线融合了 CAD/CAE/CAM/CAPP/PDM/ERP 软件的应用，实施控制程序化、识别自动化、编排智能化，充分展示了以加工为中心的数字化制造高科技技术。该生产线具有五大优势：①先进的模具制造理念；②模具制作周期短；③成熟的镶件塑模技术；④加工精度高，减少人为因素所造成的偏差；⑤高质量管控，能够产生相当大的能量消耗及成本上的节约。

**图1：公司生产包括化学发光反应杯在内的多种产品**



资料来源：公司官网

**表1：公司医疗耗材产品系列**

系列分类	产品	
体外诊断仪器耗材系列	PCR 实验耗材系列	过滤板，PCR 样品杯，PCR 孔板
	反应杯系列	反应杯，比色杯
	移液枪吸头系列	自动化导电吸头，标准移液枪吸头，

系列分类	产品	
实验室常规耗材系列	细胞筛, 接种针&接种环, L 型涂布器, 长款棉签管, 载玻片盒, 培养皿, 短款棉签管	
生殖辅助耗材系列	显微操作皿, 微型操作针, 三孔胚胎解冻皿, 囊胚培养皿, 胚胎培养皿, 卵裂期胚胎培养皿, 冷冻铝架, 冷冻复苏皿, 精子上游管, 精子冷冻管, 精液采集杯, 剑卵皿, 高脚圆筒, 多用途培养皿, 单孔胚胎解冻皿, 卵裂球活检针, 采卵管, 巴斯德管, 精液收集器, 多孔加样器,	
液体处理耗材系列	孔板类实验室耗材系列	可拆卸酶标板, 发光板, 384 孔微孔板, 96 深孔板, 96 孔 U 型板
	离心管	微量离心管, 离心管
血液标本采集耗材系列	普通真空采血管	血糖管, 血凝管, 血沉管, 血常规管, 无添加剂管, 肝素管, 分离胶管, 促凝管, 采血管管帽
	特殊应用类真空采血管	游离 DNA 收集管, PRP 采血管

资料来源: 公司官网、开源证券研究所

### 全球高分子塑胶高值耗材生产制造行业痛点是缺乏“系统集成化”生产制造。

大部分欧美巨头客户选择将主要精力放在整机研发、系统集成等方面, 他们提出对耗材的需求, 但是生产制造的落地则外包给更加专业的公司来完成, 同时也意味着双方的合作紧密、深入、长远。鉴于国外行业发展较早, 取得了较好的市场先机, 目前市场上主流厂商有德国 Eppendorf、Sarstedt, 美国赛默飞、伟创力、GW Plastics、Nipro 等; 国内企业受限于缺乏卓越的工程技术、自动化集成以及高分子材料应用等因素, 罕见中国企业身影。欧美除了几家稍大型公司外, 细分领域均为小型公司, 耗材供应链缺乏资源的整合。欧美巨头客户在寻找供应商时, 散布在注塑模具、注塑生产、自动化制造、医疗体系建设等多个子领域的公司组成项目团队, 共同进行项目推进。相对公司的系统供应能力, 海外不少供应商在生产制造环节缺乏整体性, 运作模式僵硬。在项目完成后, 仍需要花费高昂成本进行维护。这种方式在成本和时间的统筹性上较为缺乏, 所以项目开拓时常带着高昂的成本和缓慢的节奏。公司为全球高分子塑胶高值耗材领域相关知名客户及市场提供“一站式”整体解决方案, 打破了原有“分段式”生产制造格局, 有望颠覆行业发展。

除此之外, 欧美也面临老龄化、员工成本高及后继力量薄弱等现实问题, 部分欧美供应商的耗材生产线制造落地时间和维护成本越来越高, “全球及时响应”能力或无法达到客户要求, 尤其是在新兴市场崛起的背景下, 更凸显出更换或补充供应商的需求。

表2: 海外耗材供应巨头规模较大

公司	市值	收入	净利润	单位	成立时间	国家	简介
Eppendorf	未上市	803.9	97.399	百万欧元	1945	德国	Eppendorf 在全球实验室中开发和销售用于处理液体、样品和细胞的仪器、消耗品和服务。其产品包括移液器和自动移液系统、分配器、离心机、光谱仪和 DNA 扩增仪, 以及超低温冰柜、发酵罐、生物反应器、CO2 培养箱、振荡器和细胞操作系统; 还有移液器吸头、试管、微量滴定板和一次性生物反应容器等耗材。
Sarstedt	未上市				1961	德国	提供诊断、实验室、医院, 输血和实验室自动化领域的广泛产品组合, 包括各种采样管、离心管、移

公司	市值	收入	净利润	单位	成立时间	国家	简介
							液吸头、细胞和组织培养皿以及离心机、搅拌机等。
Thermo Fisher Scientific	1622 亿美金	25542	3696	百万美金	2006	美国	主要包括分析仪器、实验室设备、试剂、耗材和软件等，提供实验室综合解决方案，为各行各业的客户服务。
GW Plastics	未上市	192		百万美金	1955	美国	专业提供复杂的热塑性注塑和硅胶注塑服务，被认为是世界上最成功的的医疗保健，汽车和过滤器市场公司的供应链合作伙伴。在医疗保健领域，生产外科手术器械、药物运输、医疗包装等耗材。
Nipro	2054 亿日元	3854	110	百万美金	1954	日本	尼普洛涉及多个领域，如工业玻璃制品、家用产品、医疗产品、医药产品等。在医疗产品领域尤为突出，提供人工肾和各种一次性医疗器具，如包括透析器、穿刺针等。

资料来源：各家公司年报、各家公司官网、开源证券研究所

**成本控制优势来源于系统集成能力。**公司的成本优势不在于提供下游客户更低价的同品质选择，而在于整体集成系统的成本结构优化，在产品价格基本一致的情况，下游客户可以在模具供应、产线维护、产线升级、供应速度等方面获得系统化的成本节约、效率提升，体现的是公司的综合的工程优势，而不是产品低价策略的胜利。正因为此，公司才能跟国际巨头形成合作互赢的长期战略合作伙伴。通过与大客户的深度合作亦将带动公司跑得更快更扎实。

**海外疫情控制不力使得跨国巨头重视起国内的供应链。**由于国际医疗客户早已有意将产能转移至国内，故跟一些海外大客户前期就已经存在接洽、工厂审核等环节，赢得了市场潜在客户的认同，为后续合作打下坚实的基础。由于疫情，海外供应链中断或担心此类事件发生，加速了国际医疗客户的产能转移进程，公司由于前面数年的铺垫，最终获得了海外大客户的青睐和信任，项目开始落地，并且一个国际大客户的成功合作将不断吸引到新的客户，有望快速放量。截至目前，已合作的主要客户 14 家（其中：基因类 2 家、辅助生殖类 2 家、生命实验室耗材类 4 家、体外诊断类 5 家、标本采集类 1 家）。

我们判断：全球高分子塑胶高值耗材巨大的市场规模，“每年行业新增的规模（行业增速 5%）+部分竞争对手供应不稳定带来下游大客户的转移供应商”将是中短期昌红获取订单的主战场，这块的量也很大。

**和客户黏性高。**高分子塑胶高值耗材对生产过程和质量有特殊要求，在产品的研发设计阶段即需要耗材生产制造企业介入，且维持质量高度稳定，不容一点瑕疵。正因为对专业和品质的追求，所以往往双方的合作紧密度和持续性也非常高，大部分欧美巨头客户选择将主要精力放在整机研发、系统集成等方面，他们能够提出耗材的相关需求，但是生产制造的落地只能外包给更加专业的公司来完成，双方的紧密战略关系会延续很长时间。由于公司提供的一站式整体解决方案能力，并花费多年时间率先进入相关国际知名客户的供应链，为客户提供高效、高质的产品及服务，最终获得客户的青睐。因此，双方的合作实现共赢，且粘性度较高，合作持续时间也会很长。

**可转债项目支持产线落地。**子公司深圳市柏明胜医疗器械有限公司截至目前原有厂区拥有 45 条自动化生产线，产能已饱和状态。为了配合新增客户的需求，公司

于 2020 年 8 月初发布的可转债项目，该项目将增加 60 条自动化生产线用于相关大客户的配套生产，项目顺利实施后将大大提升公司医疗板块产能。

## 2、盈利预测与投资建议：上调盈利预测

我们判断由于新冠疫情的延续，口罩和病毒采样管的需求将会持续一段时间，进一步增厚公司业绩，但出于更长时间内的可持续性考虑，2021~2022 年的营收和盈利预测暂不将其纳入。

疫情带来了短期的影响，同时也带来了长期而深远的变化。新冠疫情促进国际巨头产业链转移以及国内体外诊断龙头公司高速增长，公司订单大幅增加，保守预计柏明胜业务 2020/2021/2022 营收达到约 2.0 亿/6.0 亿/9.0 亿；其他业务中 2020 年包含疫情相关产品约 4 个亿，故增加较多；OA 业务基本保持稳定，因为行业本身已经高度成熟，客户的订单比较稳定。

表3：公司收入快速增长（单位：百万元）

	2019A	2020E	2021E	2022E
柏明胜（剔除口罩）	68	200	600	900
yoy		194.68%	200.00%	50.00%
业务收入比例(%)	9%	18%	50%	60%
净利率	25%	24%	39%	41%
净利润	17	48	235	369
其他业务	647	935	610	610
业务收入比例(%)	91%	82%	50%	40%
净利率	7%	15%	9%	9%
净利润	43	142	55	55
营业总收入	715	1135	1210	1510
yoy		58.66%	6.61%	24.79%
营业成本	526	716	719	854
毛利率(%)	26%	37%	41%	43%
净利率	8%	17%	24%	28%
净利润	60	190	290	424

资料来源：开源证券研究所

我们预计公司 2020/2021/2022 年分别实现营业收入 11.35/12.10/15.10 亿元，实现归母净利润 1.90/2.90/4.24 亿元，同比增长 207.6%/52.8%/45.9%，EPS0.38/0.58/0.84，截至 2020 年 9 月 4 日收盘，当前股价对应 PE 分别为 62.4/40.8/28.0。我们同时参考 PB 对公司进行估值，截至 2020 年 9 月 4 日收盘，公司 PB 为 11.2 倍，PE、PB 相比历史水平偏低。基于公司未来的成长性及其确定性，维持“买入”评级。

## 3、风险提示

疫情反复波及国内生产：如果国内疫情二次爆发，可能会影响用工、招工和产线建设，耽搁公司生产进度；

订单转移、释放的不确定性：海外体外诊断巨头有自己原先的供应商，由于公司

的供应链更具有优越性、叠加中国市场的地位提升和疫情影响海外供应链的稳定性而发生转移，可能转移需要时间，可能具有一定不确定性。

竞争加剧的风险：上游化学发光企业格局较为稳定，原本供应商数量就相对有限。国产厂家中，具备给国内外一流厂家供应化学发光、基因测序等耗材能力的厂家很少，昌红科技（柏明胜）是其一，未来可能面临国产耗材供货商厂家竞争加剧的风险，但可能需要很长的时间。

此外还涉及医疗安全事故、降价等风险。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	654	562	948	907	1375
现金	214	140	243	446	464
应收票据及应收账款	174	148	363	182	498
其他应收款	5	11	15	13	22
预付账款	5	6	12	7	16
存货	103	127	186	128	244
其他流动资产	153	130	130	130	130
<b>非流动资产</b>	382	494	635	616	677
长期投资	9	11	11	12	13
固定资产	229	278	422	404	464
无形资产	33	32	33	32	31
其他非流动资产	111	173	168	168	169
<b>资产总计</b>	1037	1057	1583	1523	2051
<b>流动负债</b>	140	170	503	172	300
短期借款	0	0	269	0	0
应付票据及应付账款	96	122	174	123	230
其他流动负债	44	48	60	49	70
<b>非流动负债</b>	6	5	9	7	7
长期借款	0	0	4	3	2
其他非流动负债	6	5	5	5	5
<b>负债合计</b>	146	174	511	180	306
少数股东权益	16	14	14	10	3
股本	503	503	503	503	503
资本公积	111	111	111	111	111
留存收益	261	292	413	605	894
<b>归属母公司股东权益</b>	875	868	1058	1334	1742
负债和股东权益	1037	1057	1583	1523	2051

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	60	120	17	519	141
净利润	56	60	189	287	417
折旧摊销	35	42	48	53	62
财务费用	-12	-5	4	1	-9
投资损失	-5	-7	-5	-4	-5
营运资金变动	-27	22	-219	183	-323
其他经营现金流	14	8	-0	-1	-1
<b>投资活动现金流</b>	-36	-102	-184	-30	-116
资本支出	52	100	140	-19	60
长期投资	-40	-41	-1	-1	-1
其他投资现金流	-24	-43	-45	-50	-57
<b>筹资活动现金流</b>	-14	-84	1	-17	-6
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	4	-1	-0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-14	-84	-3	-16	-6
<b>现金净增加额</b>	15	-63	-166	472	18

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	694	715	1135	1210	1510
营业成本	520	526	716	719	854
营业税金及附加	4	3	7	7	8
营业费用	21	24	35	30	38
管理费用	67	75	114	97	106
研发费用	34	34	54	51	63
财务费用	-12	-5	4	1	-9
资产减值损失	12	-3	0	0	0
其他收益	7	6	0	0	0
公允价值变动收益	0	2	0	1	1
投资净收益	5	7	5	4	5
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	60	67	211	311	456
营业外收入	1	0	2	1	1
营业外支出	1	1	2	1	1
<b>利润总额</b>	60	66	211	311	456
所得税	4	6	22	24	39
<b>净利润</b>	56	60	189	287	417
少数股东损益	-1	-1	-1	-4	-7
<b>归母净利润</b>	57	62	190	290	424
EBITDA	89	104	262	362	504
EPS(元)	0.11	0.12	0.38	0.58	0.84

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	15.8	3.1	58.7	6.6	24.8
营业利润(%)	65.6	12.5	213.7	47.4	46.8
归属于母公司净利润(%)	63.8	8.7	207.6	52.8	45.9
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	25.1	26.5	37.0	40.6	43.4
净利率(%)	8.2	8.6	16.7	24.0	28.0
ROE(%)	6.2	6.8	17.7	21.3	23.9
ROIC(%)	5.6	6.5	14.3	21.2	23.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	14.1	16.5	32.3	11.8	14.9
净负债比率(%)	-23.5	-15.4	3.3	-32.6	-26.2
流动比率	4.7	3.3	1.9	5.3	4.6
速动比率	2.8	2.5	1.5	4.4	3.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.7	0.9	0.8	0.8
应收账款周转率	4.5	4.4	4.4	4.4	4.4
应付账款周转率	5.6	4.8	4.8	4.8	4.8
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.11	0.12	0.38	0.58	0.84
每股经营现金流(最新摊薄)	0.12	0.24	0.03	1.03	0.28
每股净资产(最新摊薄)	1.74	1.73	2.11	2.65	3.47
<b>估值比率</b>					
P/E	208.6	191.9	62.4	40.8	28.0
P/B	13.6	13.7	11.2	8.9	6.8
EV/EBITDA	131.7	111.6	45.0	31.2	22.4

数据来源：贝格数据、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R4（高风险），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