

中天科技 (600522.SH) 海缆业务拉升公司营收, 多线条全球拓展促腾飞

2021年03月09日

——公司信息更新报告

投资评级: 增持 (维持)

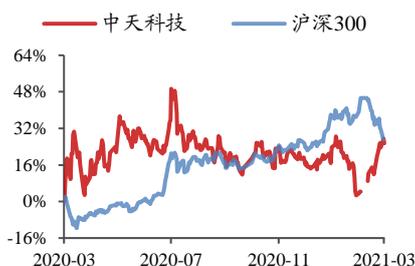
赵良毕 (分析师)

zhaoliangbi@kysec.cn

证书编号: S0790520030005

日期	2021/3/9
当前股价(元)	11.45
一年最高最低(元)	13.93/8.95
总市值(亿元)	351.07
流通市值(亿元)	351.07
总股本(亿股)	30.66
流通股本(亿股)	30.66
近3个月换手率(%)	87.08

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-5G推进“如日中天”, 光纤光缆静待佳音》-2020.5.16

● ICT 综合服务能力提升, 公司全年业绩增长超预期, 维持对公司“增持”评级

近日公司发布 2020 年年报, 报告期内实现营业收入 440.66 亿元, 实现归母净利润 22.75 亿元, 同比增幅均超 13%; 公司 2020 年实现毛利率 13.27% (+0.45ppt), 实现净利率 5.38% (+0.3ppt)。报告期内公司围绕“产品由有线向无线延伸、由无源向有源拓展、由弱电向强电发展、单一产品向系统商提升”的通信业务发展战略, 助力以 5G 为代表的新基建发展, 提前布局物理基础设施、无线网、承载网、物联网应用与平台四大产品群, 营收具备增长基础。据此我们上调预测公司 2021 年可实现归母净利润, 稍下调公司 2022 年可实现归母净利润, 调整后我们预测公司 2021/2022/2023 年可实现归母净利润为 29.25/32.91/38.70 亿元 (此前 2021/2022 年分别为 29.01/34.88 亿元), 同增 28.6%/12.5%/17.6% (此前 2021/2022 年分别为 20.2%/20.3%), EPS 为 0.95/1.07/1.26 元 (此前 2021/2022 年分别为 0.95/1.14 元), 当前股价对应 PE 分别为 12.0/10.7/9.1 倍, 相对可比公司, 存在一定估值优势, 维持对公司“增持”评级。

● 海缆业务营收及利润率双增, 疫情不改公司海外快速拓展节奏筑高安全边际

公司产品布局方面, 公司海洋板块产品占营收比由 2019 年的 5.38% 增至 2020 年的 10.59%; 铜产品及新能源材料 2016-2020 年营收亦逐步向好, 多产品线共同助力公司业绩发展; **分产品利润率方面**, 公司海洋系列产品毛利率 2016-2020 年持续提升, 2019 年该板块毛利率首次超过公司光通信及网络板块, 成为公司主营业务中毛利最高的板块, 2020 年公司海洋系列业务板块毛利率达到 42.80% (+4.01ppt), 拉升公司整体毛利水平。**渠道建设方面**, 公司在疫情黑天鹅事件影响下实现逆向扩张, 在 54 个海外办事处和 10 家海外营销中心的基础上, 增设澳大利亚、墨西哥、越南三家营销中心, 并快速推进人员本土化进程。随着公司深耕光通信、5G、工业互联网等传统领域, 结合海洋业务端较充裕的在手订单及宏观政策端新基建的推进, 公司具备较高安全边际, 营收质量或将持续提升。

● **风险提示**: 中美贸易摩擦影响全球经济及 5G 发展; 光通信行业竞争加剧; 公司海洋板块发展不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	38,771	44,066	51,868	59,761	69,040
YOY(%)	14.3	13.6	17.7	15.2	15.5
归母净利润(百万元)	1,969	2,275	2,925	3,291	3,870
YOY(%)	-7.2	15.5	28.6	12.5	17.6
毛利率(%)	12.8	13.3	13.6	13.2	13.4
净利率(%)	5.1	5.4	5.6	5.5	5.6
ROE(%)	9.2	9.8	11.0	11.2	11.8
EPS(摊薄/元)	0.64	0.74	0.95	1.07	1.26
P/E(倍)	17.8	15.4	12.0	10.7	9.1
P/B(倍)	1.7	1.5	1.4	1.2	1.1

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目录

1、公司 2020 年盈利能力向好，海外业务逆势增长	3
2、公司自研 5G 光模块，全系列覆盖 5G 通信网络建设	4
3、新基建带动 5G 高速发展，十四五期间公司增长空间充足	5
3.1、我国 5G 基站建设带动电信及数通市场需求端双增	5
3.2、电力传输：特高压工程持续加码，智慧城市用电需求增长	6
3.3、海洋系列：海上风电“抢装潮”	7
4、盈利预测与投资建议	8
4.1、核心假设	8
4.2、盈利预测	8
5、风险提示	8
附：财务预测摘要	9

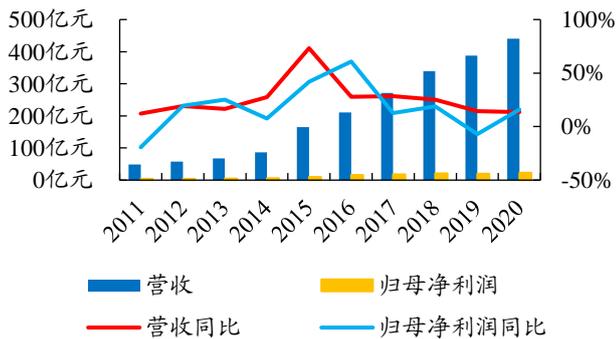
图表目录

图 1：公司 2011-2020 年营收保持较高增速	3
图 2：公司 2020 年利润率企稳回升	3
图 3：公司多产品线共同助力营收增长	3
图 4：公司 2016-2020 年海洋系列产品毛利率逐步提升	3
图 5：公司 2021-2020 年海外业务保持增行	4
图 6：公司国内业务毛利率较稳定	4
图 7：公司 2013-2020 年研发费用率温和上升	4
图 8：公司 2013-2020 年研发费用持续提升	4
图 9：公司产品丰富，多产业布局	5
图 10：我国基站密度相对较大，同韩国有一定差距	6
图 11：2020 年全球 5G 手机出货量主要集中于大中华地区	6
图 12：2020 年国家电网投资及带动社会投资电网超万亿	7
图 13：2013-2019 年国内海上风电加速增长	7
表 1：公司是特高压输电主流供应商	7
表 2：可比公司估值：中天科技存在一定估值优势	8

1、公司 2020 年盈利能力向好，海外业务逆势增长

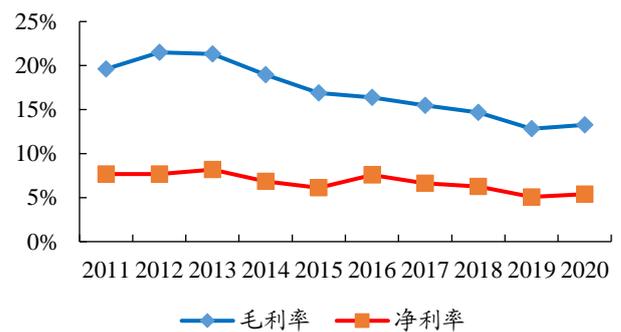
公司 2020 年实现营业收入 440.66 亿元，实现归母净利润 22.75 亿元，同比均有所增长；公司 2020 年实现毛利率 13.27% (+0.45ppt)，实现净利率 5.38% (+0.3ppt)。报告期内公司围绕“产品由有线向无线延伸、产品由无源向有源拓展、产品由弱电向强电发展、单一产品向系统商提升”的通信业务发展战略，积极助力以 5G 为代表的新基建发展，提前布局物理基础设施、无线网、承载网、物联网应用与平台四大产品群。

图1：公司 2011-2020 年营收保持较高增速



数据来源：Wind、开源证券研究所

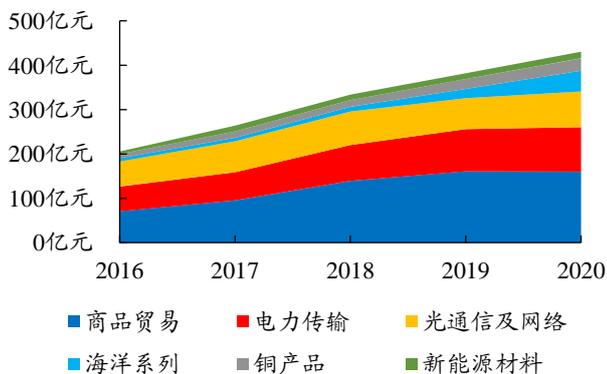
图2：公司 2020 年利润率企稳回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

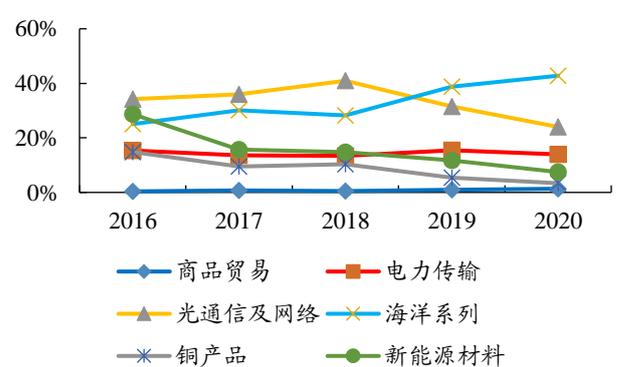
公司主营商品贸易、电力传输、光通信及网络、海洋、铜产品及新能源等板块，其中公司海洋板块产品增速较快，得益于公司已完成海缆--海底观测、勘探--海缆敷设--海上风电基础施工、风机吊装于一体的海洋系统工程全产业链布局，公司海洋板块产品 2020 年占比由 2019 年的 5.38% 增至 10.59%；铜产品及新能源材料 2016-2020 年营收亦逐步向好，多产品线共同助力公司业绩发展；毛利率方面，公司海洋系列产品毛利率 2016-2020 年持续提升，2019 年该板块毛利率首次超过公司光通信及网络板块，成为公司主营业务中毛利最高的板块，至 2020 年公司海洋系列业务板块毛利率达到 42.80% (+4.01ppt)，拉升公司整体毛利水平。

图3：公司多产品线共同助力营收增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：公司 2016-2020 年海洋系列产品毛利率逐步提升



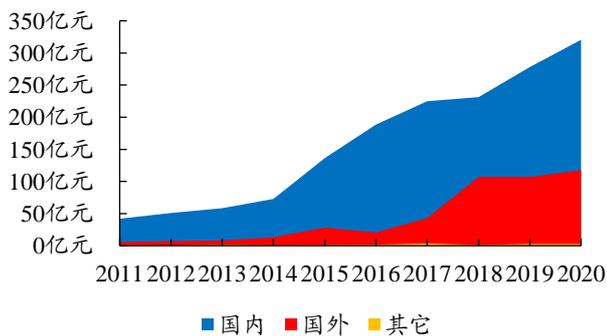
数据来源：Wind、开源证券研究所

公司海外业务持续拓展。公司 2020 年中标尼日利亚阿布贾周边 2461 公里 330kV 高压输电环网改造项目，该项目是公司截至 2021 年 3 月以来海外最大的间隙型增容导线项目；同时公司先后与阿根廷电信、法国电信、沃达丰等客户保持长期合作。海外生产基地方面，中天摩洛哥成功通过德国电信认证并实现批量供货，持续发力国

际高端市场；中天印度顺利获得印度 NABL 国际级实验室认证，有序推动检测业务市场化。**工程总包方面**，公司逐步从电力总包向通信总包和融资总包等新领域延伸，为客户提供一站式服务。

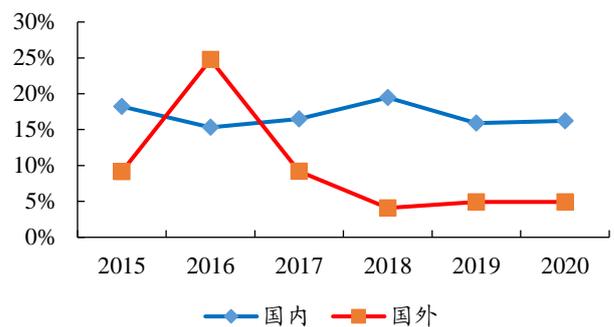
公司践行“全球配置经济发展空间”战略，布局全球营销网络，设有 9 个海外营销中心，6 家海外生产基地，在 54 个国家和地区建立了代表处，产品销往全球 147 个国家及地区，销售覆盖 156 家电力公司，为全球 62 家通信运营商提供优质解决方案，全球前十大油气公司已有 6 家使用中天海缆。报告期内，公司实现逆向扩张，在 54 个海外办事处和 10 家海外营销中心的基础上，进一步增设澳大利亚、墨西哥、越南三家营销中心，并快速推进人员本土化进程。

图5：公司 2011-2020 年海外业务保持增生



数据来源：Wind、开源证券研究所

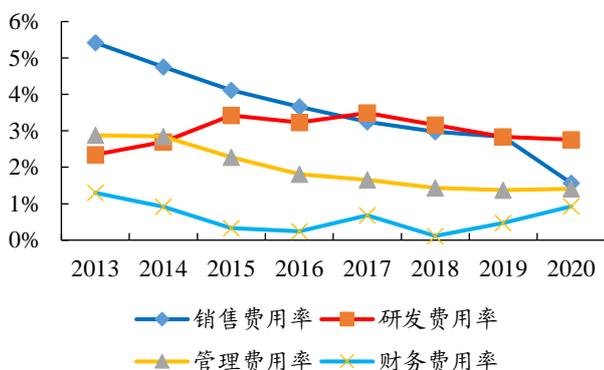
图6：公司国内业务毛利率较稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

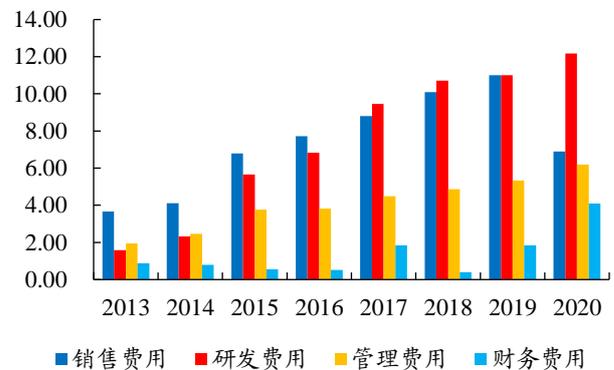
费用方面，公司 2013-2020 年研发费用、管理费用及销售费用逐步增长，其中公司 2020 年实现研发费用 12.17 亿元(+10.54%)，实现销售费用 6.90 亿元(-37.33%)，实现管理费用 6.20 亿元(+16.32%)，**其中销售费用方面**，公司 2020 年销售费用下降较多，主因为公司销售运费重分类至营业成本所致；**费用率方面**，公司 2020 年实现管理费用率 1.41% (+0.04ppt)，实现研发费用占营收比约为 1.57% (-0.08ppt)，实现财务费用率 0.93% (+0.46ppt)，公司 2013-2020 年管理费用率及研发费用率逐步下降，研发费用占营收比温和上升。

图7：公司 2013-2020 年研发费用率温和上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：公司 2013-2020 年研发费用持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、公司自研 5G 光模块，全系列覆盖 5G 通信网络建设

公司产品丰富，全系列覆盖 5G 通信网络建设。产品方面，公司拥有具备完全自

主知识产权的并全资控股的光纤预制棒工厂，以及行业首家特种光纤、智慧光缆智能工厂；光纤光缆、光模块、数据中心、PON、5G 室内外覆盖以及物联网终端等 5G 系列化产品，已经成功在移动、电信、联通、广电、铁塔等运营商客户部署和运营。公司自主研发的 5G 光模块，成功入围中国电信集团光模块集采；低损耗大有效面积 G.654E 光纤在中国电信网络中实现规模化应用；5G 天线为中兴通讯等领先通信设备制造商供货。

公司充分利用完整产业链，为 5G 网络连接提供业务覆盖接入能力、多方案送回传能力、物理基础设施能力服务，以分布系统的网关、pRRU、终端、室分漏缆、网管、光传送网以及模块化数据中心产品，打造无源室分、皮基站+无源室分及有源室分等多种方式覆盖的 5G 通信网络解决方案，包括数据中心、5G 承载网、5G 物联网产品解决方案，在供给侧形成以数据中心、智慧暖通及动力等产品为核心的物理基础设施群；以特种预制棒、光纤、光缆、ODN、25/100G 高速率光模块以及 10GPON 等业务为核心的承载网群；以 4/5G 天线、小基站及射频漏缆等产品为核心的无线网群和以智慧安防为核心的物联网综合平台等方向的产品群，共计近 300 种产品。

图9：公司产品丰富，多产业布局



资料来源：中天科技官网

3、新基建带动 5G 高速发展，十四五期间公司增长空间充足

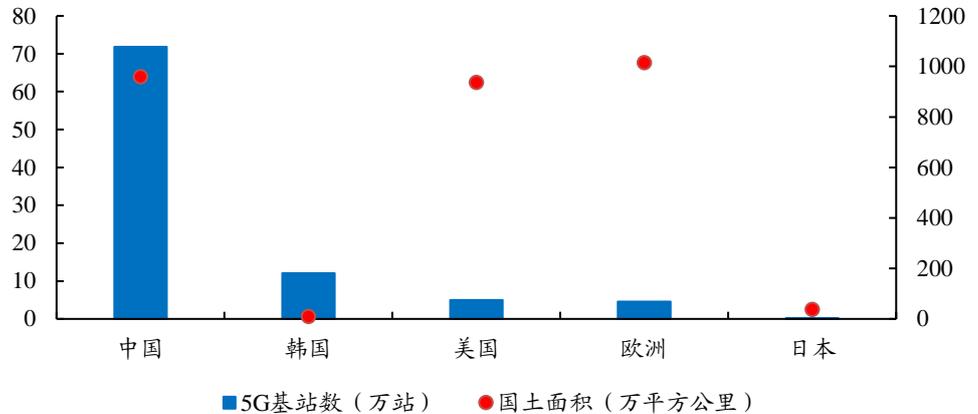
3.1、我国 5G 基站建设带动电信及数通市场需求端双增

根据 GSMA 数据显示，目前全球 5G 基站数量超 100 万站，其中我国已建设 5G 基站 71.8 万站，对应国土面积 960 万平方公里；韩国已建设 5G 基站 12.1 万站，对应国土面积 10.33 万平方公里；美国已建设 5G 基站 5 万站，对应国土面积 937 万平方公里；欧洲已建设 5G 基站 4.6 万站，对应土地面积 1016 万平方公里；日本已建设 5G 基站 0.19 万站，对应国土面积 37.8 万平方公里。

基站频率方面，我国使用的频段为 2.5GHz、3.5GHz；美国使用的信号频段主要为 2.5GHz、39GHz、28GHz；韩国使用的频段主要为 3.5GHz、28GHz；欧洲 5G 建

设主要频段为 3.5GHz；日本使用的频段主要为 28GHz、3.7GHz、4.5GHz；可得全球 5G 建设主要频段为 3.5GHz，单基站覆盖面积较 4G 时代有所缩减，各国家实现全国覆盖所需基站数量将会有所增多。

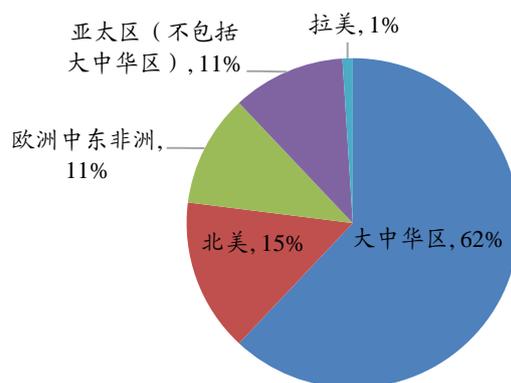
图10：我国基站密度相对较大，同韩国有一定差距



数据来源：GSMA、开源证券研究所

2B/2C 带动 5G 应用发展，助力万物互联时代到来，数据量快速增长拉动数通市场放量节奏加速。5G 应用方面，目前全球 5G 建设发展方向主要可以分为 2G、2B、2C 三种，我国采取 2B/2G 引领，向 2C 端拓展的思路；韩国采用 2C 端辐射 2G/2B 思路；美国、日本、欧洲等国家均采用 2B/2G 端发展带动下游应用发展思路。长期视角下我们认为 5G 发展将由 2B/2G 端专网带动 2C 端民用发展，2B/2G 端应用有望协同互联网厂商，共同成为 5G 时代的流量引领者，5G 网络将由通信网升级为产业网，实现万物互联。

图11：2020 年全球 5G 手机出货量主要集中于大中华地区



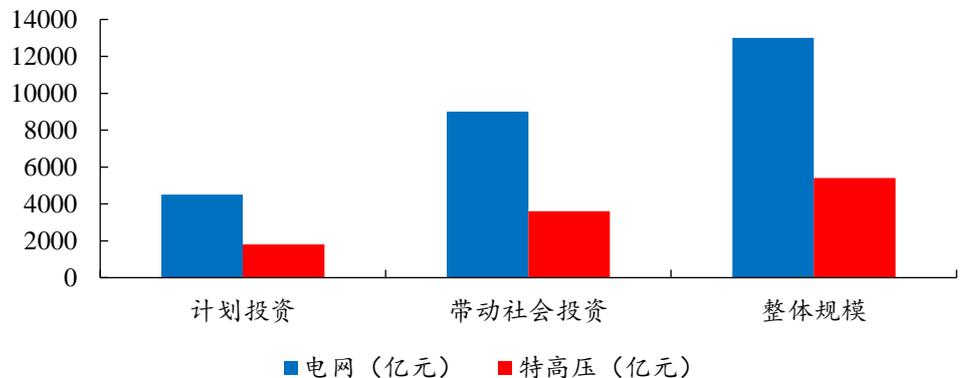
数据来源：Canalys、开源证券研究所

3.2、电力传输：特高压工程持续加码，智慧城市用电需求增长

2019 年 2 月 21 日，国家发改委公布《关于培育发展现代化都市圈的指导意见》明确提出，到 2022 年，都市圈同城化取得明显进展，梯次形成若干空间结构清晰、城市功能互补、要素流动有序、产业分工协调、交通往来顺畅、公共服务均衡、环境和谐宜居的现代化都市圈；到 2035 年，现代化都市圈格局更加成熟，形成若干具有全球影响力的都市圈。都市圈建设将成为未来新型城镇化的主体形态。电网投资中，

特高压是大头，具有输送容量大、传输距离远、运行效率高和输电损耗低等技术优势。公司作为特高压输电主流供应商将优先受益。

图12: 2020年国家电网投资及带动社会投资电网超万亿



数据来源: 全国能源信息平台、开源证券研究所

表1: 公司是特高压输电主流供应商

电力运输	内容
特高压输电	推进不同应用场景特种导线、OPGW 及配套金具研发，自主研发各类导线，广泛应用于国内特高压工程，是主流供应商
城市输电、农配网建设	具有高中低压全系列电缆，海缆、陆上电缆技术同步创新，打造全工程产业链

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

3.3、海洋系列: 海上风电“抢装潮”

2019年《政府工作报告》强调“大力发展蓝色经济，保护海洋环境，建设海洋强国”，加快建设海洋强国工作情况。海上风电作为国家能源的重点发展方向之一，2019年累计并网5.1GW，呈加速增长势头。

图13: 2013-2019年国内海上风电加速增长



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

公司践行“海洋强国”战略，不断发展海洋业务。受益于海上风电、跨洋通信、海底检测网的建设，公司订单较为充足，已完成海底光缆、海底电缆和海底光电复合缆的全布局。此外，公司已完成“两型三船”的建设，培养了海上风电工程EPC能力，预计2020年发展潜力将进一步扩大。

4、盈利预测与投资建议

4.1、核心假设

新基建提速，光纤光缆需求有望扩大，特高压获得新机遇；“海洋强国”不断推进，海洋经济发展提速。假设 2021/2022/2023 三年公司光通信及网络营收增速为 10.31%/5.82%/4.72%；电力传输营收增速为 6.92%/2.38%/1.94%；海洋系列营收增速为 67.94%/35.94%/33.96%。

4.2、盈利预测

公司是全球 ICT 基础设施和服务提供商，目前产品涵盖光通信、电网、海洋三大领域，经营业绩稳健。公司通信网络领域产品线涵盖云、管、端多维度全系列，受益于 5G 基站建设提速对光纤光缆的拉动、海外发展中国家光纤需求逐步放量，以及数据流量增长对光纤芯数的增长需求，叠加新冠疫情对光纤产能的影响，2020 年光纤光缆行业企稳重回增长态势，公司营收具备增长基础；同时公司电力、海洋业务发展向好，总体来看经营业绩有望边际改善。

我们上调预测公司 2021 年可实现归母净利润，稍下调公司 2022 年可实现归母净利润，调整后我们预测公司 2021/2022/2023 年可实现归母净利润为 29.25/32.91/38.70 亿元（此前 2021/2022 年分别为 29.01/34.88 亿元），同增 28.6%/12.5%/17.6%（此前 2021/2022 年分别为 20.2%/20.3%），EPS 为 0.95/1.07/1.26 元（此前 2021/2022 年分别为 0.95/1.14 元），当前股价对应 PE 分别为 12.0/10.7/9.1 倍，相对可比公司，存在一定估值优势，维持对公司“增持”评级。

表2：可比公司估值：中天科技存在一定估值优势

公司代码	公司名称	市值(亿元)	收盘价(元)	EPS(元)		PE(倍)	
		2021/03/09	2021/03/09	2021E	2022E	2021E	2022E
002491.SZ	通鼎互联	52.14	4.17	0.09	0.07	48.51	60.63
603606.SH	东方电缆	137.36	21.00	1.90	2.14	11.08	9.83
600487.SH	亨通光电	301.18	12.75	0.69	0.93	18.35	13.74
	平均值			0.89	1.05	25.98	28.07
600522.SH	中天科技	351.07	11.45	0.95	1.07	12.0	10.7

数据来源：Wind、开源证券研究所（除中天科技外，其它公司 EPS 及 PE 均使用 Wind 一致预测数据）

5、风险提示

中美贸易摩擦影响全球经济及 5G 发展：中美贸易摩擦对全球影响带来行业不确定性，随着美国对华为的禁运升级，如未来不能有效的解决，可能会影响国内外 5G 进程的快速推进，进而影响部分公司海外业务的拓展；

光通信行业竞争加剧：光通信网络建设拉动光纤光缆及接入设备需求快速增长，国内主流供应商进一步扩大光棒、光纤、光缆生产规模，下游产能呈快速增长趋势，行业面临市场供需结构变化的风险。

公司海洋板块发展不及预期：海洋板块竞争逐步加剧，公司海洋板块占比逐步提升且毛利较高，若公司海洋板块受竞品冲击或发展不及预期则有利润率降低的可能性。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	27603	33745	34472	39229	44275
现金	9969	11098	10672	10801	12318
应收票据及应收账款	6790	10024	10848	13594	15723
其他应收款	201	199	272	271	356
预付账款	1375	3740	0	3856	599
存货	7136	6430	10644	8562	13189
其他流动资产	2132	2255	2036	2146	2091
非流动资产	12591	13400	13972	15238	16812
长期投资	293	449	559	705	839
固定资产	9048	8978	9827	10662	11877
无形资产	1022	1088	1220	1344	1492
其他非流动资产	2228	2885	2367	2526	2604
资产总计	40194	47145	48445	54466	61087
流动负债	12933	18017	17317	20809	24285
短期借款	1331	1191	1451	2100	2512
应付票据及应付账款	9030	10189	10091	14350	14041
其他流动负债	2572	6638	5775	4359	7732
非流动负债	5771	4872	4211	3695	3179
长期借款	4931	3943	3363	2822	2305
其他非流动负债	840	929	848	873	874
负债合计	18704	22890	21528	24504	27464
少数股东权益	244	789	833	894	990
股本	3066	3066	3066	3066	3066
资本公积	7616	7606	7606	7606	7606
留存收益	10311	12375	14913	17778	21183
归属母公司股东权益	21246	23466	26084	29069	32632
负债和股东权益	40194	47145	48445	54466	61087

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2895	2588	2448	3129	5370
净利润	1968	2370	2968	3352	3967
折旧摊销	962	1106	1073	1281	1532
财务费用	184	410	383	461	529
投资损失	-17	-68	-52	-45	-55
营运资金变动	-298	-1486	-1889	-1868	-561
其他经营现金流	96	255	-36	-52	-43
投资活动现金流	-1947	-1213	-1613	-2423	-3016
资本支出	1601	1248	1080	972	1396
长期投资	34	-173	-110	-146	-134
其他投资现金流	-311	-138	-644	-1597	-1754
筹资活动现金流	1999	-523	-1261	-576	-837
短期借款	-1141	-140	260	649	412
长期借款	4376	-988	-580	-541	-517
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	-10	0	0	0
其他筹资现金流	-1237	615	-941	-684	-733
现金净增加额	2982	747	-426	130	1517

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	38771	44066	51868	59761	69040
营业成本	33802	38216	44820	51857	59814
营业税金及附加	109	129	149	171	200
营业费用	1101	690	1276	1367	1453
管理费用	533	620	728	834	968
研发费用	1101	1217	1514	1697	1961
财务费用	184	410	383	461	529
资产减值损失	-61	-146	-127	-172	-184
其他收益	365	174	250	263	229
公允价值变动收益	127	16	42	62	40
投资净收益	17	68	52	45	55
资产处置收益	2	-6	-1	-2	-3
营业利润	2325	2742	3467	3914	4621
营业外收入	18	33	23	25	27
营业外支出	40	20	26	29	25
利润总额	2303	2756	3464	3910	4623
所得税	335	386	495	558	656
净利润	1968	2370	2968	3352	3967
少数股东损益	-1	96	43	61	97
归母净利润	1969	2275	2925	3291	3870
EBITDA	3346	3838	4408	5064	6004
EPS(元)	0.64	0.74	0.95	1.07	1.26

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	14.3	13.6	17.7	15.2	15.5
营业利润(%)	-6.6	17.9	26.4	12.9	18.1
归属于母公司净利润(%)	-7.2	15.5	28.6	12.5	17.6
获利能力					
毛利率(%)	12.8	13.3	13.6	13.2	13.4
净利率(%)	5.1	5.2	5.6	5.5	5.6
ROE(%)	9.2	9.8	11.0	11.2	11.8
ROIC(%)	7.3	7.8	8.9	9.2	9.9
偿债能力					
资产负债率(%)	46.5	48.6	44.4	45.0	45.0
净负债比率(%)	-15.4	-18.4	-17.1	-15.2	-18.0
流动比率	2.1	1.9	2.0	1.9	1.8
速动比率	1.3	1.2	1.3	1.2	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.0	1.1	1.2	1.2
应收账款周转率	5.7	5.2	5.0	4.9	4.7
应付账款周转率	4.3	4.0	4.4	4.2	4.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.64	0.74	0.95	1.07	1.26
每股经营现金流(最新摊薄)	0.94	0.84	0.80	1.02	1.75
每股净资产(最新摊薄)	6.72	7.45	8.30	9.27	10.44
估值比率					
P/E	17.8	15.4	12.0	10.7	9.1
P/B	1.7	1.5	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	9.4	8.2	7.1	6.2	5.0

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

9/11

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的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