

菲利华(300395)/非金属新材料

定增加码半导体和军工复材, 高端石英玻璃龙头再启航

评级: 增持

市场价格: 16.00

分析师: 张琰

执业证书编号: S0740518010001

电话: 021-20315169

Email: zhangyan@r.qlzq.com.cn

研究助理: 孙颖

电话: 021-20315782

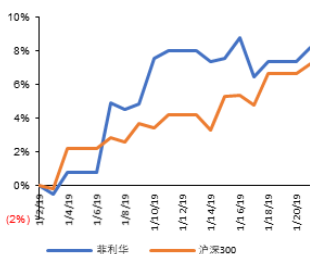
Email: sunying@r.qlzq.com.cn

研究助理: 祝仲宽

### 基本状况

总股本(百万股)	300
流通股本(百万股)	269
市价(元)	16.00
市值(百万元)	4,794
流通市值(百万元)	4,306

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

2018.4.23 深度:《半导体石英耗材龙头迎来新时代, 再谱绚丽华章》

2018.4.30 点评:《半导体业务增速加快, 研发项目取得阶段性进展》

2018.8.13 点评:《半导体石英材料收入增速维持高位》

2018.10.25 点评:《营收和净利继续保持较高增长, 新产品研发稳步推进》

2018.12.06 点评:《定增预案获批, 扩产高性能石英玻璃, 拓展复合材料业务》

2019.01.21 点评:《业绩符合预期, 19年核心看军工和半导体》

### 公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	441	545	713	940	1,220
增长率 yoy%	29.55%	23.71%	30.73%	31.83%	29.85%
净利润(百万元)	108	122	169	233	299
增长率 yoy%	28.34%	12.72%	39.12%	37.60%	28.42%
每股收益(元)	0.36	0.41	0.57	0.78	1.00
每股现金流量	0.35	0.39	0.33	0.77	0.61
净资产收益率	13.24%	13.43%	15.27%	18.75%	20.80%
P/E	43.60	38.68	27.76	20.18	15.71
PEG	1.49	1.11	1.06	0.69	0.45
P/B	5.77	5.20	4.24	3.78	3.27

备注:

### 投资要点

■ 菲利华原属国家建材部, 深耕石英玻璃 50 年, 沉淀了较为深厚的专业优势。99 年改制为国企, 14 年在深交所上市。公司是半导体、军工、光通信等领域用石英玻璃材料和制品的知名研发和制造商, 在半导体和军工领域具有核心竞争优势, 我们认为公司未来核心的看点在这两个领域。

■ 半导体业务领域: 行业增速短期有所波动, 市占率持续提升+品类扩张支撑公司业绩稳定增长; 中长期看国产替代。

1) 石英材料作为耗材位于“石英材料-石英制品-半导体设备商-半导体制造商”产业链最上游, 行业需求与全球半导体设备销售存在较大相关性。从设备销售来看, 2018Q3 全球和中国半导体设备销售额分别为 158.4 和 39.8 亿美元, 同比增长 10.5% 和 106.2% (去年同期增速为 30.5% 和 35%), 全球增速有所放缓。考虑到行业供需及库存水平, 半导体及设备行业的增速可能短期存在压力。但我们认为公司的半导体业务在 19 年仍能维持较高增长, 核心在于市占率提升(传统刻蚀设备用气熔石英材料)+新品类扩张(扩散设备用电熔石英+合成石英)。

2) 市占率提升: 我们预计 17 年全球石英玻璃市场规模接近 250 亿 (不考虑军工领域), 半导体市场约 160 亿, 且仍在不断增长。对于公司体量 (预计 18 年公司在半导体领域营收约 2 亿+), 市场空间足够大。在整个产业链中, 设备商拥有强势话语权, 获得其资质认证是材料和制品商获取市场份额的关键因素。菲利华是全球第五家、国内唯一一家获得主要半导体设备商 (东京电子、应用材料、Lam Research) 认证的石英材料供应商, 具备核心技术。目前公司在刻蚀设备领域市占率约 10%, 随着商业资源的积累、产能扩张、成本优势及国产替代的推进, 市占率有望逐步提高。

3) 品类扩张带来边际增量: 公司拟定增加码扩散和合成石英领域, 潜在新增 72 亿市场空间。不管是认证还是客户服务能力均有一定基础。据我们测算, 定增项目 (电熔和合成石英) 19 年营收边际上有望增加 10%, 边际带动较明显, 一定程度上对冲半导体设备需求增速小幅下滑的影响。

■ 军工业务领域: 下游需求放量+编织物和复材延伸, 需求和利润率逐步提升。

1) 部分武器列装 19 年有望放量+公司核心供货: 下游武器研发进程的推进将带动石英纤维的需求增长, 公司具有核心军方供货资质, 边际新增明显。

2) 纤维→编织物→复材延伸, 需求量和利润率均逐步提高: 公司目前在纤维领域技术积累深厚, 控股武汉理航, 作为拓展下游的重要研发平台。公司将复材作为未来发展的战略方向, 积极拓展立体编织、特种纤维材料和复材制造领域, 每一个环节的需求量和利润率均逐步提高。

■ 我们预计 18 和 19 归母净利分别为 1.69 和 2.33 亿, 对应 PE 为 28 和 20 倍 (若考虑定增, 19 年 PE 23 倍)。比较半导体材料及军工领域公司, 估值较低。公司具备核心技术优势 (半导体设备原厂认证+军工供货资质) 及较大成长性, 继续重点推荐。

■ 风险提示: 半导体需求、光通信毛利率大幅下滑; 相关武器列装低于预期

## 内容目录

<b>菲利华：经营稳健，研发驱动半导体和军工长远发展</b> .....	<b>- 5 -</b>
行业龙头，深耕石英玻璃制造五十年 .....	- 5 -
半导体营收最高，军工毛利贡献最高 .....	- 5 -
定增加码半导体和军工，研发驱动长期发展 .....	- 7 -
<b>石英玻璃：全球市场规模接近 250 亿，半导体占比达 65%</b> .....	<b>- 8 -</b>
石英玻璃性能优良，外号“玻璃王” .....	- 8 -
下游应用领域中，半导体占比达 65% .....	- 8 -
技术含量高，国外企业主导，菲利华是国内龙头 .....	- 10 -
<b>半导体：短期看渗透率提高+品类扩张，中长期看国产替代</b> .....	<b>- 11 -</b>
石英材料在半导体产业链最上游，资质认证是关键 .....	- 11 -
半导体需求短期有所波动，产业链向国内转移是大趋势 .....	- 12 -
菲利华：市场规模增长+市占率提升+品类扩张 .....	- 13 -
<b>军工领域新增需求及产业链延伸值得期待</b> .....	<b>- 14 -</b>
石英纤维性能突出，广泛应用在军工领域 .....	- 14 -
国防装备升级+产业链延伸，市场空间和利润率不断扩大 .....	- 15 -
<b>光纤：中长期受益于 5G，石英辅材需求提升</b> .....	<b>- 15 -</b>
石英玻璃是光纤生产必备辅助材料 .....	- 15 -
数据流量增长+5G 促下游光纤需求向上，石英耗材需求增加 .....	- 16 -
辅材竞争激烈，毛利率受一定影响 .....	- 17 -
<b>投资建议</b> .....	<b>- 18 -</b>

## 图表目录

图表 1: 菲利华股权机构 (实际控制人合计占比 22.23%) .....	5
图表 2: 菲利华核心管理人员均有持股.....	5
图表 3: 菲利华 2018Q1-3 营收增速为 36.96%.....	6
图表 4: 菲利华 2018Q1-3 归母净利增速为 49.70%.....	6
图表 5: 菲利华近 5 年毛利率在 47%左右 .....	6
图表 6: 菲利华近 5 年净利率在 22%以上 .....	6
图表 7: 2017 年菲利华石英材料营收占比约 54%.....	6
图表 8: 2017 年菲利华石英材料毛利占比约为 62%.....	6
图表 9: 菲利华半导体营收最高, 军工其次.....	7
图表 10: 菲利华军工毛利最高, 半导体其次.....	7
图表 11: 菲利华 2018 前三季度研发费用率为 8%.....	8
图表 12: 石英玻璃特性 .....	8
图表 13: 石英玻璃下游行业中半导体占比达 65% .....	9
图表 14: 半导体用石英分为石英器件、基板和材料.....	9
图表 15: 石英玻璃行业产业链 .....	9
图表 16: 石英材料和制品按技术含量和难易程度分类.....	9
图表 17: 迈图 2017 石英玻璃营收为 2 亿美金.....	10
图表 18: 迈图 2017 石英玻璃 ebitda 为 4000 万美金 .....	10
图表 19: 迈图石英玻璃季度营收情况.....	10
图表 20: 迈图石英玻璃季度 ebitda 情况 .....	10
图表 21: 石英玻璃全球竞争格局.....	11
图表 22: 石英玻璃产品贯穿于半导体产业链各个环节.....	11
图表 23: 石英材料在半导体产业链最上游, 资质认证是准入标准, 技术壁垒较强.....	11
图表 24: 2018Q3 全球和中国半导体销售额同比增速为 13.8%和 26.3%.....	12
图表 25: 2018Q3 全球和中国半导体设备销售额同比增速为 10.5%和 106.2%.....	12
图表 26: 国家近年来扶持集成电路产业的政策.....	12
图表 27: 国家和政府成立集成电路产业基金.....	13
图表 28: 全球新建晶圆厂数量 (座) .....	13
图表 29: 16 年全球前五大半导体设备商占比 68%.....	14
图表 30: 2017 年刻蚀机全球 CR3 为 91% .....	14
图表 31: 石英纤维产品特性及用途.....	14
图表 32: 石英纤维产业链及产品.....	14
图表 33: 我国国防预算支出 2018 年增速为 8.3% .....	15

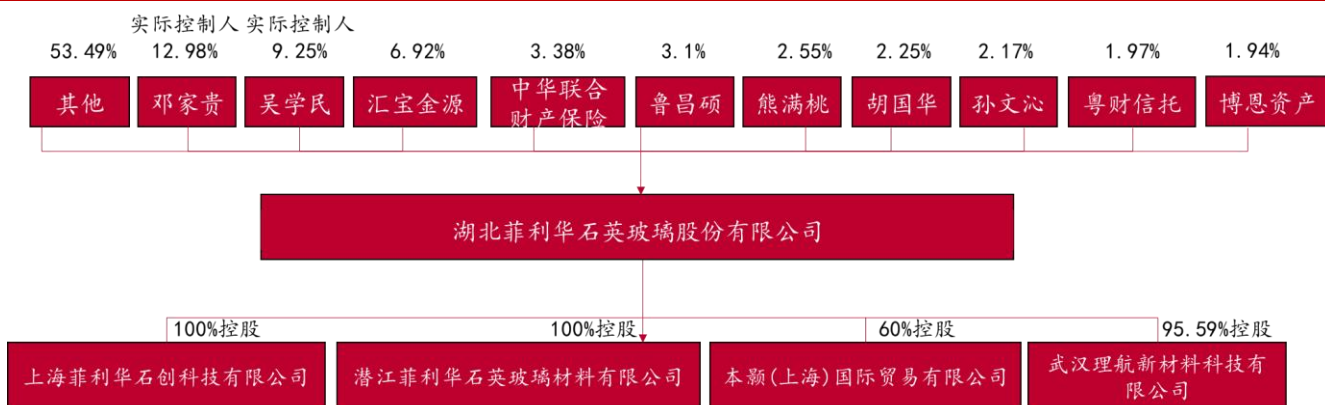
图表 34: 光纤光缆行业中使用大量的石英辅材.....	- 16 -
图表 35: 石英套管为光纤预制棒的核心材料.....	- 16 -
图表 36: MCVD 工艺用石英 (沉积管、头管、尾管) .....	- 16 -
图表 37: 预计 2018 年我国光缆产量同比增加.....	- 16 -
图表 38: 国内光纤需求 2018 年同增超过 20%.....	- 17 -
图表 39: 光纤生产过程 .....	- 18 -
图表 40: 半导体材料和军工新材料可比公司估值 .....	- 19 -
图表 41: 菲利华 P-E band.....	- 19 -
图表 42: 菲利华财务报表.....	- 20 -

## 菲利华：经营稳健，研发驱动半导体和军工长远发展

### 行业龙头，深耕石英玻璃制造五十年

- 公司前身为湖北省沙市石英玻璃总厂，成立于 1966 年，属原国家建材部九家重点石英玻璃生产厂家之一，沉淀了石英玻璃领域的专业优势。1999 年公司改制为民营企业，2014 年成功在深交所上市。经过近五十年的发展，公司已成为半导体、军工、光通信等领域用石英玻璃材料和制品的知名研发和制造商。
- 截止 2018Q3，公司第一大股东邓家贵（原董事长，已于 2017 年 4 月退休）持股 12.98%；第二大股东系现任董事长吴学民，持股 9.25%，两者非一致行动人关系。汇宝金源在首次公开发行前即是公司第三大股东（实缴出资额为 1 亿元），现持股 6.92%。鲁昌硕、熊满桃、郑红、胡国华等系公司自然人股东。
- 公司核心管理人员均有持股，并于 16 和 17 年进行过两次股权激励计划，分别授予公司高管、中层管理以及核心团队成员合计 120 和 405 万股。

图表 1：菲利华股权结构（实际控制人合计占比 22.23%）



来源：公司公告、中泰证券研究所

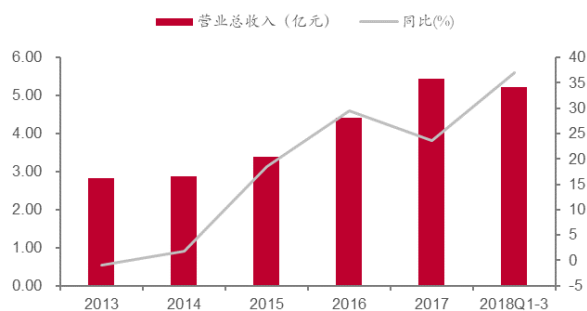
图表 2：菲利华核心管理人员均有持股

职位	高管姓名	持股比例
副董事长, 总经理	商春利	1.17%
董事, 财务总监	李再荣	0.25%
副总经理	徐燕	0.20%
董事, 董事会秘书	郑巍	0.14%

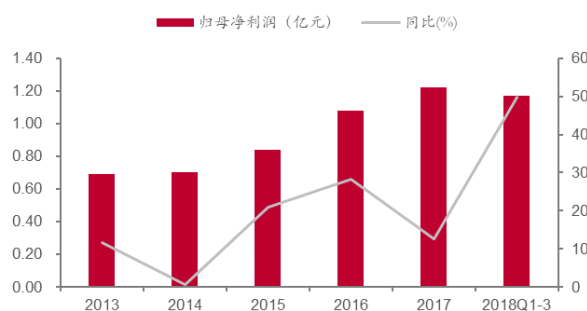
来源：公司公告、中泰证券研究所

### 半导体营收最高，军工毛利贡献最高

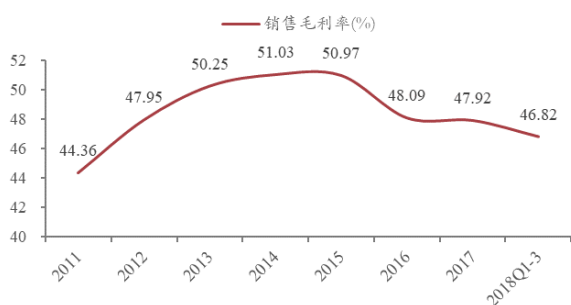
- 公司收入和净利均稳步增长。2012-2017 营收复合增长率为 11.53%，净利润复合增长率为 14.47%。2018 前三季度实现营收 5.23 亿元，同比增长 36.96%；归母净利为 1.17 亿元，同比增长 49.70%。公司近 5 年的毛利率一直保持在 48% 左右，净利率维持在 22.0% 以上。

**图表 3: 菲利华 2018Q1-3 营收增速为 36.96%**


来源: Wind、中泰证券研究所

**图表 4: 菲利华 2018Q1-3 归母净利润增速为 49.70%**


来源: Wind、中泰证券研究所

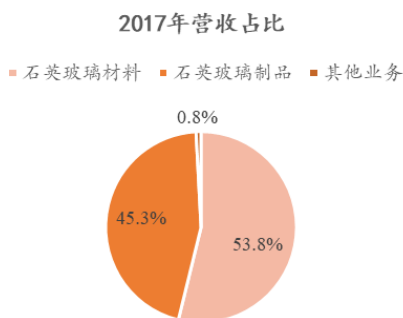
**图表 5: 菲利华近 5 年毛利率在 47% 左右**


来源: Wind、中泰证券研究所

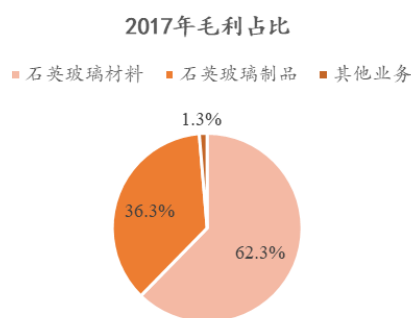
**图表 6: 菲利华近 5 年净利率在 22% 以上**


来源: Wind、中泰证券研究所

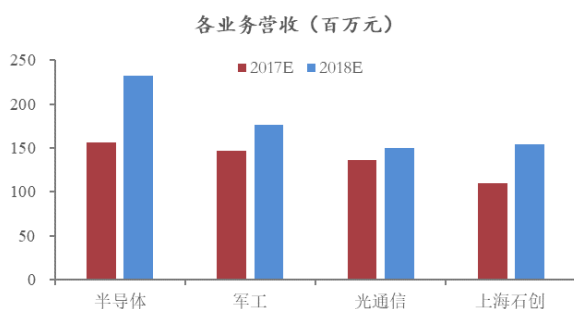
- 公司的营收与毛利中，半导体业务近年增长均较快，而光通信业务逐渐降低。从下游应用领域看，公司主要产品包括半导体、军工、光通信、高端光学等用石英玻璃材料及制品。**2017 年材料和制品营收占比分别为 54% 和 45%，毛利占比分别为 62% 和 36%。**材料包含半导体和军工业务，制品包含光通信和上海石创业务（上海石创主要从事半导体、光学、光通信和光伏用石英玻璃制品的生产和加工，原是菲利华的下游，15 年底被菲利华收购）。**根据我们测算，2017 年营收占比从大到小分别是半导体、光通信和上海石创（15 年后不再按细分需求单独披露分项业绩，我们按照调研情况进行了预估）。**由于光通信领域竞争激烈，不管是收入增速还是毛利率均有一定程度的下滑，预计 2018 年毛利贡献将有所减少。

**图表 7: 2017 年菲利华石英材料营收占比约 54%**


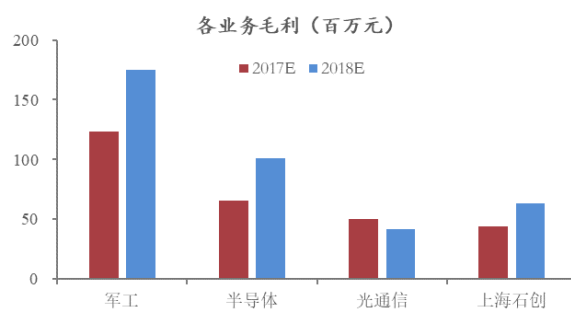
来源: Wind、中泰证券研究所

**图表 8: 2017 年菲利华石英材料毛利占比约为 62%**


来源: Wind、中泰证券研究所

**图表 9: 菲利华半导体营收最高, 军工其次**


来源: 中泰证券研究所 (根据历史数据和调研数据预估)

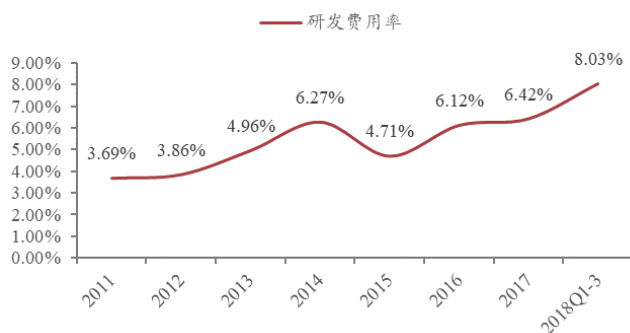
**图表 10: 菲利华军工毛利最高, 半导体其次**


来源: 中泰证券研究所 (根据历史数据和调研数据预估)

### 定增加码半导体和军工, 研发驱动长期发展

- 2018 年 12 月 6 日, 公司发布非公开发行股票预案。公司拟向不超过 5 名特定投资者发行股票数量不超过 5992 万股 (目前总股本为 3 亿股) 募集资金总额不超过 7.3 亿元, 分别用于: 1) 投资集成电路及光学用高性能石英玻璃项目 (3.03 亿元); 2) 投资高性能纤维增强复合材料制品生产建设项目 (2.7 亿元); 3) 补充流动资金 (1.6 亿元)。
- 在半导体领域, 除了刻蚀用石英材料, 合成石英和电熔石英是重点拓展方向。本项目总投资为 3.03 亿元, 若项目建成达产后公司预计年均新增销售收入超过 2 亿元, 年均新增净利润超过 4000 万元, 所得税前项目投资回收期约为 7 年 (含建设期)。1) 公司目前已拥有合成石英产能 200 吨, 希望通过定增项目, 再新增年产 120 吨合成石英玻璃锭产能 (分 2-3 年释放)。半导体制程越高对合成石英的需求越多。另外, 作为国内唯一能够批量生产光掩膜基板的企业, 光掩膜板市场的供货紧缺, 也对公司合成石英产品形成拉动作用 (合成石英价格和毛利率更高且技术壁垒更强)。2) 通过定增项目, 新增年产 650 吨电熔石英玻璃锭产能 (分 2-3 年释放)。电熔石英玻璃是公司全新开拓的领域, 目前已在积极研发。
- 在军工领域, 公司将复合材料作为未来发展的战略方向, 积极拓展立体编织、特种纤维材料和复合材料制造领域。本次定增项目可促使企业产业链往下游延伸。项目建成后, 将形成新增年产 36.3 吨高性能纤维增强复合材料制品生产能力。从纤维到织物再到复合材料, 需求量和利润率均将逐步提高, 受益于下游需求的释放, 军工业绩增速将显著提高。本项目总投资为 2.7 亿元, 项目建成完全达产后公司预计年均新增销售收入超过 2 亿元, 年均新增净利润超过 5000 万元, 所得税前项目投资回收期约为 6 年 (含建设期)。
- 公司作为有技术壁垒的企业, 一直重视研发投入, 深厚的研发能力为公司长久发展保驾护航。公司拟定增投入的项目目前已有较为深厚的积累。2018 年前三季度公司研发费用率为 8%, 上升幅度较为明显。另外, 公司积极参与国家精密光学项目。2016 年年报披露: 在精密光学玻璃加工领域, 公司围绕点火计划, 发展大口径高精度光学元件, 特别是钽玻璃加工、600 干涉仪标准镜及防溅射玻璃等。公司在光学领域积极研制三向无条纹高端石英玻璃, 该产品未来在大功率激光器上应用广泛。

**图表 11: 菲利华 2018 前三季度研发费用率为 8%**



来源: Wind、中泰证券研究所

## 石英玻璃: 全球市场规模接近 250 亿, 半导体占比达 65%

### 石英玻璃性能优良, 外号“玻璃王”

- 石英玻璃以天然石英或硅化合物为原料, 在洁净环境中经高温熔制而成。具备硬度大、耐高温、膨胀系数低、耐腐蚀性、透光性能好、化学稳定性和电绝缘性能良好等特性, 被称为“玻璃王”, 广泛应用于半导体、光通信、军工等领域。

**图表 12: 石英玻璃特性**

特性	备注
高纯度	大于99.95%
高强度	抗压强度 6000 MPa
耐高温	能长期在1050℃以下使用, 瞬间耐高温达1700℃, 耐热性仅次于碳纤维
膨胀系数极低	为 $5.5 \times 10^{-7}/^{\circ}\text{C}$ , 相当于普通玻璃的二十分之一; 3毫米厚的石英玻璃加热到1100℃投入到20℃水中不会炸裂
耐腐蚀性好	属酸性材料, 除氢氟酸和热磷酸外, 对其他任何酸均表现为惰性, 是最好的耐酸材料
良好的透光性能	具有最佳的透紫外光、可见光及近红外光谱性能
优良的电绝缘性	20℃和800℃时电阻率分别为1834 Ω·m和648 Ω·m
介电常数和损耗系数低	10GHz下3.74; 10GHz下0.0002
拉伸强度	和碳纤维媲美

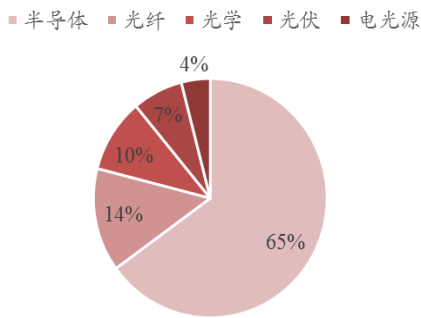
来源: 中泰证券研究所

### 下游应用领域中, 半导体占比达 65%

- 根据《中国硅产业年鉴 2014》统计的数据, 2014 年全球石英玻璃行业规模为 223 亿元。根据 2014 年数据以及各细分子行业近几年的增长情况, 我们预计 2017 年全球石英玻璃市场规模约 250 亿元 (未统计军工领域规模)。半导体市场石英规模约 160 亿元, 占比 65%; 光通信和光学占比分别为 14%和 10%。其中半导体用石英材料、制品和光掩膜基板占比分别是 18%、27%和 20%, 分别约为 45、68 和 50 亿。

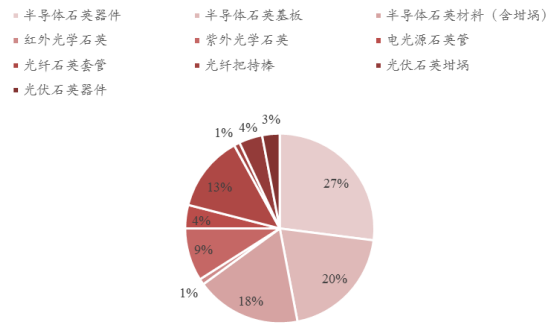


图表 13: 石英玻璃下游行业中半导体占比达 65%



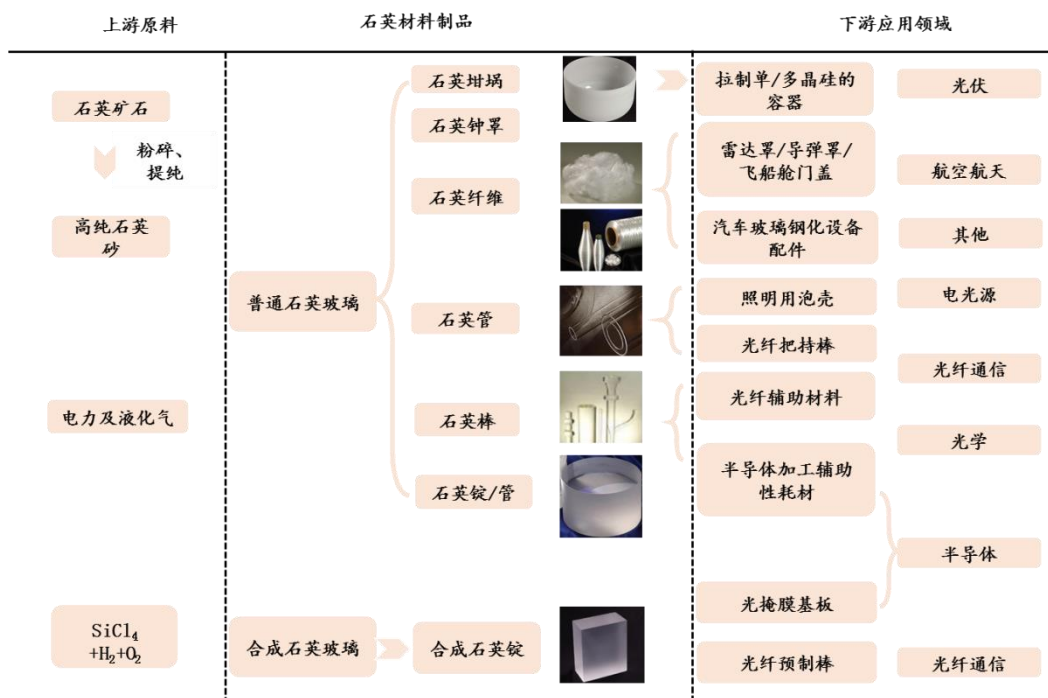
来源:《中国硅产业年鉴 2014》、中泰证券研究所

图表 14: 半导体用石英分为石英器件、基板和材料



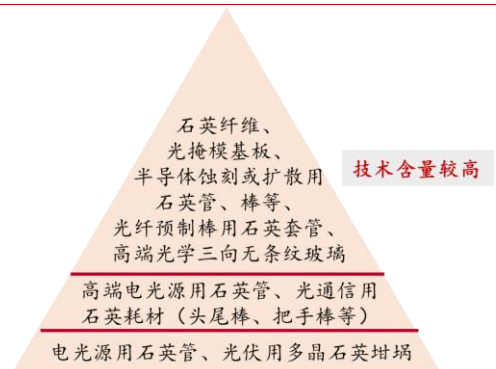
来源:《中国硅产业年鉴 2014》、中泰证券研究所

图表 15: 石英玻璃行业产业链



来源: 产业信息网、中泰证券研究所

图表 16: 石英材料和制品按技术含量和难易程度分类

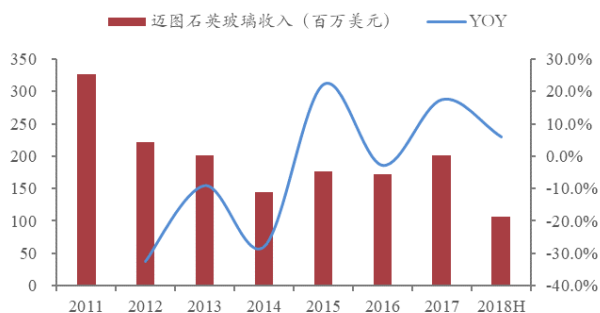


来源: 中泰证券研究所

技术含量高，国外企业主导，菲利华是国内龙头

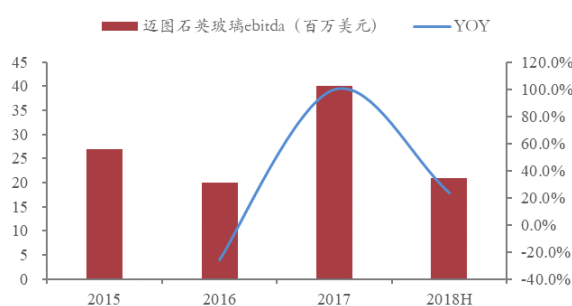
- 国外石英玻璃巨头占行业主导地位，如贺利氏、迈图、东曹和尤尼明等。
  - 1) 美国 **Momentive** 是全球石英行业龙头企业之一。公司 2017 年全年石英玻璃材料收入为 2 亿美元。其中有 60% 用在半导体和光伏领域，包括石英管、石英棒、石英坩埚等。公司掌握的生产熔融石英和合成石英的气熔和电熔法构筑了核心技术竞争力。
  - 2) 德国贺利氏成立于 1851 年，是全球制造和加工石英玻璃公司中历史最悠久的公司之一，石英玻璃业务营业收入约 6-7 亿美元。其石英产品主要用于光通讯、半导体、光学等领域。公司掌握气熔法已达 117 年（是菲利华气熔领域的主要竞争对手），深耕光纤领域，具有最核心的光纤用石英套管技术。
  - 3) 德国昆希在生产半导体用**环状石英玻璃**材料方面工艺独特，是全球唯一一家使用一步法加热等离子熔融工艺生产空心圆筒的石英供应商，产品有石英环和石英法兰等。其 2013 年营业收入为 3162 万美元。
  - 4) 日本东曹：掌握气熔、电熔等生产工艺，能够生产**合成石英玻璃**和熔融石英玻璃。
  - 5) 美国尤尼明：公司在高纯石英矿的开采，高纯石英砂的提纯方面具有绝对优势，控制全球 90% 的石英砂市场。
  - 6) 菲利华是国际第五家，国内唯一一家获得国际主要半导体设备制造商认证的石英玻璃材料企业，下游应用为半导体、光通信和航天航空等。

图表 17: 迈图 2017 石英玻璃营收为 2 亿美金



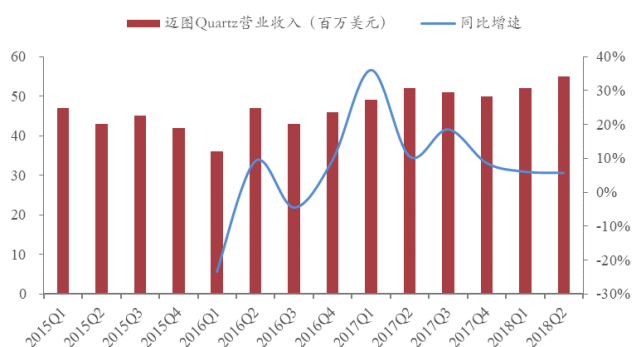
来源: wind、中泰证券研究所

图表 18: 迈图 2017 石英玻璃 ebitda 为 4000 万美金



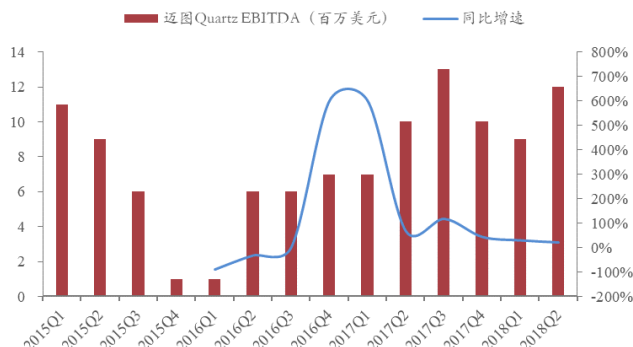
来源: wind、中泰证券研究所

图表 19: 迈图石英玻璃季度营收情况



来源: wind、中泰证券研究所

图表 20: 迈图石英玻璃季度 ebitda 情况



来源: wind、中泰证券研究所

**图表 21: 石英玻璃全球竞争格局**

	照明	半导体	光伏	光纤	军工	核心竞争力
美国Momentive(迈图)	✓	60%		✓	✓	掌握生产熔融石英和合成石英的气熔法和电熔法
德国Heraeus(贺利氏)	✓	✓	✓	✓		掌握气熔法已达117年, 深耕光纤产业
日本Tosoh(东曹)		67%	✓			氢氧焰熔融、电熔工艺生产熔融石英玻璃, 火焰水解合成工艺生产合成石英玻璃
德国Qsil(昆希)	✓	✓	✓			全球唯一一家掌握等离子技术的企业
美国Unimin(尤尼明)	✓	✓	✓			凭借高纯石英砂提纯技术掌控全球90%的石英砂市场
菲利华		42%		36%	22%	国际第五家, 国内唯一一家获得国际主要半导体设备制造商认证
石英股份	48%	和光纤合计占比32%	20%	和半导体合计占比32%		国内唯一一家拥有高纯石英砂提纯技术的企业

备注: 数字为17年营收占比

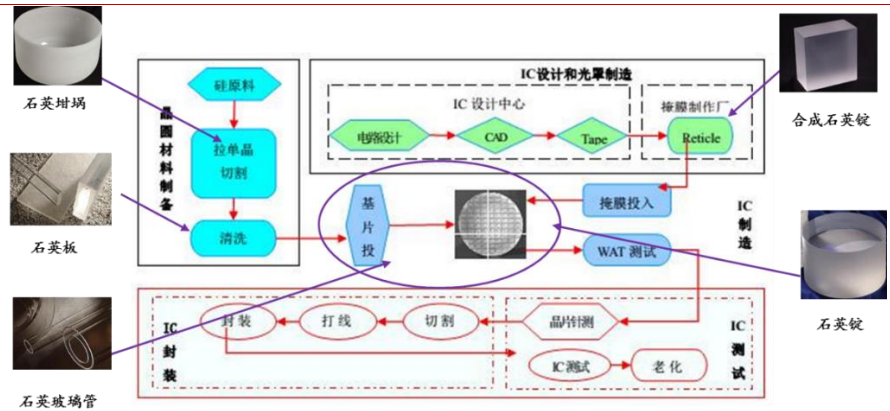
来源: 各公司官网、中泰证券研究所

## 半导体: 短期看渗透率提高+品类扩张, 中长期看国产替代

### 石英材料在半导体产业链最上游, 资质认证是关键

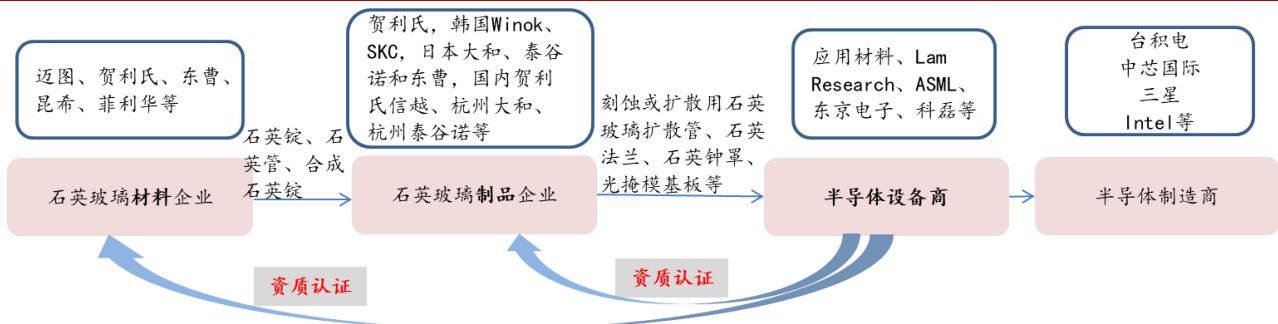
- 在半导体制造过程中, 石英玻璃作为各种反应容器、辅材等使用。合成石英锭是光掩膜版的原材料, 技术壁垒较高。国际主要半导体设备制造商对于其设备上使用的石英制品有严格的筛选标准, 且在产业链中拥有强势话语权。不管是石英材料还是制品均需通过设备商的认证, 才能成为产业链当中的一环。

**图表 22: 石英玻璃产品贯穿于半导体产业链各个环节**



来源: 《石英玻璃》、中泰证券研究所

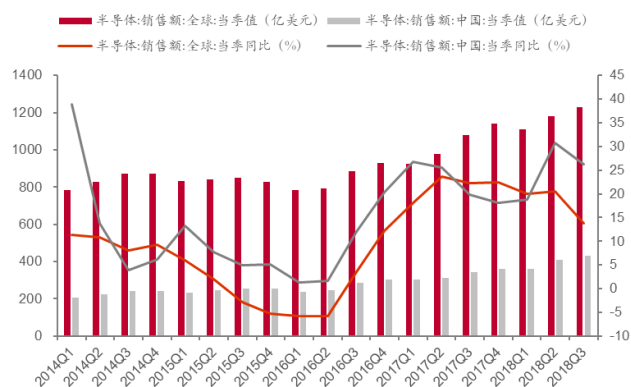
**图表 23: 石英材料在半导体产业链最上游, 资质认证是准入标准, 技术壁垒较强**



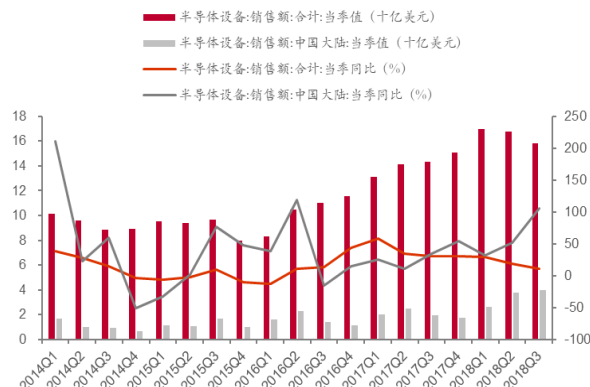
来源: 中泰证券研究所

## 半导体需求短期有所波动，产业链向国内转移是大趋势

- 据 SEMI 数据，**2018Q3 全球和中国半导体销售额同比增长 13.8% 和 26.3%，增速均有所放缓，但国内增速依然维持在较高水平。**2018 年 9、10 月全球半导体销售额同比增长 13.8%、12.7%（去年同期增速 22.2%、21.9%），中国大陆半导体销售额同比增长 26.3% 和 23.3%（去年同期增速为 20%、19.1%），国内销售增速同比均有所上升。**从设备销售来看，2018Q3 全球和中国半导体设备销售额分别为 158.4 和 39.8 亿美金，同比增速为 10.5% 和 106.2%（去年同期增速为 30.5% 和 35%），其中中国半导体设备销售额占比为 25%，呈现逐季加速的状态，表明国内晶圆厂建设及设备需求较旺盛。**另外，根据 IHS 预测，**全球半导体材料在 2019 年时将达到 595 亿美元的市场规模，复合增长率为 11%，石英玻璃材料作为其中一员，也将保持较高增速。**

**图表 24：2018Q3 全球和中国半导体销售额同比增速为 13.8% 和 26.3%**


来源：wind、SEMI、中泰证券研究所

**图表 25：2018Q3 全球和中国半导体设备销售额同比增速为 10.5% 和 106.2%**


来源：wind、SEMI、中泰证券研究所

- 一方面，市场竞争加剧推动生产地向需求地转移，另一方面，在国家战略和一系列产业政策的支持下，国内半导体企业大干快上，加速国内产能建设。
- 资本大量注入将助推行业快速发展：国家成立“大基金”，募集超过 1300 亿元。各地政府也纷纷设立相应基金。
- 随着晶圆制造环节向中国转移，半导体上游环节的转移也将加快：根据国际半导体协会（SEMI）的数据显示，2017~2020 年间全球新建 62 座晶圆厂，其中大陆有 26 座，占全球总数 42%。我们认为随着晶圆制造环节向国内转移，上游原材料环节的国产替代也将逐步推进。

**图表 26：国家近年来扶持集成电路产业的政策**

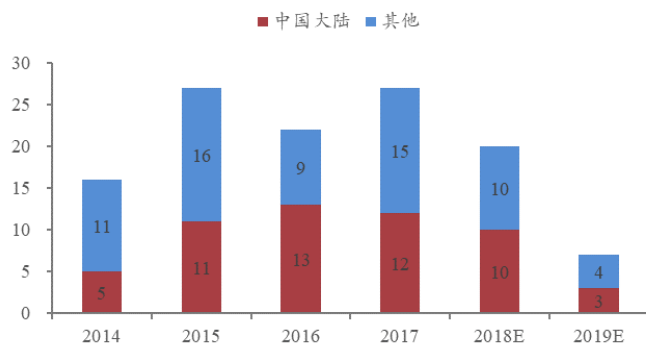
时间	政策
2014	《国家集成电路产业发展推进纲要》
2015	《中国制造2025》
2016	《关于软件和集成电路产业企业所得税优惠政策有关问题的通知》（财税[2016]49号文）
2016	《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》
2016	《“十三五”国家信息化规划》
2018	《关于集成电路生产企业有关企业所得税政策问题的通知》（财税[2018]27号文）

来源：赛迪智库、中泰证券研究所

**图表 27: 国家和政府成立集成电路产业基金**

时间	地区	相关基金	基金规模
2014.09	中央	国家集成电路产业投资基金	1387.2 亿
2013.12	北京市	集成电路产业发展股权投资基金	300 亿
2015.07	北京市	集成电路海外平行基金成立	20 亿
2016.03	福建省	厦门国资紫光联合发展基金	160 亿
2016.06	福建省	安芯产业投资基金	500 亿
2016.06	广东省	广东省集成电路产业投资基金	150 亿
2015.08	湖北省	湖北集成电路产业投资基金	>300 亿
2016.03	湖南省	国微集成电路创业投资基金	2.5 亿
2015.07	江苏省	南京市浦口区集成电路产业基金	10 亿
2016.12	江苏省	南京市集成电路产业专项发展基金	500 亿
2016.12	江苏省	无锡市集成电路产业投资基金	200 亿
2017.02	江苏省	海峡两岸集成电路产业投资基金	100 亿
2014.11	天津市	集成电路设计产业促进专项基金	每年 2 亿
2016.06	辽宁省	辽宁省集成电路产业投资基金	100 亿
2016.09	陕西省	陕西省集成电路产业投资基金	300 亿
2016.02	上海市	集成电路产业基金	500 亿
2016.11	石家庄市	集成电路产业投资基金	100 亿
2016.05	四川省	四川省集成电路和信息安全产业投资基金	120 亿

来源：各地政府网站、中泰证券研究所

**图表 28: 全球新建晶圆厂数量(座)**


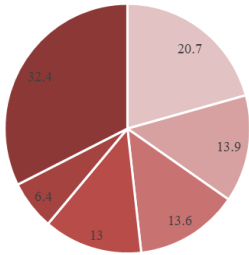
来源：SEMI、中泰证券研究所

### 菲利华：市场规模增长+市占率提升+品类扩张

- 市场规模增长：**菲利华所在领域的市场规模中短期与全球半导体设备销售增速相关度高，长期看国产替代，与国内新增设备及替换需求相关度高。虽然短期设备销售增速有所下降，但中长期看需求将保持稳定增长。
- 资质认证、产能扩张共同促市占率逐步提高。**
- 前文我们已经讲到，设备商在整个产业链中具备强势话语权，不管是材料和制品，均需得到设备商的资质认证才能使用。**而设备商的高集中度则使得不管材料和制品企业均需拿到认证才有可能快速开拓市场。**根据 Gartner 统计，2016 年，应用材料、Lam Research 和东京电子在设备制造厂商中市场份额达到 47.6%，集中度较高。**细分来看，刻蚀设备全球市场 CR3=91%，Lam Research 为 53%、东京电子 20%、应用材料 18%。设备商集中度较高，头部设备商的认证是市场准入及获得市场份额大小的关键因素。**菲利华作为国内最早和唯一一家拥有原材料供货资质的企业，目前已经拿到东京电子、应用材料和 Lam Research 的认证，为市场准入提供了必须的条件。
- 目前菲利华的气熔石英材料（碗和环）主要用在刻蚀设备领域（石英材料全球市场规模约 45 亿，预计刻蚀和扩散设备各占一半，约为 23 亿，2018E 菲利华此块营收约 2 亿），**市占率约 10%**。全球有 5 家获得设备商认证的材料供应商，菲利华是全球第 5 家、国内首家获得认证的企业，在刻蚀领域主要竞争对手为日本东曹和德国贺利氏。**1) 对于设备商原厂设备而言，获得认证是第一先决条件，认可度其次。2) 对于制品商而言，第一必须满足设备商要求（看是否有指定），第二考虑成本。**菲利华不管是认证还是成本均具有一定优势，随着商业资源的积累，存在市占率提升的基础。
- 产能有序扩张：**潜江菲利华已于 2016 年 11 月竣工投入使用，拥有 2400 吨气熔石英玻璃锭，200 吨合成石英玻璃锭的产能，是目前世界规模最大的气熔石英材料生产基地。**随着下游需求的增长以及制品厂商产能扩张的推进，公司石英材料产能有序扩张，为市占率逐步提升提供了基础。**

图表 29: 16 年全球前五大半导体设备商占比 68%

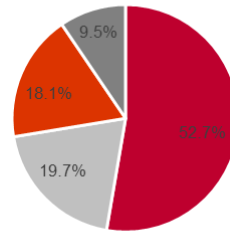
应用材料 Lam Research ASML 东京电子 科磊 其他



来源: SEMI、中泰证券研究所

图表 30: 2017 年刻蚀机全球 CR3 为 91%

Lam Research 东京电子 应用材料 其他



来源: SEMI、中泰证券研究所

- 定增加码促品类扩张加速推进:** 目前公司主要做刻蚀设备的气熔石英材料, 已陆续在研发**电熔和合成石英** (电熔目前主要**迈图**在做, 合成石英以前主要应用在光学领域, 目前半导体需求也很高), **潜在新增 72 亿市场空间**。不管是认证还是客户服务能力均有一定基础。**据我们测算, 定增项目 (合成和电熔石英) 2019 年营收边际上增加 10%, 边际带动较明显, 一定程度上对冲由于半导体设备需求增速小幅下滑的影响。**

## 军工领域新增需求及产业链延伸值得期待

### 石英纤维性能突出, 广泛应用在军工领域

- 军用石英产品包括石英纤维棉、石英纤维纱、石英纤维毡、石英纤维布、石英纤维套管和短切石英纤维等。**得益于优越的耐高温、透波性能、耐热冲击性等, 石英纤维制品在军工领域得到了大量应用, 主要用作**军用雷达罩、导弹头防护层、飞船仓门盖和隔热保温材料**等。

图表 31: 石英纤维产品特性及用途

特性	用途
最高使用温度: 1050℃; 透波性好; 耐热冲击性; 热传导性低; 介电损耗小; 化学稳定性好	导弹、飞机、卫星雷达罩; 电磁窗 (干扰、反干扰设备); 高温气体过滤; 隔热保温材料

来源: 菲利华官网、中泰证券研究所

图表 32: 石英纤维产业链及产品

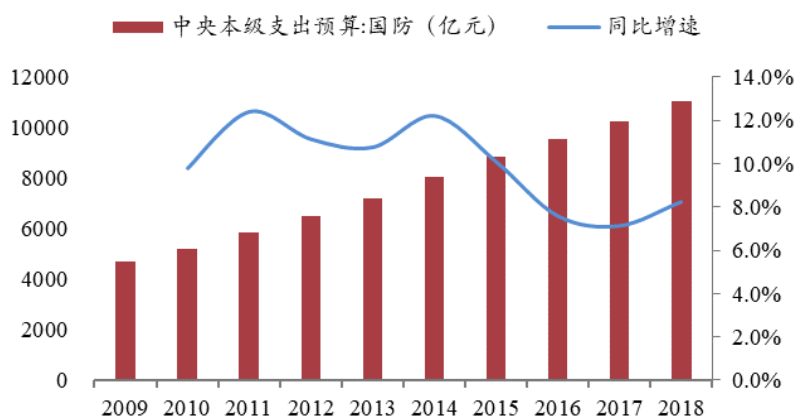


来源: 中泰证券研究所

### 国防装备升级+产业链延伸，市场空间和利润率不断扩大

- 我国国防预算在经历了近 10 年的高速增长后，在 2014 年增速开始呈现逐年下降趋势，2017 年 7.1% 的同比增速则再创近十年新低。2018 年中央一般公共预算本级支出 32466 亿元，其中国防支出 11069.51 亿元，同比增长 8.1%，这是近年来国防预算增速首次出现回升。
- 菲利华具备军方供货资质，技术壁垒深厚，未来受益明显：军用石英纤维技术壁垒深厚，目前全球仅有 4-5 家企业具有石英纤维量产能力，国外企业龙头有法国圣戈班等。菲利华产品质量已达到国际先进水平，部分科研院所少量试验材料研制，整个国内军用市场暂无明显的竞争对手。随着国防新装备列装带来新增材料需求，公司凭借石英纤维主导供应商的地位有望在新的市场中占得先机。
- 纤维→编织物→复材延伸，需求量和利润率均逐步提高：公司拟通过定增将产业链往下游延伸，积极拓展立体编织、特种纤维材料和复合材料制造领域，项目建成后，将新增年产 36.3 吨高性能纤维增强复合材料制品的生产能力。从纤维到织物再到复合材料，需求量和利润率均将逐步提高，受益于下游需求的释放，军工业绩增速将显著提高。

图表 33：我国国防预算支出 2018 年增速为 8.3%



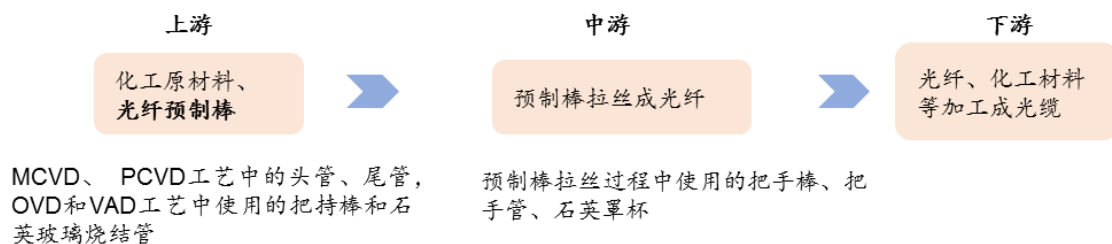
来源：wind、中泰证券研究所

## 光纤：中长期受益于 5G，石英辅材需求提升

### 石英玻璃是光纤生产必备辅助材料

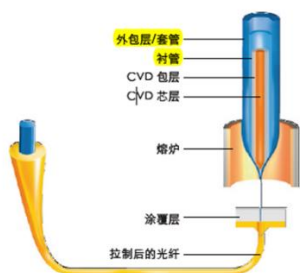
- 在光纤光缆行业中，光纤预制棒处于产业链最上游，其原料为高纯度合成石英，光纤预制棒拉丝成光纤，光纤再加工成光缆。常见的生产光纤预制棒的方法为气相沉积法，分为管外 (OVD 和 VAD) 和管内法 (MCVD 和 PCVD)。光纤预制棒 90% 以上为合成石英套管，系核心材料。另外在 MCVD、PCVD 工艺中的头管、尾管，OVD 和 VAD 工艺中使用的把持棒和石英玻璃烧结管等也是石英材料 (耗材)。在将预制棒拉成光纤的过程中，也会消耗大量天然石英玻璃材料，比如把手棒、把手管、石英罩杯等。

**图表 34: 光纤光缆行业中使用大量的石英辅材**



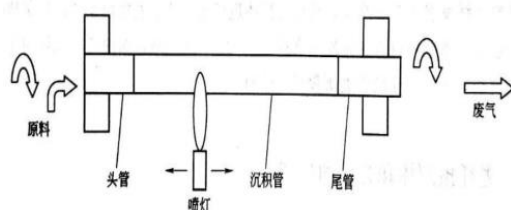
来源：中泰证券研究所

**图表 35: 石英套管为光纤预制棒的核心材料**



来源：中泰证券研究所

**图表 36: MCVD 工艺用石英（沉积管、头管、尾管）**

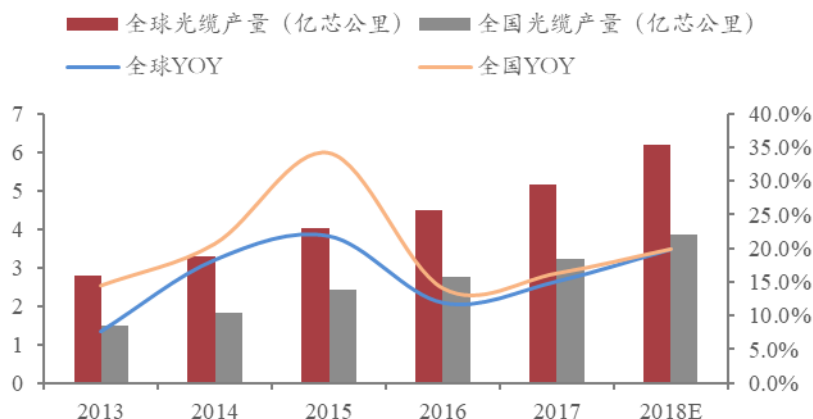


来源：《石英玻璃》、中泰证券研究所

**数据流量增长+5G 促下游光纤需求向上，石英耗材需求增加**

- **我国是世界上最大的光纤光缆产地：**2010-2017 年全球和中国光纤产量的复合增长率分别为 14.42%和 23.10%，中国光纤产业快速发展，增速远高于全球。2017 年，中国光纤产量达到 3.47 亿芯公里，占全球光纤产量比例为 65%，较 2010 年占比提高约 26 个百分点。

**图表 37: 预计 2018 年我国光缆产量同比增加**



来源：工信部、中泰证券研究所

- **数据流量+5G 驱动光网络升级，运营商新一轮光纤集采开启：**
  - 按照工信部测算，中国 2015 年移动数据流量已经达到 0.3EB (=0.3 × 10<sup>9</sup>GB)，未来五年将保持年均 73%的增速快速增加，光网络升



级势不可挡。另外，未来 5G 网络架构演进增加中传&层级互连，电信网络对光纤光缆的需求仍在持续上升。

- **2017 年 10 月 31 日**，中国电信正式启动 2018 年光纤光缆集采项目，集采包括引入光缆 400 万芯公里、室外光缆 5000 万芯公里。**2017 年 11 月 16 日**中国移动发布 2018 年 1-6 月光缆集采：普通光缆集采（第一批次）需求约 1.1 亿芯公里和骨架式带状光缆集采（第一批次）需求约 549.83 万芯公里。我们预计中国移动明年全年需求有望达到 2 亿芯公里左右，联通需求为 0.3-0.4 亿芯公里。除传统运营商以外，广电每年会以省为单位进行招标，预计每年也有 0.3 亿芯公里的需求。**2018 年国内光纤需求有望达到 3.5 亿芯公里，同比增长超过 20%。**

**图表 38：国内光纤需求 2018 年同增超过 20%**

	3G规模建网					4G规模建网				中国移动发力国网建设	
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
光纤国内需求量（万芯公里）	4169	7880	7660	9900	13070	14000	15400	18500	22000	27000	32500
光纤需求增速	35.0%	89.0%	-5.0%	30.0%	32.0%	7.0%	10.0%	20.0%	19.0%	23.0%	20.0%
光纤市场容量（亿元）	32	68	56	70	89	73	74	102	121	178	202
单价（元/芯公里）	76.8	86.3	73.1	70.7	68.1	52.1	48.1	51.5	55	66	62
光棒行业周期	规模上光纤预制棒产能					产能过剩/限制进口				产能不足	

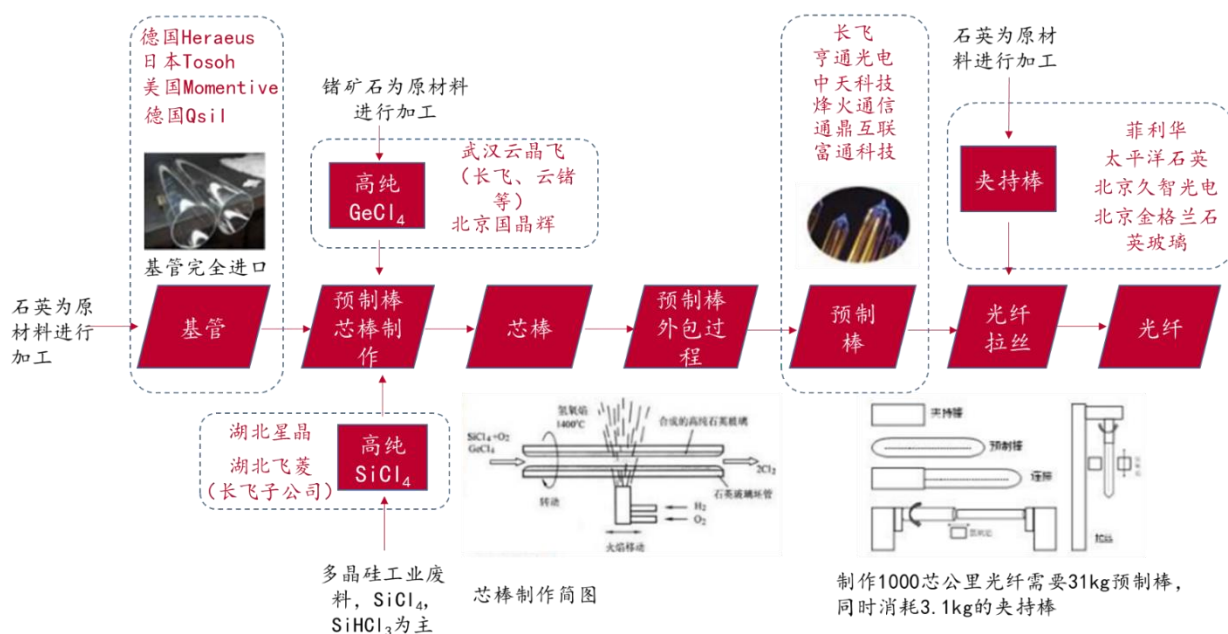
来源：wind、中泰证券研究所

- **光纤采购促石英辅材需求增加：**根据我们测算，每制作 1000 芯公里需要使用 31kg 预制棒，同时消耗 3.1kg 的把持棒，按照 2018 年 3.25 亿芯公里的需求量计算，预制棒和把持棒的需求量分别为 10075 吨和 1007.5 吨，对应市场规模分别约为 60 亿元和 2 亿元。

#### 辅材竞争激烈，毛利率受一定影响

- MCVD 和 PCVD 生产过程中需要使用石英套管，国际上掌握核心石英套管（基管）技术的主要是国外的企业，包括德国**贺利氏**、日本 Tosoh、美国迈图和德国 Qsil 等。目前包括长飞光纤光缆和亨通光电使用的套管大多依赖于进口。
- 目前国内主要企业为光纤光缆制造商提供预制棒生产和光纤拉丝过程中的**支撑材料（耗材）**，可以批量提供石英管、石英棒等辅材的企业包括菲利华、石英股份、北京久智光电、北京金格兰等。菲利华除了供货给国内光纤光缆企业，在国际市场上，公司光纤配套用石英棒产品占据日本市场主导地位，在韩国、台湾等亚洲市场也拥有良好的口碑。我们预计公司目前在整个东亚市场占比大概 30%，凭借优质的产品和比较稳固的合作关系，市场份额相对稳定，由于竞争相对较激烈，毛利率受到一定影响。

图表 39: 光纤生产过程



来源：中泰证券研究所

## 投资建议

- **我们认为公司未来核心的看点主要在半导体和军工领域，光通信中长期受益 5G，石创或成为制品认证切入点。**
- **半导体业务领域：行业增速短期有所波动，市占率持续提升+品类扩张支撑公司业绩稳定增长；中长期看国产替代。**
  - 1) **石英材料作为耗材位于“石英材料-石英制品-半导体设备商-半导体制造商”产业链最上游，行业需求与全球半导体设备销售存在较大相关性。**从设备销售来看，2018Q3 全球和中国半导体设备销售额分别为 158.4 和 39.8 亿美金，同比增速为 10.5%和 106.2%（去年同期增速为 30.5%和 35%），**全球增速有所放缓，国内增速依然保持较高水平。**考虑到行业供需及库存水平，半导体及设备行业的增速可能短期存在压力。**但我们认为公司的半导体业务在 19 年仍能维持较高增长，核心在于市占率提升（传统刻蚀设备用气熔石英材料）+新品类扩张（扩散设备用电熔石英+合成石英）。**
  - 2) **市占率提升：**我们预计 17 年全球石英玻璃市场规模接近 250 亿（不考虑军工领域），半导体市场约 160 亿，且仍在不断增长。对于公司体量（预计 18 年公司在半导体领域营收约 2 亿+），市场空间足够大。在整个产业链中，**设备商拥有强势话语权，获得其资质认证是材料和制品商获取市场份额的关键因素。**菲利华是全球第五家、国内唯一一家获得主要半导体设备商（东京电子、应用材料、Lam Research）认证的石英材料供应商，具备核心技术。目前在刻蚀设备领域市占率约 10%，**随着商业资源的积累、产能扩张、成本优势及国产替代的推进，市占率有望逐步提高。**
  - 3) **品类扩张带来边际增量：**公司拟定增加**扩散和合成石英**领域，潜在新增 72 亿市场空间。不管是认证还是客户服务能力均有一定基础。

据我们测算，定增项目（电熔和合成石英）19年营收边际上有望增加10%，边际带动较明显，一定程度上对冲半导体设备需求增速小幅下滑的影响。

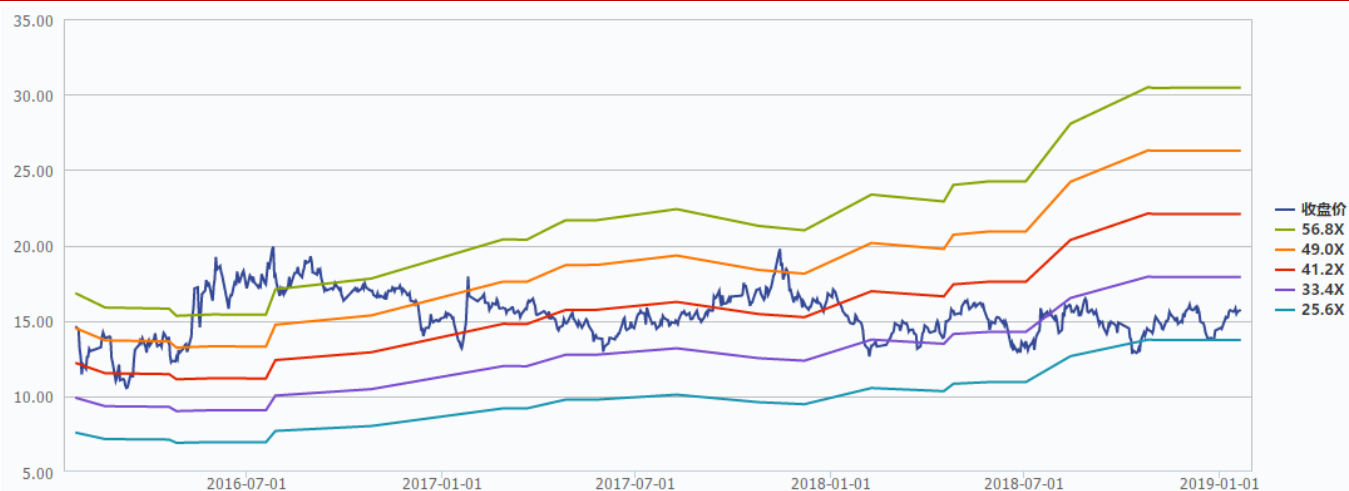
- 军工业务领域：下游需求放量+纤维→编织物→复材延伸，需求和利润率逐步提升。
  - 1) 部分武器列装19年有望放量+公司核心供货：下游武器研发进程的推进将带动石英纤维的需求增长，公司具有核心军方供货资质，边际新增明显。
  - 2) 纤维→编织物→复材延伸，需求量和利润率均逐步提高：公司目前在纤维领域技术积累深厚，控股武汉理航，作为拓展下游的重要研发平台。将复合材料作为未来发展的战略方向，积极拓展立体编织、特种纤维材料和复合材料制造领域，每一个环节的需求量和利润率均逐步提高。
- 我们预计18和19归母净利润分别为1.69和2.33亿，对应PE为28和20倍（若考虑定增，19年PE23倍）。比较半导体材料及军工领域公司，估值较低。公司具备核心技术优势（半导体设备原厂认证+军工供货资质）及较大成长性，继续重点推荐。

图表 40：半导体材料和军工新材料可比公司估值

	名称	股价		总市值 (亿元)		EPS				PE			
		2019/1/21	2019/1/21	2016A	2017A	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E		
300395.SZ	菲利华	15.72	47.10	0.55	0.41	0.57	0.78	28.64	38.62	27.58	20.15		
603688.SH	石英股份	12.54	42.30	0.36	0.32	0.46	0.64	34.84	39.24	27.26	19.59		
300666.SZ	江丰电子	37.32	81.64	0.33	0.29	0.37	0.57	111.44	127.50	100.86	65.47		
002409.SZ	雅克科技	14.30	66.19	0.20	0.10	0.38	0.69	72.48	142.43	37.63	20.72		
603078.SH	江化微	26.61	22.35	1.53	0.89	0.56	0.85	17.37	29.75	47.52	31.31		
300054.SZ	鼎龙股份	6.65	63.85	0.49	0.35	0.39	0.47	13.51	19.00	17.05	14.15		
300398.SZ	飞凯材料	15.85	67.64	0.65	0.20	0.79	1.00	24.32	80.70	20.06	15.85		
300699.SZ	光威复材	38.15	141.25	0.72	0.64	0.99	1.24	52.82	59.18	38.54	30.77		
	PE平均 (除菲利华以外)							46.68	71.11	41.28	28.27		

来源：wind，中泰证券研究所

图表 41：菲利华 P-E band



来源：wind，中泰证券研究所

**■ 风险提示:**

- **下游需求增长不及预期:** 半导体行业需求增长及国产替代不及预期, 将有可能导致半导体用石英玻璃产品需求增长不及预期; 光通信用石英玻璃竞争激烈, 将有可能导致营收增速及利润率水平不及预期; 军工对石英玻璃的需求受下游需求(比如飞机和导弹等)影响较大, 若下游产品规模化生产不及预期将影响公司实际订单。
- **新品拓展不及预期:** 公司积极投放研发费用对新产品进行研制, 若新产品拓展不及预期也将影响公司业绩。

**图表 42: 菲利华财务报表**

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业总收入</b>	<b>441</b>	<b>545</b>	<b>713</b>	<b>940</b>	<b>1,220</b>	货币资金	291	291	380	501	651
增长率	29.5%	23.7%	30.7%	31.8%	29.9%	应收款项	179	242	309	417	525
营业成本	-229	-284	-386	-495	-636	存货	48	73	92	120	153
%销售收入	51.9%	52.1%	54.1%	52.6%	52.1%	其他流动资产	76	46	108	79	152
毛利	212	261	327	445	584	流动资产	596	651	889	1,117	1,480
%销售收入	48.1%	47.9%	45.9%	47.4%	47.9%	%总资产	57.5%	55.9%	61.4%	65.7%	71.0%
营业税金及附加	-6	-7	-9	-12	-16	长期投资	0	0	0	0	0
%销售收入	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	固定资产	224	350	373	374	372
营业费用	-12	-12	-16	-21	-27	%总资产	21.6%	30.1%	25.8%	22.0%	17.9%
%销售收入	2.7%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	无形资产	39	26	29	32	34
管理费用	-80	-93	-121	-160	-207	非流动资产	440	513	559	583	604
%销售收入	18.1%	17.1%	17.0%	17.0%	17.0%	%总资产	42.5%	44.1%	38.6%	34.3%	29.0%
息税前利润 (EBIT)	114	149	181	252	334	<b>资产总计</b>	<b>1,035</b>	<b>1,165</b>	<b>1,449</b>	<b>1,700</b>	<b>2,084</b>
%销售收入	25.9%	27.3%	25.4%	26.9%	27.4%	短期借款	0	10	27	55	167
财务费用	8	-7	12	16	12	应付款项	165	204	267	356	433
%销售收入	-1.9%	1.4%	-1.7%	-1.7%	-1.0%	其他流动负债	17	21	22	22	22
资产减值损失	1	3	0	0	0	流动负债	182	235	316	433	622
公允价值变动收益	-1	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0
投资收益	-1	-1	0	0	0	其他长期负债	37	22	22	22	22
%税前利润	—	—	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>219</b>	<b>257</b>	<b>337</b>	<b>455</b>	<b>644</b>
营业利润	121	143	194	269	346	<b>普通股股东权益</b>	<b>816</b>	<b>906</b>	<b>1,109</b>	<b>1,243</b>	<b>1,439</b>
营业利润率	27.4%	26.3%	27.2%	28.6%	28.3%	少数股东权益	1	2	2	2	2
营业外收支	11	-1	5	4	5	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,035</b>	<b>1,165</b>	<b>1,449</b>	<b>1,700</b>	<b>2,084</b>
税前利润	131	142	198	273	350	<b>比率分析</b>					
利润率	29.7%	26.1%	27.8%	29.0%	28.7%		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
所得税	-22	-21	-29	-40	-51	<b>每股指标</b>					
所得税率	16.6%	14.6%	14.6%	14.6%	14.6%	每股收益(元)	0.36	0.41	0.57	0.78	1.00
净利润	108	122	169	233	299	每股净资产(元)	2.72	3.03	3.71	4.16	4.81
少数股东损益	0	0	0	0	0	每股经营现金流(元)	0.35	0.39	0.33	0.77	0.61
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>108</b>	<b>122</b>	<b>169</b>	<b>233</b>	<b>299</b>	每股股利(元)	0.16	0.16	0.24	0.33	0.42
净利率	24.5%	22.3%	23.8%	24.8%	24.5%	<b>回报率</b>					
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>						净资产收益率	13.24%	13.43%	15.27%	18.75%	20.80%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	总资产收益率	10.44%	10.48%	11.70%	13.71%	14.36%
净利润	108	122	169	233	299	投入资本收益率	26.20%	24.80%	24.97%	28.69%	35.93%
加: 折旧和摊销	24	30	28	30	33	<b>增长率</b>					
资产减值准备	1	3	0	0	0	营业总收入增长率	29.55%	23.71%	30.73%	31.83%	29.85%
公允价值变动损失	1	0	0	0	0	EBIT增长率	23.68%	30.23%	25.67%	39.04%	32.08%
财务费用	0	0	-12	-16	-12	净利润增长率	28.34%	12.72%	39.12%	37.60%	28.42%
投资收益	1	1	0	0	0	总资产增长率	19.36%	12.51%	24.37%	17.35%	22.61%
少数股东损益	0	0	0	0	0	<b>资产管理能力</b>					
营运资金的变动	-34	-50	-85	-18	-137	应收账款周转天数	73.5	85.8	85.8	85.8	85.8
<b>经营活动现金净流</b>	<b>105</b>	<b>117</b>	<b>100</b>	<b>230</b>	<b>183</b>	存货周转天数	35.1	40.2	41.7	40.6	40.2
固定资本投资	-132	-84	-70	-50	-50	应付账款周转天数	75.3	86.3	80.8	83.6	82.2
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-135</b>	<b>-114</b>	<b>-74</b>	<b>-54</b>	<b>-54</b>	固定资产周转天数	150.0	189.4	182.7	143.1	110.1
股利分配	-49	-49	-71	-99	-124	<b>偿债能力</b>					
其他	21	44	133	44	145	净负债/股东权益	-35.63%	-40.78%	-42.69%	-47.87%	-52.57%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-28</b>	<b>-5</b>	<b>63</b>	<b>-55</b>	<b>20</b>	EBIT利息保障倍数	-13.4	19.3	-15.0	-15.8	-27.3
<b>现金净流量</b>	<b>-59</b>	<b>-3</b>	<b>89</b>	<b>121</b>	<b>150</b>	资产负债率	21.13%	22.04%	23.30%	26.76%	30.88%

来源: Wind、中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。