

# 信义山证 汇通天下

证券研究报告

网络接配及塔设

天孚通信（300394.SZ）

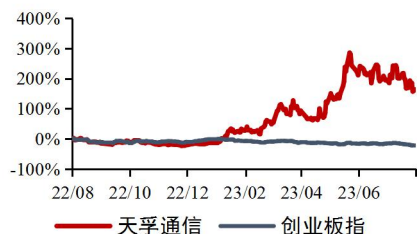
买入-A(首次)

营收归母增长稳健，持续看好有源产品放量

2023年8月29日

公司研究/动态分析

公司近一年市场表现



市场数据：2023年8月28日

收盘价（元）：	82.60
总股本（亿股）：	3.95
流通股本（亿股）：	3.61
流通市值（亿元）：	298.51

基础数据：2023年6月30日

每股净资产（元）：	6.94
每股资本公积（元）：	2.69
每股未分配利润（元）：	2.80

资料来源：最闻

分析师：

高宇洋

执业登记编码：S0760523050002

邮箱：gaoyuyang@sxzq.com

投资要点：

公司发布 2023 年半年报。2023H1 公司实现营收 6.64 亿元，同比增加 15.01%；归母净利润 2.36 亿元，同比增加 36.42%；扣非后归母净利润 2.26 亿元，同比增加 46.38%。其中，单二季度营收 3.77 亿元，同比增加 27.97%，环比增加 31.4%；归母净利润 1.44 亿元，同比增加 59.68%，环比增加 56.1%。

事件点评：

➤ 业绩端，上半年公司营收增加主要系有源业务营收大幅提高。23H1 公司无源/有源业务分别 4.27/2.23 亿元，同比分别-12.90%/+185.07%。盈利能力方面，公司盈利能力提升较为明显：23H1 公司毛利率/净利率分别 50.96%/35.55%，相较去年同期分别提升 2.35/5.40pct；其中有源产品是拉动公司盈利能力上行的主要因素，23H1 公司其中无源/有源产品毛利率分别 55.05%/41.47%，相较去年同期分别提升 3.19/14.76 pct；期间费用方面，公司 23H1 销售/管理/研发费用率分别 1.71%/5.37%/9.55%，公司注重研发投入，23H1 研发费用同比+2.02%。

➤ 公司由无源向有源产品延伸，打造一站式光器件平台，有源业务有望实现更多增量。AI 带来光通信器件需求爆发，下游对高速率，高集成度要求进一步提高，公司投入多种研发项目，包括适用于硅光模块特殊光纤器件及单通道高功率激光器产品开发、适用于 CPO-ELS 模块应用的多通道高功率激光器的开发等；同时公司稳步推进光引擎项目，光引擎产品在 CPO 技术中重要性将进一步凸显，为公司中长期带来更多想象空间。

**盈利预测、估值分析和投资建议：**预计公司 2023-25X 年公司净利润 5.2/7.7/10.4 亿元，同比增长 28.6%/48.1%/35.4%，对应 EPS 为 1.31/1.94/2.63 元，PE 为 69.9/47.2/34.8 倍。公司以无源起家拓展至有源器件，形成光模块上游器件全平台供应，有源产品有望随高速光模块迎来放量；同时公司光引擎产品为 CPO 重要元器件，CPO 有望在 2024-25 年后成为主要路线，长期利好公司业绩及盈利能力，目前公司光引擎项目进展有序，基于以上逻辑首次覆盖给予“买入-A”评级。

风险提示：

新领域产品拓展不达预期的风险：公司依托建成多年的光器件研发平台，利



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1





用在基础材料和元器件、光学设计、集成封装等多个领域的专业积累，扩展为下游激光雷达等领域客户提供配套新产品。截至本报告披露日，激光雷达用光器件产品虽已规模量产，同时海内外多个客户处于送样验证阶段，但总体量产时间较短，量产客户暂时相对较少，多客户送样验证是否能顺利通过转量产并取得更多大批量订单存在不确定性。如果新领域产品下游需求不足或公司产品竞争力不及预期可能导致公司新领域产品拓展不达预期，可能无法对公司长期业绩产生正向影响。

**行业政策和发展风险：**公司光器件产品目前在光通信板块销售占比较高，下游应用领域主要为全球电信、光纤连接和数据中心市场，受光通信行业市场需求景气度影响较大，与全球电信运营商及数据中心云厂商资本开支相关性较高。如果全球电信网络、光纤连接和数据中心建设阶段性未达预期，或者国家支持政策发生改变，或者新技术、新产品加速升级迭代等可能致使公司下游应用领域需求减少、市场规模增速放缓，将导致公司收入增速放缓甚至下降，对公司的经营业绩及未来的发展造成不利影响。

**国际贸易争端风险：**公司报告期内海外营收占比对比同期持续提升，同时公司部分原材料和设备源自国外进口，未来国际贸易争端的发展存在一定的不确定性，可能会出现相关国家贸易政策发生变化。公司为此设立泰国工厂推进全球产能布局，同时持落实供应链全球多元化，但若涉及公司进出口业务相关国家的国际贸易政策发生明显不利变化，可能会对公司的采购、销售产生一定影响，从而影响公司的经营业绩。

**产品毛利率下降的风险：**光器件行业竞争较为激烈，公司大多数产品价格呈持续下降趋势。虽然公司毛利率在过去数年总体保持相对稳定，但随着市场竞争的加剧，若未来产品价格持续下降，而产品单位成本受制于原材料成本、产品技术工艺成熟度和管理效率提升空间受限等因素影响未能同步下降，公司可能面临毛利率下降的风险，进而对公司的经营业绩产生不利影响。同时公司向特定对象发行股票募集资金建设的高速光引擎项目，毛利率相对较低，随着募投项目逐步增加销售收入，可能会降低公司的整体毛利率。为此公司将持续优化产品生命周期组合，加大产品线自动化开发力度，推动降本增效，



努力控制毛利率下降的风险。

**光通信新产品线量产不达预期的风险：**公司近几年研发投入持续增加，陆续建设扩充了 OSA 高速率光器件、光隔离器、高密度线缆连接器、 LENS ARRAY 光纤透镜阵列、 PM 保偏器件、 FAU 光纤阵列、 AWG 阵列波导光栅、高速光引擎等多个新产品线。得益于新产品线的扩张布局，持续上量，在获得客户认可的同时公司近几年整体业绩得以实现稳健增长，但未来若因新产品线竞争力不足，或者新技术迭代等原因市场需求减少，导致无法获取足量的订单，可能导致单个产品线盈利能力不足甚至亏损，从而造成公司盈利增速放缓甚至下降，对公司的可持续发展造成不利影响。

**大股东减持风险：**7月25日，公司公告持股5%以上股东朱国栋于2023年7月20日至2023年7月24日期间，共计减持所持有天孚通信股份388.34万股，占天孚通信总股本比例0.98%；6月30日，公司公告天孚仁和于2023年6月20日至2023年6月29日期间减持所持有天孚通信股份295.9595万股，占天孚通信总股本比例0.7497%。若后续公司大股东及高管持续减持，则有可能对公司产生不利影响。

**财务数据与估值：**

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,032	1,196	1,734	2,814	4,284
YoY(%)	18.2	15.9	44.9	62.3	52.3
净利润(百万元)	306	403	518	767	1,039
YoY(%)	9.8	31.5	28.6	48.1	35.4
毛利率(%)	49.7	51.6	51.2	48.9	47.1
EPS(摊薄/元)	0.78	1.02	1.31	1.94	2.63
ROE(%)	13.2	15.4	17.6	21.8	23.8
P/E(倍)	118.1	89.8	69.9	47.2	34.8
P/B(倍)	15.5	13.8	12.3	10.3	8.3
净利率(%)	29.7	33.7	29.9	27.3	24.3

资料来源：最闻，山西证券研究所

## 目录

1. 天孚通信：一站式光器件供应商，无源至有源横向拓展.....	5
2. 盈利能力进一步增强，有源器件业绩靓丽.....	6
3. 风险提示.....	9

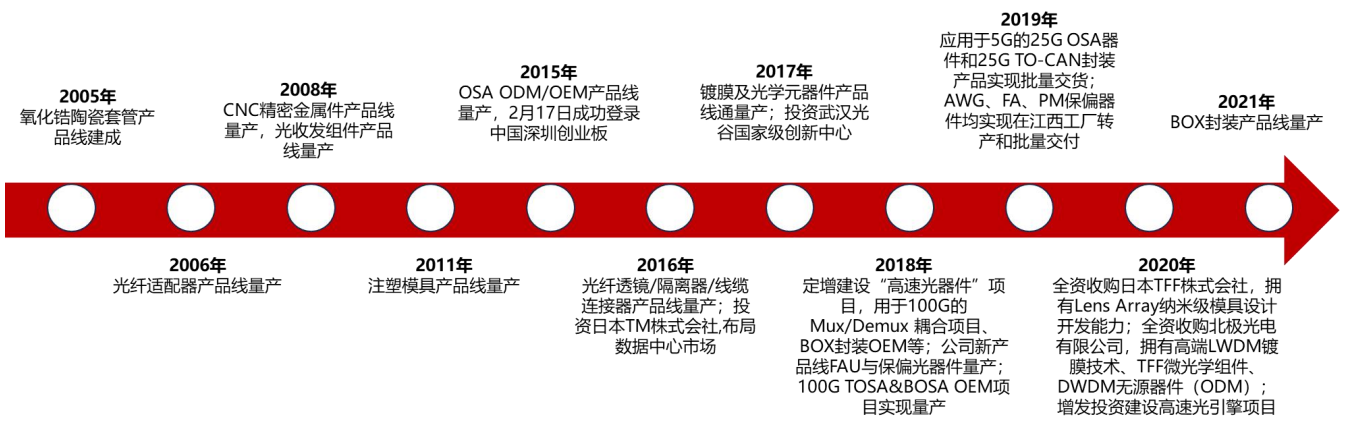
## 图表目录

图 1： 公司发展历程.....	5
图 2： 公司十三大产品线.....	5
图 3： 公司八大解决方案.....	5
图 4： 公司营收及同比.....	7
图 5： 公司归母净利润及同比.....	7
图 6： 公司营收分产品（单位：亿元）.....	7
图 7： 公司分产品毛利率（单位：%）.....	7
图 8： 公司营收分区域（单位：亿元）.....	8
图 9： 公司分区域毛利率（单位：%）.....	8
图 10： 公司毛利率与净利率（单位：%）.....	8
图 11： 公司期间费用率（单位：%）.....	8
表 1： 公司子公司情况.....	6

## 1. 天孚通信：一站式光器件供应商，无源至有源横向拓展

天孚通信定位一站式光通信器件整体解决方案提供商。公司成立于2005年，主营陶瓷套管、光纤适配器和光收发接口组件三大业务，2015年公司成功上市，上市后拓展产品领域至有源器件，并将业务延伸至ODM/OEM封装，2020年公司定增7.86亿元用于投资建设高速光引擎项目，进一步夯实公司竞争实力。

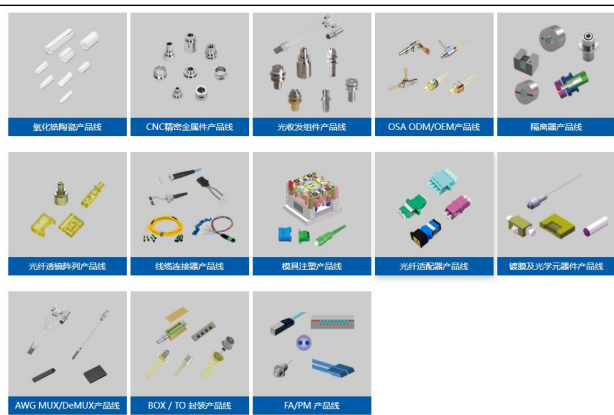
图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，山西证券研究所

目前公司围绕八大解决方案形成十三大产品线，解决方案分为高端无源器件整体解决方案和高速光器件封装 OEM 方案，产品除上市前主营业务外新增光纤透镜/隔离器/线缆连接器/AWG/镀膜等产品线，形成了波分复用耦合技术、FAU 光纤阵列设计制造技术、TO-CAN/BOX 芯片封测技术、并行光学设计制造技术、光学元件镀膜技术、纳米级精密模具设计制造技术、金属材料微米级制造技术、陶瓷材料成型烧结技术、PLC 芯片加工测试等技术和创新平台，现已具备光模块上游配套光器件较为齐备品类量产能力，并提供光器件垂直整合一站式产品解决方案。

图2：公司十三大产品线



资料来源：公司官网，山西证券研究所

图3：公司八大解决方案



资料来源：公司官网，山西证券研究所

公司通过自主投资和股权收购等形式，在中国香港、深圳、武汉等地和日本、美国、新加坡、泰国等国家相继设立了分子公司，分工进行生产制造及扩大销售网络。其中，高安天孚主要负责生产公司传统无源产品，江西天孚主要负责生产公司上市后拓展的光纤透镜、隔离器、镀膜、AWG 阵列波导光栅等产品；2020 年公司收购天孚精密和北极光电，北极光电主营光学滤波片、光波分器件等元器件，公司产品矩阵进一步扩大，目前已形成了以苏州为总部和研发中心；日本和深圳为研发分支；美国、新加坡、香港、深圳、武汉为销售分支；江西、深圳和苏州为量产基地的全球网状布局，同时 23H1 公司新建泰国工厂，推动产能全球布局。

表 1：公司子公司情况

子公司名称	主要经营地	业务性质	持股比例		取得方式
			直接	间接	
高安天孚	江西高安	制造销售新型光电器件	100.00%		直接设立
江西天孚	江西高安	制造销售电子元器件	100.00%		直接设立
天孚永联	江苏苏州	制造销售通信领域产品	100.00%		直接设立
天孚精密	江苏苏州	制造销售高精密模具及零部件、光学透镜等	100.00%		非同一控制下企业合并
香港天孚	中国香港	国际贸易、咨询及技术服务	100.00%		直接设立
美国天孚	美国	光电子器件的销售	100.00%		非同一控制下企业合并
北极光电	中国深圳	主要从事光学滤波片、光波分器件等光元器件产品的研发、生产和销售	100.00%		非同一控制下企业合并
日本天孚	日本	制造销售高精密模具及零部件、光学透镜等		100.00%	非同一控制下企业合并
香港北极	中国香港	国际贸易		100.00%	非同一控制下企业合并
美国北极	美国	主要从事各类光元器件产品的国际贸易		100.00%	非同一控制下企业合并
香港 AIP	中国香港	国际贸易、咨询及技术服务		40.00%	非同一控制下企业合并
天孚之星	江苏苏州	主要从事物联网技术研发；物联网技术服务；软件开发；电子元器件制造	53.33%		直接设立
新加坡天孚投资	新加坡	投资		53.33%	直接设立
泰国天孚	泰国	生产、设计、进口、出口汽车零部件、传感器设备、电子设备和光学设备，以及生物医学设备的研发及技术咨询服务		53.30%	直接设立

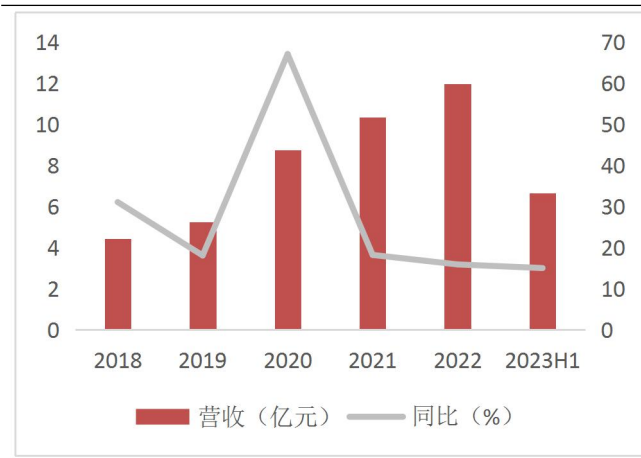
资料来源：公司 2022 年年报，山西证券研究所

## 2. 盈利能力进一步增强，有源器件业绩靓丽

业绩端，近年公司营收增长稳健，归母净利润提升速度加快。2020-23H1 公司营收分别 8.73/10.32/11.96/6.64 亿元，同比分别 67.03%/18.20%/15.89%/15.01%；归母净利润分别 2.79/3.06/4.03/2.36 亿元，同比分别 67.55%/9.77%/31.51%/35.61%，业绩增长主要系全球数据中心建设带动光器件产品需求，高速

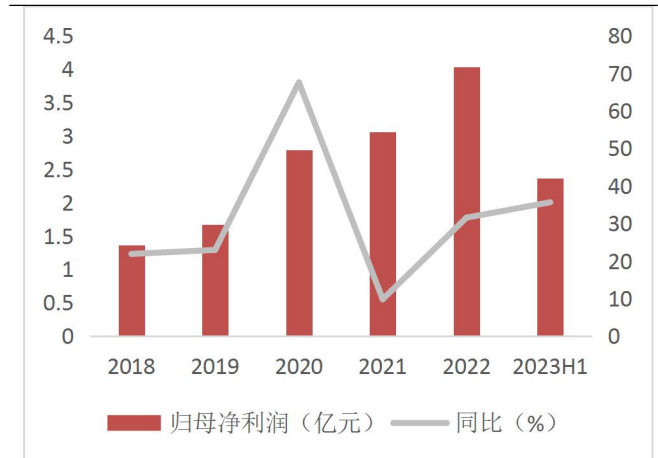
率产品需求增长较快，带动公司部分产品线的持续扩产提量。

图 4：公司营收及同比



资料来源：wind，山西证券研究所

图 5：公司归母净利润及同比

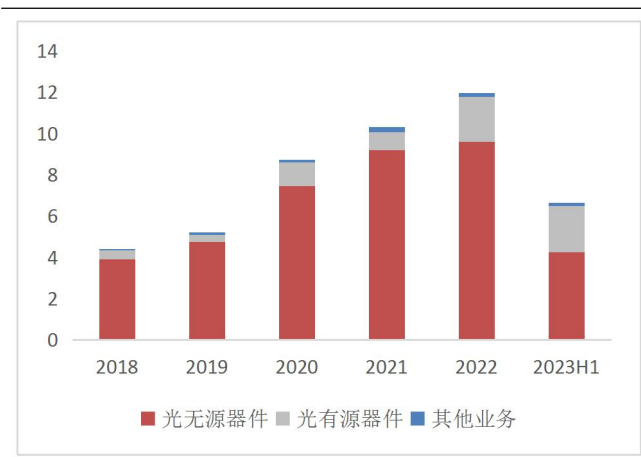


资料来源：wind，山西证券研究所

分产品来看，无源器件贡献主要营收，有源器件占比快速提高。2020-23H1 公司无源器件营收分别 7.44/9.20/9.60/4.27 亿元，占营收比分别 85.13%/89.12%/80.23%/64.31%，有源器件营收分别 1.17/0.85/2.18/2.23 亿元，占营收比分别 13.34%/8.23%/18.20%/33.58%，23H1 有源器件营收同比增长 185.07%。

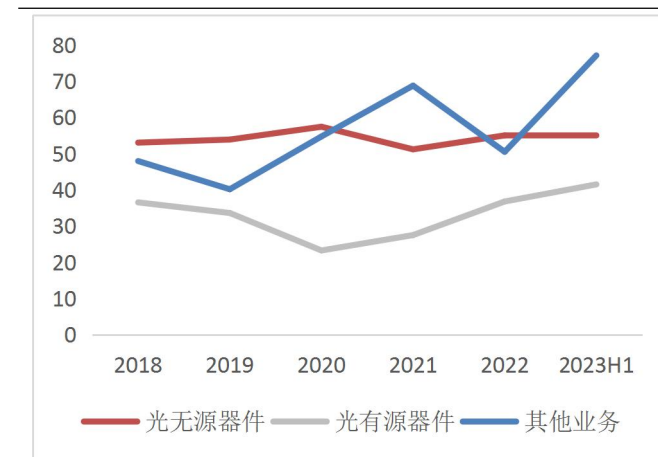
毛利率方面，无源器件毛利率高于有源，有源器件毛利率近年提升较为明显。2020-23H1 公司无源器件毛利率分别 57.40%/51.16%/55.01%/55.05%，有源器件分别 23.22%/27.47%/36.75%/41.47%，有源器件毛利率同比提升 14.76pct。

图 6：公司营收分产品（单位：亿元）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 7：公司分产品毛利率（单位：%）



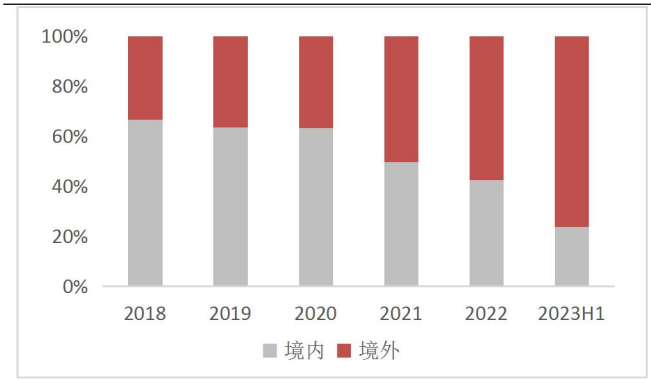
资料来源：wind，山西证券研究所

分区域来看，2021 年后外销占比开始超过内销且外销规模增长迅速，占比持续提高。2020-23H1 公司内销营收分别 5.52/5.12/5.08/1.58 亿元，占营收比分别 63.22%/49.58%/42.44%/23.74%；2020-23H1 外销营收分别 3.21/5.21/6.89/5.07 亿元，同比分别增长 68.55%/62.02%/32.29%/60.57%，占营收比分别

36.78%/50.42%/57.56%/76.26%。

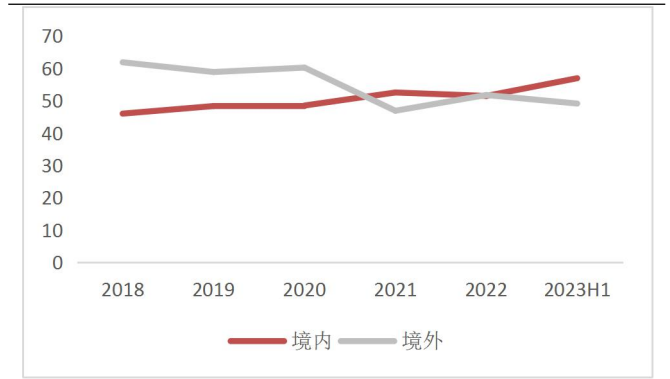
毛利率方面，2020年后内销毛利率略有提高，外销毛利率有所波动。2020-23H1公司内销毛利率分别48.49%/52.52%/51.46%/56.93%，外销分别60.21%/46.88%/51.74%/49.10%。

图 8：公司营收分区域（单位：亿元）



资料来源：wind，山西证券研究所

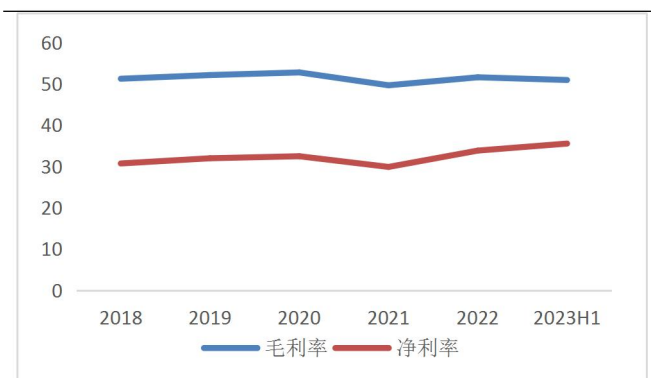
图 9：公司分区域毛利率（单位：%）



资料来源：wind，山西证券研究所

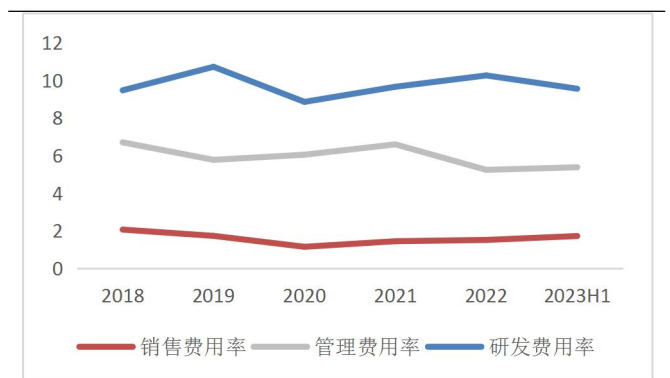
盈利能力来看，公司净利率稳中有升。2020-23H1公司毛利率分别52.80%/49.68%/51.62%/50.96%，净利率分别32.48%/29.89%/33.85%/35.55%。期间费用率方面，2020-23H1公司销售费用率分别1.14%/1.43%/1.50%/1.71%，管理费用率分别6.04%/6.59%/5.23%/5.37%，研发费用率分别8.85%/9.65%/10.26%/9.55%。23H1公司继续加大产品研发，主要项目包括适用于高功率应用的光路无胶隔离器开发、适用于硅光模块特殊光纤器件及单通道高功率激光器产品开发、适用于各种特殊应用场景的Fiber Array 器件产品开发、适用于CPO-ELS 模块应用的多通道高功率激光器的开发、车载激光雷达用光器件研发、医疗领域病毒检测用光器件研发等。

图 10：公司毛利率与净利率（单位：%）



资料来源：wind，山西证券研究所

图 11：公司期间费用率（单位：%）



资料来源：wind，山西证券研究所



### 3. 风险提示

**新领域产品拓展不达预期的风险：**公司依托建成多年的光器件研发平台，利用在基础材料和元器件、光学设计、集成封装等多个领域的专业积累，扩展为下游激光雷达等领域客户提供配套新产品。截至本报告披露日，激光雷达用光器件产品虽已规模量产，同时海内外多个客户处于送样验证阶段，但总体量产时间较短，量产客户暂时相对较少，多客户送样验证是否能顺利通过转量产并取得更多大批量订单存在不确定性。如果新领域产品下游需求不足或公司产品竞争力不及预期可能导致公司新领域产品拓展不达预期，可能无法对公司长期业绩产生正向影响。

**行业政策和发展风险：**公司光器件产品目前在光通信板块销售占比较高，下游应用领域主要为全球电信、光纤连接和数据中心市场，受光通信行业市场需求景气度影响较大，与全球电信运营商及数据中心云厂商资本开支相关性较高。如果全球电信网络、光纤连接和数据中心建设阶段性未达预期，或者国家支持政策发生改变，或者新技术、新产品加速升级迭代等可能致使公司下游应用领域需求减少、市场规模增速放缓，将导致公司收入增速放缓甚至下降，对公司的经营业绩及未来的发展造成不利影响。

**国际贸易争端风险：**公司报告期内海外营收占比对比同期持续提升，同时公司部分原材料和设备源自国外进口，未来国际贸易争端的发展存在一定的不确定性，可能会出现相关国家贸易政策发生变化。公司为此设立泰国工厂推进全球产能布局，同时持落实供应链全球多元化，但若涉及公司进出口业务相关国家的国际贸易政策发生明显不利变化，可能会对公司的采购、销售产生一定影响，从而影响公司的经营业绩。

**产品毛利率下降的风险：**光器件行业竞争较为激烈，公司大多数产品价格呈持续下降趋势。虽然公司毛利率在过去数年总体保持相对稳定，但随着市场竞争的加剧，若未来产品价格持续下降，而产品单位成本受制于原材料成本、产品技术工艺成熟度和管理效率提升空间受限等因素影响未能同步下降，公司可能面临毛利率下降的风险，进而对公司的经营业绩产生不利影响。同时公司向特定对象发行股票募集资金建设的高速光引擎项目，毛利率相对较低，随着募投项目逐步增加销售收入，可能会降低公司的整体毛利率。为此公司将持续优化产品生命周期组合，加大产品线自动化开发力度，推动降本增效，努力控制毛利率下降的风险。

**光通信新产品线量产不达预期的风险：**公司近几年研发投入持续增加，陆续建设扩充了 OSA 高速率光器件、光隔离器、高密度线缆连接器、LENS ARRAY 光纤透镜阵列、PM 保偏器件、FAU 光纤阵列、AWG 阵列波导光栅、高速光引擎等多个新产品线。得益于新产品线的扩张布局，持续上量，在获得客户认可的同时公司近几年整体业绩得以实现稳健增长，但未来若因新产品线竞争力不足，或者新技术迭代等原因市场需求减少，导致无法获取足量的订单，可能导致单个产品线盈利能力不足甚至亏损，从而造成公司

盈利增速放缓甚至下降，对公司的可持续发展造成不利影响。

**大股东减持风险：**7月25日，公司公告持股5%以上股东朱国栋于2023年7月20日至2023年7月24日期间，共计减持所持有天孚通信股份388.34万股，占天孚通信总股本比例0.98%；6月30日，公司公告天孚仁和于2023年6月20日至2023年6月29日期间减持所持有天孚通信股份295.9595万股，占天孚通信总股本比例0.7497%。若后续公司大股东及高管持续减持，则有可能对公司产生不利影响。

## 财务报表预测和估值数据汇总

## 资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1839	2169	2453	3344	4559
现金	515	673	570	926	1409
应收票据及应收账款	280	323	550	867	1291
预付账款	4	3	8	10	17
存货	174	186	340	556	855
其他流动资产	866	984	985	985	987
<b>非流动资产</b>	712	732	985	1522	2189
长期投资	7	8	10	11	12
固定资产	569	592	809	1270	1870
无形资产	53	50	50	50	51
其他非流动资产	83	82	116	191	257
<b>资产总计</b>	2551	2901	3438	4866	6748
<b>流动负债</b>	180	233	427	1267	2298
短期借款	1	0	104	761	1590
应付票据及应付账款	102	116	203	340	515
其他流动负债	76	117	120	167	194
<b>非流动负债</b>	35	31	31	31	31
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	35	31	31	31	31
<b>负债合计</b>	215	264	457	1298	2329
少数股东权益	3	11	15	22	30
股本	392	394	395	395	395
资本公积	1004	1046	1064	1064	1064
留存收益	948	1195	1468	1874	2410
归属母公司股东权益	2333	2626	2965	3545	4389
<b>负债和股东权益</b>	2551	2901	3438	4866	6748

## 现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	370	464	273	526	729
净利润	309	405	522	774	1047
折旧摊销	71	83	76	118	184
财务费用	-4	-20	-6	11	53
投资损失	-17	-27	-23	-25	-24
营运资金变动	-10	-10	-294	-351	-530
其他经营现金流	21	33	-1	-2	-1
<b>投资活动现金流</b>	-660	-180	-304	-628	-827
<b>筹资活动现金流</b>	634	-128	-176	-199	-248
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.78	1.02	1.31	1.94	2.63
每股经营现金流(最新摊薄)	0.94	1.17	0.69	1.33	1.85
每股净资产(最新摊薄)	5.91	6.65	7.47	8.93	11.07

## 利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	1032	1196	1734	2814	4284
营业成本	520	579	845	1439	2267
营业税金及附加	8	11	15	25	37
营业费用	15	18	25	39	62
管理费用	68	63	102	157	246
研发费用	100	123	171	272	422
财务费用	-4	-20	-6	11	53
资产减值损失	-14	-14	-22	-35	-54
公允价值变动收益	0	2	1	2	1
投资净收益	17	27	23	25	24
<b>营业利润</b>	345	451	583	863	1168
营业外收入	1	3	1	1	2
营业外支出	1	3	1	1	1
<b>利润总额</b>	345	451	583	864	1168
所得税	37	46	61	89	121
<b>税后利润</b>	309	405	522	774	1047
少数股东损益	2	2	4	7	8
<b>归属母公司净利润</b>	306	403	518	767	1039
EBITDA	401	514	643	986	1389

## 主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	18.2	15.9	44.9	62.3	52.3
营业利润(%)	7.1	30.7	29.4	48.1	35.2
归属于母公司净利润(%)	9.8	31.5	28.6	48.1	35.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	49.7	51.6	51.2	48.9	47.1
净利率(%)	29.7	33.7	29.9	27.3	24.3
ROE(%)	13.2	15.4	17.6	21.8	23.8
ROIC(%)	12.5	14.6	16.5	18.0	18.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	8.4	9.1	13.3	26.7	34.5
流动比率	10.2	9.3	5.8	2.6	2.0
速动比率	8.8	8.1	4.7	2.1	1.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.7	0.7
应收账款周转率	3.3	4.0	4.0	4.0	4.0
应付账款周转率	4.8	5.3	5.3	5.3	5.3
<b>估值比率</b>					
P/E	118.1	89.8	69.9	47.2	34.8
P/B	15.5	13.8	12.3	10.3	8.3
EV/EBITDA	87.0	67.5	54.2	35.7	25.6

资料来源：最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所:

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话: 0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

