

## 奥士康 (002913.SZ)

## 产能兑现正当时，大排版方案扩大成本优势

2021年05月06日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

刘翔 (分析师)

林承瑜 (联系人)

liuxiang2@kysec.cn

linchengyu@kysec.cn

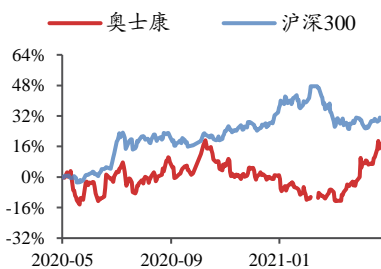
证书编号: S0790520070002

证书编号: S0790120080105

日期	2021/4/30
当前股价(元)	70.00
一年最高最低(元)	72.74/50.84
总市值(亿元)	111.21
流通市值(亿元)	90.18
总股本(亿股)	1.59
流通股本(亿股)	1.29
近3个月换手率(%)	31.32

● **公司产能释放兑现叠加大排版策略优化成本，首次覆盖，给予“买入”评级**  
 公司有望凭借成本优势消化新增产能，通过大排版等工艺流程优化等方式提升规模效应，从而以更低价格、更厚的盈利挤压竞争对手，在中低层数 PCB 领域实现市占率提升。我们预测公司 2021-2023 年营业收入分别为 40.4/56.2/66.2 亿元，归母净利润为 5.4/7.4/9.0 亿元，YoY+54.0%/38.0%/20.7%，EPS 为 3.39/4.67/5.64 元，当前股价对应 2021-2023 年公司 PE 为 20.7/15.0/12.4 倍。考虑到公司 2021-2022 年是产能兑现的大年，叠加 PCB 行业处于高景气状态，有望充分消化产能，首次覆盖给予“买入”评级。

### 股价走势图



数据来源: 贝格数据

### ● 公司步入产能兑现期，2021Q1 业绩高增长

2021Q1 大排版方案提升原厂产能带动营业收入及利润加速释放，2021Q1 单季度营业收入增速实现 8.9 亿元，YoY+82.1%，归母净利润达到 1.1 亿元，YoY+330.7%。公司 2021Q1 进入产能兑现期，公司对原有的 A1-A3 工厂、A5 工厂采用大排版方案，排版尺寸由 24\*28 英寸升级至 25\*43 英寸，单产线产出量增加，营业收入及利润加速释放。公司步入新一轮扩张期，2020 年公司资本开支达到 9.2 亿元，创历史新高，同比增速达到 121.6%，预计 2021 年将投放 A6、A8 工厂两厂的新建产能。

### ● 大排版策略提升效率，中低端产品凸显成本优势

公司在新一轮的扩张周期中，采用大排版的方案实现效率提升，从而实现成本改善。公司大排版方案的核心壁垒在于自制生产流程，并锁定了部分设备的设计方案。以 2020 年公司的成本测算，假设全部排版由 24\*28 英寸提升至 25\*43 英寸，对应单张产出面积由 0.42 平方米提升至 0.67 平方米，固定成本部分因产出增加对应制造费用提升 30-40%，测算 PCB 单位面积总成本将由 496.7 元/平方米降低至 452.1 元/平方米，毛利率将由 22.9% 提升至 29.9%，提升 7.0 pct。

● **风险提示:** 公司产能消化不及预期、行业竞争加剧导致公司产品价格下滑、公司成本改善不及预期、PCB 行业需求低迷。

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,276	2,911	4,042	5,616	6,622
YOY(%)	1.8	27.9	38.9	38.9	17.9
归母净利润(百万元)	268	349	538	742	896
YOY(%)	12.0	30.6	54.0	38.0	20.7
毛利率(%)	26.8	25.3	27.4	28.4	28.4
净利率(%)	11.8	12.0	13.3	13.2	13.5
ROE(%)	11.0	12.7	17.3	20.3	20.5
EPS(摊薄/元)	1.68	2.20	3.39	4.67	5.64
P/E(倍)	41.6	31.8	20.7	15.0	12.4
P/B(倍)	4.6	4.0	3.6	3.0	2.5

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

## 目 录

1、 公司步入产能兑现期，2021Q1 业绩高增长.....	3
2、 大排版策略提升效率，中低端产品凸显成本优势.....	6
3、 盈利预测与投资建议.....	7
3.1、 核心假设.....	7
3.2、 盈利预测与估值.....	8
4、 风险提示.....	9
附： 财务预测摘要.....	10

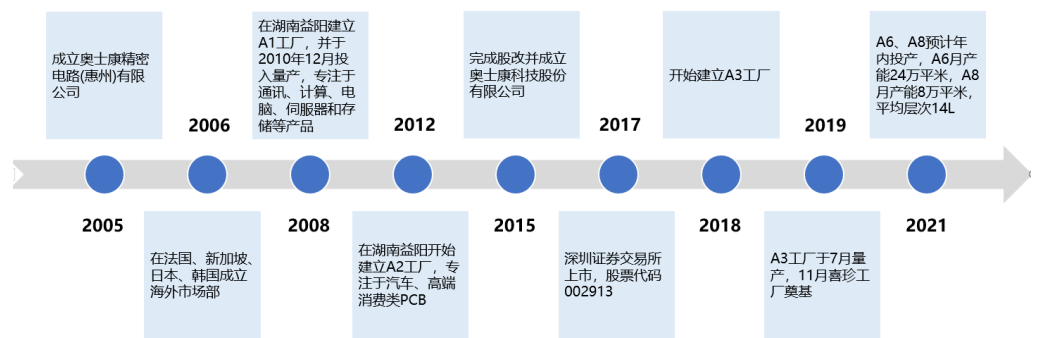
## 图表目录

图 1： 公司形成一地设计、两地制造的布局.....	3
图 2： 贺波与程涌是公司的实际控制人.....	3
图 3： 2017-2020 年公司营业收入复合增速 18.8%.....	4
图 4： 2017-2020 年公司归母净利润复合增速 11.6%.....	4
图 5： 2021Q1 公司单季度毛利率 26.2%.....	4
图 6： 2021Q1 公司单季度净利率 12.2%.....	4
图 7： 2020 年公司 ROE（加权）攀升至 13.5%.....	5
图 8： 2020 年公司资本开支同比增速达到 121.6%.....	5
图 9： 2020 年公司四层板及以上板营业收入占比 80.5%.....	5
图 10： 2020 年公司四层板及以上板毛利率占比 21.7%.....	5
图 11： 公司消费电子类产品占比下降.....	6
图 12： 2020 年公司前五大客户集中度下降至 25.3%.....	6
图 13： 公司 2020 年 PCB 平均销售单价回升.....	6
图 14： 2020 年 PCB 上市公司合计资本开支加速.....	7
图 15： 公司平均单价提升幅度小于其他厂商.....	7
表 1： 全部采用大拼版方案情况预计毛利率将提升 7.0 pct.....	7
表 2： PCB 行业上市公司估值情况：公司 2022-2023 年 PE 估值低于可比公司平均.....	8

## 1、公司步入产能兑现期，2021Q1 业绩高增长

公司成立于 2005 年，目前正处于新一轮扩张周期。2005 年，奥士康精密电路(惠州)有限公司成立，公司形成“一地设计、两地制造、全球服务”的经营格局，2017Q4 于深圳证交所上市。主要厂房兴建在湖南益阳、广东肇庆喜珍。湖南益阳 A1 工厂成立于 2010 年投产，主要面向通讯、计算机、电脑、服务器和存储等产品；益阳 A2 工厂建于 2012 年，面向汽车、高端类 PCB；2018 年建立 A3 工厂，2019 年 7 月量产；2019 年 11 月建立广东喜珍工厂。公司预计 2021 年投产 A6、A8 工厂，目前已经封顶，其中 A6 工厂月产能 24 万平米，A8 工厂单月产能 8 万平米，平均层次将达到 14 层。

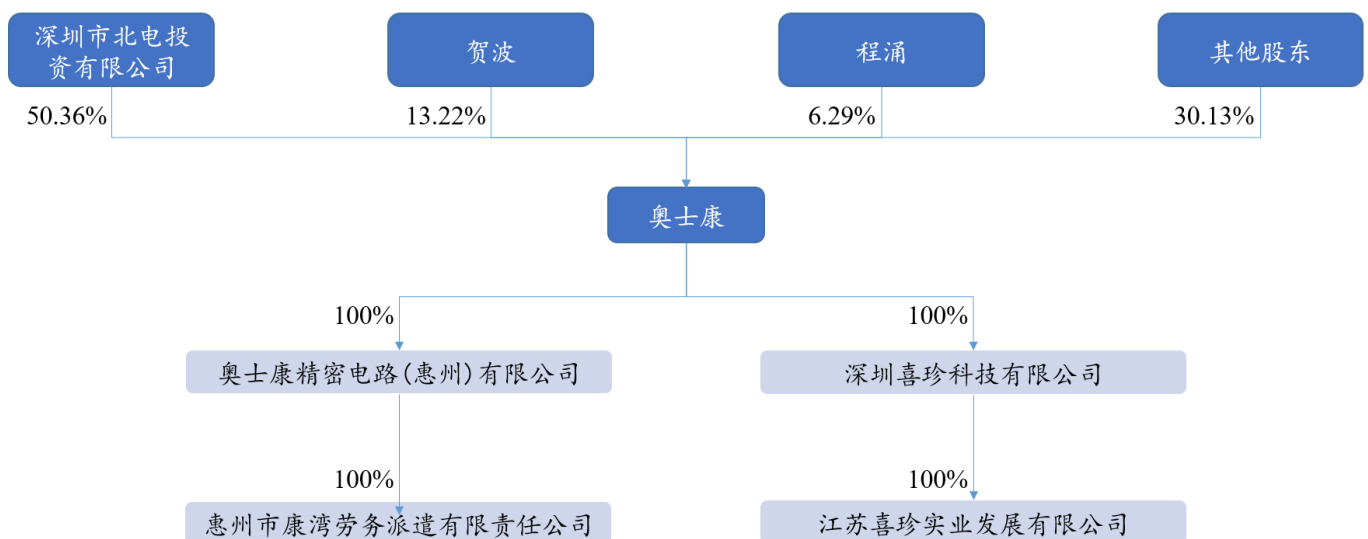
图1：公司形成一地设计、两地制造的布局



资料来源：公司官网、开源证券研究所

贺波、程涌为公司的实际控制人，两人为夫妻关系。贺波、程涌分别持有深圳市北电投资有限公司 60% 和 40%，直接持有奥士康科技股份有限公司 54.1% 股权，且分别单独持有奥士康 13.2%、6.3% 的股份。

图2：贺波与程涌是公司的实际控制人

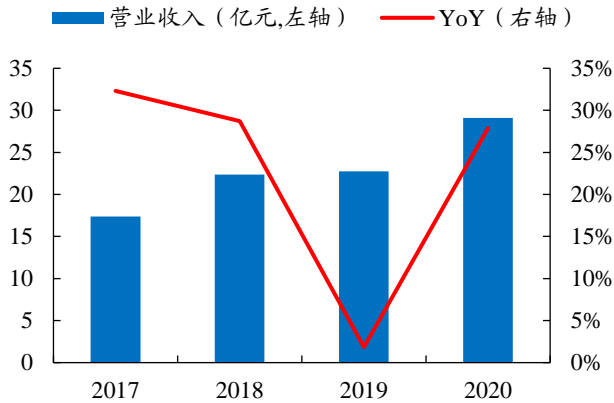


资料来源：公司公告、开源证券研究所

2017-2020 年公司维持稳健增长，2021Q1 大排板方案提升原厂产能带动单季度营收实现高增长。公司营业收入由 2017 年的 17.4 亿元增长至 2020 年的 29.1 亿元，年复

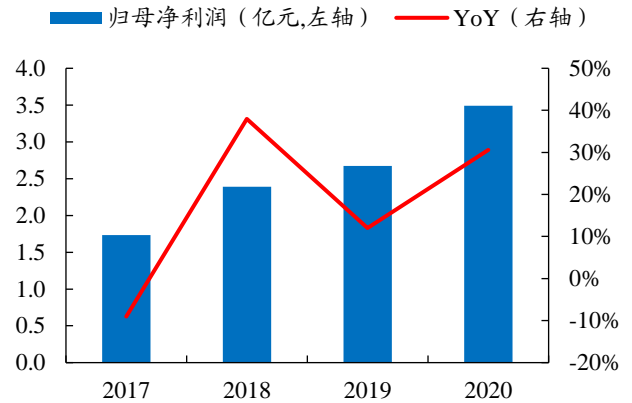
合增速为 18.8%，归母净利润由 2017 年的 1.7 亿元增长至 2020 年的 3.5 亿元，增速为 11.6%。公司 2021Q1 进入产能兑现期，公司对原有的 A1-A3 工厂、A5 工厂采用大排版方案，排版尺寸由 24\*28 升级至 25\*43，单产线产出量增加，营业收入及利润加速释放，2021Q1 单季度营业收入增速实现 8.9 亿元，YoY+82.1%，归母净利润达到 1.1 亿元，YoY+330.7%。

图3: 2017-2020 年公司营业收入复合增速 18.8%



数据来源: Wind、开源证券研究所

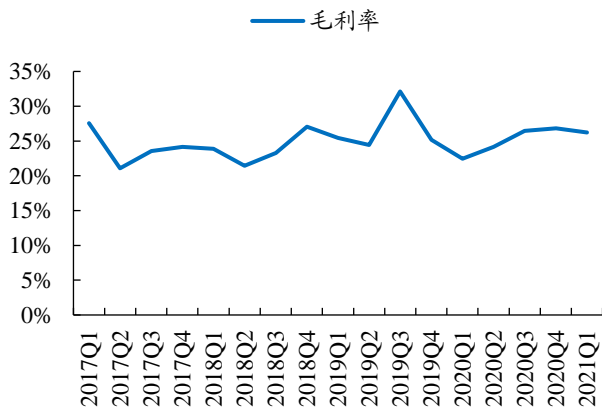
图4: 2017-2020 年公司归母净利润复合增速 11.6%



数据来源: Wind、开源证券研究所

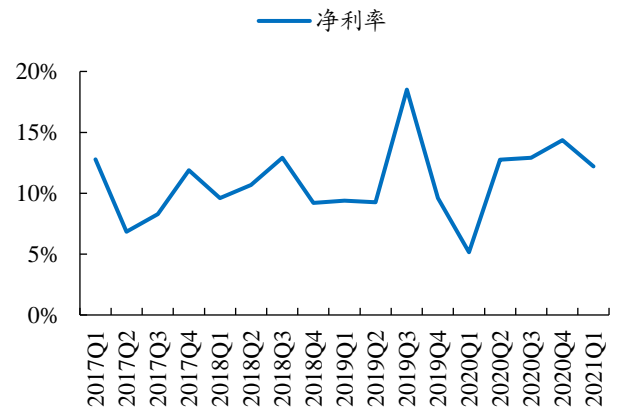
大排版方案提升产能，带动经营效益提升。PCB 行业下游需求于 2020H2 开始回暖，带动公司产能利用率提升，毛利率进入上升通道。因覆铜原材料价格上涨承压，2021Q1 单季度毛利率 26.2%，环比 2020Q4 的 26.8% 小幅下降 0.5 pct。

图5: 2021Q1 公司单季度毛利率 26.2%



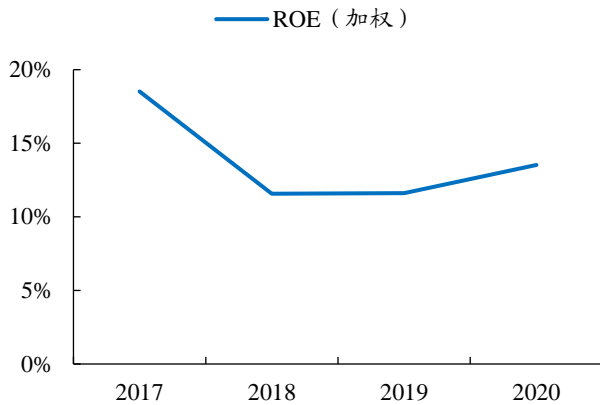
数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: 2021Q1 公司单季度净利率 12.2%

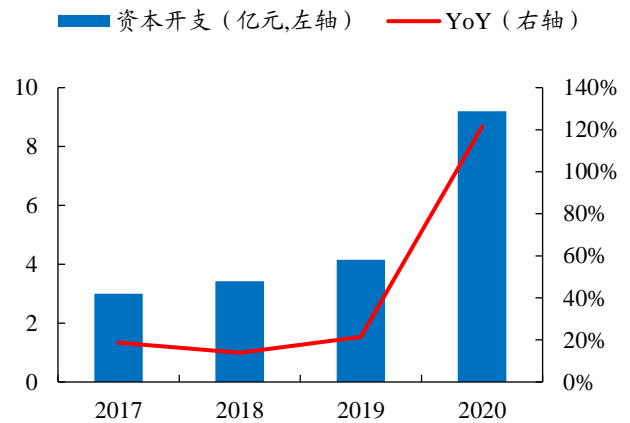


数据来源: Wind、开源证券研究所

公司 2020 年 ROE 稳中有升，资本开支进入高速扩张期。公司资产负债率由 2019 年的 31.6% 上升至 2020 年的 38.1%，资产周转率由 2019 年的 0.68 攀升至 2020 年的 0.73，带动加权 ROE 由 2019 年的 11.6% 上升至 2020 年的 13.5%，提升 1.9 pct。公司步入新一轮扩张期，2020 年公司资本开支达到 9.2 亿元，创历史新高，同比增速达到 121.6%，预计 2021 年将投放 A6、A8 工厂两厂的新建产能。

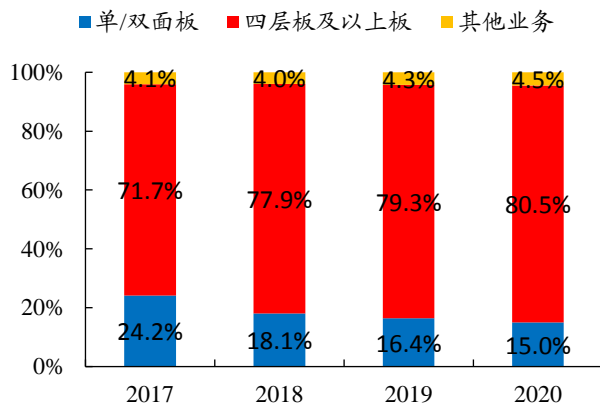
**图7: 2020 年公司 ROE (加权) 攀升至 13.5%**


数据来源: Wind、开源证券研究所

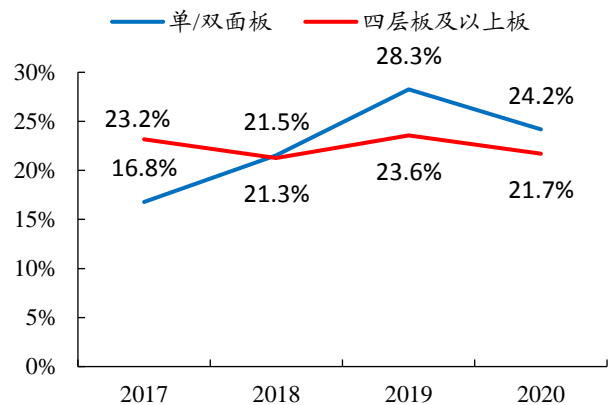
**图8: 2020 年公司资本开支同比增速达到 121.6%**


数据来源: Wind、开源证券研究所

公司以 2-16 层板为主业, 下游应用以消费电子为主, 逐步切向高端领域。从产品层数看, 2020 年公司单双面板营业收入占比由 2019 年的 16.4% 降低至 15.0%, 维持下降趋势。毛利率方面, 公司通过成本优化实现经营效益改善, 单/双面板产品面临激烈的市场竞争, 而公司的毛利率仍能实现增长, 而 2020 年覆铜板材料成本上升, 对公司的毛利率产生压制, 导致单/双面板毛利率由 2019 年的 28.3% 下降至 24.2%, 四层板及以上板的毛利率由 23.6% 下降至 21.7%, 预计未来原材料价格平稳, 公司采用大排版方案实现效率改善后, 毛利率仍能延续稳中有升的态势。

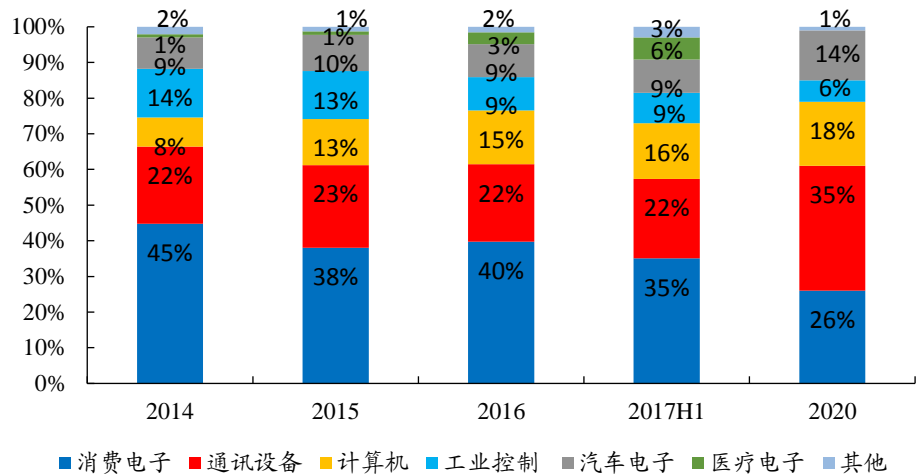
**图9: 2020 年公司四层板及以上板营业收入占比 80.5%**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图10: 2020 年公司四层板及以上板毛利率占比 21.7%**


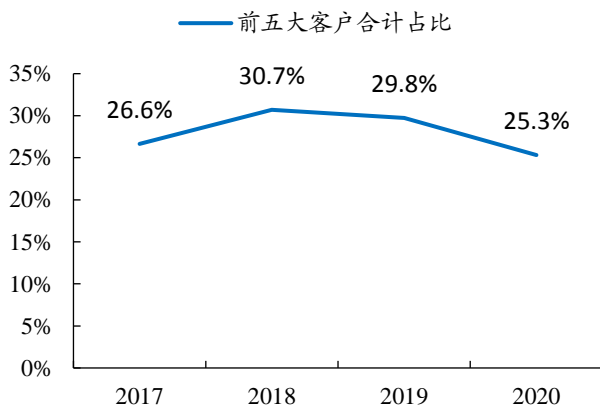
数据来源: Wind、开源证券研究所

从应用领域看, 公司消费电子应用下降而其他领域的产品占比提升。2017H1 公司消费电子收入占比为 35% 下降至 2020 年的 26%。公司产品结构亦开始向通讯网络、伺服器 (云计算)、汽车电子及 HDI 等高附加值产品推进, 2020 年公司通讯设备板占比达到 35%, 计算机产品占比提升至 18%, 汽车电子产品达到 14%。

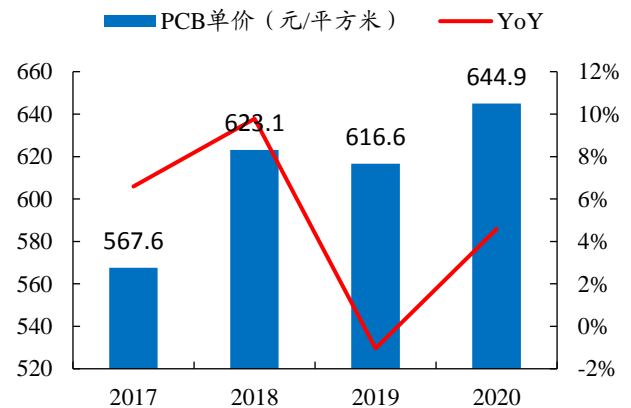
**图11: 公司消费电子类产品占比下降**


数据来源: 公司官网、公司公告、开源证券研究所

公司产品步入多样化, 前五大供应商集中度及前五大客户集中度下降。公司前五大供应商集中度由 2019 年的 37.0% 下降至 2020 年的 34.0%, 公司前五大客户集中度由 2019 年的 29.8% 下降至 2020 年的 25.3%。平均单价方面, PCB 层数提升带动 PCB 单价由 2019 年的 616.6 元/平方米提升至 2020 年的 644.9 元/平方米。

**图12: 2020 年公司前五大客户集中度下降至 25.3%**


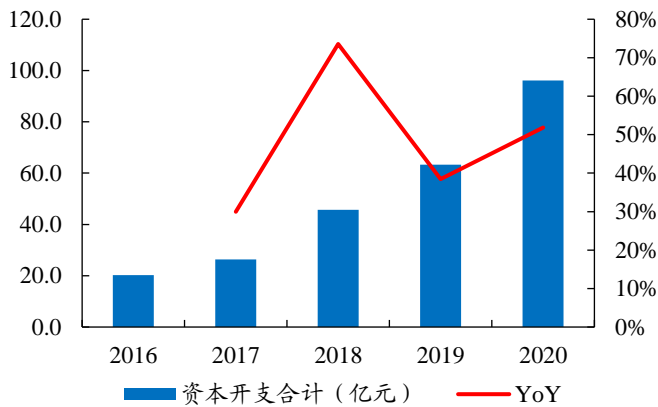
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**图13: 公司 2020 年 PCB 平均销售单价回升**


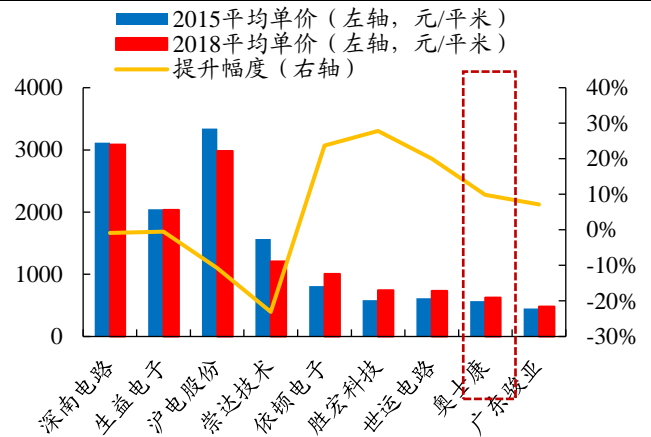
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

## 2、大排版策略提升效率, 中低端产品凸显成本优势

2020 年厂商资本开支恢复增长, 公司有望凭借成本优势脱颖而出。我们汇总统计 10 家上市硬板 PCB 公司, 2020 年资本开支合计值达到 96.2 亿元, 同比 2019 年增长 51.9%, 超过 2017 年的 30.0%。在 2015-2018 年 PCB 硬板厂商扩张周期中, 公司平均单价增幅处于行业中游, 由 2015 年的 567 元/平方米提升至 2018 年的 623 元/平方米, 提升幅度达到 10%, 而行业同期的平均单价由 1455 元/平方米下降至 1434 元/平方米, 公司在激烈的竞争中脱颖而出, 并实现平均单价的提升。2020 年 PCB 厂商扩产增速再度加码, 本轮宏观经济复苏的背景下, 驱动 PCB 需求修复, 同时下游以 PC、家电、汽车、工控为代表的需求, 产品以 4-8 层 PCB 产品为主, 与公司多层硬板产能匹配。

**图14: 2020年PCB上市公司合计资本开支加速**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**图15: 公司平均单价提升幅度小于其他厂商**


数据来源: Wind、开源证券研究所

公司在新一轮的扩张周期中,采用大排版的方案实现效率提升,从而实现成本改善。以2020年公司的成本测算,假设全部排版由24\*28英寸提升至25\*43英寸,对应单张产出面积由0.42平方米提升至0.67平方米,固定成本部分因产出增加对应制造费用提升30-40%,测算PCB单位面积总成本将由496.7元/平方米降低至452.1元/平方米,毛利率将由22.9%提升至29.9%。公司大排版方案的核心壁垒在于自制生产流程,并锁定了部分设备的设计方案。

**表1: 全部采用大排版方案情况预计毛利率将提升7.0 pct**

	2019	2020	大排版方案测算
<b>直接材料成本</b>	<b>105493.2</b>	<b>137518.2</b>	<b>219988.2</b>
销量 (万平方米)	353.3	431.3	690.0
<b>单位材料成本 (元/平方米)</b>	<b>298.6</b>	<b>318.8</b>	<b>318.8</b>
单张面积 (平方米)	0.42	0.42	0.67
批次 (万次)	841.2	1026.9	1026.9
直接人工 (万元)	25618.4	33311.9	33311.9
制造费用 (万元)	33655.2	43416.7	58612.5
<b>单位面积固定成本 (万元)</b>	<b>167.8</b>	<b>177.9</b>	<b>133.2</b>
<b>单位面积总成本 (元/平方米)</b>	<b>466.4</b>	<b>496.7</b>	<b>452.1</b>
平均单价 (元)	616.6	644.7	644.7
<b>毛利率</b>	<b>24.4%</b>	<b>22.9%</b>	<b>29.9%</b>

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

### 3、盈利预测与投资建议

#### 3.1、核心假设

公司以生产流程改善打造成本优势,消化新建产能。设立A1-A3湖南工厂,公司预计2021年投产A6、A8工厂,目前已经封顶。核心假设如下:

(1) 预计公司 2021-2023 年公司产能分别为 720/768/864 万平米，产能利用率分别为 80%/85%/80%；

(2) 预计公司 2021-2023 年 PCB 平均单价为 677/711/746 元/平米，综合毛利率分别为 27.4%/28.4%/28.4%。

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万)	2235	2276	2911	4042	5616	6621
PCB 业务收入	2145	2179	2780	3899	5459	6448
产能 (万平米)	350	360	450	720	768	864
产能利用率	100%	100%	98%	80%	85%	80%
销量 (万平米)	344	353	431	576	652.8	691.2
平均单价 (元/平米)	623.1	616.6	644.7	676.9	710.8	746.3
YoY	9.8%	-1.0%	4.5%	5.0%	5.0%	5.0%
其他业务收入	89.8	97.5	130	143	158	173

数据来源: Wind、开源证券研究所

### 3.2、盈利预测与估值

公司有望凭借成本优势消化新增产能，通过大拼版等工艺流程优化等方式提升规模效应，从而以更低价格、更厚的盈利挤压竞争对手，在中低层数 PCB 领域实现市占率提升。

我们预测公司 2021-2023 年营业收入分别为 40.4/56.2/66.2 亿元，YoY+38.9%/38.9%/17.9%，归母净利润为 5.4/7.4/9.0 亿元，YoY+54.0%/38.0%/20.7%，EPS 为 3.39/4.67/5.64 元，当前股价对应 2021-2023 年公司 PE 为 20.7/15.0/12.4 倍，PB 为 3.5/3.0/2.5 倍。选取 PCB 产业链相关公司深南电路 (002916.SZ)、胜宏科技 (300476.SZ)、沪电股份 (002463.SZ) 作为可比公司，公司增速高于 A 股可比公司 2021-2023 年的 31.3%/30.7%/19.2%，公司 2022-2023 年 PE 低于可比公司平均 PE 15.6/13.1 倍，考虑到公司 2021-2022 年是产能兑现的大年，叠加行业处于高景气状态，有望充分消化产能，首次覆盖给予“买入”评级。

表2: PCB 行业上市公司估值情况: 公司 2022-2023 年 PE 估值低于可比公司平均

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	归母净利润增速 (%)				PE (倍)				EPS			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
002916	深南电路	79.38	16.0%	21.6%	19.6%	18.5%	27.2	22.4	18.7	15.8	2.92	3.55	4.25	5.04
300476	胜宏科技	23.27	12.1%	60.9%	53.1%	28.1%	34.7	21.7	14.2	11.0	0.67	1.07	1.64	2.11
002463	沪电股份	14.48	11.3%	11.3%	19.5%	11.0%	18.6	16.6	13.9	12.6	0.78	0.87	1.04	1.15
<b>A 股平均</b>			<b>13.1%</b>	<b>31.3%</b>	<b>30.7%</b>	<b>19.2%</b>	<b>26.8</b>	<b>20.3</b>	<b>15.6</b>	<b>13.1</b>				
002913	奥士康	15.54	30.6%	54.0%	38.0%	20.7%	31.4	20.7	15.0	12.4	2.20	3.39	4.67	5.64

数据来源: Wind、开源证券研究所 (收盘价日期为 2021/4/30)



#### 4、风险提示

公司产能消化不及预期;

行业竞争加剧导致公司产品价格下滑;

公司成本改善不及预期;

PCB 行业需求低迷。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	2259	2272	2604	3523	3739
现金	267	268	170	236	476
应收票据及应收账款	663	978	1301	1866	1867
其他应收款	5	15	12	25	19
预付账款	15	25	30	47	44
存货	290	438	544	802	786
其他流动资产	1021	547	547	547	547
<b>非流动资产</b>	1300	2178	2599	3189	3438
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1069	1581	2021	2603	2846
无形资产	96	163	186	212	244
其他非流动资产	135	434	392	375	348
<b>资产总计</b>	3559	4450	5203	6712	7177
<b>流动负债</b>	1085	1651	2039	2997	2757
短期借款	80	130	170	333	130
应付票据及应付账款	824	1294	1566	2353	2267
其他流动负债	181	226	304	310	360
<b>非流动负债</b>	40	47	47	47	47
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	40	47	47	47	47
<b>负债合计</b>	1125	1697	2086	3044	2803
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	148	148	159	159	159
资本公积	1496	1510	1510	1510	1510
留存收益	854	1129	1398	1769	2217
<b>归属母公司股东权益</b>	2434	2753	3117	3669	4374
负债和股东权益	3559	4450	5203	6712	7177

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	509	338	617	941	1178
净利润	268	349	538	742	896
折旧摊销	124	165	188	255	320
财务费用	-7	34	17	48	21
投资损失	-26	-41	-40	-40	-40
营运资金变动	120	-175	-82	-59	-13
其他经营现金流	31	6	-4	-5	-6
<b>投资活动现金流</b>	-399	-383	-564	-800	-522
资本支出	415	920	420	590	249
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	17	536	-143	-210	-274
<b>筹资活动现金流</b>	-24	71	-191	-239	-211
短期借款	30	50	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	1	-0	11	0	0
资本公积增加	52	15	0	0	0
其他筹资现金流	-106	6	-202	-239	-211
<b>现金净增加额</b>	87	18	-138	-98	444

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	2276	2911	4042	5616	6622
营业成本	1665	2174	2935	4021	4741
营业税金及附加	19	21	31	42	50
营业费用	102	88	161	219	254
管理费用	146	123	219	289	351
研发费用	89	127	123	214	251
财务费用	-7	34	17	48	21
资产减值损失	-5	-8	0	0	0
其他收益	10	22	0	0	0
公允价值变动收益	4	11	4	5	6
投资净收益	26	41	40	40	40
资产处置收益	2	-9	0	0	0
<b>营业利润</b>	301	387	601	828	999
营业外收入	2	8	3	3	4
营业外支出	2	4	4	3	3
<b>利润总额</b>	301	391	600	828	1000
所得税	33	41	62	86	104
<b>净利润</b>	268	349	538	742	896
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	268	349	538	742	896
EBITDA	421	556	790	1092	1323
EPS(元)	1.68	2.20	3.39	4.67	5.64

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	1.8	27.9	38.9	38.9	17.9
营业利润(%)	7.4	28.8	55.2	37.9	20.6
归属于母公司净利润(%)	12.0	30.6	54.0	38.0	20.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	26.8	25.3	27.4	28.4	28.4
净利率(%)	11.8	12.0	13.3	13.2	13.5
ROE(%)	11.0	12.7	17.3	20.3	20.5
ROIC(%)	10.4	11.9	16.3	18.6	19.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	31.6	38.1	40.1	45.3	39.1
净负债比率(%)	-6.1	-3.4	1.4	3.9	-6.9
流动比率	2.1	1.4	1.3	1.2	1.4
速动比率	1.6	1.0	0.9	0.8	1.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0
应收账款周转率	3.1	3.5	3.5	3.5	3.5
应付账款周转率	2.2	2.1	2.1	2.1	2.1
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.68	2.20	3.39	4.67	5.64
每股经营现金流(最新摊薄)	3.21	2.13	3.88	5.93	7.41
每股净资产(最新摊薄)	15.32	17.33	19.55	23.02	27.46
<b>估值比率</b>					
P/E	41.6	31.8	20.7	15.0	12.4
P/B	4.6	4.0	3.6	3.0	2.5
EV/EBITDA	24.0	19.2	13.7	10.0	7.9

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