

豪迈科技 (002595.SZ) 全球轮胎模具龙头，海外份额持续提升

2020年12月18日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

王珂 (分析师)

wangkel@kysec.cn

证书编号: S0790520110002

日期	2020/12/17
当前股价(元)	25.73
一年最高最低(元)	30.20/16.03
总市值(亿元)	205.84
流通市值(亿元)	135.61
总股本(亿股)	8.00
流通股本(亿股)	5.27
近3个月换手率(%)	48.92

● 轮胎模具龙头，全球竞争力显现，首次覆盖给予“买入”评级

轮胎模具直接决定了轮胎成型后的品质和外观，是轮胎工业中的关键易耗品。豪迈科技是全球轮胎模具行业龙头，下游客户多为全球知名轮胎企业。公司产品竞争力突出，有望在海外需求恢复后持续提升全球份额，我们预测公司2020-2022年公司归母净利润分别为10.56/13.61/17.40亿元，EPS分别1.32/1.70/2.18元/股，最新股价对应市盈率20/15/12倍。结合可比公司估值和公司全球竞争力，首次覆盖给予“买入”评级。

● 行业长期需求向上，中期景气明显改善

轮胎模具长期需求与汽车保有量相关呈现平稳增长趋势，中期受下游资本开支和轮胎产销量影响。2019年以来国内头部轮胎企业盈利向好，资本开支增强。根据国家统计局数据，2020年1-10月轮胎行业产能利用率在受到上半年疫情剧烈冲击后迅速复苏，其中商用车对应的全钢胎产能在6-10月高位运行。从国内轮胎产量和出口销量基本印证了中期景气复苏的趋势，模具行业中期需求向好。

● 竞争格局改善，全球份额持续提升

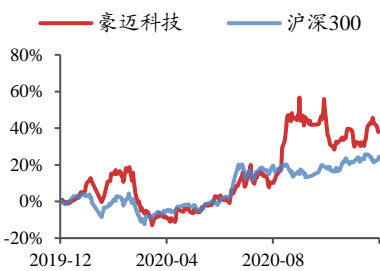
公司收入多年保持持续增长，2011-2019年年均复合增速接近25%。2015-2017年宏观经济波动、下游轮胎行业景气低迷，豪迈在行业低谷期展示出优异的盈利韧性，并在2018-2019年需求回暖后在市场份额和盈利水平方面拉大了与两家竞争对手的差距。未来随着竞争格局改善和海外需求恢复，公司全球供给优势有望在盈利能力端得到体现。

● 核心能力复制，打造新增长点

公司通过铸造工艺核心能力的复刻，将业务拓展至燃气轮机、风电铸件等大型部件业务，并凭借在模具行业多年积累的工艺理解和交付能力获得了下游客户认可。2020H1年豪迈科技大型部件业务实现8.10亿元收入，同比增长54%。长期看豪迈科技大型铸造和精密加工能力突出，具备世界竞争力，新业务有望打开公司新的成长空间。

● **风险提示:** 出口贸易风险；原材料价格大幅上涨；产能投放不及预期。

股价走势图



数据来源: 贝格数据

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,724	4,387	5,493	6,756	8,278
YOY(%)	24.4	17.8	25.2	23.0	22.5
归母净利润(百万元)	739.1	862.8	1,055.5	1,361.0	1,740.4
YOY(%)	9.4	16.7	22.3	28.9	27.9
毛利率(%)	34.2	32.9	32.6	33.1	33.7
净利率(%)	19.8	19.7	19.2	20.1	21.0
ROE(%)	17.0	17.4	17.5	19.0	20.0
EPS(摊薄/元)	0.92	1.08	1.32	1.70	2.18
P/E(倍)	27.8	23.8	19.5	15.1	11.8
P/B(倍)	4.7	4.2	3.4	2.9	2.4

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 轮胎模具行业景气向上	3
1.1、 轮胎生产中的关键易耗品	3
1.2、 行业长期需求平稳向上	4
1.3、 行业中期景气明显提升	4
2、 全球竞争格局改善	6
2.1、 豪迈成功崛起，格局愈发清晰	6
2.2、 盈利韧性完胜对手，景气周期更具弹性	7
2.3、 业绩增长提速，核心能力复刻	8
3、 盈利预测与投资建议	9
3.1、 关键假设	9
3.2、 盈利预测	9
4、 风险提示	9
附： 财务预测摘要	11

图表目录

图 1： 轮胎模具是轮胎生产中的关键易耗品	3
图 2： 国内汽车保有量持续攀升	4
图 3： 全球前 10 家轮胎企业资本开支复苏	4
图 4： 玲珑轮胎资本开支复苏	4
图 5： 国内主要轮胎上市企业毛利率呈改善趋势	5
图 6： 国内主要轮胎上市企业净利率呈改善趋势	5
图 7： 2020 年国内轮胎企业全钢胎产能利用率恢复	5
图 8： 2020 年国内轮胎企业半钢胎产能利用率恢复	5
图 9： 2020 年下半年国内轮胎产量明显复苏	6
图 10： 2020 年下半年国内轮胎出口量明显复苏	6
图 11： 豪迈科技与竞争对手的营收规模差距不断拉大	6
图 12： 原材料上行周期豪迈科技毛利率韧性得以体现	7
图 13： 豪迈全球份额提升（2011 全球模具市场份额）	7
图 14： 豪迈全球份额提升（2018 全球模具市场份额）	7
图 15： 豪迈科技季度营收持续攀升	8
图 16： 公司模具与大型部件业务营收保持增长	8
图 17： 豪迈科技具备生产大型燃气轮机缸体能力	9
图 18： 豪迈科技具备生产大型铸件能力	9
表 1： 可比公司估值（股价为最新收盘价，可比公司按 Wind 一致预期盈利预测）	9

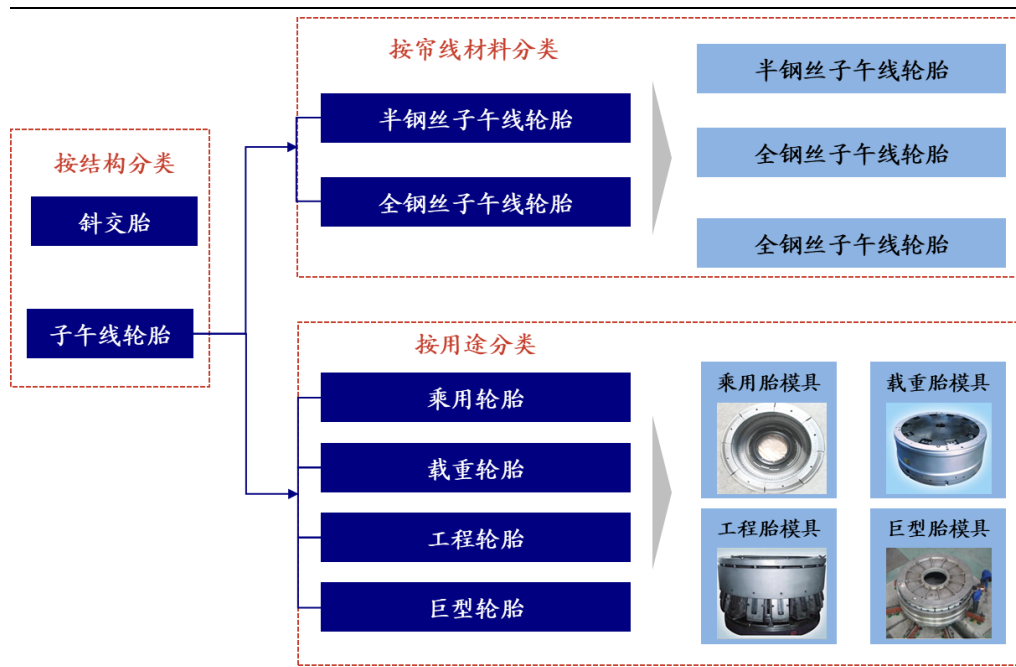
1、轮胎模具行业景气向上

1.1、轮胎生产中的关键易耗品

轮胎作为汽车的重要零部件之一，与汽车悬架共同来缓和汽车行驶时所受到的冲击，以保证汽车良好的乘坐舒适性和行驶平顺性，提高汽车的牵引性、制动性和通过性。

轮胎按结构分为斜交胎、子午线轮胎，其中子午线轮胎因为具备在耐磨性、缓冲性、稳定性等方面的优越性能，已成为世界轮胎发展的主流产品，子午化率稳步提升。子午线轮胎按帘线材料分为半钢丝子午线轮胎、全钢丝子午线轮胎。其中全钢丝子午线轮胎一般用于载重及工程机械车辆上；半钢丝子午线轮胎一般用于轿车或轻型卡车上。

图1：轮胎模具是轮胎生产中的关键易耗品



资料来源：公司招股说明书、开源证券研究所

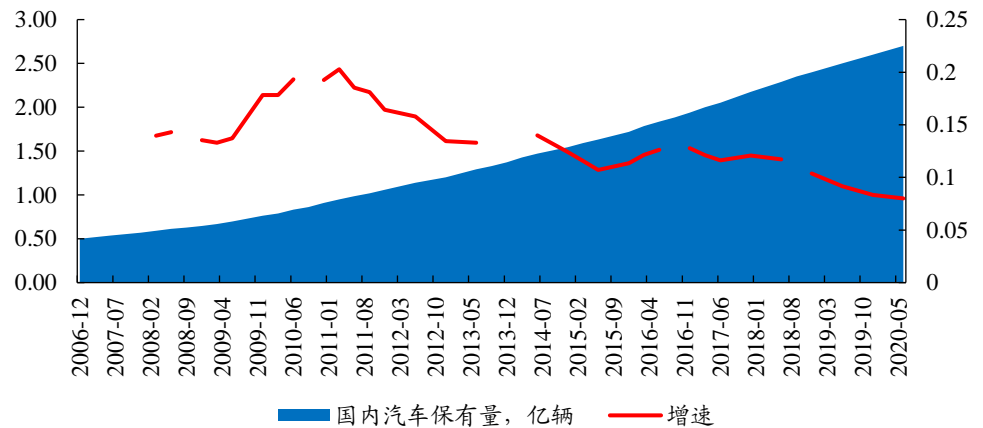
轮胎模具具备以下特点：（1）低货值。轮胎模具成本一般只占整个轮胎生产成本的1%左右，一般每套模具10-15万元；（2）易耗品。理论上一幅轮胎模具通常可以硫化1.5~2万条轮胎，但实际按行业经验，替换的轮胎模具约20%是损耗需要更新，而80%是由于过时等原因。假设20min/条的硫化速度、20h/天的工作时长，如果按每个模具硫化1.5万条轮胎的理论值简单估算，对应使用周期为250天，考虑开工率等因素，轮胎模具使用寿命一般1-2年。

轮胎设计正逐渐显现出快速迭代的趋势，这对于模具更迭提出了更高的要求。轮胎模具属于个性化极强的中间产品，一般需按照轮胎制造商要求的各项技术参数进行加工生产，如规格、花纹等，因而轮胎模具产品体现出明显的“一对一”定制化加工方式。总体来看，作为上游的轮胎模具行业，其需求基本与轮胎行业一致。但考虑低成本，加之更新花纹等创新需求，轮胎模具的行业需求更多受轮胎生产批量、轮胎企业盈利的影响。

1.2、行业长期需求平稳向上

轮胎模具长期需求与胎企投资和汽车保有量相关。由于每套轮胎模具全生命周期生产的轮胎数量相对固定，因此全球每年的模具需求与当年轮胎产量相关。考虑到轮胎需求拉长周期看与汽车保有量相关，因此模具需求长期看是跟着汽车保有量走的，全球汽车保有量持续扩张，轮胎模具行业长期需求平稳向上。

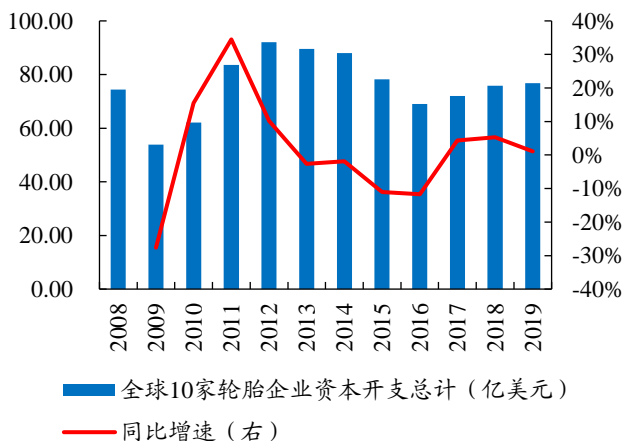
图2：国内汽车保有量持续攀升



数据来源：Wind、开源证券研究所

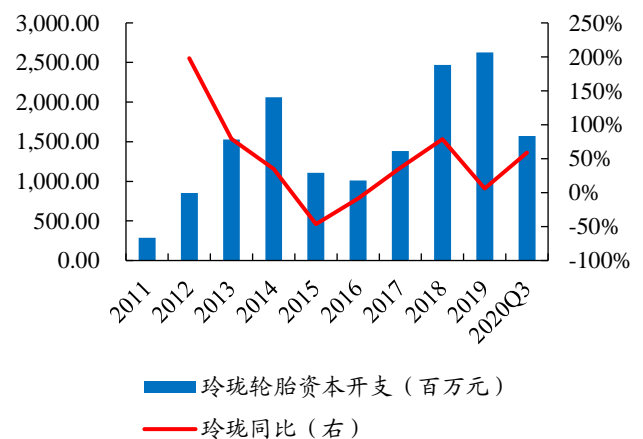
2016年开始全球轮胎行业开始复苏，我们统计了全球前10家上市胎企和中国玲珑轮胎的资本开支。2016-2019年全球轮胎企业资本开支平稳复苏，以玲珑轮胎为代表的国内轮胎企业资本开支增长幅度更为强劲，2019年投资规模超过了2014年高峰水平。这主要是2015年遭受海外轮胎“双反”后，内资胎企纷纷启动了海外产能扩张之路。预计未来三年全球轮胎行业投资趋势仍能延续，轮胎模具需求大环境持续改善。

图3：全球前10家轮胎企业资本开支复苏



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：玲珑轮胎资本开支复苏



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、行业中期景气明显提升

2019年以来国内头部轮胎企业经营向好，投资意愿增强。我们选取了国内6家

上市轮胎企业进行分析，2017-2019 年头部轮胎厂商盈利能力提升、经营状况向好，投资规模扩大也为轮胎模具采购提供了保障。2020 年前三季度在疫情冲击下，国内大部分轮胎企业盈利水平仍处提升趋势。

图5：国内主要轮胎上市企业毛利率呈改善趋势

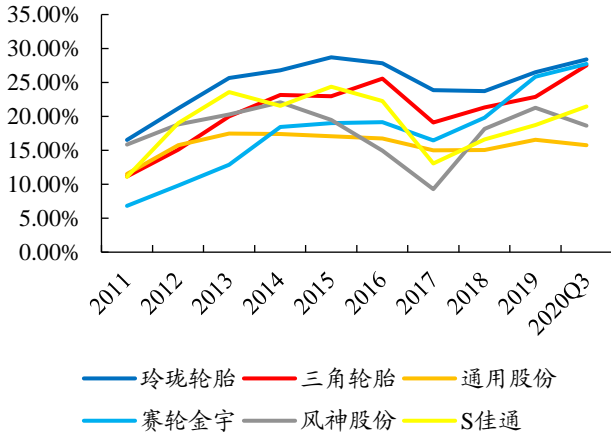
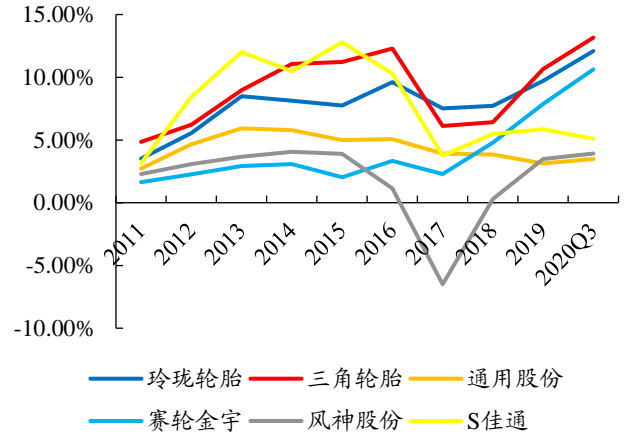


图6：国内主要轮胎上市企业净利率呈改善趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2020 年国内轮胎企业全钢胎产能利用率恢复

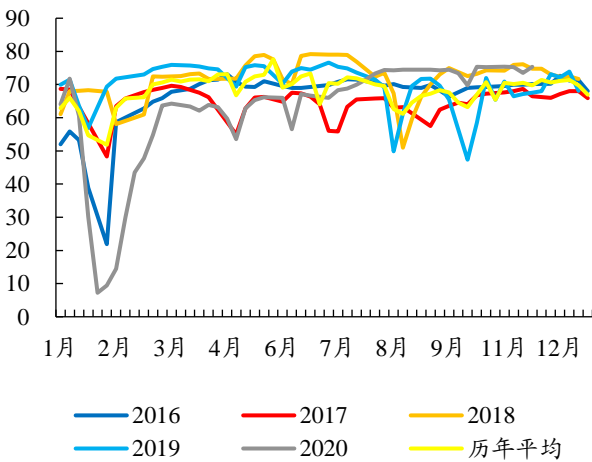
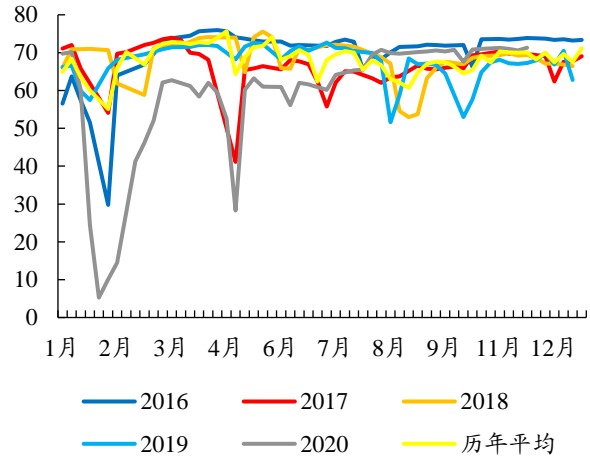


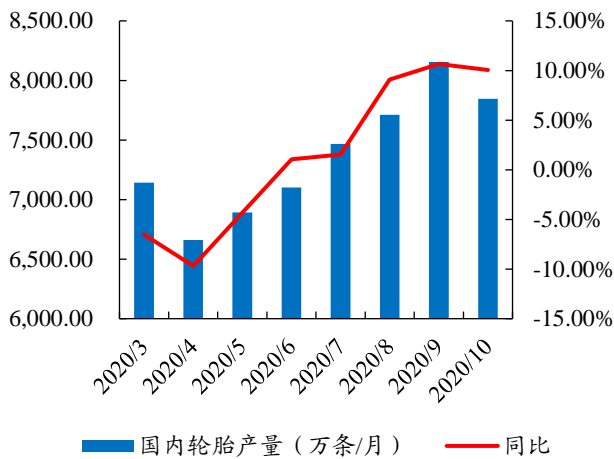
图8：2020 年国内轮胎企业半钢胎产能利用率恢复



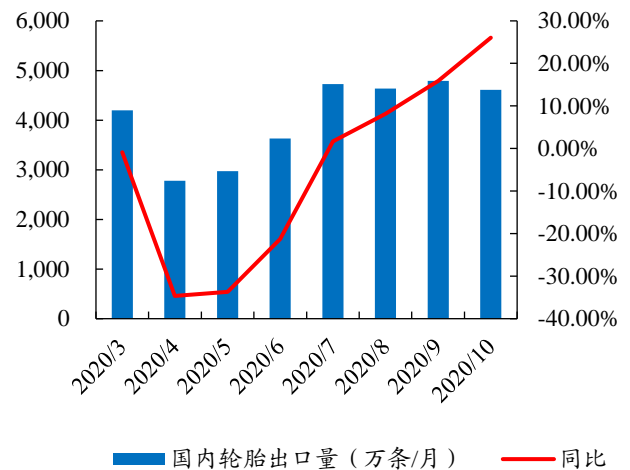
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

数据来源：国家统计局、开源证券研究所

根据国家统计局公布的国内规模以上轮胎企业全钢胎和半钢胎产能利用率来看，2020 年 1-8 月产能利用率在受到上半年疫情剧烈冲击后迅速复苏，并已恢复至历史均值水平以上，尤其是商用车对应的全钢胎产能在 6-10 月基本已经处于历史最高水准。从国内轮胎产量和出口销量基本印证了中期景气复苏的趋势，7-10 月国内轮胎产量和出口销量同比增速都基本转正。在下游景气提升带动下，模具中期需求向好。

图9：2020年下半年国内轮胎产量明显复苏


数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2020年下半年国内轮胎出口量明显复苏


数据来源：Wind、开源证券研究所

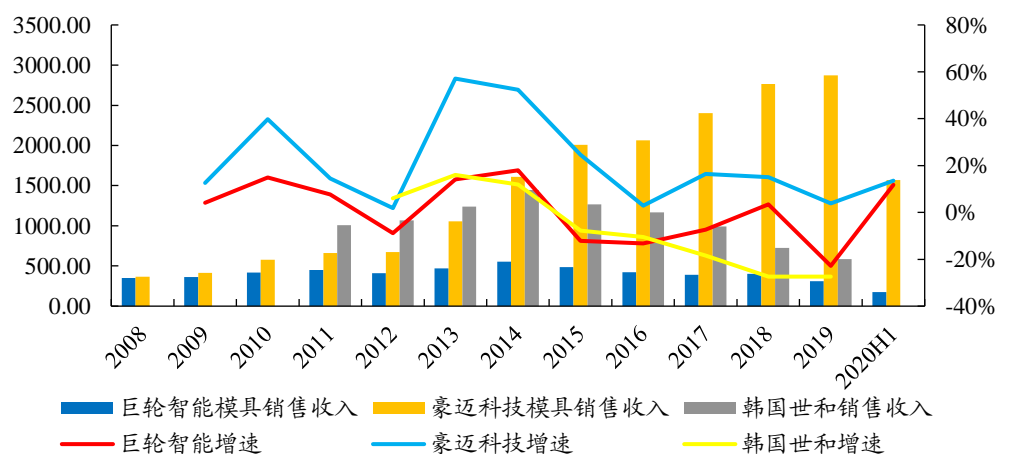
2、全球竞争格局改善

2.1、豪迈成功崛起，格局愈发清晰

根据豪迈科技招股书，全球轮胎模具行业前3家公司分别为豪迈科技、韩国世和和巨轮智能。而经过过去多年的发展，企业排序与竞争格局发生较大变化。

韩国世和轮胎模具公司成立于1981年，是韩国最大的轮胎模具制造商，并且在2013年以前为国际最大的轮胎模具公司。公司拥有14家海外子公司，重要客户包括倍耐力、横滨轮胎、诺基亚轮胎、住友轮胎等。受下游需求、公司治理等问题影响，从2015年开始世和收入规模出现持续下滑，2019年收入规模约5.9亿元人民币，仅为同期豪迈科技模具收入的20%。

巨轮智能装备股份有限公司位于广东省揭东经济开发区，是国内首家上市的轮胎模具开发制造企业，过去3年收入规模维持在3-4亿元上下。

图11：豪迈科技与竞争对手的营收规模差距不断拉大


数据来源：Wind、彭博、开源证券研究所

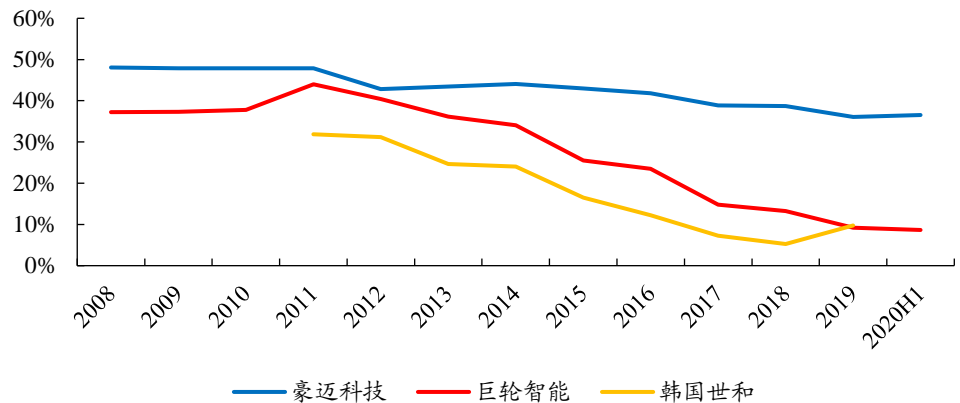
而反观豪迈科技2011年6月上市后营收一直保持持续增长，2011-2019年年均

收入增速接近 25%。2015-2017 年受宏观经济和下游轮胎行业不景气影响，豪迈科技收入增速有所放缓。在行业低谷期，凭借优异的成本管控，豪迈科技相比竞争对手毛利率下降幅度最低，并在 2017 年开始下游需求回暖后在市场份额和盈利水平方面拉大了与两家竞争对手的差距。

2.2、盈利韧性完胜对手，景气周期更具弹性

2016-2019 年受钢材等原材料价格上涨影响，轮胎模具企业盈利水平均有一定回落，但盈利韧性方面豪迈科技完胜竞争对手。截止 2019 年，豪迈科技毛利率相比 2013 年下降约 7 个点，两家竞争对手韩和与巨轮同期下降 15 个点和 27 个点。公司官网显示，2018 年豪迈科技全球市场份额已经提升至 25%。通过加强内部管理、积极开拓客户、加大新品研发等综合手段，在行业周期波动中豪迈科技的竞争力在盈利能力方面得到充分体现。

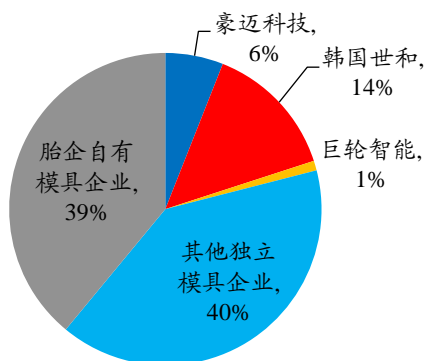
图 12: 原材料上行周期豪迈科技毛利率韧性得以体现



数据来源: Wind、彭博、开源证券研究所

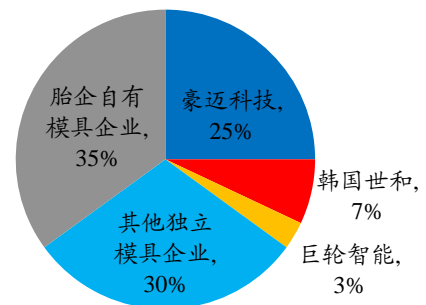
模具作为工业基石，好的轮胎必须以优质的模具为基础，轮胎行业的稳定增长带动轮胎模具行业稳定增长。另一方面，由于全球轮胎行业集中度较高，轮胎模具厂一旦进入相应供应链体系，稳步提升市占率将成为个体极佳的成长路径。2019 年普利司通、米其林、固特异为代表的前 10 大公司约占全球轮胎行业的 60%，根据公司招股书以上头部轮胎公司均为豪迈科技客户。

图 13: 豪迈全球份额提升 (2011 全球模具市场份额)



数据来源: 公司招股说明书、开源证券研究所

图 14: 豪迈全球份额提升 (2018 全球模具市场份额)

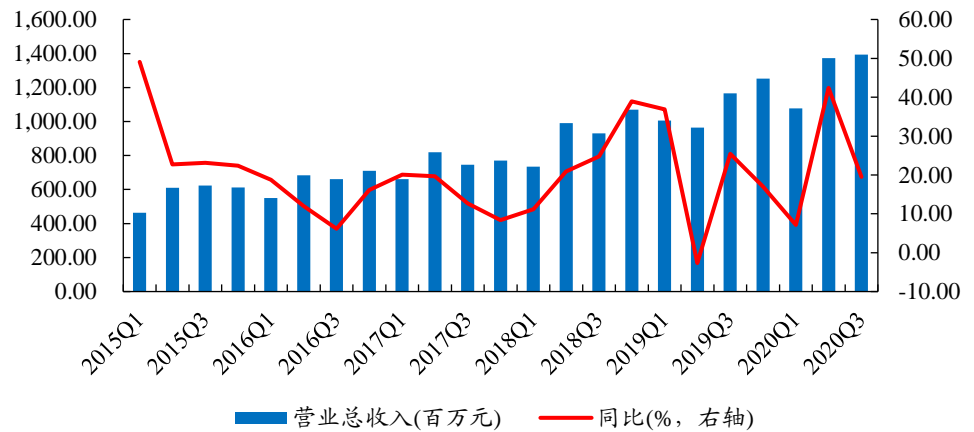


数据来源: 公司官网、开源证券研究所

2.3、业绩增长提速，核心能力复刻

根据豪迈科技发布的 2020 年第三季度报告，2020 年 1-9 月，公司实现营业收入 38.43 亿元，同比增长 22.57%，归母净利润 8.01 亿元，同比增长 23.09%。其中第三季度，公司实现营业收入 13.94 亿元，同比增长 19.49%，归母净利润 2.88 亿元，同比增长 4.48%。前三季度公司毛利率为 32.79%，净利率为 20.82%，与 2020 年同期相比基本持平；第三季度公司毛利率和净利率分别为 33.22%、20.69%，在海外疫情影响下公司整体盈利水平显现出一定韧性，大型部件业务起到积极贡献。

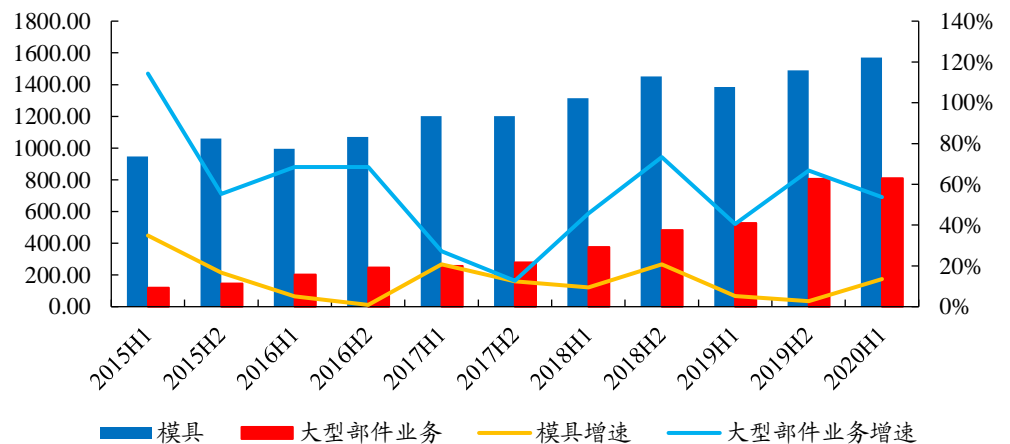
图 15：豪迈科技季度营收持续攀升



数据来源：Wind、开源证券研究所

豪迈科技在 2013 年开始正式通过铸造工艺核心能力的复刻，将业务拓展至燃气轮机等大型部件业务。公司在模具行业多年积累的工艺理解和工艺能力帮助公司在新的业务领域获得了下游客户认可。2020H1 年豪迈科技大型部件业务实现 8.10 亿元收入，同比增长 54%，在全球疫情影响下该项业务仍通过快速响应需求、及时保障生产、产品持续拓展等战略获得了高速增长。长期看豪迈科技大型铸造和精密加工能力突出，具备世界竞争力，该业务有望打开公司新的成长空间。

图 16：公司模具与大型部件业务营收保持增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17: 豪迈科技具备生产大型燃气轮机缸体能力



资料来源: 公司网站

图18: 豪迈科技具备生产大型铸件能力



资料来源: 公司网站

3、盈利预测与投资建议

3.1、关键假设

- ① 模具设备: 2020H1 模具业务营收同比增长 14%，毛利率 36.56%。考虑到全球行业复苏以及公司份额提升，预测 2020-2022 年该业务营收增速分别为 15%/21%/25%，规模效应有望带动毛利率略提升至 37.5%。
- ② 大型零部件业务: 2020H1 大型部件业务营收同比增长 54%，毛利率 24.7%。考虑到该业务规模扩大后的增速回落以及零部件业务的需求稳定性，预测 2020-2022 年该业务营收增速分别为 50%/28%/20%，业务成熟后毛利率稳定在 26-27%。
- ③ 配件业务: 配件业务基本跟随模具业务增长，预测 2020-2022 年该业务保持年均 5%左右增长，毛利率维持 34%。

3.2、盈利预测

轮胎模具直接决定了轮胎成型后的品质和外观，是轮胎工业中的关键易耗品。是全球轮胎模具行业龙头，下游客户多为全球知名轮胎企业。公司产品竞争力突出，有望在海外需求恢复后持续提升全球份额，我们预测公司 2020-2022 年公司归母净利润分别为 10.56/13.61/17.40 亿元，EPS 分别 1.32/1.70/2.18 元/股，最新股价对应市盈率 20/15/12 倍。结合可比公司估值和公司全球竞争力，首次覆盖给予“买入”评级。

表1: 可比公司估值（股价为最新收盘价，可比公司按 Wind 一致预期盈利预测）

证券代码	公司名称	股价(元/股)	EPS(元/股)			P/E		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
603218	日月股份	26.90	0.99	1.28	1.55	27.17	21.02	17.35
002595	豪迈科技	25.73	1.32	1.70	2.18	19.50	15.14	11.80

数据来源: Wind、开源证券研究所

4、风险提示

出口贸易风险。 豪迈科技海外收入占比较高，出口贸易环境变化，将增加公司

出口业务的不确定性。

原材料价格大幅上涨。轮胎模具主要原材料为钢材，钢材价格大幅上涨，将对公司盈利状况造成不利影响。

产能投放不及预期。公司大型部件业务增速较快，新产能投放低于预期将对公司业绩增速造成不利影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2889	4136	5158	6442	8030
现金	464	481	710	1479	2013
应收票据及应收账款	1657	1563	2099	2406	3113
其他应收款	11	15	18	22	27
预付账款	24	49	42	70	68
存货	718	863	1124	1301	1645
其他流动资产	15	1164	1164	1164	1164
非流动资产	2678	2656	3025	3415	3857
长期投资	261	299	338	376	415
固定资产	1536	1750	2089	2435	2818
无形资产	286	304	314	328	344
其他非流动资产	596	303	284	276	280
资产总计	5567	6792	8183	9857	11887
流动负债	1168	1738	2078	2620	3119
短期借款	646	975	1300	1650	2100
应付票据及应付账款	213	301	345	443	514
其他流动负债	308	463	433	527	505
非流动负债	53	96	93	90	87
长期借款	0	18	15	12	9
其他非流动负债	53	78	78	78	78
负债合计	1220	1835	2171	2710	3206
少数股东权益	5	6	5	4	3
股本	800	800	800	800	800
资本公积	506	509	509	509	509
留存收益	3029	3592	4312	5276	6574
归属母公司股东权益	4343	4951	6007	7143	8677
负债和股东权益	5567	6792	8183	9857	11887

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	217	-171	522	1341	1107
净利润	739	863	1054	1360	1740
折旧摊销	175	218	203	258	320
财务费用	6	16	68	77	86
投资损失	11	-25	-21	-29	-35
营运资金变动	-761	-1269	-782	-324	-1004
其他经营现金流	49	25	-1	-1	-1
投资活动现金流	-420	-530	-550	-617	-727
资本支出	364	304	330	351	404
长期投资	-80	-250	-39	-39	-39
其他投资现金流	-137	-475	-258	-305	-362
筹资活动现金流	313	658	258	45	154
短期借款	403	329	325	350	450
长期借款	-0	18	-3	-3	-3
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	2	0	0	0
其他筹资现金流	-90	309	-64	-302	-292
现金净增加额	132	-35	229	768	534

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3724	4387	5493	6756	8278
营业成本	2449	2945	3702	4518	5488
营业税金及附加	57	55	66	81	99
营业费用	65	86	99	115	132
管理费用	102	135	154	182	215
研发费用	163	177	220	257	315
财务费用	6	16	68	77	86
资产减值损失	25	0	10	12	14
其他收益	11	14	15	15	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-11	25	21	29	35
资产处置收益	1	1	1	1	1
营业利润	858	1012	1211	1559	1979
营业外收入	1	1	2	5	8
营业外支出	1	5	1	1	1
利润总额	858	1008	1212	1563	1986
所得税	120	146	158	202	246
净利润	739	863	1054	1360	1740
少数股东损益	-0	0	-1	-1	-1
归母净利润	739	863	1055	1361	1740
EBITDA	1059	1272	1467	1878	2368
EPS(元)	0.92	1.08	1.32	1.70	2.18

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	24.4	17.8	25.2	23.0	22.5
营业利润(%)	10.0	17.9	19.6	28.7	27.0
归属于母公司净利润(%)	9.4	16.7	22.3	28.9	27.9
获利能力					
毛利率(%)	34.2	32.9	32.6	33.1	33.7
净利率(%)	19.8	19.7	19.2	20.1	21.0
ROE(%)	17.0	17.4	17.5	19.0	20.0
ROIC(%)	15.2	15.1	15.0	16.0	16.6
偿债能力					
资产负债率(%)	21.9	27.0	26.5	27.5	27.0
净负债比率(%)	4.5	10.7	10.4	2.8	1.3
流动比率	2.5	2.4	2.5	2.5	2.6
速动比率	1.8	1.2	1.4	1.5	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	2.5	2.7	3.0	3.0	3.0
应付账款周转率	12.7	11.5	11.5	11.5	11.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.92	1.08	1.32	1.70	2.18
每股经营现金流(最新摊薄)	0.27	-0.21	0.65	1.68	1.38
每股净资产(最新摊薄)	5.43	6.19	7.51	8.93	10.85
估值比率					
P/E	27.8	23.8	19.5	15.1	11.8
P/B	4.7	4.2	3.4	2.9	2.4
EV/EBITDA	19.6	16.6	14.4	11.1	8.7

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16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