

2019 年 7 月 2 日

科创板询价报告之安集科技
化工
建议询价区间：[56.95, 74.03]元/股
主要财务指标（单位：百万元）

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	248	285	328	377
(+/-)	6.6%	15%	15%	15%
营业利润	48	50	56	63
(+/-)	21.6%	3.6%	11.7%	12.4%
归属母公司净利润	45	47	52	58
(+/-)	13.1%	3.6%	11.7%	12.4%
EPS（元）	1.13	0.88	0.98	1.10

数据来源：Wind，华鑫证券研发部

● **公司是国内高端半导体材料供应商。**公司主营业务为关键半导体材料的研发和产业化，主要客户为中国大陆领先的芯片制造商。公司成功打破国外厂商对集成电路领域化学机械抛光液的垄断，实现进口替代。目前，公司化学机械抛光液已在 130-28nm 技术节点实现规模化销售，主要应用于国内 8 英寸和 12 英寸主流晶圆生产线；14nm 技术节点产品已进入客户认证阶段，10-7nm 技术节点产品正在研发中。

● **同类可比公司估值。**公司产品的主要竞争对手为美国和日本企业，包括美国的 Cabot Microelectronics（卡伯特微电子）、Versum 和日本的 Fujimi 等，其中，卡伯特微电子全球抛光液市场占有率最高，2017 年约为 35%。就国内而言，其化学机械抛光液细分领域无可比公司，半导体材料领域国内优质上市公司有上海新阳（300236.SZ）和江丰电子（300666.SZ）。从同类可比公司估值来看，海外市场发展较为成熟，行业龙头卡伯特微电子 PE（TTM）为 26.7 倍；国内半导体材料企业 2019 年动态 PE 为 90.33 倍。

● **公司估值及询价建议：**我们预测公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 2.85 亿元、3.28 亿元、3.77 亿元；预测公司 2019-2021 年实现归属于母公司净利润分别为 0.47 亿元、0.52 亿元、0.58 亿元。公司属于半导体材料进口替代领域稀缺标的，其主要产品化学机械抛光液国内无竞争对手，未来将充分受益中国半导体产业的景气周期，公司盈利有望保持增长，采用 PE 估值较为合理。目前，海外龙头公司卡伯特微电子 PE（TTM）为 26.7 倍，估值水平较为稳定；国内光刻胶去除剂细分行业企业上海新阳 2019 年动态 PE 为 74.7 倍，半导体行业可比公司 2019 年动态 PE 为 90.33 倍。由于国内半导体产业政策支持力度大，整个产业处于快速发展时期，预计国内估值水平将高于海外市场。参考国内估值水平，基于谨慎原则，我们以行业内较低的上海新阳 74.7 倍动态 PE 对安集科技予以估值，得出安集科技上下 15%合理估值区间为[30.24, 39.32]亿元，因此我们建议安集科技的合理询价区间为[56.95, 74.03]元/股。

● **风险提示：**半导体行业发展不及预期、产品被更新替代、产品认证失败、市场系统性风险等。

分析师：徐鹏
执业证书编号：S1050516020001
联系人：谢玉磊
电话：021-54967579
邮箱：xieyl@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：（8621）64339000
网址：http://www.cfsc.com.cn

目 录

一、同类公司估值情况.....	3
二、公司估值及询价建议.....	3
三、公司概况.....	4
1.公司简介	4
2.公司股权结构及融资历程.....	5
四、半导体材料领先企业，充分受益进口替代.....	6
1.打破国外垄断，国内高端半导体材料供应商.....	6
2.多次参与国家专项项目，掌握核心技术	6
3.产业政策大力扶持，中国半导体产业快速发展	7
4.半导体材料进口替代，公司前景广阔	8
5.产品安全可靠，客户资源优质	8
五、财务数据.....	9
六、风险提示.....	9

图表 1 主要竞争对手及同类公司估值情况（截止到 2019 年 7 月 1 日）.....	3
图表 2 CMP 工作原理图.....	4
图表 3 光刻工艺流程示意图	5
图表 4 公司股权结构图	5
图表 5 公司股权转让及增资情况	6
图表 6 公司化学机械抛光液全球市场占有率情况	6
图表 7 公司核心技术一览	7
图表 8 1986-2018 年全球半导体分地区市场规模(亿美元)	7
图表 9 中国 IC 市场和中國 IC 产值趋势(亿美元)	8
图表 10 2018 年公司前五大客户销售情况.....	8
图表 11 2018 年公司营业收入划分（按产品）	9
图表 12 公司近三年来营业收入和净利润	9
图表 13 公司盈利预测	10

一、同类公司估值情况

公司产品的主要竞争对手为美国和日本企业,包括美国的 Cabot Microelectronics (卡伯特微电子)、Versum 和日本的 Fujimi 等,其中,卡伯特微电子全球抛光液市场占有率最高,2017 年约为 35%。2017 年,卡伯特微电子销售总收入为 5.07 亿美元,其中化学机械抛光液销售收入为 4.11 亿美元,占比为 81%,与公司的业务结构非常相似。而 Versum 和 Fujimi 公司业务结构较为分散,化学机械抛光液营收占比相对较低。

就国内而言,其化学机械抛光液细分领域无可比公司,半导体材料领域国内优质上市公司有上海新阳(300236.SZ)和江丰电子(300666.SZ)。上海新阳半导体材料股份有限公司成立于 2004 年,主要产品为半导体领域专用的电子化学品及其配套设备产品,江丰电子成立于 2005 年,自成立以来一直从事高纯溅射靶材的研发、生产和销售业务,主要产品为各种高纯溅射靶材,包括铝靶、钛靶、钽靶、钨钛靶。

从同类可比公司估值来看,海外市场发展较为成熟,行业龙头卡伯特微电子 PE(TTM)为 26.7 倍。国内半导体材料企业盈利能力较弱但发展空间较大,往往给予较高的估值。

图表 1 主要竞争对手及同类公司估值情况(截止到 2019 年 7 月 1 日)

代码	公司简称	上市地	股价(元/股)	总市值(亿元)	EPS			PE		
					TTM	2019E	2020E	TTM	2019E	2020E
300236.SZ	上海新阳	深圳	34.1	66.09	-0.02	0.46	0.56	-23	74.70	60.55
300666.SZ	江丰电子	深圳	39.39	86.15	0.26	0.37	0.49	152	105.95	80.03
CCMP.O	卡伯特微电子	纳斯达克	779.76	226.63	4.27	-	-	26.7	-	-
平均值								-	90.33	70.29

注:卡伯特微电子股价及市值单位已折算为人民币

资料来源:Wind,华鑫证券研发部

二、公司估值及询价建议

1. 假设条件

1) 假设公司未来主要产品化学机械抛光液及光刻胶去除剂营收增速为 2018-2023 年中国 IC 产值复合年增长率 15%;

2) 由于公司国内无竞争对手,我们假设公司综合毛利率维持稳定,略有下降;

3) 假设公司其他业务收入和盈利保持相对稳定;

4) 假设公司销售费用和管理费用因规模扩大有所增加;

5) 假设公司本次发行后股份数量为 53,108,380 股(不考虑超额配售选择权)。

2. 公司估值及询价建议

基于以上假设,我们预测公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 2.85 亿元、3.28

亿元、3.77 亿元；预测公司 2019-2021 年实现归属于母公司净利润分别为 0.47 亿元、0.52 亿元、0.58 亿元。

公司属于半导体材料进口替代领域稀缺标的，其主要产品化学机械抛光液国内无竞争对手，未来将充分受益中国半导体产业的景气周期，公司盈利有望保持增长，采用 PE 估值较为合理。目前，海外龙头公司卡伯特微电子 PE（TTM）为 26.7 倍，估值水平较为稳定；国内光刻胶去除剂细分行业企业上海新阳 2019 年动态 PE 为 74.7 倍，半导体行业可比公司 2019 年动态 PE 为 90.33 倍。由于国内半导体产业政策支持力度大，整个产业处于快速发展时期，预计国内估值水平将高于海外市场。参考国内估值水平，基于谨慎的原则，我们以行业内较低的上海新阳 74.7 倍动态 PE 对安集科技予以估值，得出安集科技上下 15%合理估值区间为[30.24, 39.32]亿元，因此我们建议安集科技的合理询价区间为[56.95, 74.03]元/股。

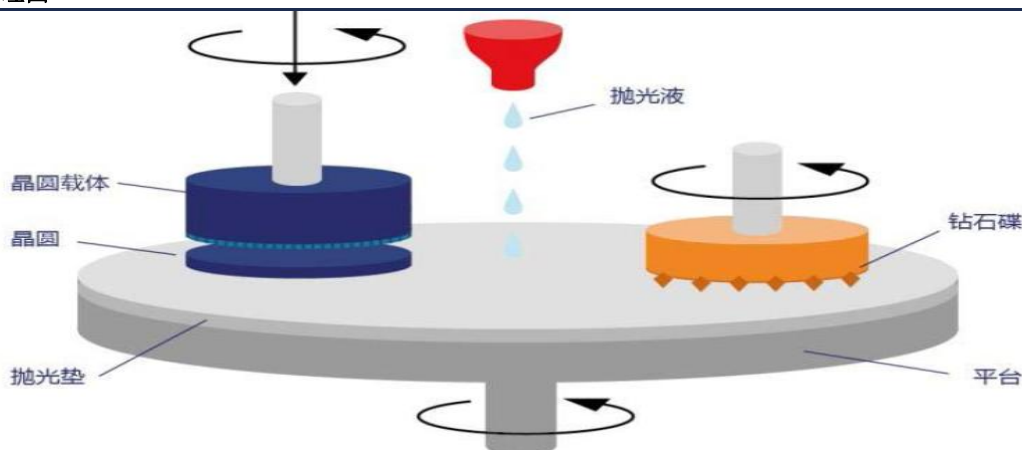
三、公司概况

1.公司简介

安集科技成立于 2006 年 2 月，注册资本 3,983.13 万元，公司主营业务为关键半导体材料的研发和产业化，产品包括不同系列的化学机械抛光液和光刻胶去除剂，主要应用于集成电路制造和先进封装领域。目前，公司已成为中芯国际、长江存储等中国大陆领先芯片制造商的主流供应商，并成为台湾地区台积电、联电等全球领先芯片制造商的合格供应商；同时，公司与英特尔等全球知名芯片企业密切合作，积极拓展全球市场。

化学机械抛光（CMP）是集成电路制造过程中实现晶圆表面平坦化的关键工艺。公司化学机械抛光液主要是铜及铜阻挡层系列产品，用于抛光铜及铜阻挡层以分离铜和相邻的绝缘材料，主要应用于制造先进的逻辑芯片和先进的存储芯片，是公司最主要的收入来源。化学机械抛光材料主要包括化学机械抛光液和抛光垫，是 CMP 工艺使用的关键材料。

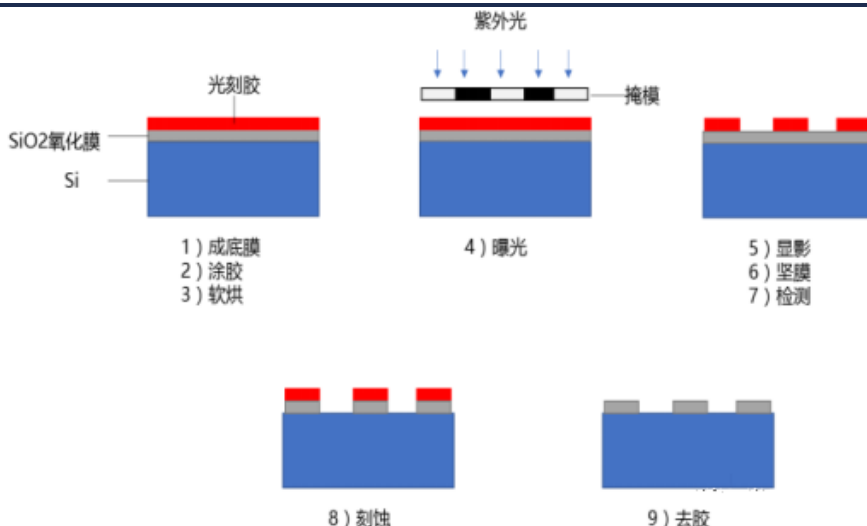
图表 2 CMP 工作原理图



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

公司光刻胶去除剂包括集成电路制造用、晶圆级封装用、LED/OLED 用等系列产品。在光刻工艺中，光刻胶被均匀涂布在衬底上，经过曝光、显影、坚膜、检测与刻蚀等工艺，将掩膜版上的图形转移到衬底上，形成与掩膜版对应的几何图形。光刻胶去除剂主要用于图形化工艺光刻胶残留物的彻底去除。

图表 3 光刻工艺流程示意图

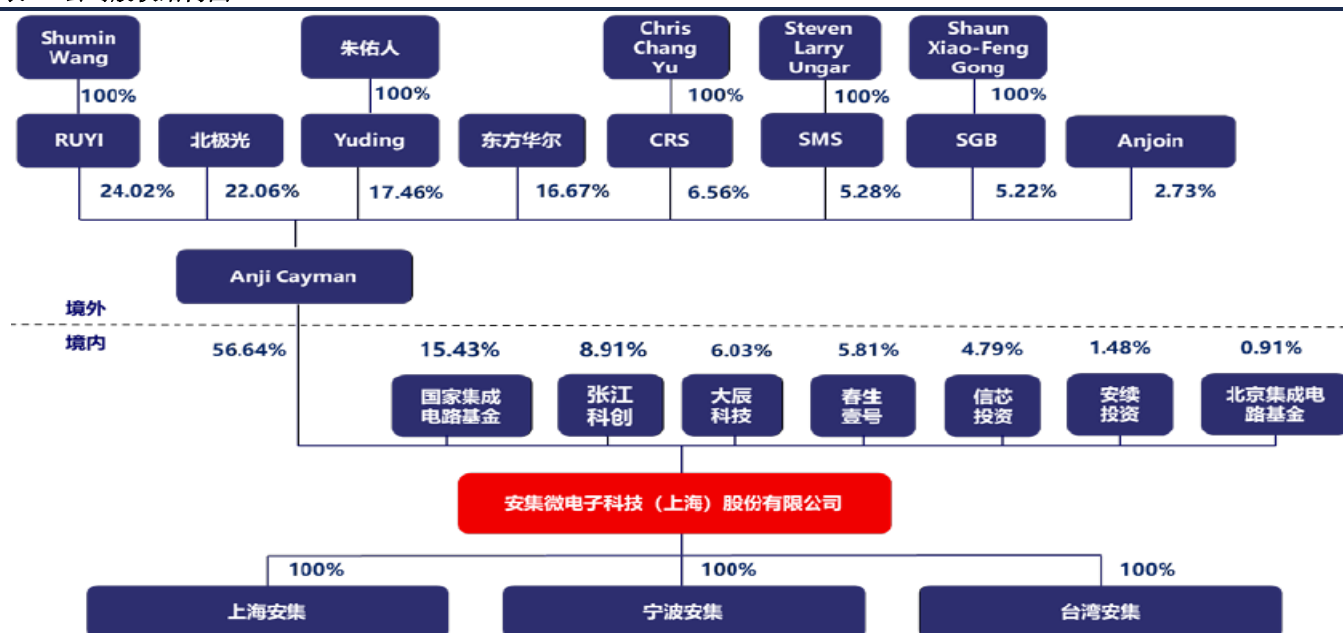


资料来源：半导体行业观察，华鑫证券研发部

2. 公司股权结构及融资历程

公司控股股东为 Anji Cayman，直接持有公司 56.64% 的股份，Anji Cayman 为注册在开曼群岛的一家投资控股型公司，股东结构中包含公司创始人以及股权投资机构，持股比例较为分散，因此公司并无实际控制人。

图表 4 公司股权结构图



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

安集有限自成立以来，历经多次的新增注册资本以及股东结构变更，其中，2016 年 7 月，国家集成电路基金与北京集成电路基金对安集有限增资，公司评估价值为 7

亿元。2017 年 1 月，因为产品存续期到期，公司原有股东春生壹号将安集有限 5.81% 的股权转让给春生三号，公司整体评估价值为 7.49 亿元。

图表 5 公司股权转让及增资情况

时间	事件	注册资本及股本变动明细	估值
2006 年 2 月	安集有限成立	注册资本为 150 万美元	-
2016 年 2 月	安集有限增加注册资本及变更币种	增加后注册资本变更为 3332.5268 万元	-
2016 年 7 月	安集有限增资及增加注册资本	增加注册资本至 3332.5268 万元	7 亿元
2017 年 1 月	安集有限第一次股权转让	春生壹号以人民币 4350 万元转让 5.81% 股权	7.49 亿元
2017 年 8 月	整体变更为股份有限公司	注册资本为 3983.1285 万元	-

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

四、半导体材料领先企业，充分受益进口替代

1. 打破国外垄断，国内高端半导体材料供应商

公司成功打破国外厂商对集成电路领域化学机械抛光液的垄断，实现进口替代。目前，公司化学机械抛光液已在 130-28nm 技术节点实现规模化销售，主要应用于国内 8 英寸和 12 英寸主流晶圆生产线；14nm 技术节点产品已进入客户认证阶段，10-7nm 技术节点产品正在研发中。从全球范围来看，公司凭借多年以来的技术和经验积累，在全球半导体材料行业已取得一定的市场份额和品牌知名度。

图表 6 公司化学机械抛光液全球市场占有率情况

项目	2016 年度	2017 年度	2018 年度
全球销售额（万美元）	110,000	120,000	127,000
公司销售额（万元）	17,648.37	20,834.64	20,516.44
公司销售额（万美元）	2,656.97	3,085.79	3,100.38
公司全球市场占有率	2.42%	2.57%	2.44%

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

2. 多次参与国家专项项目，掌握核心技术

公司自成立以来一直致力于为集成电路产业提供以创新驱动的、高性能并具成本优势的产品和技术解决方案，坚持自主研发、自主创新，并积极开展多层次、多方式的合作研发，取得积极成果。

公司作为项目责任单位，多次参与国家专项项目，目前公司已经完成了“90-65nm 集成电路关键抛光材料研究与产业化”和“45-28nm 集成电路关键抛光材料研发与产业化”两个国家专项项目。凭借多年的研发积累，公司掌握一系列具有自主知识产权的核心技术，包括金属表面氧化（催化）技术、金属表面腐蚀抑制技术等等。截止到 2018 年 12 月 31 日，公司及子公司共获得 190 项发明专利，其中中国大陆 140 项、中国台湾 42 项、美国 4 项、新加坡 3 项、韩国 1 项。

图表 7 公司核心技术一览

序号	核心技术名称	技术来源	技术水平	成熟程度
1	金属表面氧化（催化）技术	自主研发	国际先进	批量生产
2	金属表面腐蚀抑制技术	自主研发	国际先进	批量生产
3	抛光速率调节技术	自主研发	国际先进	批量生产
4	化学机械抛光晶圆表面形貌控制技术	自主研发	国际先进	批量生产
5	光阻清洗中金属防腐蚀技术	自主研发	国际先进	批量生产
6	化学机械抛光后表面清洗技术	自主研发	国内领先	批量生产
7	光刻胶残留物去除技术	自主研发	国内领先	批量生产

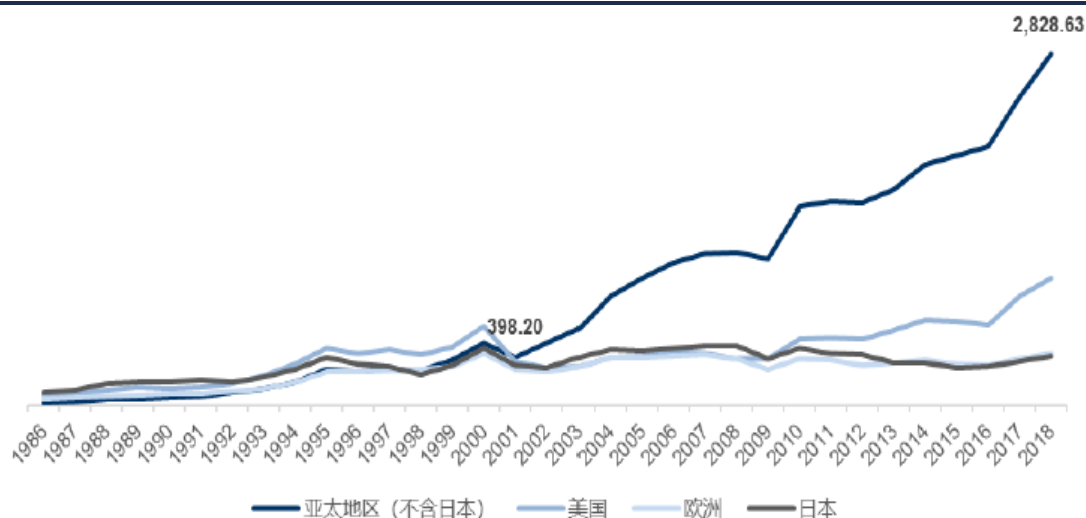
资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

3.产业政策大力扶持，中国半导体产业快速发展

根据《国家集成电路产业发展推进纲要》发展目标，到 2020 年，集成电路产业全行业销售收入年均增速超过 20%，关键装备和材料进入国际采购体系；到 2030 年，集成电路主要环节达到国际先进水平。根据《国家集成电路产业发展推进纲要》的指导下，近年来国家出台了一系列的产业支持政策，加速半导体材料国产化、本土化进程。公司作为集成电路产业链关键配套材料供应商，于 2016 年就得到国家集成电路基金的战略入股，为公司后续提供了强有力的保障。

根据 WSTS 统计，亚太地区（不含日本）半导体市场规模由 2001 年的 398.2 亿美元大幅增长至 2018 年的 2828.63 亿美元，年均复合增速为 12.2%。目前，中国是亚太地区（不含日本）2017 年最大的半导体市场，占亚太地区（不含日本）半导体市场规模的 53%，占全球半导体市场规模的 32%。根据中国半导体行业协会数据，2018 年中国集成电路产业销售额达到 6,532 亿元，同比增长 20.7%，预计 2020 年国内集成电路产业规模将达到 9,825.4 亿元，年均复合增速为 22.65%。受国家产业政策和资金的大力扶持，中国半导体产业将迎来快速发展时期。

图表 8 1986-2018 年全球半导体分地区市场规模(亿美元)

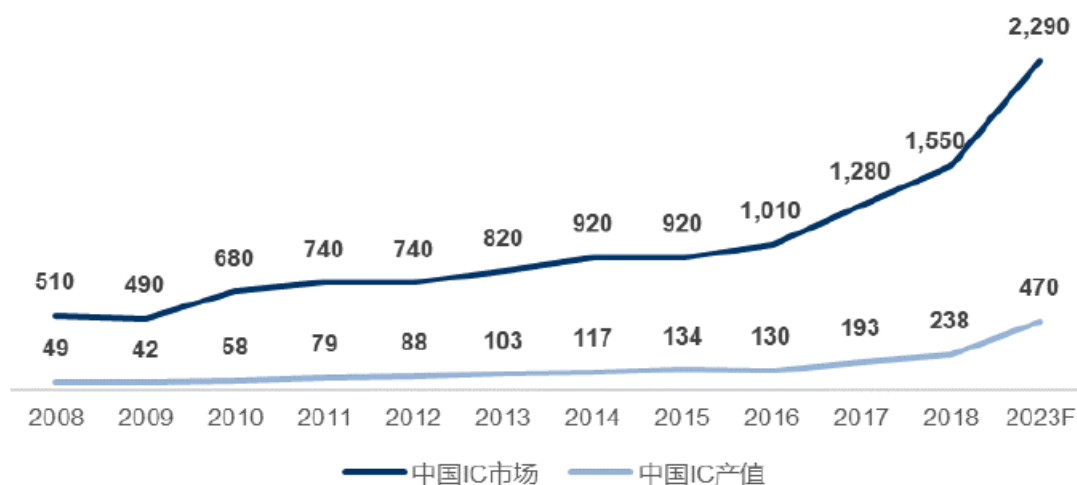


资料来源：公司招股说明书，WSTS，华鑫证券研发部

4. 半导体材料进口替代，公司前景广阔

受消费需求带动影响，全球半导体产业向中国大陆加速转移，为上游本土半导体材料企业提供发展机遇。根据 IC Insights 统计，2018 年中国 IC 产值 238 亿美元占中国 IC 市场 1,550 亿美元的比例为 15.3%，中国半导体及半导体材料国产化率较低，主要依赖于进口；预计到 2023 年中国 IC 产值 470 亿美元占中国 IC 市场 2,290 亿美元的比例为 20.5%，其中，2018-2023 年中国 IC 市场和中国 IC 产值的复合年增长率分别为 8% 和 15%。在国家产业政策大力扶持和国内半导体市场快速发展的形势下，国内半导体相关产业有望充分受益于行业发展，分享半导体行业进口代替红利。

图表 9 中国 IC 市场和中国 IC 产值趋势（亿美元）



资料来源：公司招股说明书，IC Insights，华鑫证券研发部

5. 产品安全可靠，客户资源优质

公司通过提供安全、一致、可靠、稳定的产品，积累了众多优质客户资源。目前，公司主要客户为全球和国内领先的中国集成电路制造厂商，包括中芯国际、长江存储、台积电等。2018 年，公司前五名客户销售金额占总营收的比重为 84.03%，其中公司第一大客户中芯国际占总营收的比重为 59.7%。由于全球和国内集成电路制造行业市场集中度较高，据 IC Insights 统计，2017 年全球前八大晶圆代工企业占据全球 88% 市场份额，因此公司客户集中度较高。

图表 10 2018 年公司前五大客户销售情况

序号	销售客户名称	销售收入（万元）	销售占比	行业地位
1	中芯国际	14797.38	59.7%	全球第五大晶圆代工企业
2	台积电	2020.29	8.15%	全球第一大晶圆代工企业
3	长江存储	1890.72	7.63%	全球第九大晶圆代工企业
4	华微电子	1088.85	4.39%	中国第六大晶圆代工企业
5	华虹宏力	1030.66	4.16%	全球第七大晶圆代工企业
合计：		20,827.9	84.03%	

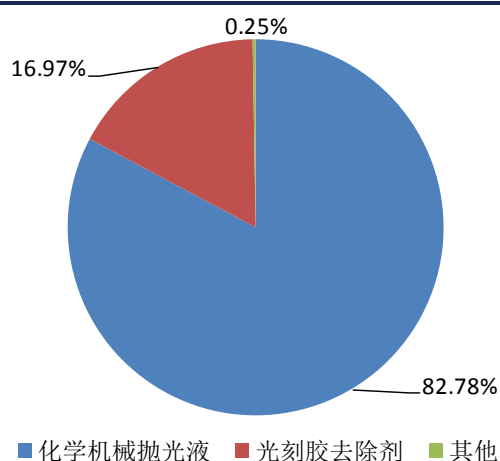
资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

五、财务数据

全球半导体产业快速发展以及向中国大陆地区转移，带动公司产品营业收入和利润维持增长。2017 年公司实现营业收入为 2.32 亿元，同比增长 18.2%；2018 年公司实现营业收入 2.48 亿元，同比增长 6.6%。从产品构成来看，公司主要营业收入来自于化学机械抛光液产品，占总营收的比重为 82.78%，其中铜及铜阻挡层系列抛光液产品占据主导地位，占总营收的比重为 66.32%。

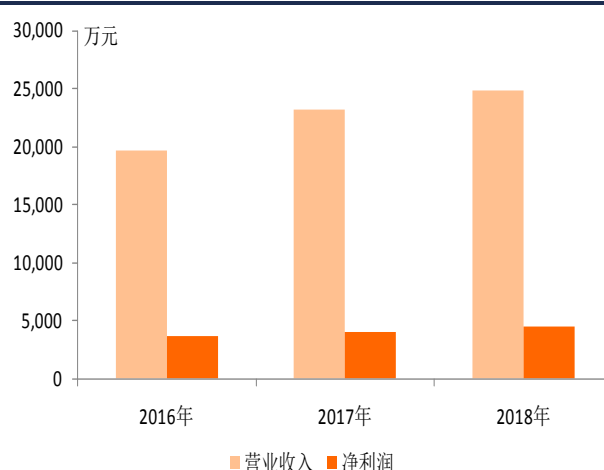
由于公司拥有一系列具有自主知识产品的核心技术，产品的技术、人才、客户等壁垒高，公司产品毛利率始终保持在较高的水平。2016 年、2017 年和 2018 年，公司综合毛利率分别为 55.61%、55.58%和 51.1%；其中，公司主导产品铜及铜阻挡层系列抛光液 2018 年毛利率为 57.09%，维持在较高水平。

图表 11 2018 年公司营业收入划分（按产品）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 12 公司近三年来营业收入和净利润



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

六、风险提示

风险主要包括：半导体行业发展不及预期、产品被更新替代、产品认证失败、市场系统性风险等。

图表 13 公司盈利预测

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产:					营业收入	248	285	328	377
货币资金	140	325	211	252	营业成本	121	142	167	196
应收款	59	68	78	90	营业税金及附加	1	1	1	1
存货	70	82	96	112	销售费用	15	18	21	25
其他流动资产	82	82	82	82	管理费用	21	25	29	34
流动资产合计	350	556	467	536	财务费用	-10	-10	-12	-10
非流动资产:					费用合计	27	33	38	48
可供出售金融资产	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
固定资产+在建工程	55	200	333	314	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产+商誉	7	7	7	7	投资收益	0	0	0	0
其他非流动资产	22	22	22	22	营业利润	48	50	56	63
非流动资产合计	83	229	362	343	加: 营业外收入	0	0	0	0
资产总计	433	785	829	878	减: 营业外支出	0	0	0	0
流动负债:					利润总额	48	50	56	62
短期借款	0	0	0	0	所得税费用	3	3	4	4
应付账款、票据	28	32	38	44	净利润	45	47	52	58
其他流动负债	42	42	42	42	少数股东损益	0	0	0	0
流动负债合计	69	74	80	86	归母净利润	45	47	52	58
非流动负债:									
长期借款	0	0	0	0	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
其他非流动负债	17	17	17	17	成长性				
非流动负债合计	17	17	17	17	营业收入增长率	6.6%	15.0%	15.0%	15.0%
负债合计	87	91	97	103	营业利润增长率	21.6%	3.6%	11.7%	12.4%
所有者权益					归母净利润增长率	13.1%	3.6%	11.7%	12.4%
股本	40	53	53	53	总资产增长率	22.6%	81.2%	5.6%	6.0%
资本公积金	247	548	548	548	盈利能力				
未分配利润	53	81	114	151	毛利率	51.1%	50.0%	49.0%	48.0%
少数股东权益	0	0	0	0	营业利润率	19.4%	17.5%	17.0%	16.6%
所有者权益合计	347	694	732	775	三项费用/营收	10.7%	11.5%	11.6%	12.8%
负债和所有者权益	433	785	829	878	EBIT/销售收入	15.5%	17.5%	17.0%	16.6%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利润率	18.1%	16.3%	15.9%	15.5%
净利润	45	47	52	58	ROE	13.0%	6.7%	7.1%	7.5%
折旧与摊销	11	20	33	34	营运能力				
财务费用	-7	-10	-12	-10	总资产周转率	57.2%	36.3%	39.5%	42.9%
存货的减少	-7	-12	-14	-16	资产结构				
营运资本变化	20	-4	-5	-5	资产负债率	20.0%	11.6%	11.7%	11.8%
其他非现金部分	-2	0	0	0	现金流质量				
经营活动现金净流量	60	40	54	60	经营净现金流/净利润	1.33	0.86	1.04	1.03
投资活动现金净流量	12	-166	-166	-14	每股数据(元/股)				
筹资活动现金净流量	0	311	-2	-5	每股收益	1.13	0.88	0.98	1.10
现金流量净额	75	185	-114	41	每股净资产	8.71	13.06	13.78	14.59

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师简介

徐鹏：工学硕士，2013 年 6 月加盟华鑫证券。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

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。

免责声明

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>