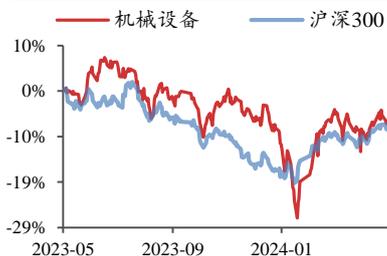


机械设备

2024年05月19日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《设备更新有望加速落地，流程工业率先受益——行业深度报告》-2024.5.18

《机械行业：特斯拉机器人“进工厂”里程碑事件确立，看好设备更新方向流程工业与轨交设备机会——行业点评报告》-2024.5.14

《AI是时代的红利，设备更新或推动顺周期提前到来——机械行业2024年中期投资策略》-2024.5.9

政策加码加速顺周期板块复苏，刀具有望率先受益

——行业周报

孟鹏飞（分析师）

mengpengfei@kysec.cn

证书编号：S0790522060001

熊亚威（分析师）

xiongyawei@kysec.cn

证书编号：S0790522080004

张健（联系人）

zhangjian1@kysec.cn

证书编号：S0790123040050

● 地产政策持续发力，宏观数据改善，顺周期复苏明显

(1) 政策端：2024年5月17日，央行宣布一揽子房地产金融新政，从消化存量房产、优化增量住房两方面入手，以提升房地产需求。2024年3月7日，国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，预计将促进设备投资和消费。**(2) 宏观数据端：**2024年3月和4月制造业PMI指数分别为50.8、50.4，连续处于扩张区间，表明制造业下游需求拉动明显。

我们结合宏观数据、房地产政策、设备更新政策，看好全年经济复苏预期，我们认为目前景气度较高方向为注塑机、叉车；拐点出现、弱复苏方向为刀具、工程机械；需求较弱，但边际变化较大方向为机床。

● 刀具涨价+需求提升+国产替代+出口四重逻辑共振，刀具行业拐点有望到来

刀具是机械制造中用于切削加工的工具，直接影响国家的制造水平，被誉为工业的“牙齿”，按照材料可以分为硬质合金、工具钢、陶瓷和超硬材料，其中硬质合金刀具占比最高。刀具消费规模与制造业水平和结构调整息息相关，随着中国经济水平发展和现代制造业繁荣，我国已经成为全球最大刀具消费国家之一。QYresearch数据显示，2020年全球切削刀具市场规模为217.69亿美元，预计2027年全球切削工具消耗量为338.51亿美元，2020-2027年复合增长率为5.9%。中国机床工具工业协会数据显示，2022年我国刀具行业消费规模达到464亿元，2019-2022年复合增速为5.69%。

(1) 刀具提价超预期：2024年以来，供需偏紧引发钨端涨价，突破12万元/吨天花板后加速上扬，原材料价格上涨带动刀具企业提价。华锐精密拟从2024年5月开始全系产品涨价3%-10%，欧科亿已经在2024年1月底发布数控刀具产品提价通知，根据一季度发布数据，其价格提升高于预期水平，4月份欧科亿对硬质合金刀具也发布提价通知。我们认为刀具提价一方面表现出刀具企业具有良好价格传导能力，另一方面刀具提价也有望带动刀具企业盈利能力提升。

(2) 汽车、家电需求提升带动行业增长。刀具行业下游包括航空航天、汽车、模具、家电等。我国汽车行业受益于新能源汽车蓬勃发展，2024年继续保持稳中向好趋势，2024年1-4月我国汽车产销量分别为901.2万辆和907.9万辆，同比分别增长7.9%和10.2%。家电方面，“以旧换新”政策有望带动家电市场回暖。我们认为下游景气度提升有望持续带动刀具等制造工具需求提升。

(3) 国产替代加速。从竞争格局看，欧美刀具主导高端定制化刀具市场，国内刀具企业虽然较多，但主要定位中低端市场。随着我国刀具企业加大研发及布局高端产品，我国刀具进口依赖度不断减弱，进口替代不断增强。

(4) 出口加速布局。2022年中国刀具出口规模231.87亿元，同比增长2.98%，国内企业也纷纷加速海外出口和渠道建设，加快出口布局，出口增长可期。

● 投资建议

推荐标的：鼎泰高科、恒锋工具、新锐股份。**受益标的：**欧科亿、华锐精密、中钨高新。

● 风险提示：出口不及预期；原材料价格上涨风险；下游景气复苏不及预期。

目录

1、地产政策持续发力，宏观数据改善，顺周期复苏明显.....	3
1.1、政策引领下，房地产需求有望提升.....	3
1.2、PMI连续两月处于扩张区间，制造业需求改善明显.....	4
1.3、顺周期板块行情有望来临，看好刀具、注塑机、叉车等方向.....	6
2、刀具涨价+需求提升+国产替代+出口四重逻辑共振，拐点有望到来.....	7
2.1、刀具是工业的“牙齿”，汽车、家电需求景气有望带动行业增长.....	7
2.2、刀具进出口价差缩减，出口保持增长，国产替代加速.....	9
2.3、刀具提价超预期，有望带动刀具企业盈利能力提升.....	11
3、投资建议.....	11
4、风险提示.....	12

图表目录

图 1：制造业 PMI 指数连续两个月处于扩张区间.....	5
图 2：2024 年 4 月供货商配货时间指数为 50.40.....	5
图 3：2024 年 4 月生产指数环比提升 0.7 个百分点.....	5
图 4：2024 年 4 月新订单指数为 51.10.....	5
图 5：2024 年 4 月制造业固定资产投资累计同比增速位于历史底部.....	5
图 6：2024Q1 制造业产能利用率为 73.76%，环比有所下降.....	6
图 7：刀具按照材料分类可以分为硬质合金、工具钢等.....	7
图 8：预计 2020-2027 年全球切削工具市场规模年复合增速为 5.9%.....	7
图 9：硬质合金刀具在世界上占据主体地位.....	8
图 10：2022 年我国刀具行业消费规模达到 464 亿元.....	8
图 11：刀具下游主要为航空航天、汽车、机床工具等.....	8
图 12：中国汽车销量保持稳中向好趋势.....	9
图 13：我国刀具企业数量众多，但规模仍较小.....	9
图 14：我国刀具进口依赖度不断减弱.....	10
图 15：中国刀具出口规模不断增长.....	10
图 16：供需偏紧引发钨矿端涨价.....	11
表 1：政策引领下我国经济有望企稳回升.....	3
表 2：新一轮支持房地产政策“四连发”.....	4
表 3：刀具进出口价差缩减.....	11

1、地产政策持续发力，宏观数据改善，顺周期复苏明显

1.1、政策引领下，房地产需求有望提升

政策强调要求统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施。2024年4月30日政治局会议召开，会议分析研究当前经济形势和经济工作。

房地产方面，明确提出“统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展”。

表1：政策引领下我国经济有望企稳回升

	2024年4月政治局会议	2023年12月政治局会议	2023年7月政治局会议
经济环境	经济持续回升向好仍面临诸多挑战，主要是有效需求仍然不足，企业经营压力较大，重点领域风险隐患较多，国内大循环不够顺畅，外部环境复杂性、严峻性、不确定性明显上升。同时必须看到，我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大，开局良好、回升向好是当前经济运行的基本特征和趋势，要增强做好经济工作的信心。	我国经济回升向好，高质量发展扎实推进，现代化产业体系建设取得重要进展，科技创新实现新的突破，改革开放向纵深推进，安全发展基础巩固夯实，民生保障有力有效，全面建设社会主义现代化国家迈出坚实步伐。	当前经济运行面临新的困难挑战，主要是国内需求不足，疫情防控平稳转段后，经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程
政策基调	坚持稳中求进工作总基调	坚持稳中求进工作总基调	坚持稳中求进工作总基调
货币政策和财政政策	要靠前发力有效落实已经确定的宏观政策，实施好积极的财政政策和稳健的货币政策。	明年要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。积极的财政政策要适度加力、提质增效，稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。要增强宏观政策取向一致性，加强经济宣传和舆论引导。	要精准有力实施宏观调控，加强逆周期调节和政策储备，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策
扩大内需	要积极扩大国内需求，落实好大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案。要创造更多消费场景，更好满足人民群众多样化、高品质消费需要。要深入推进以人为本的新型城镇化，持续释放消费和投资潜力。	要着力扩大国内需求，形成消费和投资相互促进的良性循环	要积极扩大国内需求，发挥消费拉动经济增长的基础性作用，通过增加居民收入扩大消费，通过终端需求带动有效供给，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来。要提振汽车、电子产品、家居等大宗消费，推动体育休闲、文化旅游等服务消费。
提升投资	要实施好政府和社会资本合作新机制，充分激发民间投资活力。	——	——
外贸出口	要积极扩大中间品贸易、服务贸易、数字贸易、跨境电商出口，支持民营企业拓展海外市场，加大力度吸引和利用外资。	要扩大高水平对外开放，巩固外贸外资基本盘。	要多措并举，稳住外贸外资基本盘，要增加国际航班，保障中欧班列稳定畅通。
房地产	要持续防范化解重点领域风险。继续坚持因城施策，压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任，切实做好保交房工作，保障购房人合法权益。要结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待，统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展。要深入实施地方政府债务风险化解方案，确保债务高风险省份和市县既真正压降债务、又能稳定发展。	——	适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产。
产业政策	要因地制宜发展新质生产力。要加强国家战略科技力量布局，培育壮大新兴产业，超前布局建设未来产业，运用先进技术赋能传统产业转型升级。要积极发展风险投	要以科技创新引领现代化产业体系建设，提升产业链供应链韧性和安全水平。	要大力推动现代化产业体系建设，加快培育壮大战略性新兴产业、打造更多支柱产业。要推动数字经济与先进制造业、现代服务业深度融合，促进

2024年4月政治局会议
 资，壮大耐心资本。

2023年12月政治局会议
2023年7月政治局会议
 人工智能安全发展。要推动平台企业规范健康持续发展。

资料来源：中国教育报、央视新闻、新华社、开源证券研究所

2024年7月预计将召开二十届三中全会，更多政策可被期待。2024年4月30日政治局会议明确决定在今年7月在北京召开中国共产党第二十届中央委员会第三次全体会议，主要议程是，中共中央政治局向中央委员会报告工作，重点研究进一步全面深化改革、推进中国式现代化问题。我们认为历届三中全会通常以改革为主线，对经济社会发展与经济体制改革均提出重要方向。

新一轮支持房地产政策出台，支持力度强劲。2024年5月17日，央行宣布了一揽子房地产金融新政，从消化存量房产、优化增量住房两方面入手，以提升房地产市场需求。我们认为**2024年房地产政策利好空前，有望扭转房地产市场整体预期，进一步推动机床、刀具、工程机械等顺周期板块复苏。**

表2：新一轮支持房地产政策“四连发”

序号	政策	详细内容
1	下调住房贷款最低首付比例5个百分点	将首套房最低首付比例从不低于20%调整为不低于15%，二套房最低首付比例从不低于30%调整为不低于25%
2	取消全国层面个人住房贷款利率政策下限	(1)首套房和二套房贷利率均不再设置政策下限，实现房贷利率市场化。(2)上述首付比例、房贷利率政策调整后，各地可因城施策，自主决定辖区内首套房和二套房最低首付比例和房贷利率下限，也可不再设置利率下限
3	下调各期限品种住房公积金贷款利率0.25个百分点	调整后，五年以上首套房个人住房公积金贷款利率为2.85%
4	设立3000亿元保障性住房再贷款	(1)利率1.75%，期限1年，可展期4次。(2)发放对象包括国家开发银行、政策性银行、国有商业银行、邮政储蓄银行、股份制商业银行等21家全国性银行。(3)银行按照自主决策、风险自担原则，向城市政府选定的地方国有企业发放贷款，收购已建成未出售商品房，用作保障性住房。(4)中国人民银行按照贷款本金60%发放再贷款，可带动银行贷款5000亿元。

资料来源：第一财经公众号、开源证券研究所

1.2、PMI连续两月处于扩张区间，制造业需求改善明显

宏观来看，2024年3月和4月制造业PMI指数分别为50.8、50.4，连续处于扩张区间，且主要贡献为新增需求订单，表明制造业下游需求拉动明显。

图1：制造业 PMI 指数连续两个月处于扩张区间



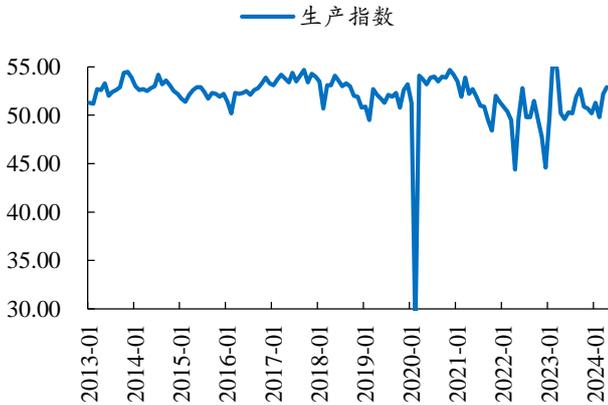
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2024年4月供货商配货时间指数为50.40



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2024年4月生产指数环比提升0.7个百分点



数据来源：Wind、开源证券研究所

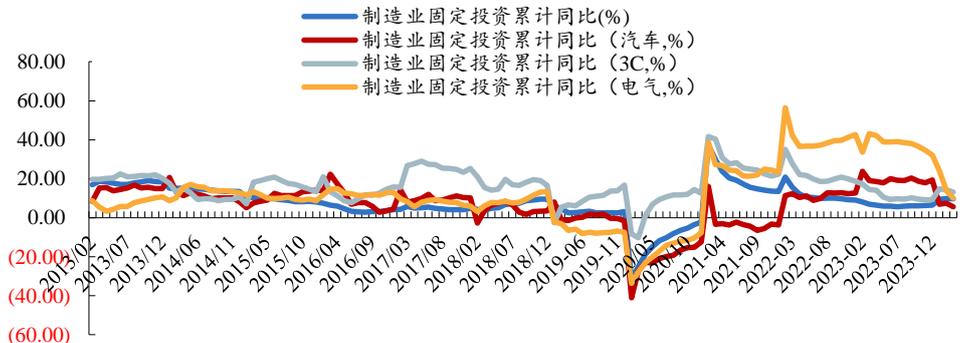
图4：2024年4月新订单指数为51.10



数据来源：Wind、开源证券研究所

制造业投资有望触底反弹。 2024年4月，制造业固定资产投资累计同比增速为9.7%，环比有所降低，制造业固定资产投资累计增速为近10年来的低位（剔除2020Q1等特殊时点），有望触底反弹。

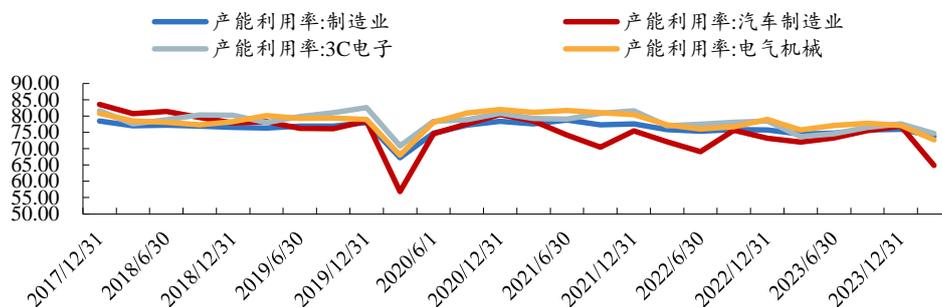
图5：2024年4月制造业固定资产投资累计同比增速位于历史底部



数据来源：Wind、开源证券研究所

制造业产能利用率仍震荡。2024Q1 制造业产能利用率为 73.76%，较 2023Q4 下降 2.24 个百分点。

图6：2024Q1 制造业产能利用率为 73.76%，环比有所下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、顺周期板块行情有望来临，看好刀具、注塑机、叉车等方向

我们结合宏观经济数据、设备更新政策、房地产政策，看好全年经济复苏预期。我们认为目前景气度较高的方向为注塑机、叉车；拐点出现、弱复苏的方向为刀具、工程机械；需求较弱，但边际变化较大的方向为机床。

(1) **刀具**：刀具企业二季度需求逐步回暖，终端刀具开始涨价，盈利能力提升，结合 2024 年 4 月 PMI 数据，我们认为刀具企业的盈利和需求“拐点”到来。

(2) **注塑机**：2024Q1 出货量保持高增，Q2 订单增长持续。根据拓斯达公司公告，2024 年第一季度公司注塑机出货量同比增长 88%。我们认为，随着地产进一步复苏，海外东南亚、一带一路地区出口需求好，景气度有望持续。

(3) **工程机械**：2024 年 4 月，销售各类挖掘机 18822 台，同比增长 0.27%；印证拐点到来，国内大开挖需求回暖是推动反转核心要素，海外市场是发力重点。

(4) **叉车**：叉车数据稳健，国内复苏和海外景气度持续将叠加共振，行业龙头海外电动化渗透率提升和品牌溢价逻辑逐步兑现，增长可持续。

2、刀具涨价+需求提升+国产替代+出口四重逻辑共振，拐点有望到来

2.1、刀具是工业的“牙齿”，汽车、家电需求景气有望带动行业增长

刀具是工业的“牙齿”。刀具是一种用于切削、磨削、钻孔、刮削、研磨或其他加工操作的手持或机器安装的工具。因此按照加工方式的不同可以分为车削刀具、钻削刀具、镗削刀具、铣削刀具等，可适用于不同类别的机床。

刀具按照材料分类可以分为硬质合金、工具钢（碳素工具钢、合金工具钢、高速钢）、陶瓷和超硬材料（人造金刚石PCD、立方氮化硼CBN）。

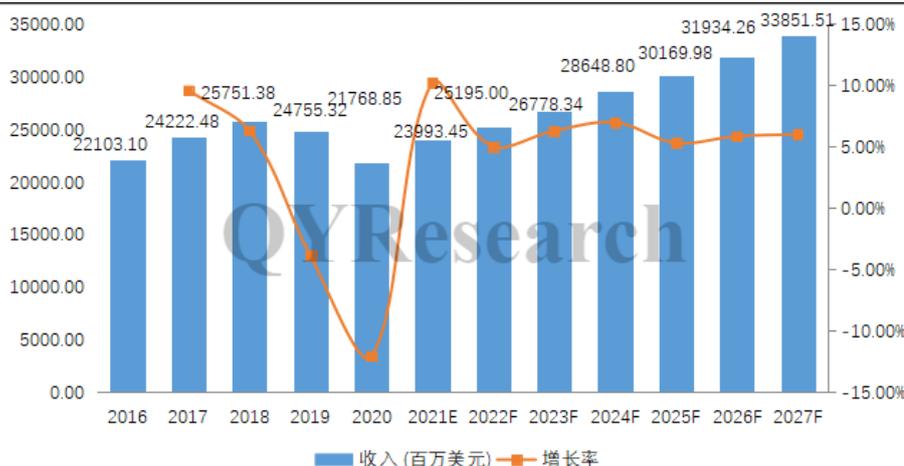
图7：刀具按照材料分类可以分为硬质合金、工具钢等



资料来源：欧科亿招股说明书、开源证券研究所

QYresearch 数据显示，2020 年全球切削刀具市场规模为 217.69 亿美元，预计 2027 年全球切削工具消耗量为 338.51 亿美元，2020-2027 年复合增长率为 5.9%。

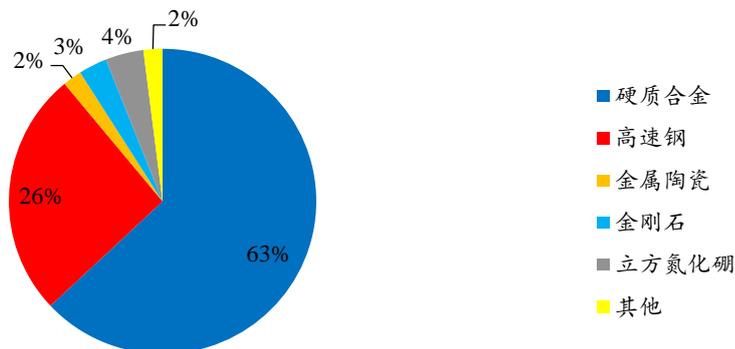
图8：预计 2020-2027 年全球切削工具市场规模年复合增速为 5.9%



数据来源：QYResearch

硬质合金刀具占比最高。根据前瞻资讯发布的《中国切削刀具制造行业产销需求与投资预测分析报告》，在世界范围内，硬质合金刀具占比超过 60%，占据主体地位。其次为高速钢，占比为 26%。

图9：硬质合金刀具在世界上占据主体地位



数据来源：欧科亿招股说明书、前瞻资讯、开源证券研究所

中国刀具市场呈现波动增长的态势。刀具消费规模与制造业水平和结构调整息息相关，随着我国经济水平快速提升和现代制造业的繁荣，我国已经成为全球最大刀具消费国家之一。

中国机床工具工业协会显示，2022 年我国刀具行业消费规模达到 464 亿元，2019-2022 年复合增长率为 5.69%。

图10：2022 年我国刀具行业消费规模达到 464 亿元



数据来源：中国机床工业协会、开源证券研究所

刀具产业链：上游主要为基础材料，中游主要为各刀具制造商，下游主要为航空航天、汽车、机床工具等。

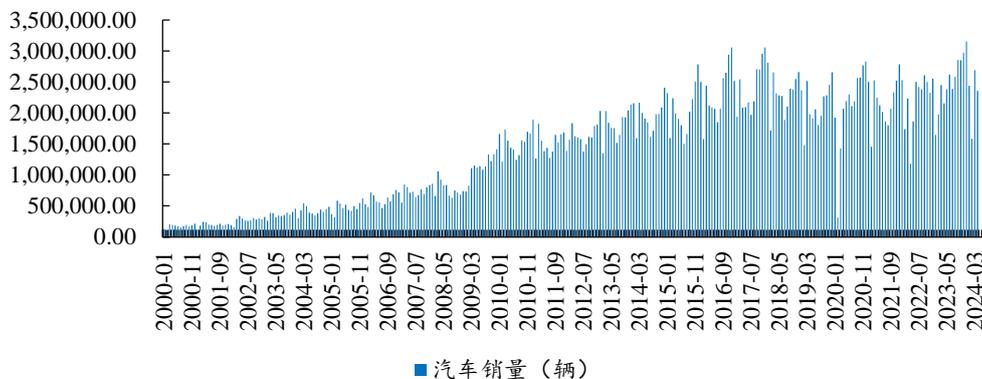
图11：刀具下游主要为航空航天、汽车、机床工具等



资料来源：华经产业研究院

汽车行业保持稳中向好发展趋势。2024年1-4月，我国汽车产销量分别为901.2万辆和907.9万辆，同比分别增长7.9%和10.2%。

图12：中国汽车销量保持稳中向好趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

“以旧换新”政策有望带动家电市场回暖。根据国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，提出“开展家电产品以旧换新。支持家电销售企业联合生产企业、回收企业开展以旧换新促销活动，开设线上线下家电以旧换新专区，对以旧家电换购节能家电的消费者给予优惠。鼓励有条件的地方对消费者购买绿色智能家电给予补贴。加快实施家电售后服务提升行动。”

我们认为家电以旧换新政策推动将进一步释放家电需求，2024年家电消费市场有望实现稳健增长，预计带动刀具等制造工具需求。

2.2、刀具进出口价差缩减，出口保持增长，国产替代加速

我国刀具企业数量众多，但生产规模仍较小。山特维克、肯纳金属、伊斯卡等欧美刀具主导高端定制化刀具市场，位居我国刀具消费市场企业第一位；三菱、京瓷、克洛伊等日韩刀具制造商位于第二梯队；国内刀具企业虽然数据较多，但主要是通过价格和服务优势获得众多中低端市场份额，位于第三梯队，主要有中钨高新、厦门钨业、欧科亿等。

图13：我国刀具企业数量众多，但规模仍较小



资料来源：智研咨询

我国刀具进口依赖度不断降低。2019年我国刀具总体消耗量达到393亿元，其中国产刀具消耗量为257亿元，进口刀具约为136亿元，虽然国产刀具占据主要份额，但总体上以中低端为主。我们认为随着国产刀具的发展，进口替代不断增强，进口依赖度逐步减弱。

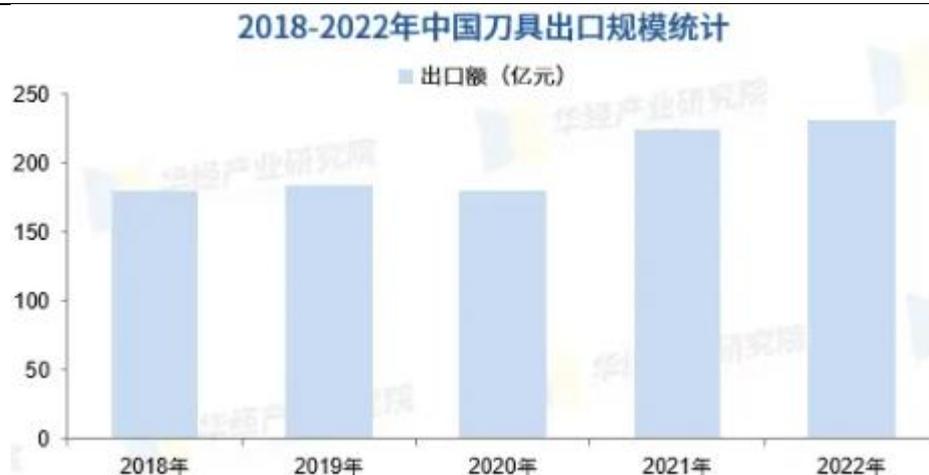
图14：我国刀具进口依赖度不断减弱



数据来源：欧科亿招股说明书

刀具厂商出海推进，进出口价差缩减。从行业整体看，2022年我国刀具出口额231.87亿元，同比增加3.0%；2018-2022年刀具出口额CAGR约为6.5%。从公司看，欧科亿、华锐精密等刀具厂商海外营收持续增长，两公司2022年海外营收占比分别达10.12%/4.83%，较2021年增长1.01%/0.99%。2022年，我国涂层刀片的进口平均价格约为出口平均价格的2.78倍，未涂层刀片为4.6倍，攻丝工具为7.08倍，较2021年有较大降幅。

图15：中国刀具出口规模不断增长



数据来源：华经产业研究院

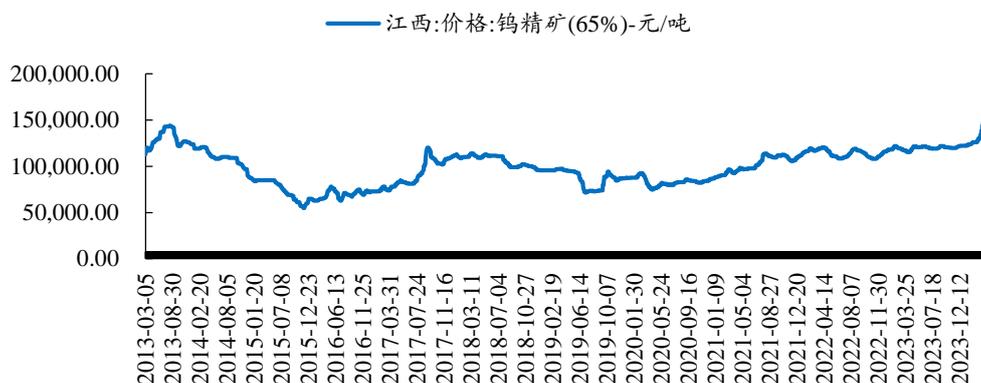
表3：刀具进出口价差缩减

商品名称	进口单价(元)	出口单价(元)	2022年进口/出口单价比	2021年进口/出口单价比
攻丝工具	46.98	6.64	7.08	10.03
涂层刀片	3602.88	1295.36	2.78	3.81
未涂层刀片	1694.61	368.55	4.6	6.41

数据来源：中国海关总署、开源证券研究所

2.3、刀具提价超预期，有望带动刀具企业盈利能力提升

供需偏紧引发钨矿端涨价，已逐级向产业链下游传导。钨价突破 12 万元/吨“天花板”后加速上扬，价格创近十年以来的新高。中钨高新、厦门钨业等多家钨企业发布调涨通知。

图16：供需偏紧引发钨矿端涨价


数据来源：Wind、开源证券研究所

原材料涨价带动部分刀具企业提价，企业盈利能力或将提升。

(1) 华锐精密：公司确已发放调价函，拟从今年 5 月开始全系产品涨价 3%-10%，但具体产品涨价幅度不同，涨价原因系原材料价格上涨。

(2) 欧科亿：2024 年 1 月底发布的数控刀具产品提价通知，根据一季度的数据显示，价格提升幅度高于预期水平，而 4 月份，公司对硬质合金制品产品也发布了提价通知。

3、投资建议

考虑 2024 年国内地产政策推动，有望带动顺周期板块复苏，刀具有望率先受益，刀具涨价+需求提升+国产提升+出口四重逻辑共振，国内刀具龙头有望持续受益。我们持续看好研发能力强、规模化优势明显、积极布局出海的国内龙头企业。

推荐标的：鼎泰高科、恒锋工具、新锐股份。

受益标的：欧科亿、华锐精密、中钨高新。

4、风险提示

出口不及预期；原材料价格上涨风险；下游景气复苏不及预期。

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R4（中高风险），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