

**证券研究报告—动态报告**

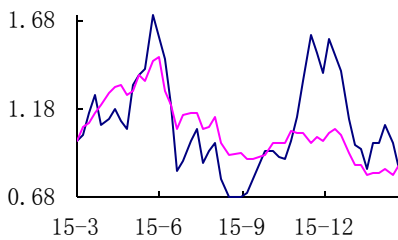
基础化工

化学制品

**上海新阳 (300236)**
**买入**

合理估值: 元 昨收盘: 28 元 (维持评级)

2016年03月16日

**一年该股与沪深300走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	184/152
总市值/流通(百万元)	5,153/4,245
上证综指/深圳成指	2,805/9,390
12个月最高/最低(元)	50.24/14.69

**相关研究报告:**

《上海新阳-300236-全方位服务半导体,望显著受益产业成长》——2016-02-19  
 《上海新阳-300236-公司分析:全方位服务半导体,快速成长可期》——2015-09-24  
 《上海新阳-300236-全方位服务于半导体产业》——2015-03-23

**证券分析师: 刘翔**

电话: 021-60875160

E-MAIL: liuxiang3@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980515110001

**联系人: 蓝逸翔**

电话: 021-60933164

E-MAIL: lanyx@guosen.com.cn

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

**公司快评**

## 外延再加码, 致力晶圆级封装服务

**● 半导体为高确定性成长行业, 供水者前景可期**

中国半导体产业的需求与产业生态、技术与人才积累、基础设施与配套等条件逐渐成熟, 正迎来黄金发展十年。3000 亿元集成电路市场, 国内实际自给率还不足 10%, 供需缺口大。由于半导体产业巨大的经济与战略效益, 近年我国政府对于集成电路产业的支持力度空前, 大基金募资已超 1300 多亿元, 将持续投放; 其次我国已积累大量基础工程师, 高端海外人才出现回流支持产业。基础设施于配套齐全, 各大知名半导体企业纷纷来华设厂, 带来先进技术工艺产线。我国半导体产业环境正在改善, 按政府设计目标, 产业每年高确定性成长约 20%。同时, 半导体庞大规模造就耗材巨大空间, 公司相关产品已进入国内主流供应链, 本土基本无有竞争力的竞争者, 其赛道优良, 前景可期。

**● 对外成立合资公司, 加码晶圆级封装服务**

公司近日公告与硅密四新成立合资公司发展晶圆级湿制程设备, 与化学品形成高度协同, 完善一站式服务体系。与恒硕科技合资共谋晶圆级封装合金焊球市场。恒硕科技系该市场全球前三厂商, 恒硕丰富技术及工艺沉淀与新阳本土渠道资源形成良好协同, 乐观预计将于年底供货, 快速提升市占率。此次外延, 既提升公司经营效益, 也进一步提升了公司在晶圆级封装产业链的关键地位。

**● 优化资产结构, 转让涂料工程公司**

公司拟将孙公司考普乐特种涂料工程有限公司 100% 股权转让给高卫平, 交易价格为 700 万元, 增加当期利润约 240 万元。本次转让, 有利于优化资产结构, 提高整体资产质量, 降低经营风险。

**● 风险提示**

行业增长低于预期, 新产品市场推广进程缓慢。

**● 进一步丰富半导体服务体系, 维持“买入”评级**

公司是大空间下的低固定资产投入方式具备技术壁垒的成长股。预计公司 15-17 年实现营收分别为 3.65/4.52/5.81 亿元, 净利润分别为 42/80/118 百万元, 对应 EPS 分别为 0.23/0.43/0.64 元, 公司具有稀缺性, 聚焦集成电路一站式服务, 将逐渐走出业绩承压期。首期员工持股形成良好激励, 预计随着新品逐渐上量释放, 受益行业快速成长弹性大, 确定性高, 维持“买入”评级。

**盈利预测和财务指标**

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	209	376	365	452	581
(+/-%)	45.7%	80.1%	-3.1%	23.9%	28.7%
净利润(百万元)	44	68	42	80	118
(+/-%)	11.0%	54.5%	37.8%	87.6%	48.1%
摊薄每股收益(元)	0.24	0.37	0.23	0.43	0.64
EBIT Margin	21.1%	20.3%	14.1%	18.6%	21.3%
净资产收益率(ROE)	5.6%	8.0%	4.7%	8.3%	11.4%
市盈率(PE)	64.1	75.53	133.9	71.4	48.2
EV/EBITDA			79.9	53.5	38.9
市净率(PB)	6.5	6.03	6.32	5.96	5.49

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 半导体为高确定性成长行业，供水者前景可期

中国半导体产业正迎来黄金发展十年。其原因可见，需求与产业生态、技术与人才积累、基础设施与配套。我国集成电路产业由于各产业环境的情况，正处于发展的关键性阶段。

需求方面基本已达成共识无需赘述。我国已经成为全球半导体最大消费市场，全球超过 50% 的电子产品在中国完成制造。2015 年我国集成电路销售额已经突破 3000 亿元。但我国对于集成电路产业长期依赖进口，2014 年中国集成电路芯片进口额为 2176 亿美元，成为进口金额最大的商品。而贸易逆差为 1567 亿美元，比 2013 年又增加了 126 亿美元，已经是连续第五年扩大逆差。中国集成电路市场的国内实际自给率还不足 10%，我国对于集成电路的需求情况仍处在严峻形势之下。但产业生态正在逐步改善，全球半导体市场向中国转移的趋势明显。我国政府对于集成电路产业的支持力度空前。国家在 2014 年成立集成电路产业投资基金，募资已超 1300 多亿元。按设计目标，国家及各省集成电路产业基金规模将达 6000 亿元，未来 10 年有望撬动 5 万亿资金投入。

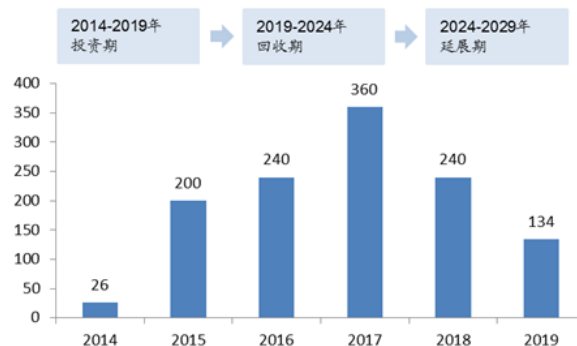
图 1：部分地方政府集成电路产业扶持政策措施

省市	扶持政策措施	投资额
北京	成立 300 亿股权投资基金，打造集成电路产业	300 亿
上海	设立 100 亿上海武岳峰集成电路信息产业创业投资基金，筹建 500 亿集成电路产业基金	600 亿
天津	滨海新区财政每年设立 2 亿元专项资金，支持集成电路	
安徽	集成电路产业发展目标：到 2017 年总产值突破 300 亿元，2020 年翻一番，形成合肥为中心的集聚区	
山东	发展目标：到 2015 年集成电路销售收入突破 200 亿	
四川	设立集成电路产业投资基金，撬动社会资本，	
湖北	设立 300 亿元集成电路产业基金	300 亿

资料来源：中国产业信息网，国信证券经济研究所整理

国家计划集成电路产业基金发挥核心带动作用，持续为集成电路产业提供更多更大的支持。集成电路是信息产业的基石，关系到国家信息安全战略，国家大力发展集成电路产业，是科技强国的必经之路。

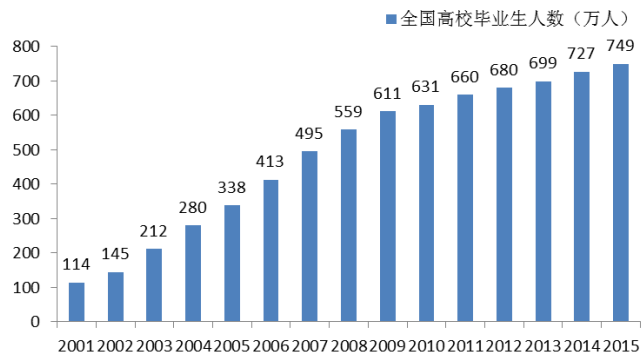
图 2：国家集成电路产业投资基金投资计划



资料来源：中国产业信息网，国信证券经济研究所整理

其次，我国技术人才积累已经具备一定基础。中国改革开放以来的几十年间积累了大量的工程师红利，一方面优秀海外人才开始出现回流现象。另一方面，我国已经具备大量基础工程师，为其他国家及地区不可比拟。从 2004 年中国高校大规模扩招至今已经 11 年，积累下的理工科大学本科毕业生就已超过 2000 万。根据科技部《中国科技人才发展报告（2014）》显示，我国已经成为第一科技人力资源大国，2013 年我国科技人力资源总量达到 7105 万人，每万人中有科技人力资源数 522 人。2013 年我国研究与发展（R&D）人员总量达到 353.3 万人，绝对数量位列全球第一。中国目前已经拥有丰富的工程师红利，具备科技强国的人才支撑。

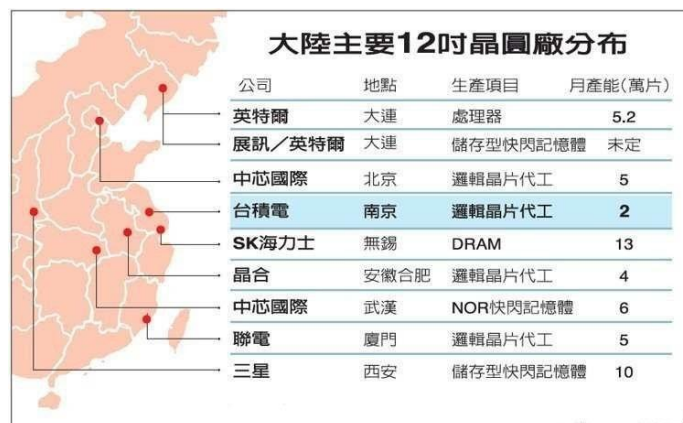
图 3：2001-2015 年全国高校毕业生人数（万人）



资料来源：中国教育在线，国信证券经济研究所整理

另一方面，中国已经拥有一流的基础设施与配套，有能力为集成电路制造厂商提供最优质的生产、物流等支撑。且全球各大知名集成电路产业链企业纷纷来华设厂，带来先进技术工艺产线。例如全球最顶级的集成电路制造商台积电和三星陆续将全球最先进的生产工艺转移到南京、西南等地。

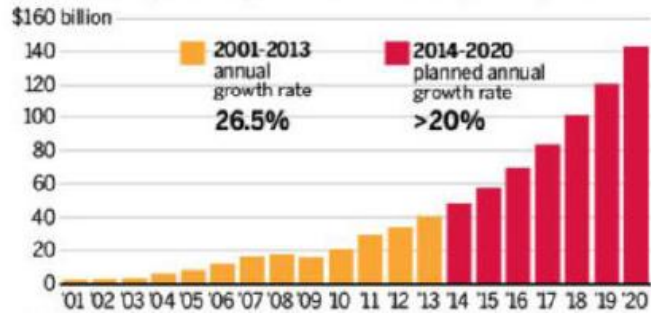
图 4：截止 2015 中国大陆主要 12 寸晶圆厂分布



资料来源：SEMI

根据 CSIA 数据显示，2001-2013 年中国半导体产业年成长率是 26.5%，2014 年达到 500 亿美元，预计至 2020 年，在政府的大力支持下，成长率皆高于 20%，在 2020 年将达到 1400 亿美元。我国半导体产业正在迎来关键发展时期，并对后续成长有较高信心，突破信息基础产业的决心坚定。而半导体产业的快速成长，也将拉动相关产业链的快速成长。包括半导体周边产业如材料及设备产业，半导体设计、制造、封装等产业链环节。

图 1: 中国半导体产业成长



资料来源: CSIA、SEMI、国信证券经济研究所整理

## 对外成立合资公司，加码晶圆级封装服务

### 联合硅密四新，发展晶圆级封装湿制程设备业务

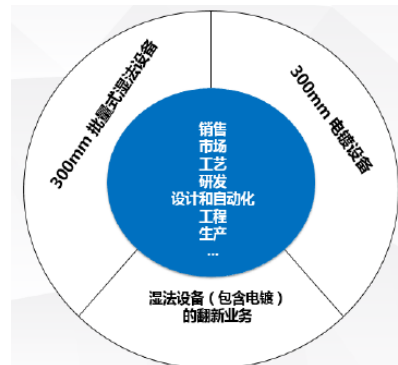
#### 设备业务与化学品协同性强，利于完善一站式服务能力

公司于 3 月 10 日公告，为加速公司在半导体晶圆级封装领域的业务发展，促进经营效益提升。公司拟对子公司新阳电子化学进行增资，同时引入新股东投资方硅密四新半导体技术有限公司。增资完成后，新阳电子化学拟更名为“上海新阳硅密半导体技术有限公司”，注册资本 2000 万元。新阳持有 45% 股份，硅密四新拥有 55% 股权。

硅密四新致力于为中国大陆半导体芯片制造行业提供湿法工艺支持以及设备服务。公司主要技术力量来自于美国 VERTEQ 和 SCP 公司。公司是 SCP、AKRION 等 20 多家世界一流湿法设备供应商和服务商，也是国内最完善的湿发设备及解决方案的提供商和服务商，其客户涵盖华虹 NEC、中芯国际、上海台积电、上海先进、上海贝岭等国内知名 IC 制造厂商。在该领域拥有丰富的经验储备。

标的公司计划全力打造亚洲唯一完整的半导体湿法设备和化学药液一体化的技术平台，为前段、中段和后段半导体生产客户提供完整的一站式工艺、设备及技术服务。目标是开发两大类设备：300mm 批量清洗设备与 300mm 单片电镀机。计划首期形成晶圆级封装湿制程设备制造与翻新 24 台/套的年生产能力。项目总投资额为 2 亿元，分为两个阶段投入，一期投资 1 亿元。资金来源为投资方按持股比例投入和项目标的公司自筹，或引进第三方投资者。

图 2: 标的公司主营业务规划



资料来源: 公司公告，国信证券经济研究所整理

公司在该项目上拥有以下优势:

- 技术方面,项目拥有亚洲唯一的晶圆电镀工艺实验室,能够进行研发、小试、中试并模拟客户现场进行工艺试验。拥有优秀半导体湿法制程工艺团队,是亚洲唯一同时拥有工艺及设备能力的团队。清楚了解客户对工艺及耗材的需求,能够为客户提供设计/工艺整体解决方案,减少客户的工艺摸索时间和成本。
- 客户资源方面,上海新阳与硅密四新在半导体领域经过多年的深耕习作,拥有丰富客户资源及较高的行业认可度。与国外半导体制造企业相比,公司对于中国本土半导体产业的熟悉度更高,对国情和政府的政策了解更加深入。
- 产品配套方面,上海新阳在专用化学材料的产品和技术优势能够提供支撑。有利于项目打造完整的一体化技术服务平台。同时通过新阳 300mm 半导体大硅片项目产品的配合,能够尽快奠定半导体行业设备及工艺方案整体供应商的地位。

初步预测项目标的公司未来 5 年内累计可实现营业收入 7.8 亿元人民币,累计实现税后净利润 9525 万元人民币,项目投资回收期为 6.13 年(含建设期)。

**表 3: 经营业绩预测如下(单位:万元)**

年份	电镀机 (包括翻新)	槽式清洗机	翻新业务 (其他)	营业收入	净利润
2016	2,000		1,000	3,000	338
2017	6,000	3,000	1,000	10,000	900
2018	8,000	4,000	3,000	15,000	1,913
2019	10,000	6,000	4,000	20,000	2,550
2020	15,000	10,000	5,000	30,000	3,825
合计	41,000	23,000	14,000	78,000	9,525

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

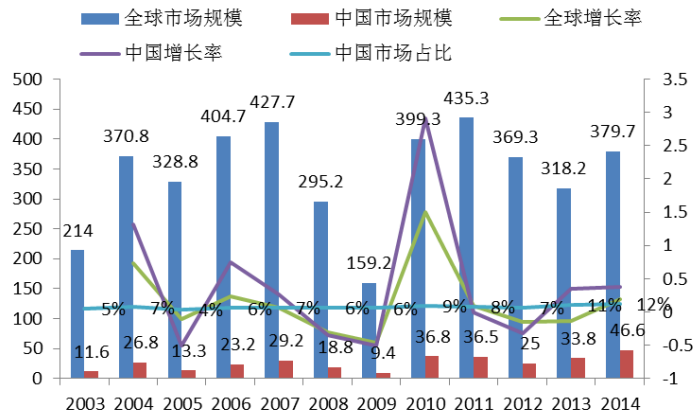
此次公司发展半导体晶圆级封装湿制程设备制造和翻新业务,有利于与半导体化学药液材料形成协同,有助于增强公司在半导体晶圆级封装领域的市场竞争力,形成在晶圆级封装领域材料和设备的配套优势,进一步提升公司对于半导体行业的服务能力,并具备良好的经济效益和社会效益。

### 半导体设备为产业基石,发展国产装备黄金十年到来

半导体设备是半导体产业的基石,是半导体制程产业链的重要因素。由于半导体设备具有高技术壁垒,中国起步较慢技术水平较低,因此仍长期采用进口设备。对于湿法制程设备,中国对其前道和中道的湿法设备制程能力不足,大多数产业内的相关企业是从厚道设备制造企业向中道和前道设备制造发展而来,因此缺乏对前道工序晶圆制程的理解和生产经验,无法满足高端半导体产业的产业链需求。

由于半导体产业的巨大市场,与产业密切相关的设备市场也快速成长到千亿规模。根据 SEMI 全球统计数据,2014 年全球半导体设备规模已达 375 亿美元,同比增长 18%,并预计 2015 年全年将同比增长 15.2%。近 10 年间中国半导体设备占全球市场比重逐步上升,从 2003 年的 5% 提高到 2014 年的 12%,市场规模也相应达到 46.6 亿美元,中国市场的重要性正在凸显。我国半导体产业占据全球应用市场的 50% 以上,但产能仅满足国内需求的约 10%,其缺口巨大,经济效益明显。

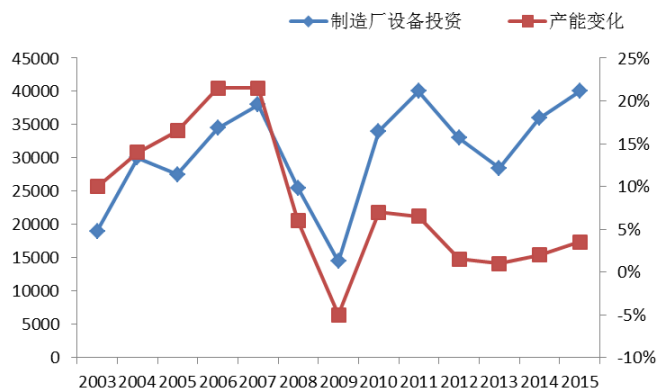
图 4: 近 10 年半导体专用设备市场 (亿美元)



资料来源: SEMI, 国信证券经济研究所整理

而随着技术升级的趋势, 制造厂设备的投资也逐渐增长, 其壁垒不断增强。中国如若不加速赶上, 长期大资金投入下的技术与工艺经验积累差距将越拉越大。中国半导体已经处于重要的抉择时期, 且国家对于产业的决心坚定。中国占据市场优势, 随着产业环境改善, 海外技术人员才正逐渐回流, 加以国家及产业资本的大力支持, 中国半导体正处于发展的黄金阶段。

图 5: 制造厂设备投资与产能变化情况 (百万美元, 百分比)



资料来源: SEMI, 国信证券经济研究所整理

根据工信部统计数据, 2014 年中国半导体产业新增投资 554 亿元, 同比增长 103.4%。2011-2014 年全年完成投资分别达到 306 亿、344 亿、578 亿和 644 亿元, 国内半导体新增投资正持续、快速增长。预计 2016-2020 年, 将是中国半导体产业集中投资期, 也是国产装备关键的 5 年。根据公司公告测算, 在不计新增需求的情况下, 若要满足国内需求的 50% 的目标, 设备采购将达到 140 亿美元/年, 与 2014 年的中国大陆半导体设备采购额 43.66 亿美元相比差距明显, 增长将十分显著。

### 携手台湾恒硕, 共谋晶圆级封装合金焊接球市场

公司于 3 月 10 日公告, 公司在 3 月 3 日与恒硕科技股份有限公司就合资经营事项签署了《晶圆级封装合金焊接球项目合作协议》。双方共同投资 3000 万元人民币, 其中新阳出资 1650 万元, 持有合资公司 55% 股份。恒硕科技出资 1350 万元, 持有 45% 股份。合资公司拟建两条锡合金焊接球生产线, 约月产能 48,000KK (依大

小球实际比例将有差异)。项目建设期半年。届时能够应下游需求灵活调整，可能五年内将产能增加至五条生产线，月产能增加到 120,000KK，所需扩充三条生产线之资金，将由合资公司自筹，计划将由盈利进行扩大再生产，不再额外增资。

本项目预计于 2016 年第三季达到生产送样目标，客户确认后，2016 第四季或 2017 年第一季可供货。公司预计第一年取得中国约 20% 市场，第二年约 30% 市场，第三年约 35%-40% 市场，第四年以后希望维持在 50% 以上。目标在 2020 年成为中国最大的焊接球供货商。依上述目标，预计销售收入第一年约 2,723 万元、第二年约 4,929 万元、第三年约 7,493 万元、第四年约 12,289 万元。经测算，税后损益率四年分别为 8.7%、14.4%、9.6%、15.1%。(第三年损益放缓原因为预计到届时将额外增加三条产线。但若 Ecolloy 及 Cyclomax 的专利都顺利通过，对于销售额及毛利率也将有明显提升)。

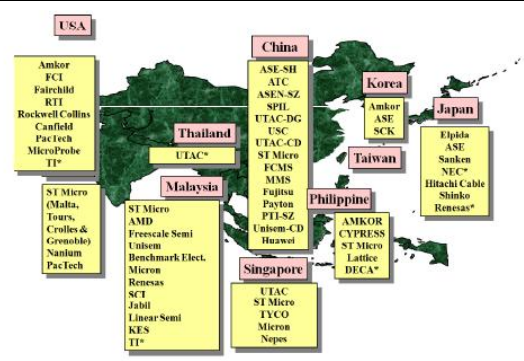
此次合资方恒硕科技锡合金焊接球已经供货给包括美光、意法半导体、超微半导体、NXP、台积电、日月光、矽品、艾克尔、星科金朋等国内外各大 IDM 及 IC 封装代工厂，在晶圆级封装领域表现突出，目前市占率约为 19%，为全球前三大锡合金焊接球厂。

图 5: 恒硕客户图一



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

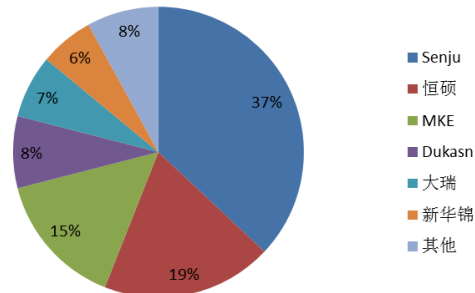
图 6: 恒硕客户图二



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

且恒硕目前所有生产设备皆为自行研发，业界无法采购相同设备，技术自主性高。国内目前产业情况为，有云南锡业、新华锦和重庆群威电子材料三家能提供锡合金焊接球产品，但市占率都不高，尚不能构成有效竞争。且中国现有锡合金焊接球制造工程水准相对较低，生产效率较低，产品容易氧化，存在 CPK 差及油污等缺点，无法满足高端半导体产业的需求，因此锡合金焊接球供应目前仍然以进口为主。

图 6: 中国锡球市占率分布情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

中国封装客户截止到 2015 年底，保守估计每月有 10 万 KK 的锡合金焊接球需求量，或每月大约有 1500 万元的需求金额。若按规划 20% 的目标增长，则到 2020 年，每月大约有 25 万 KK 的锡合金焊接球需求量，对应约为 4478 万元的需求金额。

公司通过该项目为半导体封装产业提供高质量锡合金焊接球，能够加速公司在半导体晶圆级封装领域的业务发展，进一步提高公司综合竞争力和持续发展能力，一方面提升了公司的经营效益，另一方面提升了公司在晶圆级封装产业链的关键地位。对公司长远发展具有积极意义。同时，双方具有强协同效益，恒硕具备相关技术及工艺沉淀，新阳原本化学品长期积累的大陆客户资源具有较好的渠道。

## 优化资产结构，转让涂料工程公司

公司于 2016 年 3 月 10 日公告，公司全资子公司江苏考普乐新材料有限公司与自然人高卫平签署了《股权转让协议》，拟将持有的江苏考普乐特种涂料工程有限公司 100% 股权转让给高卫平，转让交易价格为 700 万元人民币。本次股权转让交割完成后会增加公司当期利润约 240 万元左右。

表 7: 交易标的最近一年一期主要财务数据 (单位: 元)

序号	项目	2015 年 12 月 31 日	2016 年 2 月 29 日
1	资产总额	8,645,533.85	8,645,533.85
2	负债总额	4,059,218.57	4,059,218.57
3	所有者权益	4,586,315.28	4,586,315.28
4	营业收入	2,337,278.39	0.00
5	净利润	419,785.27	0.00

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

考普乐特种涂料工程有限公司主营建筑劳务油漆作业、建筑涂料工程、防腐及保温工程、建筑防火工程、防水工程施工及技术服务。本次转让考虑到工程公司承揽的工程项目施工管理难度较大，工程结算时间跨度大，回款周期长，经营风险得不到有效控制，本次公司转让工程项目孙公司，有利于优化资产结构，提高整体资产质量，降低经营风险，利于公司减轻包袱，集中精力推动半导体耗材服务战略，助于公司长远发展。

## 进一步丰富半导体服务体系，维持“买入”评级

集成电路是我国重点发展的战略新兴产业，存在巨大进口替代经济效益和国家安全战略意义，国家推动集成电路产业发展的决心坚定。而公司为我国集成电路耗材稀缺标的，大部分产品将是下游主流厂商的国内唯一供应商，有望充分受益行业快速发展。此次公司继续拓宽业务范围，加码晶圆级封装服务，与原有业务具有强协同效应，利于完善半导体一站式服务能力。此外公司优化资产结构，积极推进非公开发行，后续各领域跟随产业放量成长可期。

我们预计公司 15-17 年实现营收分别为 3.65/4.52/5.81 亿元，净利润分别为 42/80/118 百万元，对应 EPS 分别为 0.23/0.43/0.64 元，公司逐渐走出业绩承压期，完成首期员工持股购买，形成良好激励。后续预计随着新品逐渐上量释放，受益行业快速成长弹性大，确定性高，维持“买入”评级。



## 附表 2: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2014	2015E	2016E	2017E		2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	119	165	173	216	营业收入	376	365	452	581
应收款项	327	239	285	334	营业成本	218	222	264	336
存货净额	68	69	82	106	营业税金及附加	2	2	3	3
其他流动资产	4	7	8	10	销售费用	26	27	33	38
<b>流动资产合计</b>	<b>519</b>	<b>481</b>	<b>548</b>	<b>667</b>	管理费用	53	62	68	80
固定资产	201	221	233	239	财务费用	(3)	0	0	0
无形资产及其他	77	73	69	66	投资收益	0	1	8	12
投资性房地产	144	144	144	144	资产减值及公允价值变动	(3)	(1)	0	0
长期股权投资	100	151	151	151	其他收入	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>1041</b>	<b>1069</b>	<b>1146</b>	<b>1267</b>	营业利润	76	51	92	136
短期借款及交易性金融负债	20	20	20	20	营业外净收支	3	(1)	2	3
应付款项	111	96	114	147	<b>利润总额</b>	<b>79</b>	<b>50</b>	<b>94</b>	<b>139</b>
其他流动负债	35	28	33	41	所得税费用	12	8	15	22
<b>流动负债合计</b>	<b>166</b>	<b>144</b>	<b>167</b>	<b>208</b>	少数股东损益	(1)	(0)	(1)	(1)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>68</b>	<b>42</b>	<b>80</b>	<b>118</b>
其他长期负债	18	23	23	23					
<b>长期负债合计</b>	<b>18</b>	<b>23</b>	<b>23</b>	<b>23</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>184</b>	<b>167</b>	<b>190</b>	<b>231</b>	净利润	68	42	80	118
少数股东权益	2	2	1	0	资产减值准备	1	1	0	0
股东权益	855	900	955	1035	折旧摊销	15	22	26	28
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1041</b>	<b>1069</b>	<b>1146</b>	<b>1267</b>	公允价值变动损失	3	1	0	0
					财务费用	(3)	0	0	0
关键财务与估值指标					营运资本变动	(32)	69	(37)	(34)
每股收益	0.59	0.23	0.43	0.64	其它	(1)	(2)	(1)	(1)
每股红利	0.19	0.07	0.14	0.20	<b>经营活动现金流</b>	<b>54</b>	<b>134</b>	<b>68</b>	<b>111</b>
每股净资产	7.44	4.89	5.19	5.63	资本开支	(41)	(40)	(35)	(30)
ROIC	8%	6%	11%	14%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	8%	5%	8%	11%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(140)</b>	<b>(91)</b>	<b>(35)</b>	<b>(30)</b>
毛利率	42%	39%	42%	42%	权益性融资	19	16	0	0
EBIT Margin	20%	14%	19%	21%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	24%	20%	24%	26%	支付股利、利息	(22)	(13)	(25)	(37)
收入增长	80%	-3%	24%	29%	其它融资现金流	11	0	0	0
净利润增长率	54%	-38%	88%	48%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(13)</b>	<b>3</b>	<b>(25)</b>	<b>(37)</b>
资产负债率	18%	16%	17%	18%	<b>现金净变动</b>	<b>(99)</b>	<b>46</b>	<b>8</b>	<b>43</b>
息率	0.6%	0.4%	0.7%	1.1%	货币资金的期初余额	218	119	165	173
P/E	52.1	133.9	71.4	48.2	货币资金的期末余额	119	165	173	216
P/B	4.2	6.3	6.0	5.5	企业自由现金流	7	94	25	68
EV/EBITDA	41.1	79.9	53.5	38.9	权益自由现金流	18	93	25	68

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**国信证券经济研究所团队成员**

<b>宏观</b>		<b>策略</b>		<b>技术分析</b>	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
陶川	010-88005317	朱俊春	0755-22940141		
燕翔	010-88005325	孔令超	021-60933159		
李智能	0755-22940456	王佳骏	021-60933154		
<b>固定收益</b>		<b>纺织/日化零售</b>		<b>互联网</b>	
董德志	021-60933158	郭陈杰	021-60875168	王学恒	010-88005382
赵婧	0755-22940745	朱元	021-60933162	李树国	010-88005305
魏玉敏	021-60933161			何立中	010-88005322
柯聪伟	021-60933152				
<b>医药生物</b>		<b>社会服务(酒店、餐饮和休闲)</b>		<b>家电</b>	
江维娜	021-60933157	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
邓周宇	0755-82133263	钟潇	0755-82132098		
万明亮		张峻豪	0755-22940141		
<b>通信服务</b>		<b>电子</b>		<b>环保与公共事业</b>	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	刘洵	021-60933151	邵潇	0755-22940659
		蓝逸翔	021-60933164		
		马红丽	021-60875174		
<b>军工及主题投资</b>				<b>非金属及建材</b>	
梁铮	010-88005381			黄道立	0755-82130685
王东	010-88005309			刘宏	0755-22940109
徐培沛	0755-82130473				
<b>房地产</b>		<b>食品饮料</b>			
区瑞明	0755-82130678	刘鹏	021-60933167		
朱宏磊	0755-82130513				
<b>电力设备新能源</b>		<b>化工</b>		<b>建筑工程</b>	
杨敬梅	021-60933160	苏淼	021-60933150	刘萍	0755-22940678
<b>金融工程</b>		<b>轻工造纸</b>		<b>汽车及零部件</b>	
吴子昱	0755-22940607	邵达	0755-82130706	梁超	0755-22940097
黄志文	0755-82133928				
邹璐	0755-82130833-701418				

**国信证券机构销售团队**

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)		海外销售交易部	
李文英	010-88005334 13910793700	汤静文	021-60875164 13636399097	赵晓曦	0755-82134356 15999667170	赵冰童	0755-82134282 13693633573
liwying@guosen.com.cn		tangjingwen@guosen.com.cn		zhaoxxi@guosen.com.cn		zhaobt@guosen.com.cn	
夏坤	13726685252	吴国	15800476582	邵燕芳	0755-82133148 13480668226	梁佳	0755-25472670 13602596740
王玮	13726685252	唐泓翼	13818243512	shaoyf@guosen.com.cn		liangjia@guosen.com.cn	
				颜小燕	0755-82133147 13590436977	程可欣	886-0975503529(台湾)
				yanxy@guosen.com.cn		chengkx@guosen.com.cn	
许婧	18600319171	梁轶聪	021-60873149 18601679992	黄明燕	18507558226	刘研	0755-82136081 18610557448
		liangyc@guosen.com.cn				liuyan3@guosen.com.cn	
边祎维	13726685252	倪婧	18616741177	刘紫微	13828854899	夏雪	18682071096
王艺汀	13726685252	林若	13726685252	郑灿	0755-82133043 13421837630		
				zhengcan@guosen.com.cn			
赵海英	010-66025249 13810917275	张南威	13726685252	廖雯婷	13726685252		
zhaohy@guosen.com.cn							
		周鑫	13726685252				