

福斯特（603806）：EVA 胶膜龙头，新材料业务潜力巨大

推荐(首次)

电气设备

当前股价：33.82 元

报告日期：2017 年 11 月 28 日

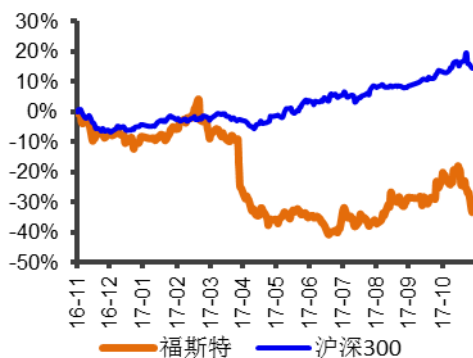
主要财务指标（单位：百万元）

	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3951.61	4500.00	5200.00	6200.00
(+/-)	18.57%	13.88%	15.56%	19.23%
归属母公司 净利润	847.74	461.10	761.84	1075.58
(+/-)	30.97%	-45.61%	65.22%	41.18%
EPS (元)	2.109	1.147	1.895	2.676
市盈率	16.03	29.49	17.85	12.64
毛利率	30.28%	20.00%	25.00%	28.00%
ROE	17.52%	8.92%	13.33%	16.58%

公司基本情况（最新）

总股本/已流通股（亿股）	4.02/4.02
流通市值（亿元）	131.53
每股净资产（元）	11.97
资产负债率（%）	12.00

股价表现（最近一年）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

分析师：潘永乐

执业证书编号：S1050517100001

联系电话：021-54967705

邮箱：panyl@cfsc.com.cn

● **EVA 胶膜全球龙头，全球市占率常年维持在 40% 附近。**目前国内主要三家 EVA 胶膜厂商分别是福斯特、斯威克、上海海优威，三者占据了国内 EVA 胶膜市场的 70% 以上份额，其中福斯特一家就占据了超过 50% 的市场份额，整个国内 EVA 胶膜市场基本处于寡头垄断格局。从全球来看，根据我们的测算，公司市占率自 2010 年开始一直维持在 38% 附近，随着光伏总装机量快速增长，2016 年公司募投项目“年产 1.6 亿平方米 EVA 太阳能电池胶膜项目”也顺利投产，公司整体产能建设基本跟随光伏行业发展情况进行，产能利用率近年来一直维持在 100% 左右。2018 年公司在泰国的 5000 万平方米 EVA 胶膜生产线也将投产使用后，将进一步稳定公司在全球的市占率水平。

● **白色 EVA 占比提升将有助于公司 EVA 胶膜毛利率向上修复。**由于白色 EVA 胶膜价格较普通 EVA 要高 30% 以上，且白色 EVA 提高组件发电量 1.5-3W 左右，因此白色 EVA 成为国内几家大型 EVA 胶膜企业的主推产品。在目前白色 EVA 的占比还不足 5% 的背景下，随着分布式光伏和户用光伏装机上升，我们判断在未来 2-3 年内白色 EVA 胶膜的占比有望提升至 30% 左右。随着白色 EVA 胶膜占比的提升，对公司整体 EVA 胶膜毛利率的回升将起到显著的推动作用。

● **光伏背板销量在大客户导入完成后快速增长，业务逐步进入正轨。**公司光伏背板以双面含氟结构的涂覆型（CPC）光伏背板为主。在大客户导入完成后，2017 年上半年公司共计销售光伏背板 1722.48 万平方米，较去年同期增长 112.48%。目前公司拥有光伏背板产能 4000 万平方米，明年预计将处于满产状态。

● **进军电子电路材料领域，打开公司另一发展阶段。**公司在传统光伏组件的 EVA 胶膜类产品已经达到全球市占率接近 40%，位居国内乃至全球市占率第一的背景下，继续进一步提高市占率往往为公司业绩带来的边际效用会逐渐减弱。因此公司选择了以感光干膜、铝塑膜和 FCCL 等产品进军电子电路膜类材料领域，从而打开了公司在光伏领域之外的另一发展阶段。其中，我们预计感光干膜在 2018 年有可能开始对公司业绩产生贡献。

● **盈利预测：**考虑到公司光伏 EVA 胶膜位居全球市占率第一、白色 EVA 占比提升推高整体 EVA 毛利率水平，感光干膜等新产品如期形成销售的前提假设，我们预计 2017、2018、2019 年公



司 EPS 分别为 1.147、1.895、2.676 元，首次给予其“推荐”的投资评级，目标价 47.37 元，对应 18 年 25 倍 P/E。

● **风险提示：**光伏新增装机大幅下滑；EVA 胶膜毛利率继续大幅下滑；白色 EVA 占比提升速度不及预期；感光干膜形成销售进度不及预期等。



目录

1 公司基本情况	4
2 EVA 胶膜龙头，背板业务跟随快速发展.....	6
2.1 EVA 胶膜是组装晶硅光伏组件必备材料，生产工艺较为复杂	6
2.2 公司处于国内 EVA 胶膜寡头地位.....	8
2.3 EVA 胶膜毛利率正处于向上拐点	9
2.4 白色 EVA 占比提升是公司 EVA 毛利率提升的另一突破口	10
2.5 光伏背板大客户导入完成，18 年有望继续放量	11
3 进军电子电路材料领域，打开公司另一发展阶段	12
4 公司盈利预测与估值	14
5 风险提示	14
6 预测财务报表（单位：百万元）	15

图表目录

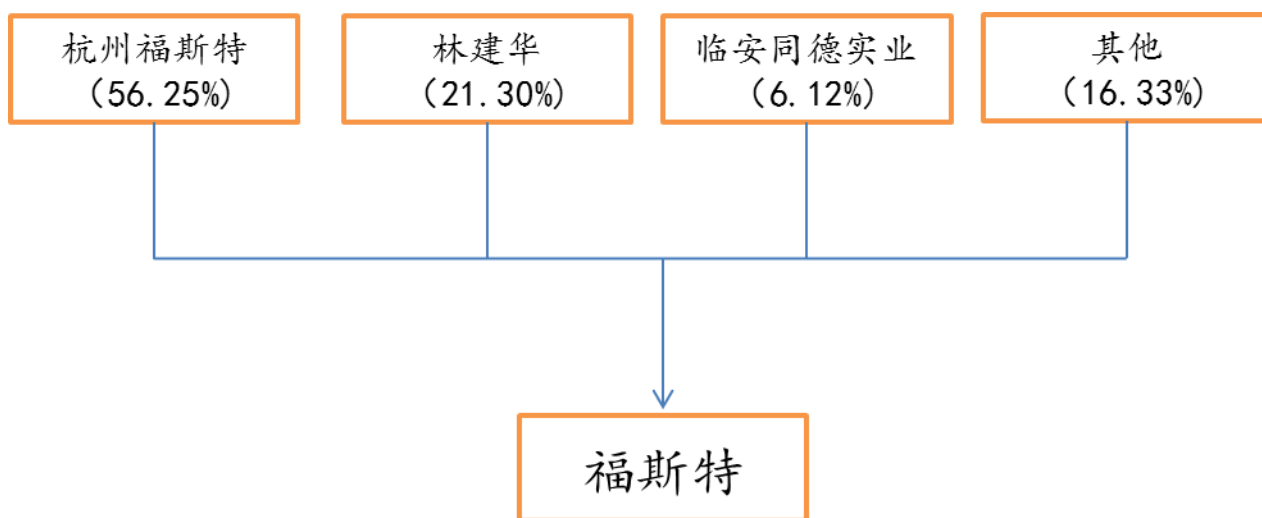
图表 1：福斯特主要股权结构	4
图表 2：福斯特发展历程	4
图表 3：福斯特营收变化情况	5
图表 4：福斯特归母净利润变化情况	5
图表 5：福斯特营收占比情况	5
图表 6：福斯特毛利润占比情况	5
图表 7：EVA 的分子式构成	6
图表 8：EVA 与聚乙烯和聚醋酸乙烯的特性对比.....	6
图表 9：晶硅太阳能组件结构	7
图表 10：流延法与压延法 EVA 胶膜的主要特性差异.....	7
图表 11：流延法 EVA 胶膜生产流程	7
图表 12：EVA 胶膜的交联过程	8
图表 13：历年福斯特 EVA 胶膜出货量及全球市占率情况（单位：万平方米）	9
图表 14：EVA 树脂价格与布伦特原油价格对比.....	9
图表 15：福斯特毛利率与 EVA 价格对比	10
图表 16：福斯特白色 EVA 胶膜（F806W）增强光反射原理图.....	10
图表 17：白色 EVA 占比提升对福斯特经营业绩影响测算.....	11
图表 18：福斯特光伏背板产品	11
图表 19：福斯特背板业务收入、毛利以及毛利率变化.....	12



1 公司基本情况

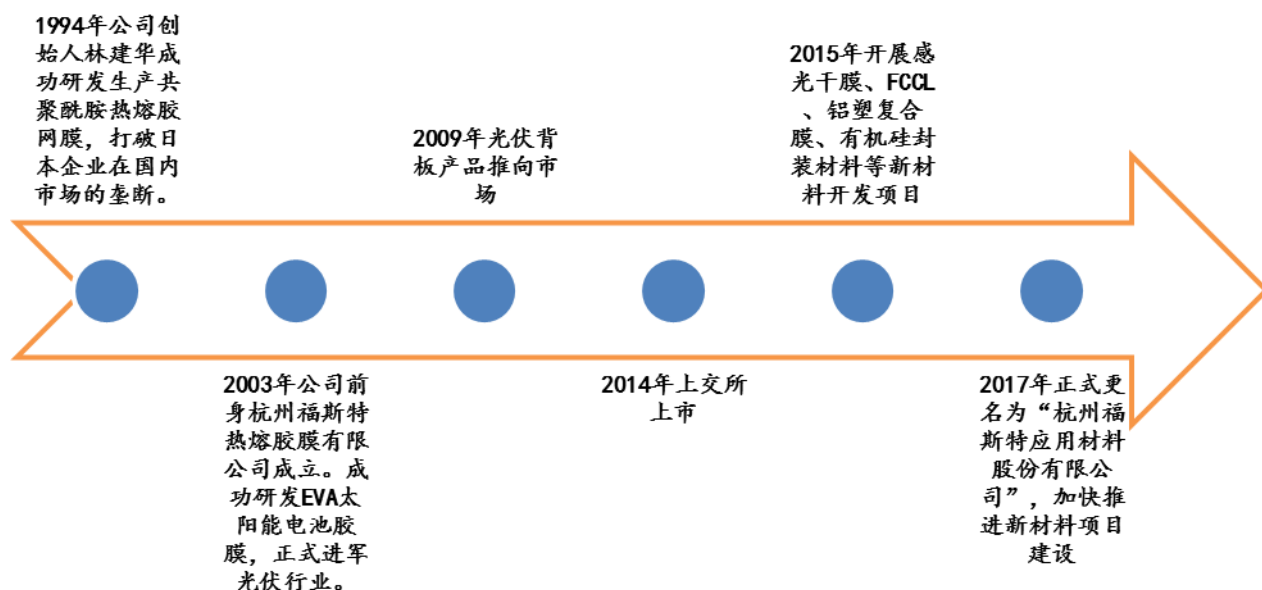
福斯特成立于 2003 年，于 2014 年 9 月在上交所上市，目前主营业务是光伏封装材料的研发、生产和销售，是全球光伏封装材料 EVA 胶膜和 PO 胶膜的龙头企业。2017 年 4 月 21 日公司正式将名称由“杭州福斯特光伏材料股份有限公司”变更为“杭州福斯特应用材料股份有限公司”，标志着公司业务已由单纯的光伏封装材料向新材料正式延伸。

图表 1：福斯特主要股权结构



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

图表 2：福斯特发展历程

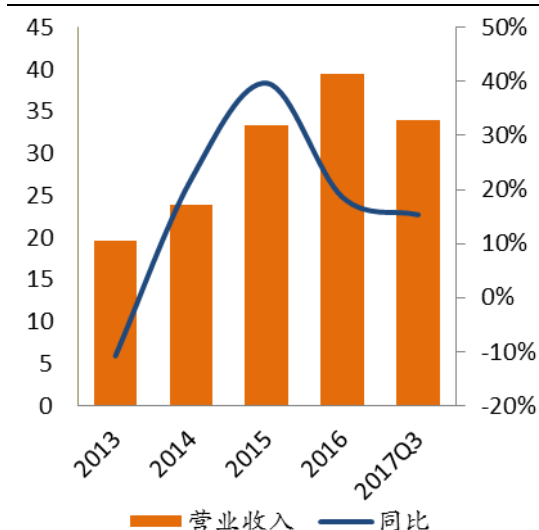


资料来源：公司网站，华鑫证券研发部

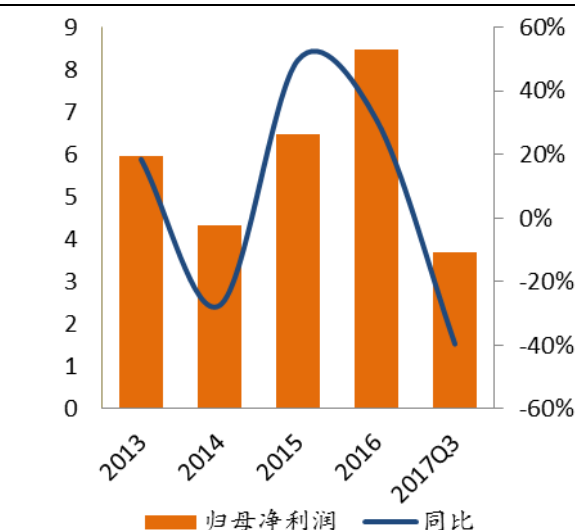


公司目前主要产品有光伏封装胶膜、太阳能电池背板等。作为国内乃至全球 EVA 胶膜市占率第一的企业，受益于国内光伏装机量大幅上升，公司 2017 年 Q1-Q3 营收同步出现大幅增长。2017 年 Q1-Q3 公司实现营收 33.99 亿元，同比增长 15.35%；但受制于产品价格下跌以及原材料价格上涨的双重影响，Q1-Q3 仅实现归母净利润 3.70 亿元，同比下滑 39.58%。

图表 3：福斯特营收变化情况



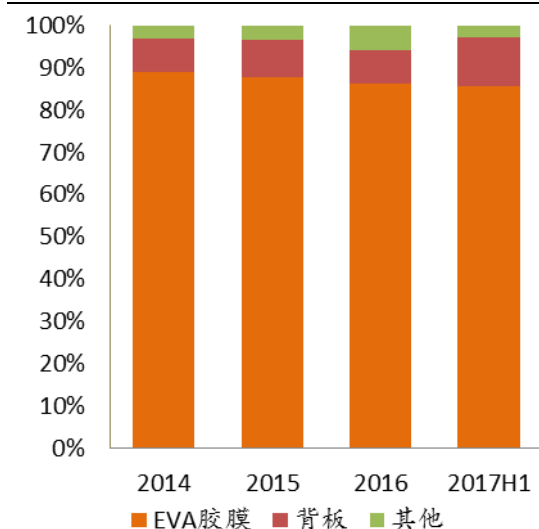
图表 4：福斯特归母净利润变化情况



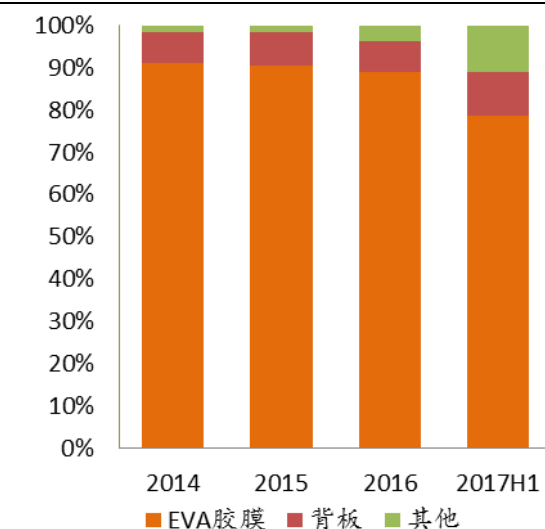
资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

图表 5：福斯特营收占比情况



图表 6：福斯特毛利润占比情况



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

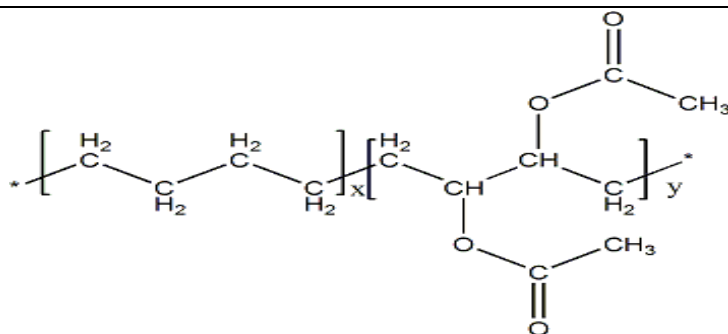
资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

2 EVA 胶膜龙头，背板业务跟随快速发展

2.1 EVA 胶膜是组装晶硅光伏组件必备材料，生产工艺较为复杂

EVA 是 Ethylene（乙烯）Vinyl（乙烯基）Acetate（醋酸盐）的缩写，是聚乙烯-聚醋酸乙烯酯共聚物的简称。由于硅片直接触碰外层玻璃十分容易损坏，所以在封装时必须要在上下都使用一层透光率高、耐久性高、粘着力高的薄膜，目前在晶硅组件中大量使用的就是 EVA 胶膜。

图表 7：EVA 的分子式构成



资料来源：斯威克产品研发部，华鑫证券研发部

图表 8：EVA 与聚乙烯和聚醋酸乙烯的特性对比

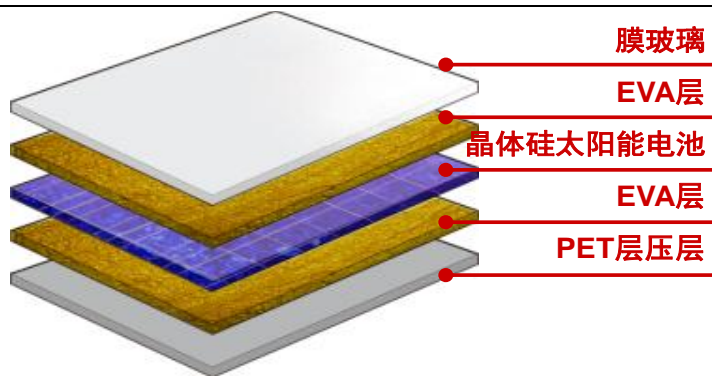


资料来源：斯威克产品研发部，华鑫证券研发部

由于 EVA 胶膜在光伏组件封装中起到密封绝缘作用，且光伏组件整个封装过程不可逆并必须保证 25 年的使用寿命，因此 EVA 胶膜必须具备高透光性、长期的耐候性、耐高低温性、以及对背板的紫外线保护、抗 PID、抗蜗牛纹等诸多性能，尽管 EVA 胶膜、背膜的价值占组件生产成本的比例不高（一般光伏组件的生产成本中约有 3%-7% 来自于 EVA 胶膜、背板），但其却是决定光伏组件产品质量、寿命的关键因素，这也使得 EVA 胶膜整体行业壁垒一直较高。



图表 9：晶硅太阳能组件结构



资料来源：公开资料，华鑫证券研发部

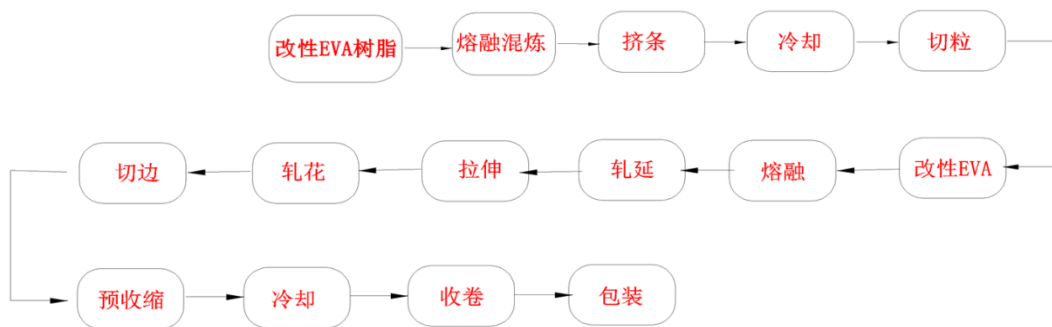
EVA 胶膜的制造工艺主要有压延法和流延法两种，国内企业主要采用流延法生产，以杭州福斯特、常州斯威克、上海海优威为代表；国外企业主要以压延法生产，以日本普利司通、韩国韩华为代表。两种方法中 VA 的比例有很大不同，流延法中 VA 含量在 26%-40%之间，压延法中 VA 含量在 24%-28%之间。这导致了流延膜具有柔软、流动性好的特点，熔点也相对低，而压延膜则具有力学强度大、硬度大的特点，熔点也相对较高。

图表 10：流延法与压延法 EVA 胶膜的主要特性差异

生产方式	产品特点					
	厚薄精度	拉伸强度	平整度	内应力	受热变形	横纵向均匀性
流延法	高	一般	好	少	小	好
压延法	高	好	好	大	一般	好

资料来源：斯威克产品研发部，华鑫证券研发部

图表 11：流延法 EVA 胶膜生产流程

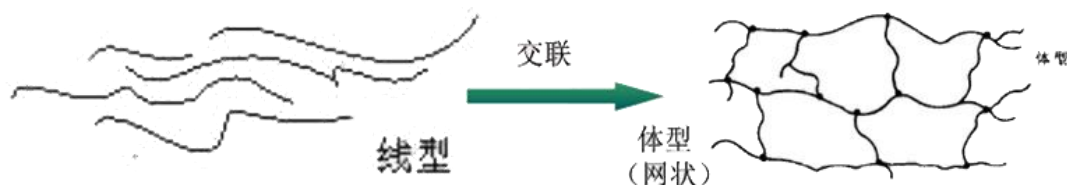


资料来源：斯威克产品研发部，华鑫证券研发部

在生产制造 EVA 胶膜的过程中，具体细节参数的调整对其特性的影响很大。EVA 的分子量会影响其机械强度，分子量越大，机械强度越大；EVA 的分子量分布会影响其流动性，分子分布越宽，流动性越好，加工性能也越强；EVA 的 VA 含量会影响其结晶度，VA 含量越高，结晶度越小，透光率就越好。

EVA 胶膜由 EVA 胶膜胶粒，交联剂，交联引发剂，偶联剂，紫外吸收剂，光稳定剂，抗氧化剂等组成。未交联 EVA 是线性分子，受热时变软延伸，遇冷时变硬收缩，所以必须对其交联改性来提高热稳定性，防止焊带移位、电池片拉碎。

图表 12：EVA 胶膜的交联过程



资料来源：斯威克产品研发部，华鑫证券研发部

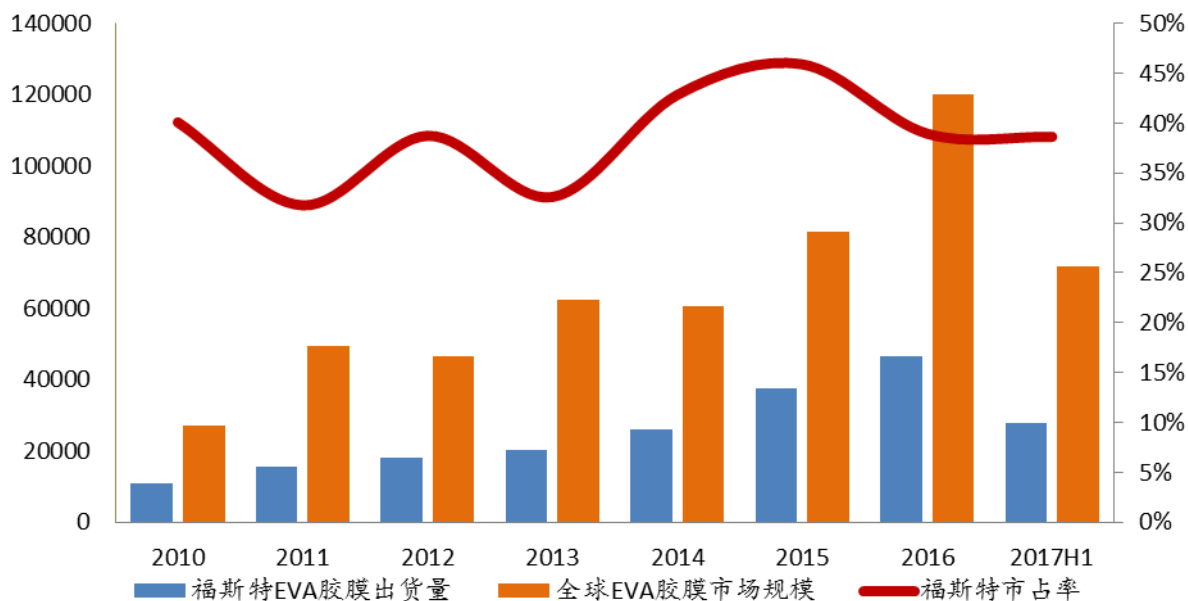
2.2 公司处于国内 EVA 胶膜寡头地位

在我国光伏行业发展早期，光伏 EVA 胶膜均只能从以普利司通（Bridgestone）为代表的国外厂商进口，在国内以福斯特为代表的企业打破国际技术垄断后，目前光伏 EVA 胶膜大部分已经实现国产化，但所使用的原材料——光伏级 EVA 树脂仍需进口。

由于光伏组件封装的不可逆性，一旦出现 EVA 胶膜透光率下降等质量问题则会直接影响组件效率从而降低光伏电站发电量，因此大型组件厂商为了保证出厂组件的质量和口碑，均会对 EVA 胶膜进行长时间检测认证后才会逐步采购，这也是 EVA 胶膜行业除了技术壁垒之外，市场壁垒同样较高的原因。目前国内主要三家 EVA 胶膜厂商分别是福斯特、斯威克、上海海优威，三者占据了国内 EVA 胶膜市场的 70%以上份额，其中福斯特一家就占据了超过 50% 的市场份额，整个国内 EVA 胶膜市场基本处于寡头垄断格局。从全球来看，根据我们的测算，公司市占率自 2010 年开始一直维持在 38%附近，随着光伏总装机量快速增长，2016 年公司募投项目“年产 1.6 亿平方米 EVA 太阳能电池胶膜项目”也顺利投产，公司整体产能建设基本跟随光伏行业发展情况进行，产能利用率近年来一直维持在 100%左右。2018 年公司在泰国的 5000 万平方米 EVA 胶膜生产线也将投产使用后，将进一步稳定公司在全球的市占率水平。



图表 13: 历年福斯特 EVA 胶膜出货量及全球市占率情况 (单位: 万平方米)

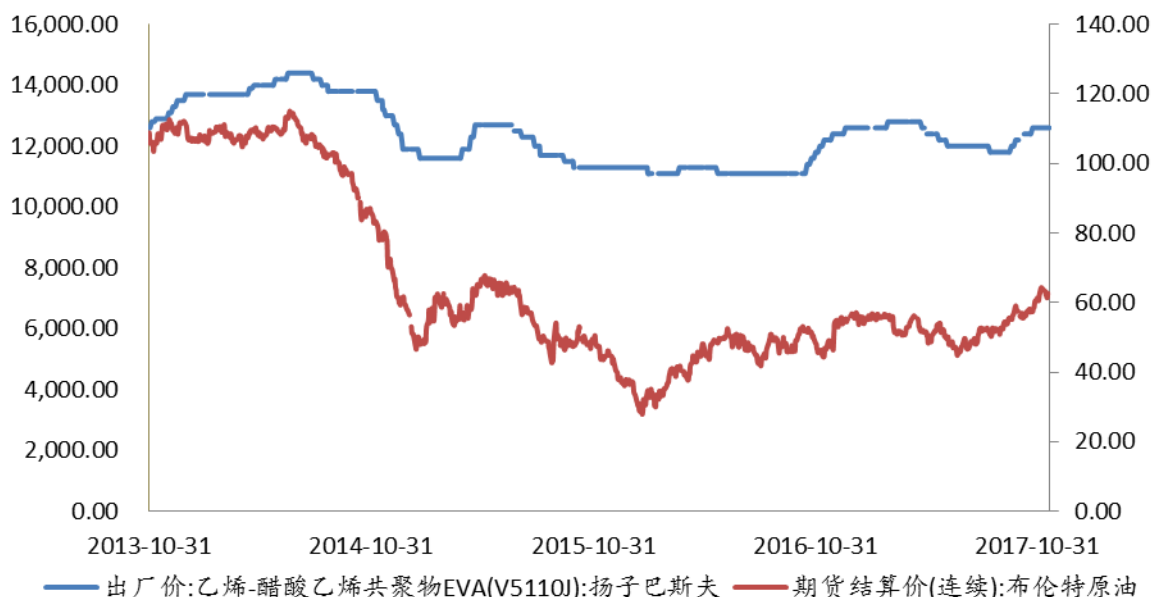


资料来源: 21 世纪可再生能源政策网络, 福斯特公告, 华鑫证券研发部

2.3 EVA 胶膜毛利率正处于向上拐点

EVA 胶膜的原材料是 EVA 树脂, 其成本占 EVA 胶膜总成本的 80% 以上。EVA 树脂是原油的一种衍生产品, 其价格受到国际原油价格变动的影响较大。而 EVA 树脂价格的变化对公司 EVA 胶膜毛利率则是有着直接的影响。

图表 14: EVA 树脂价格与布伦特原油价格对比



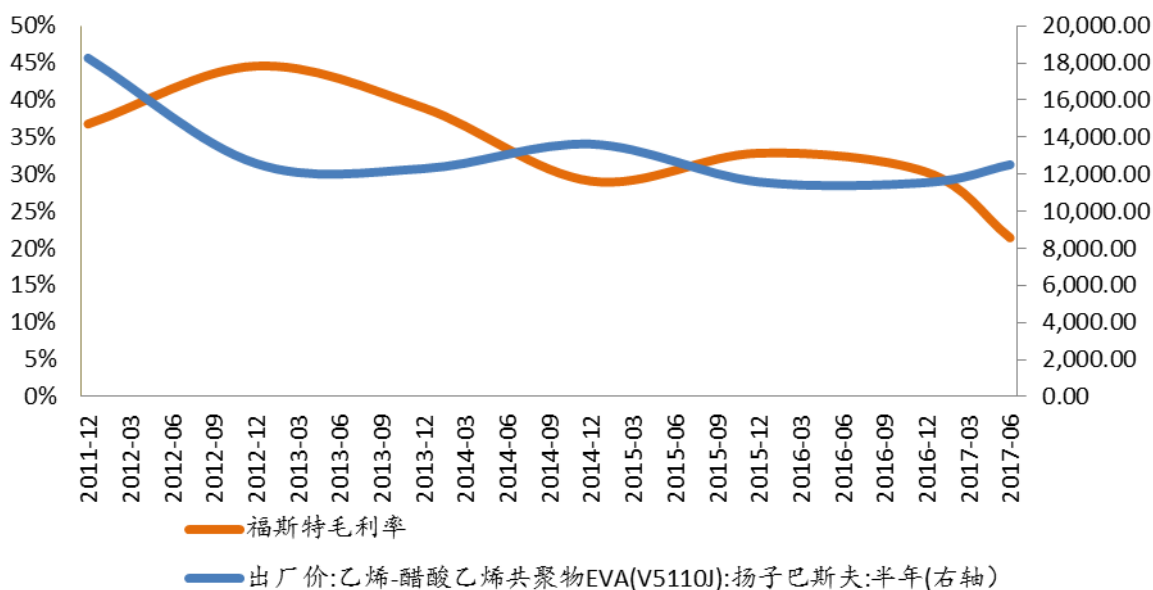
资料来源: 中塑在线、IPE、华鑫证券研发部

从历史数据来看, 公司 EVA 胶膜的毛利率年化变动趋势基本与 EVA 价格呈现显著的负相



关关系，但今年公司 EVA 胶膜毛利率出现了一次异常的下滑。根据市场草根调研得知，目前 EVA 胶膜市场价格约在 7.5 元/平米附近，3 季度以来上升了约 0.09 元/平米，价格下滑趋势已经停止。我们认为，公司毛利率超预期下滑的主要因素在于市场份额的竞争因素，公司通过主动降低毛利率从而在光伏装机大增的背景下，成功稳定了市占率。在未来光伏新增装机趋稳的背景下，公司有望在高市占率的支持下，逐步推动毛利率恢复到前期的正常水平。

图表 15：福斯特毛利率与 EVA 价格对比

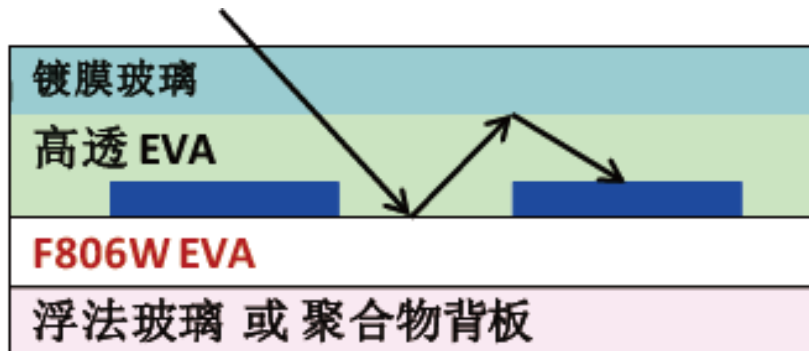


资料来源：中塑在线，公司公告，华鑫证券研发部

2.4 白色 EVA 占比提升是公司 EVA 毛利率提升的另一突破口

白色 EVA 是一种专门用在双玻或单玻组件背层封装的 EVA 胶膜，即主要用在背层材料与电池片之间。白色 EVA 胶膜独有的高反射性能，能够提高组件对太阳光的反射率，有助于增加组件的功率。公司生产的白色 EVA 胶膜在 1100nm-380nm 波长下光反射率达到 90%以上，在 380nm-290nm 波长下光反射率在 10%以下。

图表 16：福斯特白色 EVA 胶膜（F806W）增强光反射原理图



资料来源：公司网站，华鑫证券研发部



由于白色 EVA 胶膜价格较普通 EVA 要高 30%以上，且白色 EVA 提高组件发电量 1.5-3W 左右，因此白色 EVA 成为国内几家大型 EVA 胶膜企业的主推产品。在目前白色 EVA 的占比还不足 5%的背景下，随着分布式光伏和户用光伏装机上升，我们判断在未来 2-3 年内白色 EVA 胶膜的占比有望提升至 30%左右。随着白色 EVA 胶膜占比的提升，对公司整体 EVA 胶膜毛利率的回升将起到显著的推动作用。

图表 17：白色 EVA 占比提升对福斯特经营业绩影响测算

	2017E	2018E	2019E	2020E
国内光伏新增装机 (GW)	50	50	60	60
全球光伏新增装机 (GW)	100	100	120	120
普通 EVA 胶膜单价 (税前)	7.5	7.8	8	8
白色 EVA 胶膜单价 (税前)	9.75	10.14	10.4	10.4
白色 EVA 胶膜占比	5%	15%	30%	40%
普通 EVA 胶膜占比	95%	85%	70%	60%
福斯特市占率	40%	40%	40%	40%
福斯特普通 EVA 胶膜营收 (万元)	399000	371280	376320	322560
福斯特白色 EVA 胶膜营收 (万元)	27300	85176	209664	279552
福斯特 EVA 胶膜总营收 (万元)	426300	456456	585984	602112
普通 EVA 胶膜毛利率	20%	20%	20%	20%
白色 EVA 胶膜毛利率	26%	26%	26%	26%
福斯特普通 EVA 胶膜毛利 (万元)	79800	74256	75264	64512
福斯特白色 EVA 胶膜毛利 (万元)	7098	22145.76	54512.64	72683.52
福斯特 EVA 胶膜总毛利 (万元)	86898	96401.76	129776.6	137195.5

资料来源：华鑫证券研发部

2.5 光伏背板大客户导入完成，18 年有望继续放量

光伏背板主要用于太阳能电池板的背面，对电池片起到保护和支撑作用，需要具备可靠的绝缘性、阻水性、耐老化性。

图表 18：福斯特光伏背板产品

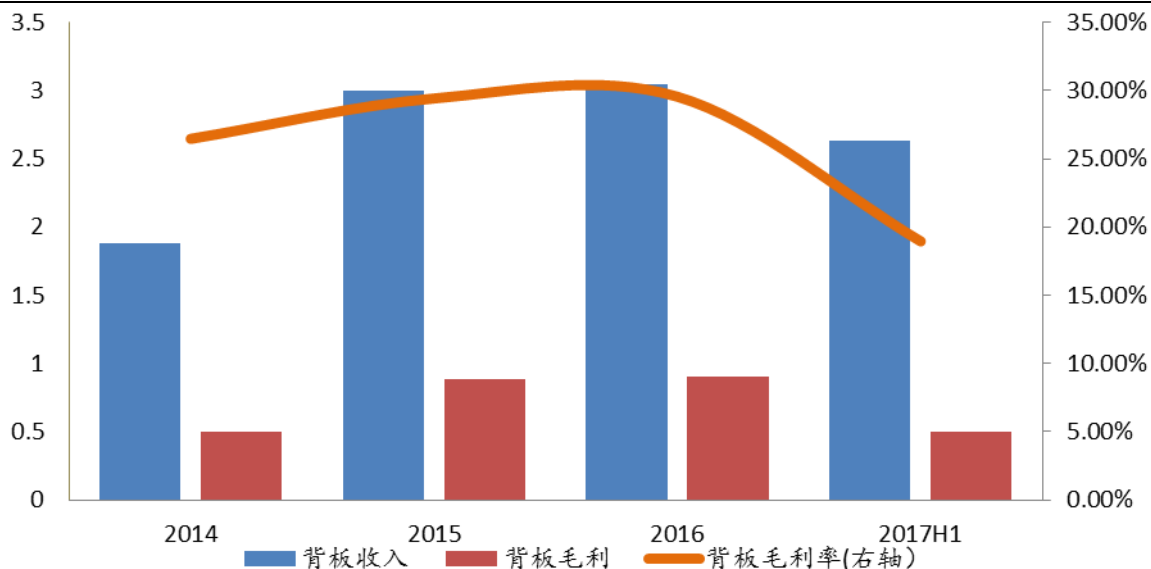


资料来源：公司网站，华鑫证券研发部



公司光伏背板以双面含氟结构的涂覆型（CPC）光伏背板为主。在大客户导入完成后，2017年上半年公司共计销售光伏背板 1722.48 万平方米，较去年同期增长 112.48%。目前公司拥有光伏背板产能 4000 万平方米，明年预计将处于满产状态。

图表 19：福斯特背板业务收入、毛利以及毛利率变化



资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

3 进军电子电路材料领域，打开公司另一发展阶段

公司在传统光伏组件的 EVA 胶膜类产品已经达到全球市占率接近 40%，位居国内乃至全球市占率第一的背景下，继续进一步提高市占率往往为公司业绩带来的边际效用会逐渐减弱。因此公司选择了以感光干膜、铝塑膜和 FCCL（挠性覆铜板）等产品为代表进军电子电路膜类材料领域，从而打开了公司在光伏领域之外的另一发展阶段。

感光干膜是 PCB、FPC 行业进行图形蚀刻的关键材料，其是相对湿膜（Wet film）而言的。感光干膜通过紫外线的照射后能够产生一种聚合反应（由单体合成聚合物的反应过程）形成一种稳定的物质附着于板面，从而达到阻挡电镀和蚀刻的功能，因此其质量好坏将直接影响图形转移的品质。目前公司的感光干膜产品主要有高分辨率干膜、盖孔干膜、抗电镀干膜等几大类。目前全球感光干膜市场规模约在 100 亿以上，前期公司计划投入 5.8 亿元建设年产 2.16 亿平方米的感光干膜生产线及配套设施，我们预计公司在 2018 年年中将有可能会形成 5000 万平方米的感光干膜产能，在 2018 年将为公司开始带来业绩贡献。

铝塑膜是封装软包电池的重要材料，对软包电池的质量起着至关重要的作用。作为锂电池产业链中壁垒最高的关键环节，全球铝塑膜市场一直由日本少数企业垄断，占据全球约 75%



的市场份额。但随着国内软包锂电需求不断增加，铝塑膜国产替代进程正在加快。紫江企业作为国内铝塑膜龙头企业，目前其产品主要满足 3C 锂电需求，另外进入铝塑膜产业的还有道明光学、新纶科技等上市公司。目前国内铝塑膜市场规模在 9000 万平方米以上，以 3C 锂电需求为主。公司在建的两条铝塑膜产线都是自主研发，主要采用国内原材料进行生产，不受制于国外控制，我们预计 2018 年公司将有可能形成 500 万平方米的产能。

FCCL（挠性覆铜板）又称为柔性覆铜板，是印制挠性印制电路板（Flexible Printed Circuit board, FPC）的加工基板材料。公司生产的 FCCL 主要是无胶粘剂的二层型挠性覆铜板（2L-FCCL），主要有 FLS 无胶单面和 FLD 无胶双面两个品类。FCCL 主要用在各种便携式高端电子产品中，目前全球市场空间约在 40-50 亿元人民币左右。公司前期投资了 1.8 亿元计划投资建设年产 400 万平方米的 FCCL 生产线及配套设施，我们预计 2018 年公司将初步形成约 60 万平方米的 FCCL 产能。



4 公司盈利预测与估值

公司盈利预测假设：

- (1) 公司 EVA 胶膜全球市占率维持稳定，背膜产能利用率提升至 100%。
- (2) 公司 EVA 胶膜毛利率稳中有升。
- (3) 白色 EVA 占比如预期提升。
- (4) 感光干膜、铝塑膜、FCCL 等新产品如期达产以及形成销售。

考虑到公司光伏 EVA 胶膜位居全球市占率第一、白色 EVA 占比提升推高整体 EVA 毛利率水平，感光干膜等新产品如期形成销售的前提假设，我们预计 2017、2018、2019 年公司 EPS 分别为 1.147、1.895、2.676 元，首次给予其“推荐”的投资评级，目标价 47.37 元，对应 18 年 25 倍 P/E。

5 风险提示

- (1) 光伏新增装机大幅下滑；
- (2) EVA 胶膜毛利率继续大幅下滑；
- (3) 白色 EVA 占比提升速度不及预期；
- (4) 感光干膜形成销售进度不及预期等。

6 预测财务报表（单位：百万元）

利润表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3332.80	3951.61	4500.00	5200.00	6200.00
减：营业成本	2238.29	2755.18	3600.00	3900.00	4464.00
营业税金及附加	16.87	22.98	26.17	30.24	36.06
营业费用	55.81	63.99	72.87	84.21	100.40
管理费用	193.76	209.37	238.42	275.51	328.49
财务费用	30.09	10.62	-12.59	-18.89	-27.00
资产减值损失	130.23	-32.90	47.73	47.73	47.73
加：投资收益	75.77	47.88	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	743.53	970.24	527.39	881.20	1250.32
加：其他非经营损益	10.23	13.58	15.10	15.10	15.10
利润总额	753.76	983.82	542.49	896.30	1265.41
减：所得税	106.47	136.06	81.37	134.44	189.81
净利润	647.29	847.76	461.11	761.85	1075.60
减：少数股东损益	0.00	0.02	0.01	0.02	0.02
归母净利润	647.29	847.74	461.10	761.84	1075.58

资料来源：WIND，华鑫证券研发部

现金流量表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营性现金净流量	446.87	306.83	660.11	189.36	979.78
投资性现金净流量	-199.46	-517.23	12.83	12.83	12.83
筹资性现金净流量	-191.21	-236.34	-117.88	-196.67	-277.34
现金流量净额	37.58	-444.69	555.06	5.52	715.28

资料来源：WIND，华鑫证券研发部

资产负债表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	635.59	281.88	836.94	842.46	1557.74
应收和预付款项	1634.33	2135.69	1985.76	2770.15	2895.60
存货	438.16	477.89	845.29	588.16	1052.59
其他流动资产	1391.75	1578.96	1578.96	1578.96	1578.96
长期股权投资	9.96	10.79	10.79	10.79	10.79
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	522.91	770.32	628.20	486.08	343.96
无形资产和开发支出	97.83	138.49	122.47	106.45	90.43
其他非流动资产	17.67	10.63	9.78	8.92	8.92
资产总计	4748.20	5404.65	6018.18	6391.97	7538.99
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	479.66	563.20	846.09	673.59	1049.34
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	479.66	563.20	846.09	673.59	1049.34
股本	402.00	402.00	402.00	402.00	402.00
资本公积	1511.83	1511.81	1511.81	1511.81	1511.81
留存收益	2354.71	2926.20	3256.83	3803.11	4574.34
归属母公司股东权益	4268.54	4840.01	5170.64	5716.91	6488.15
少数股东权益	0.00	1.44	1.45	1.47	1.50
股东权益合计	4268.54	4841.45	5172.09	5718.38	6489.65
负债和股东权益合计	4748.20	5404.65	6018.18	6391.97	7538.99

资料来源：WIND，华鑫证券研发部



分析师简介

潘永乐：厦门大学金融硕士，八年证券研究经验，2017年9月加入华鑫证券研究发展部，主要研究和跟踪领域：电力设备新能源行业、非银金融行业。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明:

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明:

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>