

博威合金 (601137.SH) 新材料整体表现亮眼, 半年报受新能源业务拖累

2021年08月22日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

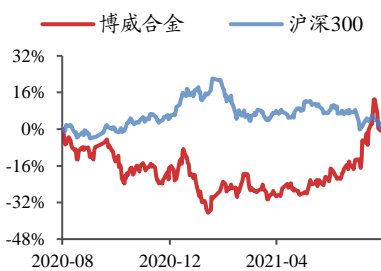
赖福洋 (分析师)

laifuyang@kysec.cn

证书编号: S0790520100002

日期	2021/8/20
当前股价(元)	14.33
一年最高最低(元)	16.56/9.10
总市值(亿元)	113.21
流通市值(亿元)	103.18
总股本(亿股)	7.90
流通股本(亿股)	7.20
近3个月换手率(%)	123.13

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-一季度业绩表现平稳》-2021.4.19

《公司信息更新报告-疫情受挫业绩低于预期, 蛰伏蓄力只待再攀高峰》-2021.4.14

《公司首次覆盖报告-快速扩张的高端铜合金稀缺龙头》-2021.2.23

● 新材料整体表现亮眼, 2021H1 业绩受光伏板块拖累

公司发布 2021 年半年度业绩公告, 实现营收 49.72 亿元, YoY+29.3%; 归母净利润 1.63 亿元, YoY-35.4%。2021Q2 单季营收 28.72 亿元, YoY/QoQ 分别 +50.1%/-66.7%; 归母净利润 0.45 万元, YoY/QoQ-66.7%/-61.5%。光伏板块仍受海运运费等成本端因素扰动而出现亏损, 但新材料主业产销量增长较为强劲, 完成全年销售目标可期。我们下调 2021 年盈利预测, 预计 2021-2023 年归母净利润为 3.84 (-1.89) /6.75 (+0.04) /8.26 (-0.04) 亿元, EPS 分别为 0.49/0.85/1.05 元, 当前股价对应 PE 分别为 29.5/16.8/13.7 倍, 考虑到新能源业务非公司发力的主要方向并且扰动偏短期, 基于看好其新材料业务的成长性, 维持“买入”评级。

● 半导体芯片+新能源汽车等旺盛需求, 新材料业务表现较为亮眼

2021 年上半年, 在海外疫情反复扰动之下, 铜合金各类产品经营状况仍表现优异。**销量整体表现亮眼:** 新材料 (含精密细丝) 业务总销量达 9.24 万吨, 销量目标达成率达 47%, 其中棒材/线材/带材/精密细丝分别为 48%/51%/38%/51%; **新材料吨盈利稳步提升:** 上半年铜价大涨导致利润增速明显低于收入增速, 但仍强于销量增速, 反映了其吨盈利处于稳步提升态势, 这主要得益于半导体芯片材料和新能源汽车连接器等旺盛需求推动其销量大增, 并且产品内部结构优化抬升产品盈利中枢, 棒线材等合金产品吨毛利都有不同程度提升。展望下半年, 在下游需求增长强力加持下, 高强高导等合金材料需求预计进一步提升, 公司产品结构升级有望持续推进。

● 新能源板块业绩受困于运费及原料成本抬升, 下半年有望缓解

光伏交付产品均为 2020 年锁价订单, 但交付时海运运费高升, 已同比上涨 200% 以上, 整体上出工不出量。尽管电站业务盈利稳定, 但加之美国对双面电池征收 18% 关税、硅料成本大幅抬升以及东南亚疫情等影响, 光伏板块仍然亏损较大。公司目前正积极开拓销售渠道, 有望缓解原料及运费涨价所带来的成本端压力。

● 风险提示: 新材料产品销量不及预期、海运运费抬升、海外疫情反复等。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	7,592	7,589	10,736	13,732	16,279
YOY(%)	4.0	-0.0	41.5	27.9	18.6
归母净利润(百万元)	440	429	384	675	826
YOY(%)	11.0	-2.5	-10.5	75.8	22.5
毛利率(%)	15.9	17.1	13.8	14.5	14.4
净利率(%)	5.8	5.7	3.6	4.9	5.1
ROE(%)	11.8	8.3	7.1	11.3	12.4
EPS(摊薄/元)	0.56	0.54	0.49	0.85	1.05
P/E(倍)	25.7	26.4	29.5	16.8	13.7
P/B(倍)	3.0	2.2	2.1	1.9	1.7

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、 新材料业务增长强劲，新能源板块亏损拖累业绩整体表现.....	3
1.1、 新材料整体销量目标完成率为 47%，整体符合预期.....	3
1.2、 新能源业务亏损，海运费、原材料等成本端大幅抬升是主因.....	4
1.3、 财务费用增长较大，经营性现金流短期承压.....	5
2、 新材料业务在建项目加速推进，高端合金材料需求旺盛.....	5
2.1、 全年销量有望接近目标预期，全力推进在建项目投产进度.....	5
2.2、 高端铜合金市场驶入发展快车道.....	7
3、 新能源业务下半年有望逐步恢复，最差阶段已然过去.....	7
4、 盈利预测与投资建议.....	8
5、 风险提示.....	8
附： 财务预测摘要.....	9

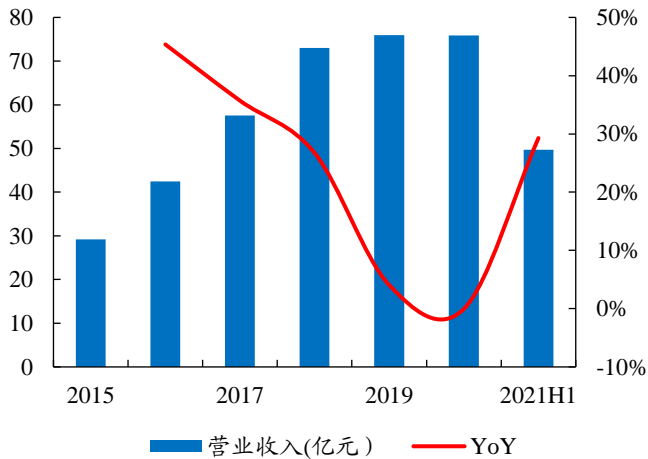
图表目录

图 1： 2021H1 公司营收同比增长 29.3%.....	3
图 2： 2021H1 公司盈利表现受新能源业务拖累低于预期.....	3
图 3： 2021H1 新材料业务贡献绝大多数业绩.....	3
图 4： 2020 年以来国际海运费价格大幅上涨.....	5
图 5： 2021H1 期间费用率平稳，销售费率提升受海运费影响较大.....	5
图 6： 2021H1 经营性现金流下滑同比下滑明显.....	5
图 7： 2021 年全球芯片出货量同比有望大增 21%.....	7
图 8： 我国新能源汽车用连接器市场有望快速发展.....	7
表 1： 2021H1 新材料业务销售目标达成率情况.....	4
表 2： 预计全年新材料业务销量目标完成率达 96%.....	6
表 3： 公司 2021 年度销量目标 19.8 万吨，相较 2020 年实际销量同比增长 27.7%.....	6
表 4： 公司未来各类新材料产品新建产能投放情况测算.....	6

1、新材料业务增长强劲，新能源板块亏损拖累业绩整体表现

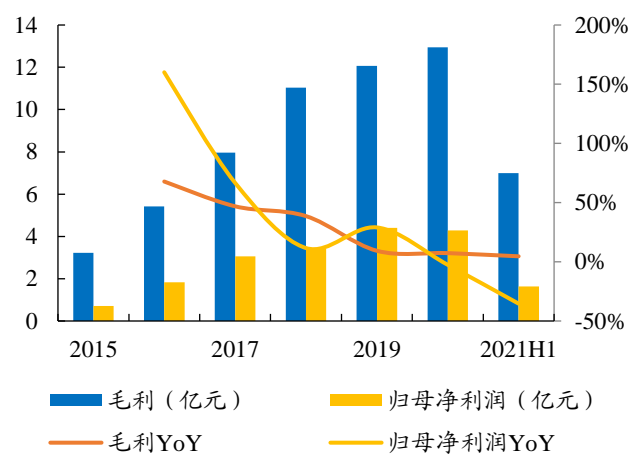
2021年上半年公司实现营业收入49.72亿元，同比增长29.3%，归母净利润1.63亿元，同比下滑35.4%。由于新能源业务上半年受海运、成本端抬升等因素影响，收入、利润均表现欠佳，低于我们预期，其净利润亏损3962万元，从而拖累了整个上半年的业绩表现。从结构上看，新材料业务整体表现较好，贡献了上半年绝大多数业绩，收入占比在主营业务中达95%。

图1：2021H1 公司营收同比增长 29.3%



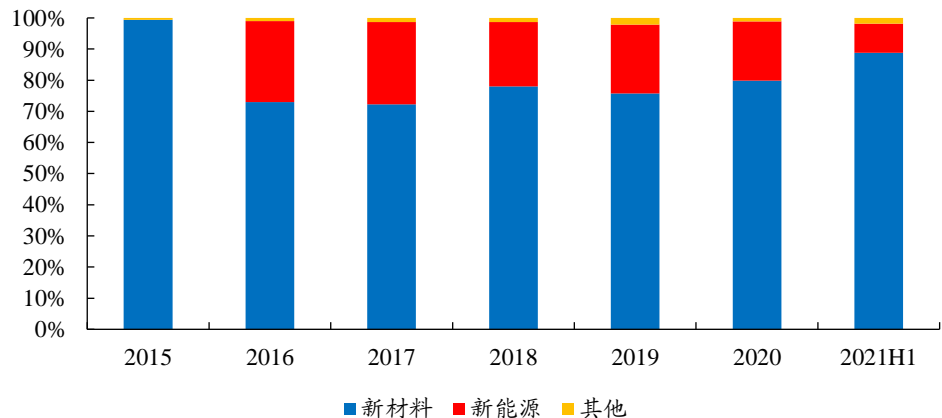
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2021H1 公司盈利表现受新能源业务拖累低于预期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2021H1 新材料业务贡献绝大多数业绩



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1、新材料整体销量目标完成率为 47%，整体符合预期

新材料业务 2021 年全年销售目标整体为 19.8 万吨，其中合金棒材/线材/带材/精密细丝分别为 9.5/2.8/4.5/3.0 万吨，2021H1 实际销量分别为 4.57/1.42/1.71/1.54 万吨，达成率分别为 48.1%/50.7%/38.0%/51.3%，整体目标完成率为 47%，符合预期。其中，棒材、带材不及销量目标预期。而受益于产品结构优化升级，2021H1 铜合金材料和精密细丝的营收分别为 35.45/8.72 亿元，同比增长 59.5%/52.3%；净利润分别为 1.54/0.49 亿元，同比增长 32.44%/13.06%。

- **铜合金材料：利润增速高于销量增速，吨盈利稳步提升。**上半年公司铜合金材料净利润增速低于其收入增速，主要是由于年初至今的铜价大幅上涨所致，实际上其净利润增速明显高于销量增速，上半年其吨盈利稳步提升才是盈利能力的真实体现。而公司新材料业绩增长则受益于铜合金下游需求旺盛，特别是在半导体芯片、新能源汽车等高景气赛道的推动下，用于半导体芯片封装用引线框架、高强高导材料、新能源汽车/国防用连接器以及充电桩专用材料等产品的需求强劲，推动整体销量大幅上升。其中，棒线材业务产品内部结构进一步优化升级，吨盈利提升明显。板带材持续向高精尖方向发展，但由于海外疫情扰动下大量国外设备调试等进展较慢、汽车行业定价模式（前月/季度均价定价）导致涨价周期下原料损失较大以及开拓市场初期运营成本较高，板带材净利润增速弱于销量增速，但板带材真实需求本身仍然向好，产品本身吨盈利能力没有降低。
- **精密细丝：精密细丝市场需求向上，整体销量超额完成上半年进度，但越南生产基地受当地疫情影响停工 2 月左右，使得成本支出较大，并且影响了在越的高附加值产品出货量，综合导致了净利润增长只有 13.06%，低于其销量增速。**

表1: 2021H1 新材料业务销售目标达成率情况

产品类型	棒材	线材	带材	精密细丝	合计
2021 全年目标销量 (吨)	95000	28000	45000	30000	198000
2021 年实际销量 (吨)	45710	14817	17113	15391	92401
目标达成率	48.12%	50.67%	38.03%	51.30%	46.67%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、新能源业务亏损，海运费、原材料等成本端大幅抬升是主因

2021H1 新能源业务销量为 180MW，与全年目标 800MW 相差较大，目标达成率仅为 22.5%，实现营收 4.64 亿元，净利润亏损 3962 万元，同比减少 142.7%，尽管电站盈利稳定（年贡献净利润 5000 万左右），但录得亏损仍然较大，主要原因主要有 4 方面因素：

- (1) 上半年订单实际上均为 2020 年锁价订单，在交付过程中由于海运费同比大幅上涨，涨价致使产品销售出现较大亏损；
- (2) 美国对销往美国市场的双面电池征收 18% 的关税，部分订单造成了一定的关税损失；
- (3) 硅料等原材料成本大幅上涨对电池组件产品利润的挤压；
- (4) 越南基地因为疫情原因致使新能源业务停工 2 个月左右，运营成本和防护费用增加明显。

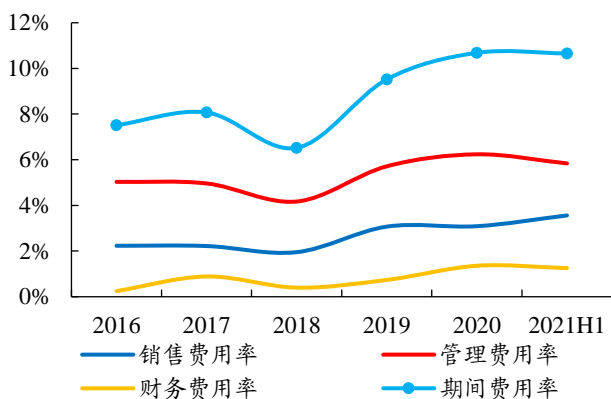
图4：2020年以来国际海运费价格大幅上涨


数据来源：Wind、开源证券研究所

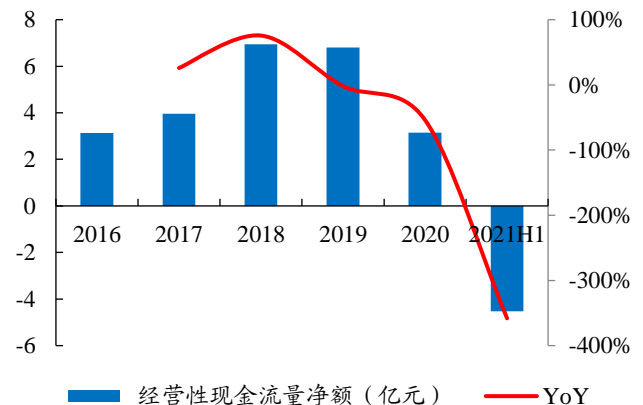
1.3、财务费用增长较大，经营性现金流短期承压

2021H1 公司期间费用率为 10.7%，2020H1 为 10.6%，整体平稳。销售费用/管理费用(含研发)/财务费用分别为 1.77/2.9/0.62 亿元，同比增长 24.6%/28.5%/63.5%。其中，财务费用增速较高，主要系原材料涨价导致营运资金增加，从而增加相关贷款；销售费用率略有抬头，主要是由短期海运费大幅上涨所致。

2021H1 经营性现金流为-4.53 亿元，2020H1 为 1.73 亿元，同比下滑明显，相较于过去良好表现，上半年其大幅下滑主要系上半年原材料大幅涨价导致的应收账款和存货等所需营运资金增加导致，上半年应收账款增加 3.16 亿，存货增加 6.88 亿。

图5：2021H1 期间费用率平稳，销售费率提升受海运费影响较大


数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2021H1 经营性现金流下滑同比下滑明显


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、新材料业务在建项目加速推进，高端合金材料需求旺盛

2.1、全年销量有望接近目标预期，全力推进在建项目投产进度

全年新材料销量目标有望接近目标值。下半年铜合金材料销量一般高于上半年销量，在当前下游需求火热背景下，线材/精密细丝销量目标有望完成，棒材销量或接近目标销量，而板带材方面，我们考虑到设备调试和新增 8000 吨高端产能的爬坡情况，预计目标达成率约 80%，全年整体销量完成率达 96%。

表2: 预计全年新材料业务销量目标完成率达 96%

产品类型	棒材	线材	带材	精密细丝	合计
2021 全年目标销量 (吨)	95000	28000	45000	30000	198000
2021 全年预测销量 (吨)	94800	28000	36100	30900	187300
目标达成率	100%	100%	80%	103%	96%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

全力以赴推进在建项目，新建产能节奏投放清晰。目前公司正积极推进新材料业务在建项目进度，以期早日投产落地。(1) **5 万吨特殊合金带材项目**目前大部分设备已经入试产阶段，该项目是公司未来核心看点，承载了公司核心工艺技术及数字化管理体系，未来有望强化公司在国际市场的竞争地位。(2) **6700 吨铝焊丝项目**: 一期项目建设已完成，目前已进入试产试销阶段，产品开发聚焦高铁、新能源汽车电池及轻量化项目，加速国产替代及开拓新应用领域。(3) **越南合金棒线材带材成品生产线项目**: 线材项目主体设备已部分安装，棒材项目正处理设备基础施工和设备到过阶段。此外，公司新建项目投产节奏清晰，我们测算预计到 2023 年新材料业务产能将达 27.9 万吨。

表3: 公司 2021 年度销量目标 19.8 万吨，相较 2020 年实际销量同比增长 27.7%

产品类型	合金带材 (万吨)	合金棒材 (万吨)	合金线材 (万吨)	精密细丝 (万吨)	新材料合计 (万吨)	新能源 (MW)
2021 年目标销量	4.5	9.5	2.8	3.0	19.8	800

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

表4: 公司未来各类新材料产品新建产能投放情况测算

产品类型	万吨	新增项目	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
棒材	新增	棒材技改	-	-	1.2	-	-
		越南年产 3.18 万吨特种合金棒、线制造生产线	-	-	-	0.6	1.3
	合计		8.0	8.5	9.7	10.3	11.6
线材	新增	线材技改		-	0.2	0.5	-
		越南年产 3.18 万吨特种合金棒、线制造生产线		-	0.2	0.5	0.1
	合计		2.0	2.5	2.9	3.9	4.1
精密细丝	新增	bedra 越南 2400 吨黄铜切割丝		-	0.2	-	-
		2800 吨高端镀层切割丝		-	0.3	-	-
		6700 吨铝焊丝		-	0.4	0.1	0.2
合计		2.5	2.5	3.4	3.5	3.7	
板带材	新增	5 万吨特殊合金带材			0.8	2.0	2.2

合计	2.0	3.5	4.3	6.3	8.5
新材料合计	14.5	17.0	20.3	24.1	27.9
增速		17.2%	19.4%	18.7%	15.8%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

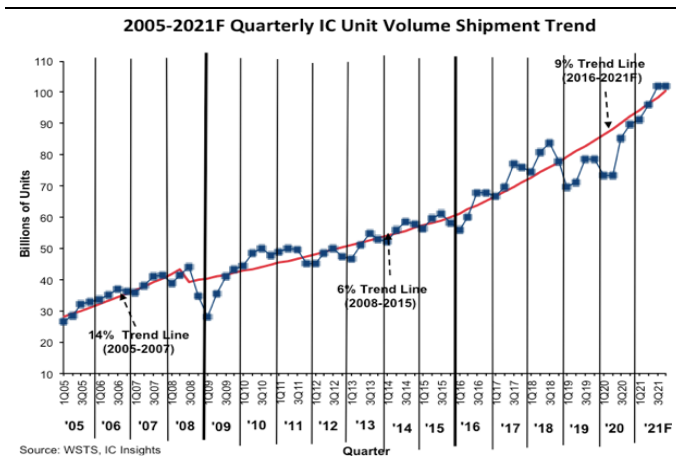
2.2、高端铜合金市场驶入发展快车道

半导体芯片、新能源汽车市场需求高景气推动高端铜合金材料市场驶入发展快车道。铜合金板带材在芯片引线框架成本中占 25%~30%，汽车连接器核心组件原材料 90%来自铜合金材料，近两年来得益于半导体国产替代、新能源汽车高速发展以及国防现代化建设加快，高端铜合金板带材市场需求得以被迅速打开。在 2021 年 8 月 19 日，国资委召开会议指出，针对工业母机、高端芯片、新材料、新能源汽车等加强关键核心技术攻关，努力打造原创技术“策源地”，积极带动中小微企业发展。

半导体市场方面：2020 年下半年以来，终端需求的快速增长与供给产能紧缺，“芯片荒”已从汽车行业蔓延至家电等诸多领域。根据 IC Insights 预测，2021 年全球芯片出货量同比有望大增 21%。自 2018 年的“中美贸易摩擦”以来，美国对中国高精尖领域特别是半导体芯片领域实施“卡脖子”制裁，“华为事件”加速了国内半导体产业链国产替代的步伐，国产半导体材料、设备等产业链环节快速崛起，推动了芯片引线框架用铜合金市场需求大幅增长。

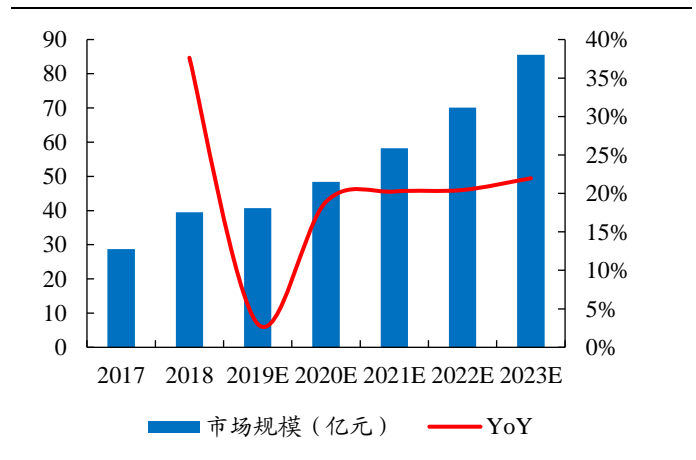
新能源汽车市场方面：国内新能源汽车市场正值高速增长期，根据中汽协统计 2021 年 7 月国内新能源车销量 27.1 万辆，yoy/qoq 分别为+164%/5.8%，1-7 月累计销量 147.8 万辆，yoy+197%，已超 2020 年全年销量，市场呈现淡季不淡。中汽协预计 2021 年国内新能源车销量有望达 240 万辆，yoy+76%。汽车连接器作为核心部件，也将充分受益于新能源车强劲需求，根据一览咨询预测，到 2023 年我国新能源汽车高压连接器市场规模将达 85.8 亿元。此外，Tesla 本土化率将超 90%，配套的国产供应链也将持续受益，随着以国产 Tesla 为代表的国内新能源汽车市场规模不断扩大，将有效扩大对我国上游汽车部件原材料的需求。

图7：2021 年全球芯片出货量同比有望大增 21%



资料来源：IC Insights

图8：我国新能源汽车用连接器市场有望快速发展



数据来源：一览众咨询、开源证券研究所

3、新能源业务下半年有望逐步恢复，最差阶段已然过去

下半年新能源业务负面因素有望逐步缓解。基于海运运费和海外疫情等因素影响，我们下调新能源业务销量和盈利表现，预计销量目标完成度在 60%-70%。公司方面也在积极采取措施以消弱负面因素对业绩的影响：针对疫情影响，公司积极配合越南当地政府防控措施，加速推进当地制造基地正常生产；针对成本上涨影响，公司积极拓展销售渠道和市场开发，缓解原材料和运费涨价带来的压力，公司海运方式已采用 FOB 价，从而转移运费涨价等风险。基于硅料价格趋稳，海运费定价模式的改变以及短期疫情影响逐步缓解的情况下，我们预计下半年新能源业务有望逐步触底恢复。

最差阶段已然过去，未来出货量有望恢复常态。当前，新能源技改项目正顺利进行，在全球碳中和趋势之下，公司正加紧对电池车间进行技改升级，将电池片规格从 166 升级可兼容 182/210，产能从原有 700MW 提升至 1GW，目前正处于产线调试阶段。我们认为，随着新能源技改项目逐步推进，以及外部环境及成本上涨等因素逐步缓解稳态后，出货量有望迅速修复至正常水平。

4、盈利预测与投资建议

公司作为沉淀三十年的国内高端铜合金稀缺龙头，随着新材料业务产能加速扩张，产品结构持续优化升级，高端产品占比有望持续提升，在加速抢滩高端市场份额的同时持续改善公司综合盈利能力，届时业绩有望迎来快速增长。2021H1 业绩短期受新能源业务亏损拖累，但新材料业务整体表现靓丽，其各项在建项目加速推进。而新能源业务下半年有望逐步恢复，最差阶段已然过去，未来出货量有望恢复常态。虽然公司短期业绩承压，但中长期成长性不改。我们继续看好公司在新材料业务成长空间，特别是高端铜合金板带材市场需求在半导体、新能源汽车等高景气赛道下加速释放。我们下调 2021 年盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润为 3.84(-1.89)、6.75(+0.04)、8.26(-0.04) 亿元，EPS 分别为 0.49、0.85、1.05 元，当前股价对应 PE 分别为 29.5、16.8、13.7 倍，考虑到新能源业务非公司发力的主要方向并且扰动偏短期，基于看好其新材料业务的成长性，维持“买入”评级。

5、风险提示

新材料产品销量不及预期、海运运费抬升、海外疫情反复等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3809	4342	6440	7712	8493
现金	827	785	2577	3021	3256
应收票据及应收账款	855	964	1297	1450	1907
其他应收款	82	56	146	110	192
预付账款	94	173	73	273	163
存货	1701	1989	2123	2575	2681
其他流动资产	252	377	225	284	295
非流动资产	3783	4760	5525	6194	6584
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2602	2658	3684	4553	5127
无形资产	288	289	272	255	238
其他非流动资产	893	1814	1569	1386	1219
资产总计	7592	9103	11965	13906	15077
流动负债	3015	3360	6037	7507	8123
短期借款	1329	1794	4164	5177	5447
应付票据及应付账款	834	978	1214	1673	1879
其他流动负债	852	588	660	657	797
非流动负债	823	568	504	420	266
长期借款	519	284	217	128	-21
其他非流动负债	304	284	287	292	288
负债合计	3838	3928	6541	7926	8389
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	685	790	790	790	790
资本公积	1509	2616	2616	2616	2616
留存收益	1635	1930	2218	2696	3287
归属母公司股东权益	3754	5175	5424	5980	6688
负债和股东权益	7592	9103	11965	13906	15077

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	681	314	886	839	1285
净利润	444	429	384	675	826
折旧摊销	229	267	291	396	490
财务费用	56	103	120	143	168
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-58	-511	88	-371	-199
其他经营现金流	9	26	3	-4	0
投资活动现金流	-1459	-1307	-1054	-1062	-881
资本支出	867	1238	744	653	407
长期投资	-64	-43	0	0	0
其他投资现金流	-656	-112	-310	-409	-474
筹资活动现金流	632	1011	-837	-215	-384
短期借款	354	464	-428	130	56
长期借款	148	-235	-67	-89	-149
普通股增加	57	106	0	0	0
资本公积增加	-491	1107	0	0	0
其他筹资现金流	565	-432	-343	-256	-291
现金净增加额	-131	-20	-1006	-438	20

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	7592	7589	10736	13732	16279
营业成本	6386	6294	9253	11744	13927
营业税金及附加	16	32	28	31	33
营业费用	233	234	340	380	440
管理费用	255	266	320	364	430
研发费用	178	208	268	344	390
财务费用	56	103	120	143	168
资产减值损失	-19	-14	-14	-14	-14
其他收益	30	45	25	25	25
公允价值变动收益	1	-1	1	0	0
投资净收益	-0	-0	-0	-0	-0
资产处置收益	0	-0	0	0	0
营业利润	463	469	420	737	902
营业外收入	8	3	5	5	5
营业外支出	5	9	6	7	7
利润总额	466	463	418	735	900
所得税	22	34	34	60	74
净利润	444	429	384	675	826
少数股东损益	4	0	0	0	0
归母净利润	440	429	384	675	826
EBITDA	785	835	847	1335	1620
EPS(元)	0.56	0.54	0.49	0.85	1.05

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	4.0	-0.0	41.5	27.9	18.6
营业利润(%)	-1.3	1.3	-10.5	75.6	22.5
归属于母公司净利润(%)	11.0	-2.5	-10.5	75.8	22.5
获利能力					
毛利率(%)	15.9	17.1	13.8	14.5	14.4
净利率(%)	5.8	5.7	3.6	4.9	5.1
ROE(%)	11.8	8.3	7.1	11.3	12.4
ROIC(%)	8.6	6.8	5.0	7.4	8.3
偿债能力					
资产负债率(%)	50.6	43.2	54.7	57.0	55.6
净负债比率(%)	43.1	33.2	39.4	43.9	37.5
流动比率	1.3	1.3	1.1	1.0	1.0
速动比率	0.6	0.5	0.7	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	1.1	0.9	1.0	1.1	1.1
应收账款周转率	9.1	8.3	9.5	10.0	9.7
应付账款周转率	9.0	6.9	8.4	8.1	7.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.56	0.54	0.49	0.85	1.05
每股经营现金流(最新摊薄)	0.86	0.40	1.12	1.06	1.63
每股净资产(最新摊薄)	4.75	6.55	6.87	7.57	8.47
估值比率					
P/E	25.7	26.4	29.5	16.8	13.7
P/B	3.0	2.2	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	16.5	15.6	15.9	10.4	8.5

数据来源：聚源、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