

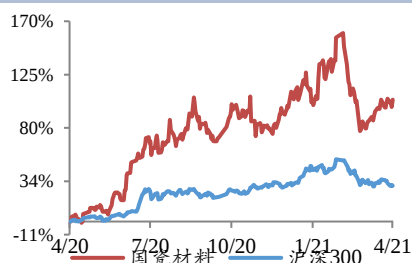
盈利水平持续提升，齿科静待战略落地

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-04-16

收盘价（元） 44.22
近12个月最高/最低（元） 56.50/21.47
总股本（百万股） 1,004
流通股本（百万股） 757
流通股比例（%） 75.40
总市值（亿元） 444
流通市值（亿元） 335

公司价格与沪深300走势比较



分析师：刘万鹏

执业证书号：S0010520060004

电话：18811591551

邮箱：liuwp@hazq.com

相关报告

1. CBS 精益管理改善大年 2021-02-09
2. 国瓷材料 (300285)：系列报告之二 - 从专利布局透视国瓷成长性 2021-01-11

主要观点：

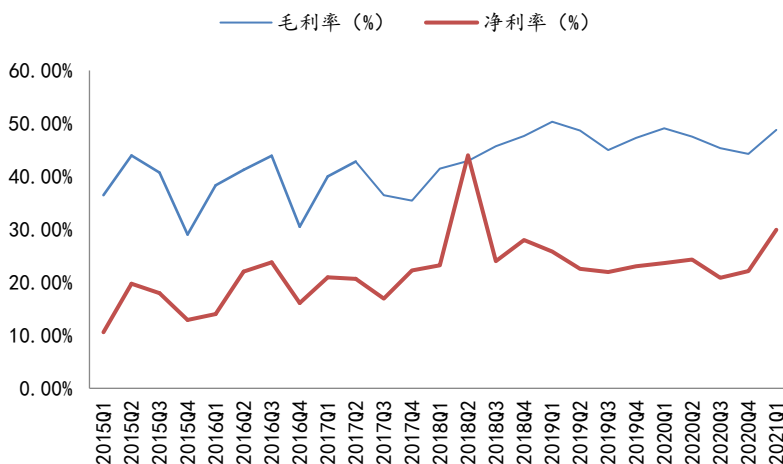
● 事件描述

4月15日，公司公告2021年度一季度业绩预告。据公告，2020年公司一季度实现营收6.21亿元，同比增长27.55%；归母净利润1.86亿元，同比增长61.62%，在手执行的分散订单达6.4亿元。

● 公司经营情况进一步改善，盈利能力持续提升

毛利率及净利率方面，整体上公司盈利水平持续提升，2020Q1在营收保持增长的情况下，毛利润同比增长26.78%至3.03亿元，毛利率由2020Q4的44.26%提升至48.79%，净利率由2020Q4的22.13%提升至29.95%。过去一年MLCC行业景气度回升，MLCC价格自2020年7月开始攀升，导致电子材料平均售价相应上涨，2020年公司电子材料平均售价已由6.86万元/吨涨至7.65万元/吨，考虑到报告期内MLCC巨头纷纷宣布涨价，推测其售价亦有提升，故带动毛利率小幅提升。

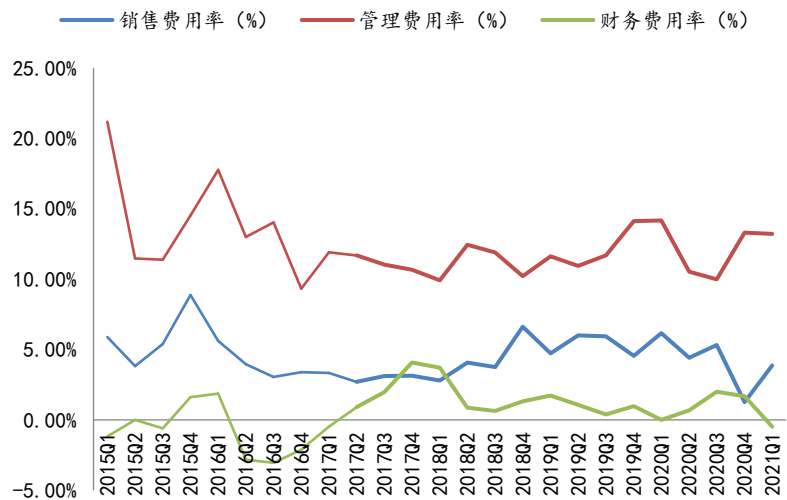
图表1 公司毛利率、净利率季度变化情况



资料来源：wind，华安证券研究所

三费率方面，2021Q1管理费用率13.20%，同比增加24.24%，其中研发投入占6.60%，同比上升13.89%，考虑到一季度公司及主要子公司公开专利数量达16个，推测公司仍持续加大研发力度，以增强自身技术优势；财务费用率-0.48%，同比下降1154.79%，主要原因在于借款利息支出减少；销售费用率为3.86%，同比下降20.00%。

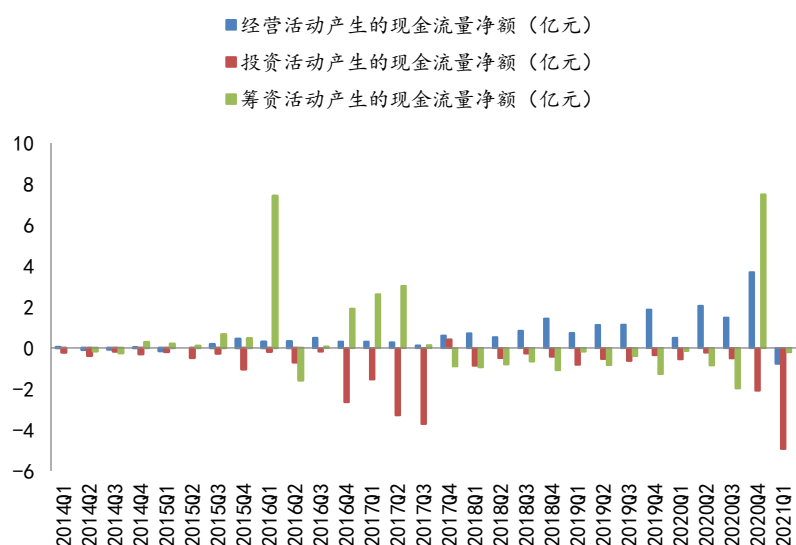
图表 2 公司三项费用占比季度变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

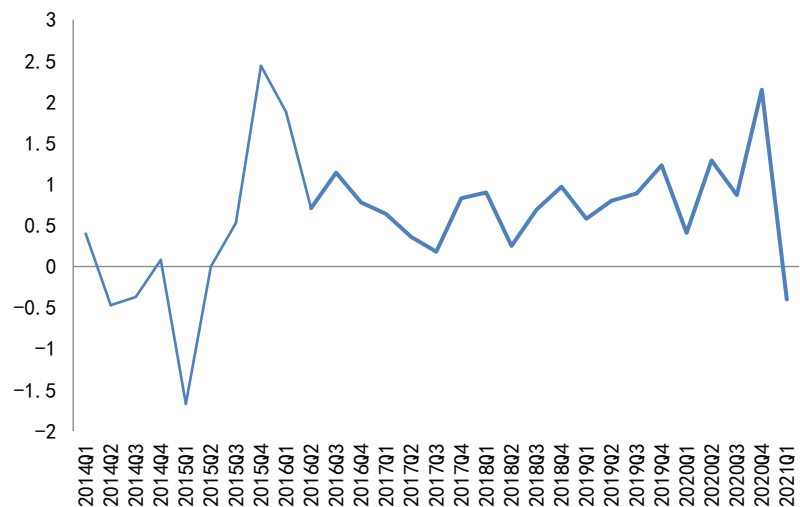
现金流方面, 公司经营活动现金流量净额同比减少 257.60%, 主要原因在于公司在手订单较多, 公司正积极购买原材料(预付款同比增加 78.20%), 同时一季度为年度绩效工资发放期, 故现金流有明显下滑; 投资活动现金流量净额同比减少 783.24%, 主要在于公司海外业务持续拓展, 公司外汇收支规模不断增长, 为防范汇率大幅波动对公司造成不良影响, 合理降低财务费用, 公司通过开展外汇衍生品交易业务进行套期保值, 以加强外汇风险管理, 满足公司稳健经营的需求, 进而引起投资现金流有明显下滑; 筹资活动现金流量净额同比减少 41.14%, 系支付现金股利增加所致。公司净现比虽然偶有波动, 但总体保持在 1 左右, 体现了良好的收益质量。

图表 3 公司现金流季度变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

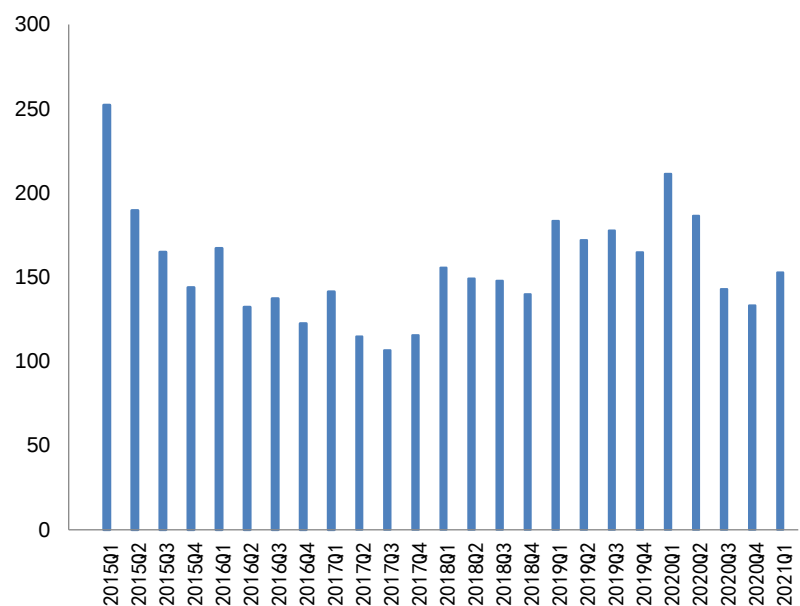
图表 4 公司净现比季度变化情况



资料来源：wind，华安证券研究所

存货周转天数方面，公司业务处于快速扩张期，下游应用领域不断增多，导致整体存货周转天数呈上涨趋势，未来公司将逐步开始改善经营质量，降低存货周转天数。

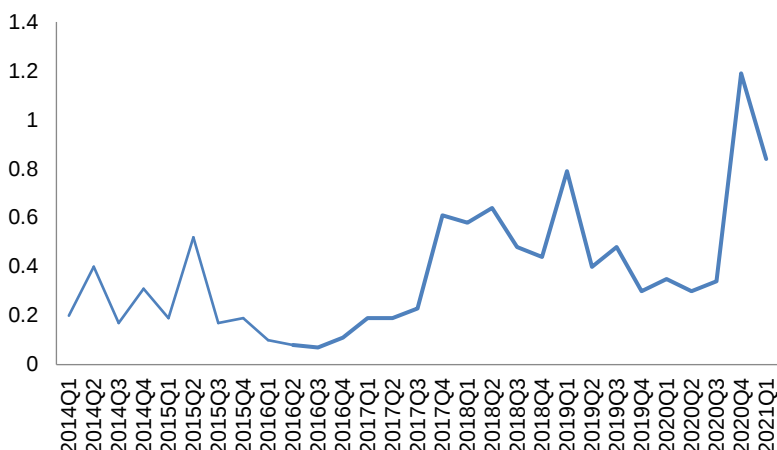
图表 5 公司存货周转天数季度变化情况



资料来源：wind，华安证券研究所

2021 年 Q1 公司购建固定资产现金支付额 0.84 亿元，同比增长 140%；公司现阶段各项业务已经取得突破，蜂窝陶瓷一期产能已经建成，二期扩产将逐步实施，因此固定资产支付额环比出现下滑。未来随着先进电容器陶瓷材料、稀土陶瓷材料、汽车蜂窝陶瓷等新材料项目的陆续推进并逐步进入建设期，公司固定资产现金支付额预计将迎来快速增长期。

图表 6 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金季度变化情况

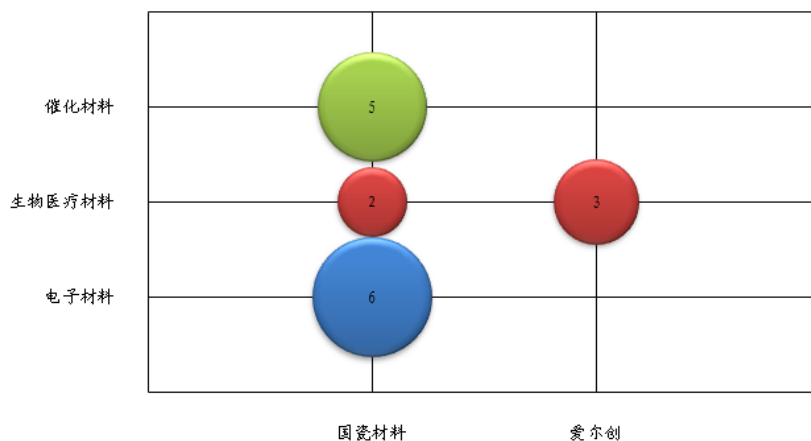


资料来源：wind，华安证券研究所

● 电子材料、生物医疗材料及催化材料长坡厚雪

国瓷材料是以技术为核心驱动力的科技型企业，公司对专利的申请较为重视，同时下游客户的验证应用也以专利作为重要的产品认证环节，因此国瓷材料核心业务放量往往伴随着专利的提前布局。2021 年 Q1，国瓷材料及其主要子公司共公开了 16 项专利，集中在电子材料、生物医疗材料及催化材料领域，主要披露了介电材料、氧化锆材料、氧化铝材料及其加工方法、使用方法、制件等方面的技术。

图表 7 2021 年 Q1 国瓷材料及子公司公开专利的专注领域



资料来源：中国知识产权局，华安证券研究所

● MLCC 行业高景气度及国产替代有望推动电子材料业务增长

在经历 2018 年四季度及 2019 年上半年去库存后，MLCC 于 2019 年下半年进入新一轮的景气周期，叠加全球疫情带动下游消费电子产品的需求，根据 Canalys 的数据，预计 2021 年全球 PC 市场及平板电脑的出货量将分别持续攀升至 3.23 亿台及 1.74 亿台，预计分别同比增长 8.8% 及 8.3%。目前全球各大 MLCC 的货期均有所延长，近两月已有三星电机、国巨及华新科等陆续发布公告，部分产品涨幅高达 40%，彰显出 MLCC 需求的旺盛。

图表 8 近两季度 MLCC 货期及价格趋势

	制造商	2020Q4		2021Q1	
		货期	价格趋势	货期	价格趋势
表面贴装通用陶瓷电容 (低于 1uf)	AVX	14-16	随市调整	20-24	上涨
	MuRata	14-16	随市调整	20-24	稳定
	Samsung	18-20	稳定	20-22	上涨
	TDK	20-24	随市调整	20-22	稳定
	Taiyo	16-18	稳定	18-20	稳定
	Yuden	18-20	稳定	20-24	上涨
	Walsin	18-20	稳定	18-20	上涨
	Vishay	18-20	稳定	18-20	上涨
	AVX	14-16	随市调整	20-24	上涨
	MuRata	14-16	随市调整	20-24	稳定
表面贴装通用陶瓷电容 (高于 1uf)	Samsung	22-24	稳定	20-22	上涨
	TDK	20-22	稳定	22-28	上涨
	Taiyo	16-18	稳定	18-20	稳定
	Yuden	18-20	稳定	20-24	上涨
	Walsin	18-20	稳定	16-18	上涨

资料来源：富昌电子，华安证券研究所

图表 9 近两月 MLCC 涨价汇总

公司	涨幅	涨价时间
三星电机	10%-26%	2021. 3. 1
国巨股份	10%-20%	2021. 4. 1
WALSIN	30%-40%	2021. 4. 1
TDK	未知	近期预警

资料来源：腾讯新闻，华安证券研究所

当前全球 MLCC 产业正经历产业结构的新一轮调整。海外 MLCC 巨头公司开始逐步退出中低端 MLCC 市场，而专注于利润率更高的手机、汽车等高端市场，国内企业则开始大规模扩充产能，填补中低端 MLCC 需求空缺。从全球整体供应格局来看，日本、美国公司仍然占据垄断地位，国瓷材料全球市占率为 12%。MLCC 产业发展至今，国内 MLCC 厂商所需普通介质材料已经完全能够自给，但特殊功能型的介质材料仍然主要从日本、美国等国家采购。国瓷材料通过多年的技术创新，已经实现了大部分 MLCC 介质材料的进口替代，并在高端 MLCC 及特种 MLCC 所需粉体材料领域不断开发，伴随行业景气度提升，国瓷材料电子材料业务有望迎来稳定增长期。

图表 10 海外巨头退出计划

企业	总部所在地区	产能退出计划
村田	日本	减产 0805/0603 高介电常数型、静电容量 1 μ F 以下 50%，2020 年之前逐步停产 0603、0402 以上大部分规格
TDK	日本	2016 年发函客户淡出一般型 MLCC，产能转向车用、工业类小型化高规产品
京瓷	日本	2018 年 2 月底停产 0603/0402 部分规格

资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 11 我国 MLCC 主要厂商扩产计划

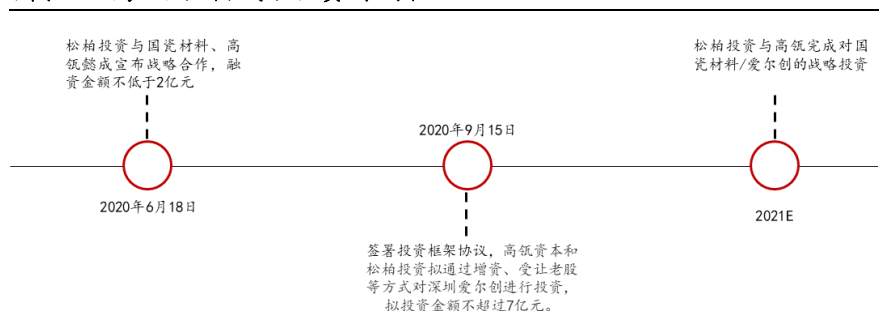
企业	涉及项目	达产后总产能
风华高科	1: MLCC 技改扩产项目 2: 祥和工业园区高端电容基地项目	506 亿只/月
WALSIN	/	约 460-480 亿只/月
国巨股份	/	220 亿只/月
三环集团	5G 通信用高品质多层片式陶瓷电容器扩产技术改造项目	200 亿只/月

资料来源：公司官网，华安证券研究所

● 高瓴/松柏战略投资落地后将助力公司齿科业务快速发展

2020 年 6 月，公司首次公告了高瓴资本及松柏投资与国瓷材料的战略合作事宜，高瓴/松柏基于对国瓷材料及子公司爱尔创公司价值的高度认可，将以定增及战略投资的方式与国瓷材料及子公司爱尔创展开合作。2020 年 9 月，战略合作事宜进行了方案变更，根据最新方案，高瓴资本/松柏投资将直接以 5 亿元增资爱尔创并拟出资 2 亿元受让国瓷材料所持有的部分爱尔创股权。

图表 12 高瓴/松柏战略投资时间轴



资料来源：公司公告，华安证券研究所

松柏是专注于全球口腔领域的产业投资者，致力于引领牙科产业大趋势。自成立以来，松柏在中国、北美和欧洲的牙科产业广泛投资，从上游的产品和技术、中游的软件、培训和分销，到下游的医疗服务。松柏所投资的牙科企业年营业额合计 100 亿元。松柏在全产业链各环节发掘和支

持有利于推动行业发展趋势和满足医生患者需求的技术、品牌和企业，助力先进的理念和技术在不同地区市场之间的交流和普及。

图表 13 松柏投资全球布局



资料来源：公司公告，华安证券研究所

2015 年投资控股了隐形正畸企业时代天使；2017 年投资齿科影像/数字化设备厂商锐珂牙科；2017-2019 年，松柏投资了同步齿科/摩尔齿科/惠州口腔医院等专业口腔医院/诊所，开始布局口腔临床端；进入 2020 年，松柏投资了口腔医疗连锁企业恒伦医疗。爱尔创是松柏齿科产业链布局中的关键环节，是其中唯一的齿科上游材料供应商，补齐了松柏齿科布局的短板，2021 年通过股权投资、产业协同等方式，助力 DeepCare 不断探索人工智能技术在口腔医疗场景中的创新，加速发展成为口腔 AI 新兴领域的行业领导者。

我们认为，高瓴/松柏对国瓷材料/爱尔创的战略投资具有重要意义，是国瓷材料能力拓展的重要一步。松柏的投资体系与爱尔创的未来发展将形成有效协同。松柏能够为爱尔创导入各类资源，协助爱尔创快速开拓市场，同时能够在市场经营与方向把控上提供策略指导，保障公司业务拓展的正确方向。

图表 14 松柏投资牙科产业链

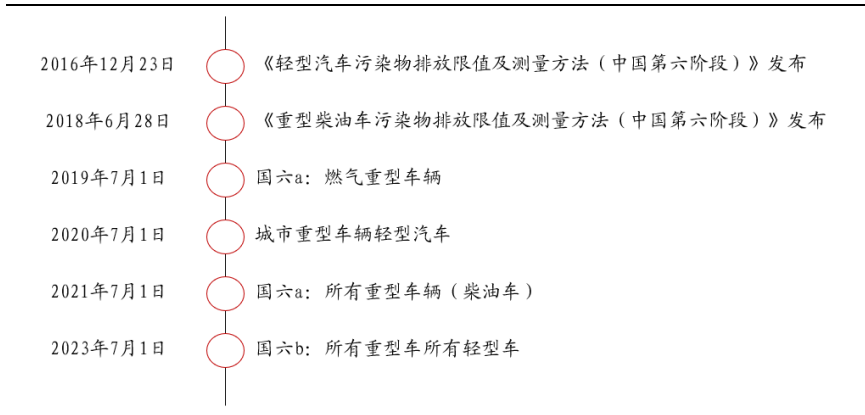
诊所名称	位置	投资时间	持股金额	持股比例	备注
时代天使	上海市	2015.6	1762.5 万	67.79%	时代天使是一家专业从事口腔隐形正畸技术研发、隐形矫治器生产及销售的企业。
锐珂牙科	上海市	2017.7	未披露	未披露	锐珂牙科提供牙科数字影像产品和服务,包括牙科影像设备、CAD/CAM 系统、诊所管理解决方案等。
同步齿科	深圳市	2017.8	89.55 万	75%	是一家口腔医疗连锁机构,主要从事口腔全科精细化治疗。在 深圳有 25 家诊所、浙江有 1 家诊所 。
摩尔齿科	上海市	2017.11	1485 万	18.75%	摩尔齿科是一家从事口腔医疗服务、口腔医疗业务管理、口腔医疗项目投资、口腔医疗器械经营、义齿加工、口腔新技术培训与口腔学术研究为一体的公司。在 上海有 28 家诊所,江苏有 10 家、广东有 1 家、浙江有 1 家、江西有 1 家 。
惠州口腔医院有限公司	惠州市	2019.7	188 万	94%	在 广东有 4 家口腔医院,在浙江有 1 家口腔医院 。
深圳雅美医院管理有限公司	深圳市	2019.11	2880 万	72%	一般经营项目是:医院管理咨询、国内贸易
恒伦医疗	太原市	2020.4	未披露	未披露	恒伦医疗是一家口腔医疗连锁机构,集口腔医疗、义齿加工、教学培训、贸易研发为一体,拥有无牙颌种植修复、自锁和隐形矫治和显微根管治疗等技术。
深圳市松柏医疗投资合伙企业(有限合伙)	深圳市	2020.6	1980 万	99%	一般经营项目是:投资咨询;企业管理咨询(以上均不含限制项目)
爱尔创	深圳市	2020.6	2 亿	未披露	公司致力于发展光通讯器件、医疗齿科陶瓷两大产业,从事精密陶瓷材料及其产品研发、生产与销售,是中国产销量最大的氧化锆高技术陶瓷专业制造厂商。
河源恒信口腔医院	河源市	2020.8	未披露	未披露	/
Purgo	韩国	2020.10	未披露	未披露	Purgo 是一家韩国牙科骨再生材料研发商,专注于牙科软组织和骨再生安全生物材料的研发生产和销售。
河源市口腔医院	河源市	2020.10	未披露	未披露	在 河源市有 4 家口腔医院 。
尼奥斯	英国	2020.12	未披露	未披露	尼奥斯(Neoss)成立于 2000 年,公司总部坐落于英国哈罗盖特,研发中心位于瑞典哥德堡大学校园内, 主要市场足迹遍布欧洲、北美洲、亚洲、大洋洲和中东 。
频泰科技	成都市	2021.3	未披露	未披露	频泰团队研发的 3D 数字化口内扫描仪是全球最新第三代口扫技术, 已进入中国、东南亚、欧洲、南美洲、中东、非洲等市场,获得国际国内口腔医生的一致好评 。
DeepCare	北京市	2021.4	未披露	未披露	DeepCare 是专注于将 AI 技术应用于口腔健康领域的公司,在口腔医疗人工智能方向处于世界领先水平,相关产品及服务已在全球超一千五百家口腔医疗机构落地应用。

资料来源:公司官网,华安证券研究所

● 国六标准落地在即，蜂窝陶瓷业务将迎来快速增长期

针对重型柴油车的国六标准将在 2021 年 7 月 1 日全面推行。根据我们的测算，未来两年蜂窝陶瓷新增市场将达 12000 万升。

图表 15 国六标准实施时间轴



资料来源：公司公告，华安证券研究所

近几年国瓷材料通过工艺攻关及收购王子陶瓷，在蜂窝陶瓷方面技术奠定了突出的技术优势，国六用汽油机和柴油机蜂窝陶瓷载体均已实现批量生产。汽油机方面，GPF 和薄壁 TWC 均已进入主要客户主机厂公告目录且从今年开始进行批量销售；柴油机方面，主要以国内主流主机厂为开拓目标，SCR 及 DPF 已实现批量生产，也通过了国外主要催化剂公司验证。我们认为随着“汽车用蜂窝陶瓷项目”募投项目建设完毕，国瓷将凭借技术及产能优势不断扩大市场占有率，叠加市场旺盛需求，公司蜂窝陶瓷业务有望迎来快速增长期。

图表 16 国内主要蜂窝陶瓷生产商产能

企业	规划总产能	2020 年产能	在建产能
国瓷材料	6000 万升/年	876 万升	汽车用蜂窝陶瓷项目 1：年产 400 万升 DPF 载体山东生产基地 2：年产 200 万升 DOC、160 万升 TWC、200 万升 GPF 载体重庆生产基地
奥福环保	3600 万升/年	981 万升	
宜兴化机	800 万升/年	800 万升	-

资料来源：公司官网，华安证券研究所

● 投资建议

预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 7.72、9.68、11.91 亿元，同比增速为 34.5%、25.4%、23.0%。对应 PE 分别为 57.51、45.85、37.28 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

新产品或产业链扩展节奏不及预期；CBS 管理系统实施效果暂时未达预期的风险；齿科战略资源布局速度不及预期；国六标准实施进度不稳定的风险；MLCC 订单波动的风险；5G 建设进度不稳定的风险。

● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2542	3066	3726	4404
收入同比（%）	18.1%	20.6%	21.5%	18.2%
归属母公司净利润	574	772	968	1191
净利润同比（%）	14.6%	34.5%	25.4%	23.0%
毛利率（%）	46.3%	46.8%	47.9%	49.0%
ROE（%）	11.5%	13.4%	14.3%	15.0%
每股收益（元）	0.57	0.77	0.96	1.19
P/E	78.91	57.51	45.85	37.28
P/B	9.07	7.69	6.58	5.59
EV/EBITDA	50.55	43.97	35.72	29.19

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3067	3700	4694	5901	营业收入	2542	3066	3726	4404
现金	1170	1320	1930	2734	营业成本	1364	1630	1940	2244
应收账款	1008	1235	1495	1765	营业税金及附加	26	32	38	45
其他应收款	15	34	42	45	销售费用	105	142	174	197
预付账款	37	48	58	66	管理费用	141	248	283	352
存货	493	696	812	925	财务费用	30	-55	-73	-106
其他流动资产	344	367	359	366	资产减值损失	-8	0	0	0
非流动资产	2958	3227	3410	3609	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	48	48	48	48	投资净收益	4	3	4	5
固定资产	1095	1333	1508	1693	营业利润	712	921	1183	1453
无形资产	134	152	157	165	营业外收入	13	14	15	16
其他非流动资产	1682	1694	1697	1704	营业外支出	9	5	6	7
资产总计	6025	6927	8104	9510	利润总额	715	930	1192	1462
流动负债	548	646	777	899	所得税	94	108	149	182
短期借款	0	0	0	0	净利润	621	822	1043	1280
应付账款	217	258	308	356	少数股东损益	47	50	75	89
其他流动负债	331	388	469	543	归属母公司净利润	574	772	968	1191
非流动负债	108	86	82	79	EBITDA	873	979	1189	1427
长期借款	0	-5	-10	-15	EPS (元)	0.57	0.77	0.96	1.19
其他非流动负债	108	91	92	94					
负债合计	656	731	859	978					
少数股东权益	374	424	499	588					
股本	1004	1004	1004	1004					
资本公积	1897	1902	1908	1915					
留存收益	2095	2866	3834	5025					
归属母公司股东权益	4995	5772	6746	7944					
负债和股东权益	6025	6927	8104	9510					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	2023E
经营活动现金流	772	579	910	1123	成长能力				
净利润	574	772	968	1191	营业收入	18.1%	20.6%	21.5%	18.2%
折旧摊销	128	154	133	138	营业利润	14.7%	29.4%	28.4%	22.8%
财务费用	12	0	0	-1	归属于母公司净利	14.6%	34.5%	25.4%	23.0%
投资损失	-4	-3	-4	-5	获利能力				
营运资金变动	-21	-385	-253	-281	毛利率 (%)	46.3%	46.8%	47.9%	49.0%
其他经营现金流	677	1198	1288	1552	净利率 (%)	22.6%	25.2%	26.0%	27.0%
投资活动现金流	-336	-411	-304	-323	ROE (%)	11.5%	13.4%	14.3%	15.0%
资本支出	-218	-414	-307	-328	ROIC (%)	12.0%	11.8%	12.8%	13.2%
长期投资	-18	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	-100	3	4	5	资产负债率 (%)	10.9%	10.6%	10.6%	10.3%
筹资活动现金流	451	-17	3	5	净负债比率 (%)	12.2%	11.8%	11.9%	11.5%
短期借款	-201	0	0	0	流动比率	5.60	5.73	6.04	6.56
长期借款	-36	-5	-5	-5	速动比率	4.62	4.57	4.91	5.45
普通股增加	40	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	786	5	6	7	总资产周转率	0.42	0.44	0.46	0.46
其他筹资现金流	-139	-17	2	3	应收账款周转率	2.52	2.48	2.49	2.49
现金净增加额	881	151	609	804	应付账款周转率	6.28	6.32	6.30	6.30

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益	0.57	0.77	0.96	1.19	P/E	78.91	57.51	45.85	37.28
每股经营现金流薄)	0.77	0.58	0.91	1.12	P/B	9.07	7.69	6.58	5.59
每股净资产	4.98	5.75	6.72	7.91	EV/EBITDA	50.55	43.97	35.72	29.19

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：刘万鹏，德克萨斯大学奥斯汀分校机械硕士，天津大学化工学士，2 年化工战略规划经验，4 年化工卖方研究经验；2019 年“金麒麟”化工行业新锐分析师第一名；2019 年“新财富”化工行业团队入围。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。