

## 金能科技 (603113.SH)

2020年11月01日

## 三季度焦价上涨对冲减产, PDH 投产在即激发业绩潜力 ——公司三季报点评报告

投资评级: 买入 (维持)

张绪成 (分析师)

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号: S0790520020003

日期	2020/10/30
当前股价(元)	12.36
一年最高最低(元)	15.29/8.62
总市值(亿元)	83.55
流通市值(亿元)	83.55
总股本(亿股)	6.76
流通股本(亿股)	6.76
近3个月换手率(%)	60.17

**事件: 公司发布 2020 年三季报, 2020Q1-Q3 实现总营业收入 53.9 亿元, 同比下降 13.1%; 实现归母净利润 6.41 亿元, 同比增长 8.1%; 2020Q3 单季实现归母净利润 2.12 亿元, 环比增长 10.7%。**

### ● 三季度焦价上涨对冲减产, PDH 投产在即激发业绩潜力

三季度焦价上涨是公司在焦炭减产情况下仍实现业绩环比增长的主因, 考虑到四季度焦炭供给持续偏紧, 焦价有望保持强势, 支撑公司业绩, 我们适当上调公司盈利预测, 预计 2020/2021/2022 年实现归母净利润 8.4/14/15.8 亿元 (前值为 7/12.8/15.2 亿元), 同比增长 10.5%/65.8%/12.9%; EPS 为 1.25/2.07/2.33 元 (前值为 1.03/1.90/2.25 元), 对应当前股价, PE 为 9.9x/6x/5.3x。看好青岛项目 PDH 带来的业绩潜力, 维持“买入”评级。

### ● Q3 单季业绩环比增长, 营业成本下降, 毛利大幅改善

业绩环比改善主因营业成本下降, 毛利增长: Q3 单季实现环比-5%, 主因山东“以煤定焦”政策下焦炭限产销量下滑; 营业成本 13.3 亿元, 环比-8.7%, 主因炼焦煤、蒽油价格下降压低原材料成本; 由于营业成本降幅大于营收降幅, Q3 单季毛利实现增长, 当期 3.4 亿元, 环比+13%。

### ● Q3 单季焦炭价格环比上涨, 煤焦价差扩大对冲减产

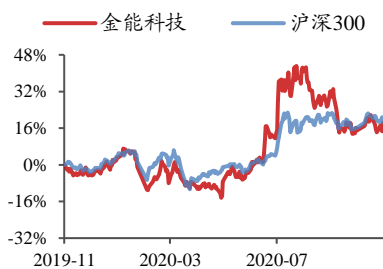
2020Q3 单季焦炭产/销量 33.9/33 万吨, 环比-20.5%/-25.4%, 焦炭收入 6.84 亿元, 环比-19%, 主因山东去产能政策限产。但三季度焦价多轮提涨, 煤焦价差扩大对焦炭减产有所对冲: Q3 单季吨焦价格 (不含税) 为 2077 元/吨, 环比上涨 8.5%; 原材料焦煤均价环比下跌, 当期 950 元/吨, 环比下降 8.1%, 煤焦价差扩大。

### ● 青岛项目明年投产, “PDH+炭黑” 打开未来成长空间

青岛项目 90 万吨/年 PDH 与 48 万吨绿色炭黑产能建设有序推进, 预计将于 2021 年 4 月投产。“PDH+炭黑” 循环经济产业链延续了总部模式, 将实现设备间副产品循环利用, 有效降低成本。项目建成后烯烃业务有望成为除焦化、炭黑外又一业绩核心驱动力, 丙烯毛利占比或将超 30%, 是公司中长期业绩增长的主要看点。

● **风险提示:** 经济恢复不及预期; 青岛项目建设进度不及预期。

### 股价走势图



数据来源: 贝格数据

### 相关研究报告

《公司中报点评报告-焦炭价格上涨对冲减产, PDH 明年投产业绩成长可期》-2020.8.29

《公司半年度业绩快报点评-山东限产致焦炭涨价增厚利润, 关注 PDH 投产再造金能》-2020.8.11

《公司首次覆盖报告-煤焦化龙头再起航, 大举进军 PDH 新领域》-2020.7.6

### 财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,812	8,150	6,250	12,226	14,185
YOY(%)	32.5	-7.5	-23.3	95.6	16.0
归母净利润(百万元)	1,270	762	842	1,397	1,577
YOY(%)	87.1	-40.0	10.5	65.8	12.9
毛利率(%)	21.1	14.8	19.6	18.4	18.4
净利率(%)	14.4	9.4	13.5	11.4	11.1
ROE(%)	26.1	12.9	12.5	17.2	16.2
EPS(摊薄/元)	1.88	1.13	1.25	2.07	2.33
P/E(倍)	6.6	11.0	9.9	6.0	5.3
P/B(倍)	1.7	1.5	1.3	1.1	0.9

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

## 目 录

1、 三季度焦价上涨对冲减产，PDH 投产在即激发业绩潜力 .....	3
1.1、 2020 年前三季度业绩同比增长，原材料成本下降拓宽毛利空间 .....	3
1.2、 2020Q3 单季业绩环比增长，营业成本下降毛利大幅改善 .....	3
1.3、 2020Q3 单季焦炭价格环比上涨，煤焦价差扩大对冲减产 .....	3
1.4、 2020Q3 单季炭黑量价齐升，带动炭黑收入环比大增 .....	3
1.5、 青岛项目明年投产，“PDH+炭黑”打开未来成长空间 .....	3
2、 投资建议：维持“买入”评级 .....	4
3、 风险提示 .....	5
附：财务预测摘要 .....	6

## 图表目录

图 1： 2020 年三季度以来，煤焦价差持续扩大（元/吨） .....	5
表 1： 公司主要产品数据 .....	4

## 1、三季度焦价上涨对冲减产，PDH 投产在即激发业绩潜力

公司发布 2020 年三季报，2020Q1-Q3 实现总营业收入 53.9 亿元，同比下降 13.1%；实现归母净利润 6.41 亿元，同比增长 8.1%；实现扣非后归母净利润 5.6 亿元，同比增长 10.9%。2020Q3 单季实现总营业收入 16.8 亿元，环比下降 5%；归母净利润 2.12 亿元，环比增长 10.7%，扣非后归母净利润 1.84 亿元，环比增长 12.5%。

### 1.1、2020 年前三季度业绩同比增长，原材料成本下降拓宽毛利空间

2020 年前三季度归母净利润 6.41 亿元，相较于 2019 年同期 5.93 亿元，同比增长 8.1%，扣非后归母净利润 5.6 亿元，同比增长 10.9%。主因营业成本下降拓宽毛利空间：前三季度实现总营业收入 53.9 亿元，同比下降 13.1%，主因公司主要化工产品量价均有所下降；营业成本 43.8 亿元，同比下降 17.3%，主因原材料价格同比大幅下降；综合来看，由于营业成本降幅大于营收降幅，公司毛利实现增长，当期毛利为 10.1 亿元，同比增长 11%，毛利率 18.7%，同比+4.1pct。

### 1.2、2020Q3 单季业绩环比增长，营业成本下降毛利大幅改善

2020Q3 公司实现归母净利润 2.12 亿元，环比增长 10.7%，扣非后归母净利润 1.84 亿元，环比增长 12.5%。业绩环比改善主因营业成本毛利增长：Q3 单季实现总营收 16.8 亿元，环比-5%，主因山东“以煤定焦”政策下焦炭限产销量下滑；营业成本 13.3 亿元，环比-8.7%，主因炼焦煤、蒽油价格下降压低原材料成本；由于营业成本降幅大于营收降幅，Q3 单季毛利实现增长，当期毛利为 3.4 亿元，环比+13%。期间费用方面则保持平稳，当期 1.1 亿元，环比+3.5%。

### 1.3、2020Q3 单季焦炭价格环比上涨，煤焦价差扩大对冲减产

2020Q3 单季公司实现焦炭产/销量 33.9/33 万吨，环比下降 20.5%/25.4%，焦炭销售收入 6.84 亿元，环比下降 19%，主因山东焦化去产能发力，“以煤定焦”政策限产。但三季度在紧供给格局下焦价经历多轮提涨，同时焦煤价格持续低位，煤焦价差扩大对公司焦炭减产有所对冲：Q3 单季公司吨焦价格（不含税）为 2077 元/吨，环比上涨 8.5%，而原材料焦煤均价环比下跌，当期 950 元/吨，环比下降 8.1%，煤焦价差扩大。

### 1.4、2020Q3 单季炭黑量价齐升，带动炭黑收入环比大增

2020Q3 单季公司实现炭黑产/销量 7.61/7.58 万吨，环比增长 8.5%/10.4%，炭黑销售收入 3.3 亿元，环比增长 27.1%。炭黑单位价格 4362 元/吨，环比上涨 15.1%；原材料方面，煤焦油均价 2112 元/吨，环比上涨 4.8%；蒽油均价 2262 元/吨，环比下降 28.4%。其他化工产品方面，除白炭黑收入环比增长以外，山梨酸（钾）、对甲基苯酚、甲醇、纯苯等收入均环比下滑，但由于占比不大，对公司整体业绩影响较小。

### 1.5、青岛项目明年投产，“PDH+炭黑”打开未来成长空间

青岛项目 90 万吨/年 PDH 与 48 万吨绿色炭黑产能建设有序推进，预计将于 2021 年 4 月投产。“PDH+炭黑”循环经济产业链延续了总部模式，将实现设备间副产品循环利用，有效降低成本。同时拓展 PDH 是公司由传统煤化工向石油化工转型的关键一步，项目建成后烯烃业务有望成为除焦化、炭黑外又一业绩核心驱动力，丙烯毛利占比或将超 30%，是公司中长期业绩增长的主要看点。

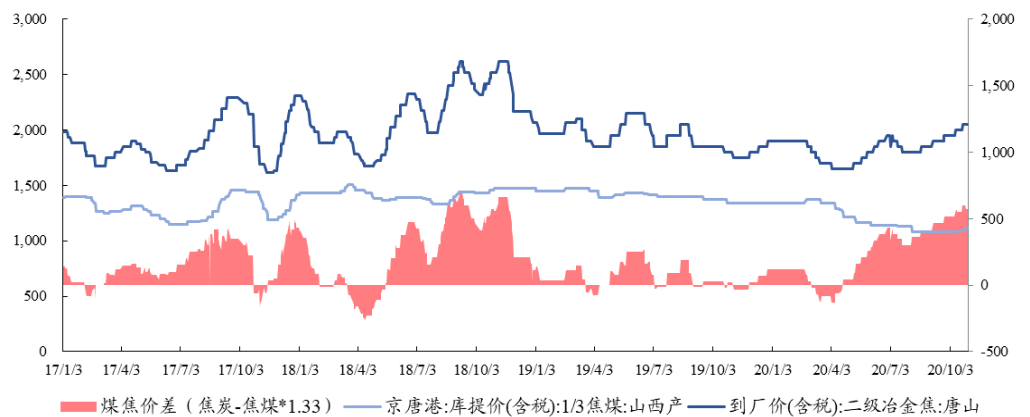
## 2、投资建议：维持“买入”评级

三季度焦炭价格上涨是公司焦炭减产情况下仍实现业绩环比增长的主因，考虑到四季度焦炭供给持续偏紧，焦价有望保持强势，支撑公司业绩，我们适当上调公司盈利预测，预计2020/2021/2022年实现归母净利润8.4/14/15.8亿元（前值为7/12.8/15.2亿元），同比增长10.5%/65.8%/12.9%；EPS为1.25/2.07/2.33元（前值为1.03/1.90/2.25元），对应当前股价，PE为9.9x/6x/5.3x。看好青岛项目PDH带来的业绩潜力，维持“买入”评级。

表1：公司主要产品数据

	产品	单位	2020Q1	2020Q2	2020Q3	环比	2019Q1-Q3	2020Q1-Q3	同比
产量	焦炭	万吨	52.88	42.59	33.88	-20.5%	159.85	129.35	-19.1%
	炭黑	万吨	7.42	7.02	7.61	8.5%	20.48	22.05	7.7%
	山梨酸（钾）	万吨	0.34	0.35	0.28	-20.3%	1.03	0.97	-5.0%
	白炭黑	万吨	0.72	0.75	1.05	40.8%	2.55	2.52	-1.1%
	对甲基苯酚	万吨	0.17	0.30	0.24	-18.7%	0.93	0.71	-23.7%
	甲醇	万吨	4.34	3.91	2.79	-28.7%	12.12	11.04	-8.9%
	纯苯	万吨	-	0.82	0.10	-88.3%	3.21	0.91	-71.6%
销量	焦炭	万吨	53.69	44.14	32.95	-25.4%	160.30	130.78	-18.4%
	炭黑	万吨	7.06	6.86	7.58	10.4%	20.51	21.50	4.9%
	山梨酸（钾）	万吨	0.35	0.37	0.30	-18.4%	1.02	1.01	-1.0%
	白炭黑	万吨	0.69	0.77	1.00	30.6%	2.52	2.46	-2.3%
	对甲基苯酚	万吨	0.19	0.29	0.20	-29.4%	0.93	0.68	-26.6%
	甲醇	万吨	4.19	3.90	2.97	-23.9%	12.18	11.05	-9.3%
	纯苯	万吨	-	0.56	0.11	-80.3%	3.34	0.67	-80.0%
营收	焦炭	亿元	10.38	8.45	6.84	-19.0%	31.53	25.67	-18.6%
	炭黑	亿元	3.25	2.60	3.30	27.1%	11.33	9.15	-19.3%
	山梨酸（钾）	亿元	0.94	1.01	0.78	-23.5%	2.69	2.73	1.4%
	白炭黑	亿元	0.30	0.33	0.40	24.1%	1.11	1.03	-6.6%
	对甲基苯酚	亿元	0.35	0.51	0.33	-35.3%	1.70	1.20	-29.5%
	甲醇	亿元	0.70	0.53	0.41	-22.3%	2.25	1.64	-27.3%
	纯苯	亿元	-	0.17	0.03	-83.7%	1.38	0.19	-85.9%
单位价格	焦炭	元/吨	1,933	1,914	2,077	8.5%	1,967	1,963	-0.2%
	炭黑	元/吨	4,596	3,789	4,362	15.1%	5,527	4,256	-23.0%
	山梨酸（钾）	元/吨	27,078	27,667	25,951	-6.2%	26,315	26,958	2.4%
	白炭黑	元/吨	4,423	4,234	4,025	-4.9%	4,395	4,201	-4.4%
	对甲基苯酚	元/吨	18,453	17,789	16,300	-8.4%	18,270	17,534	-4.0%
	甲醇	元/吨	1,671	1,354	1,383	2.1%	1,850	1,482	-19.9%
	纯苯	元/吨	-	2,990	2,478	-17.1%	4,127	2,906	-29.6%
原材料均价	煤炭	元/吨	1,133	1,033	950	-8.1%	-	-	-
	煤焦油	元/吨	2,243	2,015	2,112	4.8%	-	-	-
	蒽油	元/吨	2,505	3,160	2,262	-28.4%	-	-	-

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图1：2020年三季度以来，煤焦价差持续扩大（元/吨）**


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、风险提示

**经济恢复不及预期。**公司作为化工企业生产产品众多，与下游产业的景气与否息息相关。2020年一季度受新冠疫情冲击，经济增长承压，下游产业需求相对低迷。随着二季度以来复工复产加速，经济回暖带动需求回升。如果经济恢复不及预期，将会对公司中长期业绩造成严重影响。

**原材料价格上涨超预期或产品价格下跌超预期。**公司产业链中炼焦煤、煤焦油等原材料部分来自外购，同时生产的焦炭、炭黑等产品均随市价销售，因此公司主业的利润空间受原材料成本及产品售价两端的价格波动影响，如果价格波动不符合预期，会对公司业绩造成影响。

**焦化及炭黑产业去产能政策力度超预期。**在各行业供给侧改革当中，焦化与炭黑两个产业的去产能力度相对较大，同时公司受山东省内去产能政策影响较大，在山东“以煤定焦”去产能政策当中，公司将退出80万吨/年的焦炭产能，同时2020年需减产约30%。如果去产能政策力度超预期，对公司进行进一步的减产限制，将影响到公司的正常生产经营。

**青岛项目建设进度不及预期。**青岛项目是公司向石油化工布局的关键一步，也是公司未来业绩的主要增长点。如果项目建设进度不及预期，将会影响到公司的盈利预期，同时也会进一步增加公司的资本投入。



**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	3,477	3,883	3,783	7,290	6,911
现金	933	314	1,029	1,669	3,447
应收票据及应收账款	711	747	294	1,751	645
其他应收款	1	1	1	4	1
预付账款	154	160	128	411	208
存货	552	568	250	1,354	517
其他流动资产	1,125	2,092	2,080	2,101	2,093
<b>非流动资产</b>	3,319	4,780	5,253	5,678	6,030
长期投资	29	30	35	38	41
固定资产	2,205	2,273	3,200	3,818	4,232
无形资产	809	820	807	794	781
其他非流动资产	275	1,657	1,211	1,028	976
<b>资产总计</b>	6,795	8,663	9,036	12,968	12,941
<b>流动负债</b>	1,546	1,305	648	2,994	1,193
短期借款	171	73	73	73	73
应付票据及应付账款	710	920	156	2,013	524
其他流动负债	665	312	418	907	596
<b>非流动负债</b>	383	1,464	1,652	1,840	2,038
长期借款	10	1,139	1,314	1,507	1,707
其他非流动负债	373	325	338	333	331
<b>负债合计</b>	1,929	2,769	2,299	4,834	3,231
少数股东权益	-0	-0	-0	-0	-0
股本	676	676	676	676	676
资本公积	1,784	1,784	1,784	1,784	1,784
留存收益	2,391	3,054	3,812	5,069	6,488
<b>归属母公司股东权益</b>	4,866	5,894	6,736	8,133	9,710
负债和股东权益	6,795	8,663	9,036	12,968	12,941

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	1,692	487	1,145	1,290	2,497
净利润	1,270	762	842	1,397	1,577
折旧摊销	311	341	361	503	631
财务费用	5	3	-10	4	31
投资损失	-54	-55	-54	-54	-54
营运资金变动	110	-575	21	-559	313
其他经营现金流	49	10	-16	-0	-0
<b>投资活动现金流</b>	-622	-2,251	-779	-873	-929
资本支出	771	1,364	1,003	22,487	22,487
长期投资	-0	-942	-5	-3	-3
其他投资现金流	149	-1,829	219	21,610	21,555
<b>筹资活动现金流</b>	-96	1,088	349	223	209
短期借款	115	-98	-0	-0	-0
长期借款	-40	1,129	175	194	200
普通股增加	-0	-0	0	-0	-0
资本公积增加	-0	-0	-0	-0	-0
其他筹资现金流	-171	57	174	29	10
<b>现金净增加额</b>	974	-673	715	640	1,778

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	8,812	8,150	6,250	12,226	14,185
营业成本	6,949	6,943	5,023	9,972	11,581
营业税金及附加	74	43	44	85	92
营业费用	190	216	188	367	426
管理费用	170	172	132	258	300
研发费用	19	26	18	36	42
财务费用	5	3	-10	4	31
资产减值损失	48	-3	-0	-0	-0
其他收益	48	56	49	51	52
公允价值变动收益	-0	-0	-0	-0	-0
投资净收益	54	55	54	54	54
资产处置收益	-0	2	-0	-0	-0
<b>营业利润</b>	1,459	861	959	1,610	1,821
营业外收入	33	42	35	37	37
营业外支出	6	3	5	5	4
<b>利润总额</b>	1,485	900	989	1,642	1,854
所得税	215	138	146	245	277
<b>净利润</b>	1,270	762	842	1,397	1,577
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
<b>归母净利润</b>	1,270	762	842	1,397	1,577
EBITDA	1,784	1,306	1,359	2,141	2,454
EPS(元)	1.88	1.13	1.25	2.07	2.33

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	32.5	-7.5	-23.3	95.6	16.0
营业利润(%)	87.5	-41.0	11.3	67.9	13.1
归属于母公司净利润(%)	87.1	-40.0	10.5	65.8	12.9
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	21.1	14.8	19.6	18.4	18.4
净利率(%)	14.4	9.4	13.5	11.4	11.1
ROE(%)	26.1	12.9	12.5	17.2	16.2
ROIC(%)	23.1	11.0	9.9	13.6	12.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	28.4	32.0	25.4	37.3	25.0
净负债比率(%)	-7.0	20.7	12.5	5.3	-11.4
流动比率	2.2	3.0	5.8	2.4	5.8
速动比率	1.1	1.6	3.7	1.5	4.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.5	1.1	0.7	1.1	1.1
应收账款周转率	13.4	11.2	12.0	12.0	11.8
应付账款周转率	10.1	8.5	9.3	9.2	9.1
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.88	1.13	1.25	2.07	2.33
每股经营现金流(最新摊薄)	2.50	0.72	1.69	1.91	3.69
每股净资产(最新摊薄)	7.20	8.18	9.42	11.49	13.82
<b>估值比率</b>					
P/E	6.6	11.0	9.9	6.0	5.3
P/B	1.7	1.5	1.3	1.1	0.9
EV/EBITDA	4.5	6.5	6.0	3.6	2.5

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