

东材科技 (601208.SH) 扣非净利润持续改善，电子树脂和光学膜放量可期

2023 年 10 月 20 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

金益腾（分析师）

徐正凤（联系人）

jinyiteng@kysec.cn

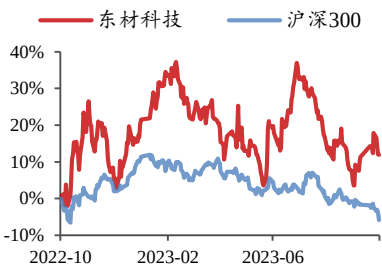
xuzhengfeng@kysec.cn

证书编号：S0790520020002

证书编号：S0790122070041

日期	2023/10/19
当前股价(元)	11.68
一年最高最低(元)	14.72/10.00
总市值(亿元)	107.19
流通市值(亿元)	104.74
总股本(亿股)	9.18
流通股本(亿股)	8.97
近 3 个月换手率(%)	73.0

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《扣非净利润环比改善，项目建设及产品验证有条不紊——公司信息更新报告》-2023.8.18

《业绩符合预期，盈利能力环比改善——公司信息更新报告》-2023.5.4

《光学基膜领军者，“1+3”新材料平台布局前景可期——公司首次覆盖报告》-2023.4.6

● 2023 前三季度多数主营产品价格承压，Q3 营收、扣非净利润环比小幅改善

公司发布 2023 三季报，实现营收 28.3 亿元，同比+4.37%；归母净利润 3.06 亿元，同比-10.95%；扣非净利润 1.86 亿元，同比-6.58%；对应 Q3 实现营收 9.97 亿元，同比+14.21%、环比+2.71%；归母净利润 8,554 万元，同比+5.26%、环比-42.83%；扣非净利润 6,599 万元，同比+206.76%、环比+6.90%，Q3 归母净利润与扣非净利润差异主要是存在 1,797 万元计入当期损益的政府补助。根据公司产销经营情况，我们维持 2023 年、下调 2024-2025 年盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4.56、5.60（-1.22）、7.16（-1.48）亿元，EPS 分别为 0.50、0.61（-0.13）、0.78（-0.16）元/股，当前股价对应 2023-2025 年 PE 为 23.5、19.2、15.0 倍。我们看好公司研发实力和技术创新优势，多基地、新技术、新产品、新产能有序释放迈入高速增长，维持“买入”评级。

● Q3 盈利有所承压，战略合作杉金光电，拟收购山东艾蒙特少数股权并增资

2023 年前三季度，公司电工绝缘/新能源/光学膜/电子/环保阻燃材料销量分别 2.72/4.27/6.76/3.08/0.75 万吨，实现营收 3.18/9.94/7.46/6.14/0.80 亿元，对应不含税售价 1.17/2.33/1.10/1.99/1.07 万元/吨（同比-12.48%/-13.61%/-14.73%/-34.49%/+9.09%）。2023Q3 公司销售毛利率、净利率分别为 17.47%/8.09%，环比分别-1.42/-6.53pcts，盈利延续承压。**光学膜方面**，公司此前公告与杉金光电签署《战略合作框架协议》，拟在超薄偏光片设备及工艺共同开发项目上展开深度合作，包括低配向角、低收缩、低析出、在线涂布、双向拉伸等技术；同时全资子公司江苏东材与杉金光电、扬州万润共同签署《战略合作框架协议》，三方拟在偏光片用离型膜 PET 基膜、偏光片用离型膜国产替代项目上展开合作，包括产品技术规格交流确定、产品标准联合制定、共同研发样品、共同推进产品量产等具体事项。**电子材料方面**，公司公告拟收购山东润达持有的山东艾蒙特 12.50%股权，完成后公司对山东艾蒙特的直接持股比例将增加至 72.50%，并通过海南艾蒙特间接控制其 5.00%股权，同时拟对山东艾蒙特增资。

● **风险提示：**项目进展不及预期、需求复苏不及预期、产品及原材料价格波动等。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,248	3,640	4,045	5,766	7,184
YOY(%)	72.7	12.1	11.1	42.5	24.6
归母净利润(百万元)	334	415	456	560	716
YOY(%)	90.5	24.1	9.8	22.8	27.9
毛利率(%)	23.4	20.7	20.0	20.5	20.8
净利率(%)	10.3	11.4	11.3	9.7	10.0
ROE(%)	9.1	9.7	9.3	10.8	12.3
EPS(摊薄/元)	0.36	0.45	0.50	0.61	0.78
P/E(倍)	32.1	25.8	23.5	19.2	15.0
P/B(倍)	3.0	2.7	2.5	2.2	2.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 2023 前三季度多数主营产品价格承压，Q3 营收、扣非净利润环比小幅改善，盈利有所承压	3
2、 全球偏光片需求面积有望稳定增长，公司战略合作杉金光电、扬州万润助力高端偏光片国产化	4
3、 拟收购山东艾蒙特少数股权并增资，高频高速树脂业务高速增长，光刻胶、复合集流体项目稳步推进	5
4、 盈利预测与投资建议	6
5、 风险提示	6
附：财务预测摘要	7

图表目录

图 1： 偏光片是显示面板的主要原材料之一	4
表 1： 2023 前三季度，公司多数主营产品价格同比承压	3
表 2： 2023Q3，光学膜材料环比量升价跌，电工绝缘材料、新能源材料和电子树脂材料环比量跌价升	3

1、2023 前三季度多数主营产品价格承压，Q3 营收、扣非净利润环比小幅改善，盈利有所承压

2023Q3 营收、扣非净利润环比小幅改善，盈利延续承压。10月18日，公司发布2023三季报，2023年前三季度实现营收28.3亿元，同比+4.37%；归母净利润3.06亿元，同比-10.95%；扣非净利润1.86亿元，同比-6.58%；对应Q3实现营收9.97亿元，同比+14.21%、环比+2.71%；归母净利润8,554万元，同比+5.26%、环比-42.83%；扣非净利润6,599万元，同比+206.76%、环比+6.90%，业绩符合预期，Q3归母净利润与扣非净利润差异主要是存在1,797万元计入当期损益的政府补助。**盈利能力方面**，2023前三季度，公司销售毛利率、销售净利率、扣非净利率分别为19.21%、10.39%、6.59%，较2022年分别-1.46、-1.27、-0.24个百分点，其中2023Q3销售毛利率、销售净利率分别为17.47%、8.09%，环比分别-1.42、-6.53个百分点，盈利延续承压。

2023 前三季度多数主营产品价格同比承压，Q3 光学膜材料环比量升价跌，电工绝缘材料、新能源材料和电子树脂材料环比量跌价升。2023年前三季度，公司电工绝缘/新能源/光学膜/电子/环保阻燃材料销量分别2.72/4.27/6.76/3.08/0.75万吨，实现营收3.18/9.94/7.46/6.14/0.80亿元，对应不含税售价1.17/2.33/1.10/1.99/1.07万元/吨（同比-12.48%/-13.61%/-14.73%/-34.49%/+9.09%），多数主营产品价格同比承压；我们测算光学膜材料、电子材料销量同比+20.9%/+56.6%，营收同比+2.8%/+3.7%。其中Q3电工绝缘材料、新能源材料、光学膜材料、电子材料销量环比分别-9.9%/-0.4%/+14.2%/-12.2%，营收环比分别-7.0%/+7.2%/+6.1%/-2.4%，对应不含税均价+1.2%/+10.2%/-7.1%/+11.1%/-5.6%，光学膜材料环比量升价跌，电工绝缘材料、新能源材料和电子树脂材料环比量跌价升。

表1：2023 前三季度，公司多数主营产品价格同比承压

2023 年 1-9 月 主要产品	产量（万吨）	销量（万吨）	收入（亿元）	不含税均价 （元/吨）	销量同比	收入同比	不含税均价 同比
电工绝缘材料	3.37	2.72	3.18	11,677.43			-12.5%
新能源材料	4.18	4.27	9.94	23,309.04			-13.6%
光学膜材料	6.58	6.76	7.46	11,029.35	20.9%	2.8%	-14.7%
电子材料	3.28	3.08	6.14	19,912.98	56.6%	3.7%	-34.5%
环保阻燃材料	0.78	0.75	0.80	10,662.96	-11.7%	-3.7%	9.1%

数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：因公司改变经营数据披露口径，电工绝缘材料、新能源材料的销量、收入无法同比计算）

表2：2023Q3，光学膜材料环比量升价跌，电工绝缘材料、新能源材料和电子树脂材料环比量跌价升

2023Q3 主要产品	产量（万吨）	销量（万吨）	收入（亿元）	不含税均价 （元/吨）	销量环比	收入环比	不含税均价 环比
电工绝缘材料	1.59	0.96	1.11	11,536.32	-9.9%	-7.0%	3.2%
新能源材料	1.27	1.35	3.36	24,842.63	-0.4%	7.2%	7.6%
光学膜材料	2.26	2.58	2.78	10,742.24	14.2%	6.1%	-7.1%
电子材料	1.28	1.07	2.14	19,970.60	-12.2%	-2.4%	11.1%
环保阻燃材料	0.31	0.27	0.28	10,313.08	-5.2%	-10.5%	-5.6%

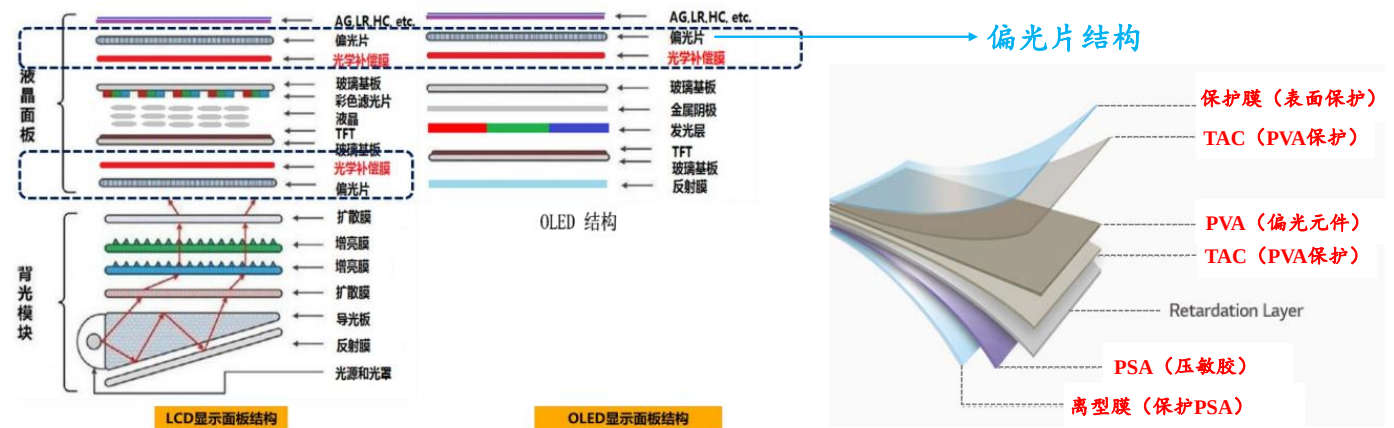
数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、全球偏光片需求面积有望稳定增长，公司战略合作杉金光电、扬州万润助力高端偏光片国产化

10月9日，公司公告与杉金光电签署《战略合作框架协议》，拟在超薄偏光片设备及工艺共同开发项目上展开深度合作，包括低配向角、低收缩、低析出、在线涂布、双向拉伸等技术；同时全资子公司江苏东材与杉金光电、扬州万润共同签署《战略合作框架协议》，三方拟在偏光片用离型膜 PET 基膜、偏光片用离型膜国产替代项目上展开深度合作，包括产品技术规格交流确定、产品标准联合制定、共同研发样品、共同推进产品量产等具体事项；两份协议的合作期限均为 2023 年 9 月 28 日至 2024 年 9 月 28 日。

全球偏光片需求面积有望稳定增长。偏光片是显示面板的主要原材料，主要应用终端为电视、显示器、笔记本电脑、平板电脑、手机等消费类电子产品，以及车载显示、医疗显示、穿戴式产品、智能家居等新型应用市场。从中长期来看，在大型化、高端化、新应用等拉动下，全球偏光片需求面积将稳定增长，其中大尺寸偏光片需求增速明显，根据 Omdia 数据预测，2022-2026 年，全球 65 英寸及以上偏光片需求面积的年复合增长率为 15% 左右。同时随着全球显示面板产业不断向中国大陆转移，中国大陆面板产能逐年提高，对上游偏光片等原材料的国产替代需求也在持续提升。根据 CINNO Research 数据统计，目前中国大陆地区已投产和规划在建的 LCD 产线为 47 条，其中 8.5 代及以上产线占比超过 50%，新增产线基本以 8.5/8.6/10.5/11 代等高世代线为主。根据 CINNO Research 统计的 LCD 面板产能情况，预计未来中国大陆地区偏光片配套需求在 6 亿平方米以上，且高世代面板产线的投资建设将加速带动大尺寸偏光片需求增长。

图1：偏光片是显示面板的主要原材料之一



资料来源：龙华薄膜招股说明书、LG 化学官网、开源证券研究所

杉金光电是我国显示领域核心材料的重要研发及生产厂商，主营 TFT-LCD 及 OLED 偏光片业务，具备突出的研发和技术实力。近年来，杉金光电依托原 LG 化学在偏光片领域 20 余年的技术研发积淀，通过超大尺寸、超薄化、高对比度、广视角等差异化技术领先偏光片市场，一跃成为全球偏光片领域的龙头企业，并与全球领先的面板制造商京东方、华星光电、LG 显示、夏普、咸阳彩虹光电、惠科、天马、群创等建立了长期深入的合作关系。根据杉杉股份 2023 年半年报，CINNO Research

数据显示 2023 年上半年杉金光电偏光片出货面积份额持续保持 TFT-LCD 偏光片市场全球第一。扬州万润是国内领先的智能终端、触控行业功能材料的供应商，主营 MLCC 离型膜、OCA 离型膜、偏光片离型膜等系列产品的研发、生产及销售。

近年来，东材科技先后投资建设“年产 2 万吨 MLCC 及 PCB 用高性能聚酯基膜项目”、“年产 2 万吨新型显示技术用光学级聚酯基膜项目”、“年产 25,000 吨高端光学级聚酯基膜项目”等多条生产线，主要定位于制造 MLCC 离型膜基膜、高端抗蚀干膜基膜、偏光片离保膜基膜等产品，2023 半年报显示公司“年产 25,000 吨偏光片用光学级聚酯基膜项目”尚处于建设阶段。杉金光电是公司光学 PET 基膜板块的核心终端客户，扬州万润是公司光学级 PET 基膜板块最重要的战略客户之一，公司生产的光学级 PET 基膜经过扬州万润的后续加工后，直接供应到杉金光电、三利谱光电、三环集团等产业链体系。自《战略合作框架协议》签署后，公司与杉金光电、扬州万润将共同打造共赢、可持续发展的战略合作伙伴关系，可以充分发挥各方在设备、人才、技术、渠道等方面的优势资源，加快推进偏光片用离型膜 PET 基膜、偏光片用离型膜国产替代项目，特别是在高端 IT、Mobile、OLED 和车载等新兴领域的产品开发和推广，将有利于进一步提升公司在光学基膜领域的核心竞争力，加快新技术、新应用场景的研发布局和市场开拓，填补国内高端偏光片市场空白。

3、拟收购山东艾蒙特少数股权并增资，高频高速树脂业务高速增长，光刻胶、复合集流体项目稳步推进

公司拟提升对山东艾蒙特的持股比例并增资，助力电子树脂业务发展。公司同时公告基于对控股子公司山东艾蒙特内在价值的高度认可和未来发展的良好预期，公司拟以人民币 4,950 万元收购山东润达持有的山东艾蒙特 12.50% 股权。本次股权收购完成后，公司对山东艾蒙特的直接持股比例将由 60.00% 增加至 72.50%，并通过海南艾蒙特间接控制其 5.00% 股权，仍为山东艾蒙特的控股股东。同时，公司拟与山东润达、李长彬先生、海南艾蒙特分别以自有或自筹资金人民币 11,165 万元、2,695 万元、770 万元、770 万元向山东艾蒙特进行增资，每 1 元注册资本的增资价格为人民币 1.10 元，新增注册资本 14,000 万元，剩余 1,400 万元计入资本公积。本次增资完成后，公司对山东艾蒙特的持股比例保持不变，仍为山东艾蒙特的控股股东。

此前，公司以山东艾蒙特为主体投资建设“年产 6 万吨特种环氧树脂及中间体项目”，山东艾蒙特以其全资子公司山东东润（山东艾蒙特持有 100% 股权）实施“年产 16 万吨高性能树脂及甲醛项目”，2023 上半年，上述两个项目先后进入产能爬坡和下游认证阶段。我们认为，通过提高对山东艾蒙特的持股比例，提升经营决策效率，进一步推动公司电子树脂业务的稳定可持续发展，提升综合盈利能力和核心竞争力，符合公司发展战略规划。

公司拟设立全资子公司、购买土地使用权推动生产基地的合理化布局。公司同时公告拟与全资子公司江苏东材共同出资设立四川益赛，注册资本为人民币 10,000 万元，其中，公司拟以自有资金出资 4,000 万元，持股比例 40%；江苏东材拟以自有资金出资 6,000 万元，持股比例 60%，公司实际拥有四川益赛 100% 的股东权益。与此同时，全资子公司四川益赛拟使用自有资金以不超过 9,000 万元的价格，购买位于四川省绵阳市经开区塘汛街道中心社区 19、20 组的土地使用权，总占地面积约为 201.51 亩。

在建项目方面，根据公司 10 月 10 日召开的 2023 年半年度业绩说明会，**(1) 高频高速树脂**：公司的高频高速树脂通过台光、生益科技等国内外 PCB 生产厂商，已成为 5G/6G 通信、高端算力、服务器等领域的核心树脂材料供应商，并完成了双马来酰亚胺树脂（BMI）、活性酯、碳氢树脂等产品布局，填补了高频高速材料国产化的多项空白。目前在海外以英伟达为代表的 AI 服务器，国内以华为代表的 5G 通信、智能驾驶等需求高速增长的背景下，公司高频高速树脂业务亦呈现每年高速增长的态势。**(2) 光刻胶材料项目**：公司与韩国 Chemax、种亿化学，在四川成都合资成立“成都东凯芯半导体材料有限公司”，重点开展高端光刻胶材料的合成与纯化业务，积极布局先进光刻胶材料领域。目前，成都合资公司已注册成立，注册资金已全部认缴到位，韩国进口纯化设备已进入安装阶段，相关的技术研发和样品认证工作正在有序推进中。**(3) 复合集流体**：公司一直聚焦于 PP 铜箔复合集流体项目的研发、制备。目前，中试制造设备已投建完成并小批量试产，已实现附着力、方阻等关键参数的阶段性突破，正处于卷材的客户送样验证阶段。

4、盈利预测与投资建议

2023 前三季度多数主营产品价格承压，Q3 营收、扣非净利润环比小幅改善。根据公司产销经营情况，我们维持 2023 年、下调 2024-2025 年盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 4.56、5.60（-1.22）、7.16（-1.48）亿元，EPS 分别为 0.50、0.61（-0.13）、0.78（-0.16）元/股，当前股价对应 2023-2025 年 PE 为 23.5、19.2、15.0 倍。我们看好公司研发实力和技术创新优势，加速推进“1+3”发展战略落地，多基地、新技术、新产品、新产能有序释放迈入高速增长，维持“买入”评级。

5、风险提示

项目进展不及预期、需求复苏不及预期、产品及原材料价格波动等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2432	4000	4109	6168	6633
现金	315	1428	1586	2261	2818
应收票据及应收账款	1026	1160	1184	2054	2114
其他应收款	13	25	17	43	32
预付账款	87	110	109	203	186
存货	278	428	363	758	635
其他流动资产	713	848	848	848	848
非流动资产	3667	5055	6631	7813	9007
长期投资	189	191	199	204	208
固定资产	2116	2621	3839	4648	5612
无形资产	256	374	390	411	441
其他非流动资产	1106	1869	2203	2549	2745
资产总计	6099	9055	10739	13981	15639
流动负债	1641	2718	4218	7188	8445
短期借款	447	877	2671	4783	6210
应付票据及应付账款	572	599	543	1097	1012
其他流动负债	622	1243	1005	1308	1222
非流动负债	762	1969	1809	1588	1358
长期借款	530	1679	1519	1297	1068
其他非流动负债	233	290	290	290	290
负债合计	2403	4687	6027	8776	9802
少数股东权益	114	156	137	138	140
股本	898	917	917	917	917
资本公积	1776	1919	1919	1919	1919
留存收益	979	1305	1649	2061	2606
归属母公司股东权益	3582	4211	4575	5066	5696
负债和股东权益	6099	9055	10739	13981	15639

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-59	-637	539	426	1148
净利润	337	424	436	561	718
折旧摊销	217	248	273	372	470
财务费用	30	47	52	77	104
投资损失	2	-12	-11	-9	-8
营运资金变动	-688	-1287	-106	-560	-114
其他经营现金流	43	-57	-105	-15	-23
投资活动现金流	-739	-596	-1738	-1536	-1647
资本支出	331	567	1841	1549	1660
长期投资	-420	-170	-8	-6	-3
其他投资现金流	11	141	111	18	17
筹资活动现金流	834	2309	-436	-327	-372
短期借款	50	429	1794	2112	1428
长期借款	65	1150	-160	-221	-230
普通股增加	272	18	0	0	0
资本公积增加	498	143	0	0	0
其他筹资现金流	-50	568	-2070	-2218	-1570
现金净增加额	36	1080	-1635	-1437	-871

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3248	3640	4045	5766	7184
营业成本	2487	2888	3235	4584	5693
营业税金及附加	27	33	33	47	59
营业费用	54	57	61	75	93
管理费用	134	137	161	199	244
研发费用	152	210	202	247	282
财务费用	30	47	52	77	104
资产减值损失	-1	-4	-11	-9	-10
其他收益	31	63	70	70	70
公允价值变动收益	0	-2	-0	-1	-1
投资净收益	-2	12	11	9	8
资产处置收益	0	129	100	10	10
营业利润	379	462	498	640	819
营业外收入	1	2	1	1	1
营业外支出	6	3	4	4	4
利润总额	374	461	496	638	816
所得税	36	37	59	77	98
净利润	337	424	436	561	718
少数股东损益	3	9	-20	2	2
归属母公司净利润	334	415	456	560	716
EBITDA	643	831	907	1248	1606
EPS(元)	0.36	0.45	0.50	0.61	0.78

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	72.7	12.1	11.1	42.5	24.6
营业利润(%)	88.2	22.0	7.8	28.6	27.9
归属于母公司净利润(%)	90.5	24.1	9.8	22.8	27.9
获利能力					
毛利率(%)	23.4	20.7	20.0	20.5	20.8
净利率(%)	10.3	11.4	11.3	9.7	10.0
ROE(%)	9.1	9.7	9.3	10.8	12.3
ROIC(%)	7.9	7.1	5.9	6.5	7.3
偿债能力					
资产负债率(%)	39.4	51.8	56.1	62.8	62.7
净负债比率(%)	26.4	43.8	69.1	86.7	89.1
流动比率	1.5	1.5	1.0	0.9	0.8
速动比率	1.2	1.2	0.8	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.4	0.5	0.5
应收账款周转率	6.8	5.6	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	9.1	8.2	16.6	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.45	0.50	0.61	0.78
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.06	-0.69	0.59	0.46	1.25
每股净资产(最新摊薄)	3.90	4.34	4.74	5.28	5.96
估值比率					
P/E	32.1	25.8	23.5	19.2	15.0
P/B	3.0	2.7	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	17.7	14.7	14.9	11.8	9.6

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	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。

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，属于商业秘密材料，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9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