

2019 年 7 月 5 日

科创板询价报告之西部超导
有色金属
主要财务指标（单位：百万元）

	2018A	2019E	2019E	2020E
营业收入	1,088.3	1,480	1,936	2,629
(+/-)	12.51%	36%	30.8%	35.8%
营业利润	147.34	182	234	282
(+/-)	-6.93%	23.6%	28.3%	20.8%
归属母公司净利润	135	166	213	257
(+/-)	-5.0%	23.3%	28.0%	20.6%
EPS（元）	0.34	0.38	0.48	0.58

数据来源：Wind，华鑫证券研发部

建议询价区间：[13.59, 17.66]元/股

● **高端航空合金材料供应商。**公司主要从事高端钛合金材料、超导产品和高性能高温合金材料的研发、生产和销售。在高端钛合金材料领域，公司是国内高端钛合金棒、丝材、锻坯的主要供应商之一，自主建立了一套内控技术标准体系，实现了多种钛合金的完全国产化，填补了多项战机、舰船等用关键材料的国内空白。

● **航空市场需求增加，高端钛材增长潜力较大。**据中国有色金属工业协会钛锆钎分会数据，国内航空用钛材的比例仅为 16.3%，而全球范围内航空用钛材始终占据钛材总需求的 50% 左右，我国航空用钛材市场发展空间较大。未来国内军费支出增加以及亚太民航市场需求的增长，将带动高端钛合金需求稳定增长。

● **国内唯一的低温超导材料商业企业，MRI 市场潜力较大。**公司是目前国内唯一实现低温超导线材商业化生产的企业，也是目前全球唯一的铌钛（NbTi）锭棒、超导线材、超导磁体的全流程生产企业，公司超导线材产品主要用于大科学工程项目以及医用核磁共振成像装置领域。目前我国每百万人口 MRI（磁共振成像仪）拥有量远低于美国等发达国家，未来我国 MRI 市场增长潜力较大。

● **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 14.8 亿元、19.36 亿元、26.29 亿元；预测公司 2019-2021 年实现归属于母公司净利润分别为 1.66 亿元、2.13 亿元、2.57 亿元。公司主要从事高端钛合金材料、超导产品和高性能高温合金材料的生产和销售，其中高端钛合金材料主要面向国内军用航空市场。目前，公司已具备一定盈利规模且有望保持增长，采用 PE 估值法较为合理。公司海外竞争对手美国阿勒格尼技术有限公司 PE（TTM）为 17.8 倍，国内可比公司 2019 年平均动态 PE 为 41.53 倍，考虑到我国市场发展的阶段以及科创板估值溢价，我们采取国内估值水平。因此，公司合理估值中枢为 15.62 元/股，对应市值为 68.94 亿元，上下 15% 的询价区间为 [13.59, 17.66] 元/股。

● **风险提示：**产品下游应用不及预期、公司产品毛利率下降、客户集中度较高、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、高端钛材供应商，国内唯一低温超导商业企业.....	6
1.研发科研成果显著，填补多项国内关键材料空白	6
2.航空市场需求增加，高端钛材增长潜力较大	7
3.国内唯一的低温超导材料商业企业，MRI 市场潜力较大.....	7
4.“两机”重大专项政策有望带动高温合金需求增长	8
五、财务数据.....	9
六、风险提示.....	10

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 3 日）.....	3
图表 2 公司发展历程	4
图表 3 公司主要产品一览	5
图表 4 公司股权结构图	5
图表 5 公司主要股权转让及增资情况	6
图表 6 公司主要核心技术一览	6
图表 7 2008-2019 年中国军费预算支出.....	7
图表 8 2018-2037 年全球民用飞机市场需求分布.....	7
图表 9 2017 年部分国家每百万人口 MRI 拥有量.....	8
图表 10 先进航空发动机中关键的热端承力部件（图中红色部分）全部为高温合金.....	9
图表 11 2018 年公司营业收入划分（按产品）	9
图表 12 公司近五年营业收入和净利润情况	9
图表 13 公司盈利预测	10

一、同类公司估值情况

公司生产的高端钛合金材料主要面向国内军用航空市场，目前国内能够批量生产军用航空钛合金棒丝材的企业除了本公司以外主要是宝钛股份、湖南金天钛业科技有限公司。宝钛股份（600456.SH）是中国最大的钛及钛合金生产、科研基地，产品广泛应用于航空航天、舰船等高精尖领域；金天钛业生产的钛加工材系列产品广泛应用于航空、航天、兵器等国防工业。同时上市公司西部材料（002149.SZ）钛制品营业收入占比达到 60%，高端钛产品逐步进入军工、航天领域。

海外方面，公司主要竞争对手分别是美国钛金属公司（Timet）、美国 RTI 国际金属公司（RTI）和美国阿勒格尼技术有限公司（ATI）。Timet 是世界最大优质飞机发动机用胚料及棒材生产商，RTI 是航空及特种金属的主要供应商，主要客户是波音公司、空客公司等。ATI 是纳斯达克上市公司，其航空航天类产品包括高性能钛及钛合金、镍及钴基合金、超合金等。

从同类可比公司估值来看，海外市场阿勒格尼技术 PE（TTM）为 17.8 倍，国内可比上市公司 2019 年平均动态 PE 为 41.53 倍。

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 5 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
ATI.N	阿勒格尼技术	纳斯达克	173.77	219.01	1.42	-	-	17.8	-	-
600456.SH	宝钛股份	上海	25.20	108.4	0.42	0.54	0.76	59.3	46.37	33.17
002149.SZ	西部材料	深圳	10.35	44.03	0.14	0.28	0.34	70.0	36.69	30.16
平均值									41.53	

注：海外公司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) 根据前瞻产业研究院 2017 年预测，未来 20 年民航和军机两大市场对高端钛合金年均使用量为 6550 吨左右，经测算高端钛合金消费量年均复合增速为 31.32%，我们假设公司钛合金营业收入未来三年年均复合增速为 31.32%；

2) 由于目前公司 ITER 项目超导线材交付任务全部完成，预计公司超导线材营业收入将下降。考虑公司 ITER 项目交付时间，我们假设未来三年公司超导新材营业收入维持在 2015 年的水平；

3) 公司高温合金项目逐步量产，我们假设未来三年该项目达产率分别为 30%、50% 和 100%；

4) 公司下游客户较为集中，我们假设公司销售费用率和管理费用小幅下降；

5) 公司研究费用小幅增长, 增速低于营业收入增速;

6) 公司本次发行后股份数量为 44, 127. 2 万股 (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 14. 8 亿元、19. 36 亿元、26. 29 亿元; 预测公司 2019-2021 年实现归属于母公司净利润分别为 1. 66 亿元、2. 13 亿元、2. 57 亿元。

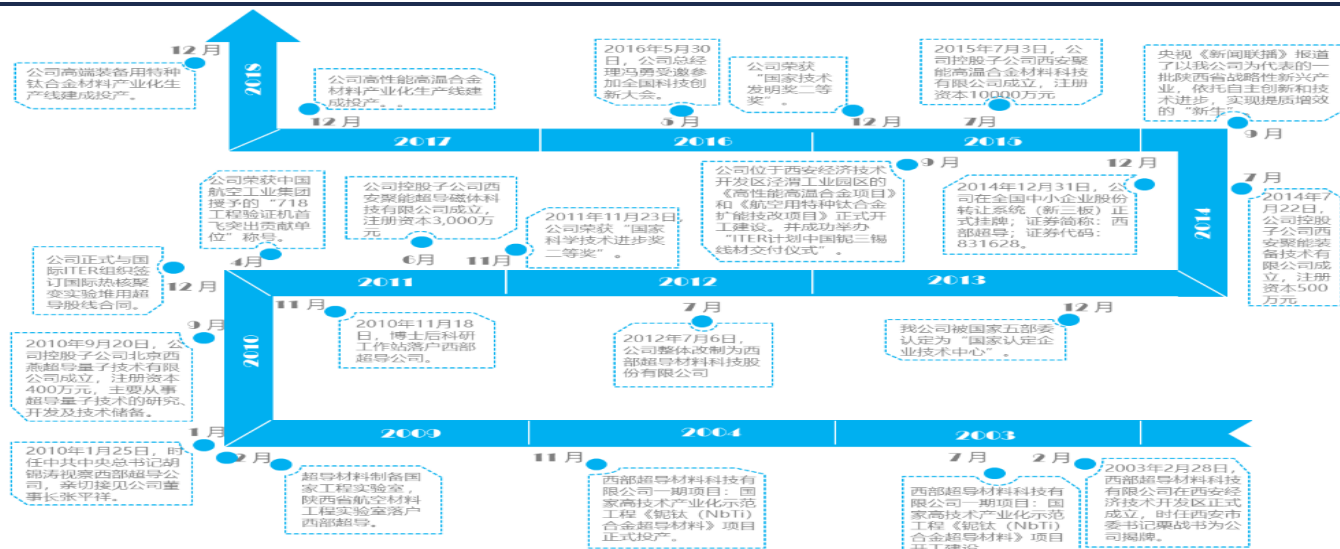
公司主要从事高端钛合金材料、超导产品和高性能高温合金材料的生产和销售, 其中高端钛合金材料主要面向国内军用航空市场。目前, 公司已具备一定盈利规模且有望保持增长, 采用 PE 估值法较为合理。公司海外竞争对手美国阿勒格尼技术有限公司 PE (TTM) 为 17. 8 倍, 国内可比公司 2019 年平均动态 PE 为 41. 53 倍, 考虑到我国市场发展的阶段以及科创板估值溢价, 我们采取国内估值水平。因此, 公司合理估值中枢为 15. 62 元/股, 对应市值为 68. 94 亿元, 上下 15% 的询价区间为 [13. 59, 17. 66] 元/股。

三、公司概况

1. 公司简介

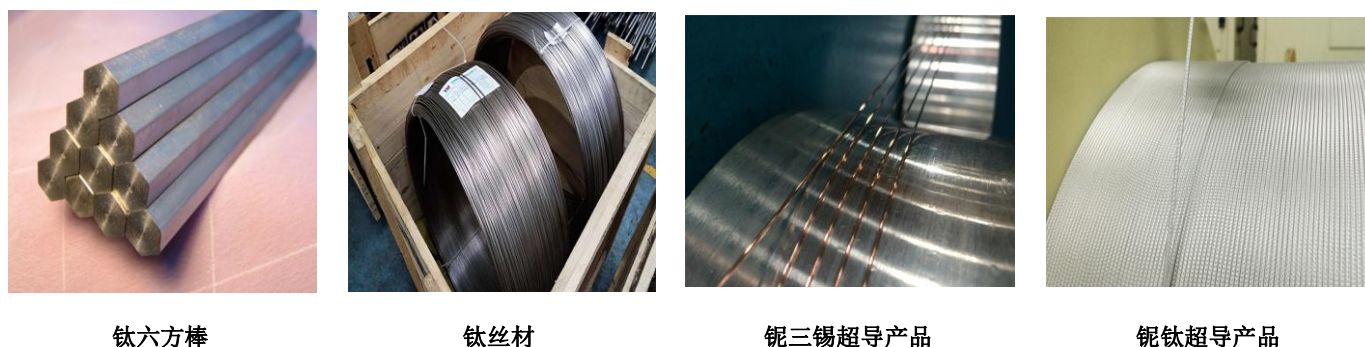
西部超导成立于 2003 年 2 月, 注册资本为 3. 97 亿元, 公司成立源于国际热核聚变实验反应堆 (ITER) 用低温超导线材制造需求, 2012 年开始向 ITER 计划批量供货, 标志着公司成功突破了铌钛和铌三锡超导线材产业化制备技术。目前, 公司主要从事高端钛合金材料、超导产品和高性能高温合金材料的研发、生产和销售。公司是我国高端钛合金棒丝材、锻坯主要研发生产基地之一, 是目前国内唯一的低温超导线材商业化生产企业, 是目前全球唯一的铌钛铌棒、超导线材、超导磁体的全流程生产企业。

图表 2 公司发展历程



公司主要产品有三类，第一类是高端钛合金材料，包括棒材、丝材和锻坯等；第二类是超导产品，包括铌钛锭棒、铌钛超导线材、铌三锡超导线材和超导磁体等；第三类是高性能高温合金材料，包括变形高温合金、铸造和粉末高温合金母合金等。公司生产的钛合金材料主要用于航空领域，包括飞机结构件、紧固件和发动机部件，拥有产能 4,950 吨/年；公司生产的低温超导材料主要应用于基于超导磁体产生的强磁场领域，如加速器、科研用特种磁体等，拥有产能 750 吨/年；公司生产的高温合金主要用于航空发动机和燃气轮机领域，拥有产能 2,000 吨/年。

图表 3 公司主要产品一览

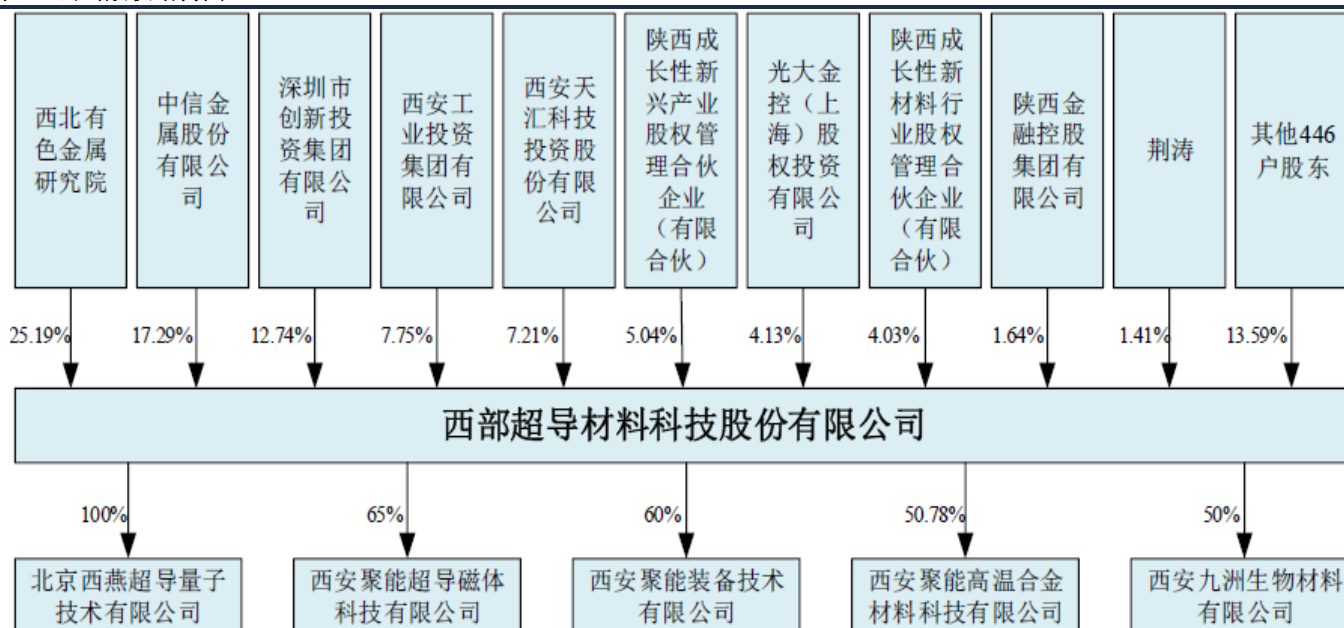


资料来源：公司官网，华鑫证券研发部

2.公司股权结构及融资历程

公司控股股东为西北有色金属研究院，持有公司 25.19%的股份，西北院业务主管单位为陕西省科技厅，资产权属隶属于陕西省财政厅。公司第二大股东为中信金属，持有公司 17.29%的股权。

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

公司前身为超导有限，2012 年 6 月变更为股份有限公司，2014 年 12 月公司在新三板市场挂牌，是新三板市场老牌明星公司。2019 年 2 月，公司因重大事项停牌并暂

停转让，停牌前公司整体估值为 48.48 亿元。

图表 5 公司主要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
2003 年 2 月	超导有限成立	注册资本为 1.22 亿元	-
2012 年 6 月	变更为股份有限公司	注册资本为 3.32 亿元	-
2014 年 12 月	新三板市场挂牌	-	-
2016 年 5 月	第二次定向发行股票	以每股 17 元/股，发行 5,000 万股，募集 8.5 亿元	67.5 亿元
2019 年 2 月	停牌并拟上市科创板	注册资本为 39707.2 万股，停牌前股价为 12.21 元/股	48.48 亿元

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

四、高端钛材供应商，国内唯一低温超导商业企业

1. 研发科研成果显著，填补多项国内关键材料空白

公司汇聚了国内多名超导材料和稀有金属材料专家，形成了以张平祥博士为带头人，以周廉、甘子钊、赵忠贤、张裕恒、霍裕平、才鸿年等 6 名院士为顾问，以国务院政府特殊津贴专家、国家核聚变技术委员会委员、国家或陕西省有突出贡献中青年专家等为核心的专业研发团队。目前，公司及下属子公司共计拥有 316 项专利权，其中 219 项发明专利、67 项实用新型专利，30 项外观设计；219 项发明专利中 103 项为国防发明专利。

在高端钛合金材料领域，公司是国内高端钛合金棒、丝材、锻坯的主要供应商之一，产品以“国际先进、国内空白、解决急需”为定位，制备工艺和质量过程控制技术的研究成果丰富，自主建立了一套内控技术标准体系，实现了多种钛合金的完全国产化，填补了多项战机、舰船等用关键材料的国内空白。

在超导领域，公司自主开发了全套低温超导产品的生产技术，代表我国完成了 ITER 项目的超导线材交付任务，实现了 MRI（磁共振成像仪）超导线材的批量生产；开发了高性能 Bi 系和 MgB₂ 高温超导材料制备技术，产品的核心技术达到国际先进水平。

图表 6 公司主要核心技术一览

产品类别	核心技术	产品应用
高端钛合金材料	钛合金铸锭成分均匀性及批次稳定性控制技术	多个牌号钛合金材料（如 TA15 钛合金、TC18 钛合金、TC6 钛合金、TC11 钛合金等）已为航空装备批量供货。
高端钛合金材料	钛合金铸锭纯净化熔炼技术	多个牌号钛合金材料（如 TC4-DT 钛合金、TC21 钛合金等）已为航空装备批量供货。
高端钛合金材料	钛合金棒材、锻坯组织均匀性及批次稳定性控制技术	成功开发出了直径达 650mm、单重 4.5 吨的大规格棒材以及国内最大规格的 TC4-DT、TA15、Ti80 等钛合金锻坯。
高端钛合金材料	钛合金小规格棒材、丝材组织均匀性、一致性 & 批次稳定性控制技术	钛合金紧固件用 TC4 等钛合金丝棒材质量水平达到国内领先水平，发动机叶片用 TC11 等钛合金小规格棒材性能水平达到了国内先进水平，并已实现了批量化应用。

超导产品	NbTi 超导线材	量产超导线材各项性能指标全部满足 ITER 项目和中国工程聚变试验堆（CFETR）项目技术要求
超导产品	Nb3Sn 超导线材	超导线材各项性能指标全部满足 ITER 项目、CFETR 项目和 10T 以上高场磁体技术要求
高温合金材料	高性能高温合金合金均匀性和纯净化控制技术	提高了高温合金铸锭头尾成分均匀性和纯净度
高温合金材料	高均匀性高温合金棒材锻造技术	极大的改善了高温合金的组织均匀性

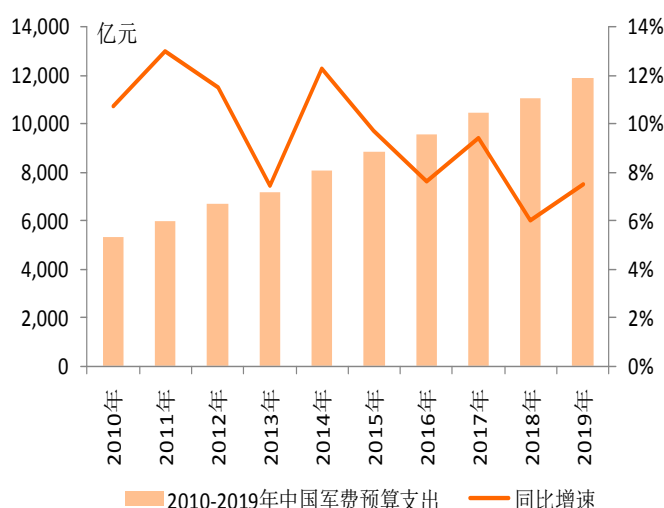
资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

2.航空市场需求增加，高端钛材增长潜力较大

钛具有密度小、比强度高、导热系数低、耐高温低温性能好，耐腐蚀能力强、生物相容性好等突出特点，被广泛应用于航空、航天、舰船、兵器、生物医药、化工冶金、海洋工程、体育休闲等领域，被誉为“太空金属”、“海洋金属”、“现代金属”和“战略金属”。

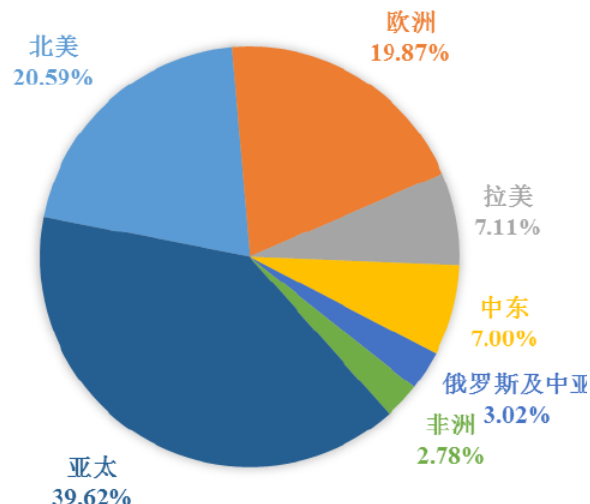
据中国有色金属工业协会钛锆铅分会数据，国内航空用钛材的比例仅为 16.3%，而全球范围内航空用钛材始终占据钛材总需求的 50%左右，未来我国航空用钛材市场需求有望保持增长。军用市场方面，2018 年中国军费预算支出为 4,178 亿元，2019 年增至 11,899 亿元，年均复合增长率为 9.98%。民用航空市场领域，波音公司预计亚太地区需求占未来 20 年全球新增飞机数量的 39.62%，稳居世界第一大民用飞机需求市场。根据中国商用飞机有限责任公司发布的《中国商飞公司市场预测年报（2018-2037）》，未来 20 年中国将交付 9,008 架客机，价值约 1.3 万亿美元。国内军费支出增加以及亚太民航市场需求的增长，将带动高端钛合金需求稳定增长。

图表 7 2008-2019 年中国军费预算支出



资料来源：中国产业信息网，华鑫证券研发部

图表 8 2018-2037 年全球民用飞机市场需求分布



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

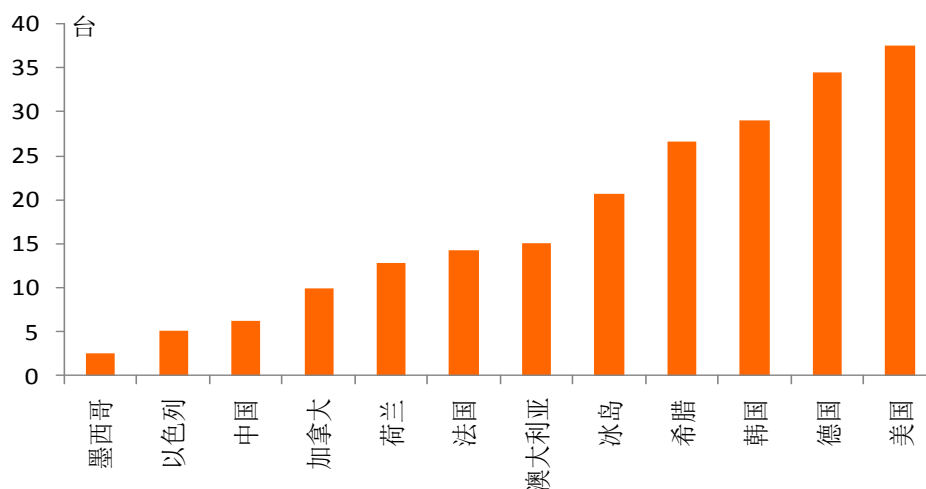
3.国内唯一的低温超导材料商业企业，MRI 市场潜力较大

公司是目前国内唯一实现低温超导线材商业化生产的企业，也是目前全球唯一的铌钛（NbTi）锭棒、超导线材、超导磁体的全流程生产企业，公司超导线材产品主要

用于大科学工程项目以及医用核磁共振成像装置领域。

目前国内 MRI（磁共振成像仪）市场基本上被国外公司（通用电气、飞利浦、西门子）垄断，价格昂贵，大多数中、小医院用不起 MRI 设备，使得我国人均 MRI 拥有量与发达国家存在较大差距。根据 Statista 分析数据，截止 2017 年，美国 and 德国每百万人口 MRI 拥有量分别为 37.56 台和 34.49 台，而我国每百万人口 MRI 拥有量仅为 6.2 台，未来我国 MRI 市场增长潜力较大。

图表 9 2017 年部分国家每百万人口 MRI 拥有量



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

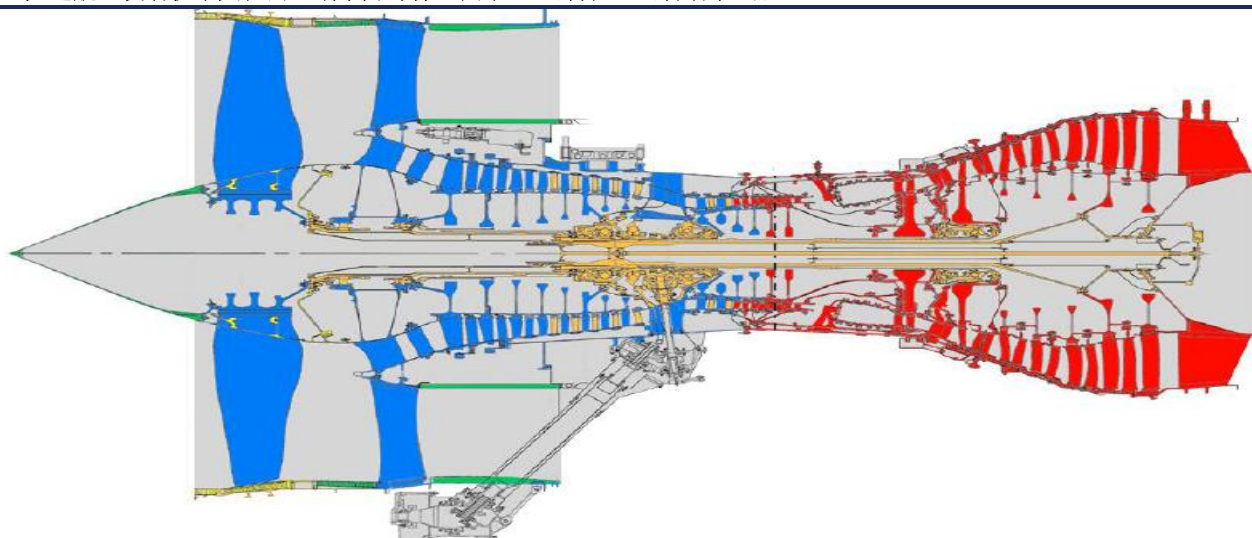
4. “两机”重大专项政策有望带动高温合金需求增长

航空发动机和燃气轮机“两机”科技重大专项是国家第 20 个重大技术专项，是国家“十三五”规划的 1 号工程，是“中国制造 2025”的十大重点项目之一。随着项目的推动和深入，将带动上游高温合金的需求。

在现代航空发动机中，高温合金材料用量占发动机总重量的 40%-60%，主要用于四大热端部件：燃烧室、导向器、涡轮叶片和涡轮盘，此外，还用于机匣、环件、加力燃烧室和尾喷口等部件。未来我国航空发动机市场发展前景广阔，军用及民用领域均有较大发展空间，对高温合金的需求有望加速发展。

在燃气轮机领域，我国新世纪四大工程中“西气东输”、“西电东输”、“南水北调”等三大工程均需要大量 30 兆瓦级工业型燃气轮机，同时我国舰船制造业的快速发展需要大量 30 兆瓦级舰船燃气轮机，燃气轮机大规模应用为高温合金行业带来广阔的市场前景。

图表 10 先进航空发动机中关键的热端承力部件（图中红色部分）全部为高温合金



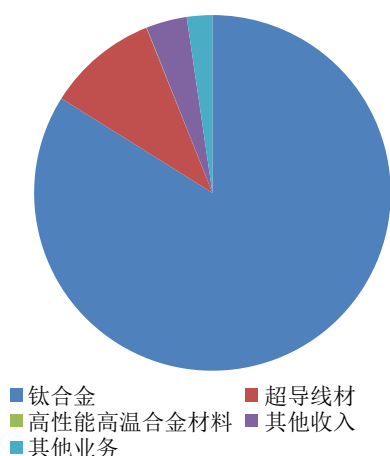
资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

五、财务数据

2016 年、2017 年和 2018 年，公司主营业务收入分别为 9.53 亿元、9.46 亿元和 10.63 亿元，其中高端钛合金材料销售收入分别占主营业务收入的 77.59%、81.92%和 85.9%，是公司收入的最主要来源。2017 年由于市场需求变化带来产品结构调整导致锻坯材料销售占比较大，公司营业收入有所下降。2018 年，公司高性能高温合金生产线正式投产，随着高温合金产能的释放，公司营业收入有望恢复增长。

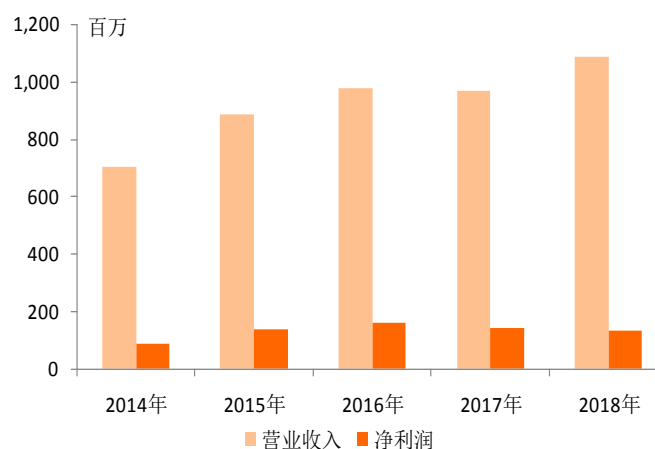
近三年来，公司采购原材料海绵钛单位成本逐步上升，导致公司高端钛合金材料毛利率有所下降，但整体维持在相对高位，2018 年为 39.73%。由于航空钛合金材料产品研发和制造技术壁垒较高，需要进行大量的研发工作，且公司主要收入较大占比来源于军品收入，因此公司整体毛利率维持在较高水平。

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 公司近五年营业收入和净利润情况



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

六、风险提示

风险主要包括：产品下游应用不及预期、公司产品毛利率下降、客户集中度较高、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	1,088	1,480	1,936	2,629
货币资金	853	1,022	680	303	营业成本	688	961	1,287	1,796
应收款	1,127	1,533	2,005	2,723	营业税金及附加	11	15	20	27
存货	758	848	1,135	1,585	销售费用	16	22	25	32
其他流动资产	60	60	60	60	管理费用	114	155	199	268
流动资产合计	2,798	3,463	3,880	4,671	财务费用	33	37	33	42
非流动资产：					费用合计	163	215	258	342
可供出售金融资产	2	2	2	2	资产减值损失	34	46	60	81
固定资产+在建工程	896	1,120	1,328	1,378	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产+商誉	186	186	186	186	投资收益	3	3	3	3
其他非流动资产	111	111	111	111	营业利润	147	182	234	282
非流动资产合计	1,196	1,420	1,628	1,678	加：营业外收入	1	1	1	1
资产总计	3,994	4,883	5,508	6,349	减：营业外支出	0	0	0	0
流动负债：					利润总额	148	183	234	283
短期借款	804	644	708	779	所得税费用	14	17	22	27
应付账款、票据	480	670	897	1,252	净利润	134	165	212	256
其他流动负债	176	176	176	176	少数股东损益	-1	-1	-1	-1
流动负债合计	1,460	1,490	1,781	2,207	归母净利润	135	166	213	257
非流动负债：									
长期借款	325	162	211	275	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
其他非流动负债	230	299	389	506	成长性				
非流动负债合计	555	462	600	780	营业收入增长率	12.5%	36.0%	30.8%	35.8%
负债合计	2,015	1,951	2,381	2,988	营业利润增长率	-6.9%	23.6%	28.3%	20.8%
所有者权益					归母净利润增长率	-5.0%	23.3%	28.0%	20.6%
股本	397	441	441	441	总资产增长率	14.1%	22.2%	12.8%	15.3%
资本公积金	1,194	1,950	1,950	1,950	盈利能力				
未分配利润	251	387	561	770	毛利率	36.8%	35.1%	33.5%	31.7%
少数股东权益	53	53	53	53	营业利润率	13.5%	12.3%	12.1%	10.7%
所有者权益合计	1,979	2,931	3,127	3,361	三项费用/营收	15.0%	14.5%	13.3%	13.0%
负债和所有者权益	3,994	4,883	5,508	6,349	EBIT/销售收入	0.0%	15.4%	14.2%	12.5%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利润率	12.3%	11.2%	11.0%	9.7%
净利润	134	165	212	256	ROE	6.8%	5.6%	6.8%	7.6%
折旧与摊销	76	76	92	100	营运能力				
财务费用	40	37	33	42	总资产周转率	27.2%	30.3%	35.1%	41.4%
存货的减少	-43	-89	-287	-450	资产结构				
营运资本变化	21	-216	-245	-363	资产负债率	50.4%	40.0%	43.2%	47.1%
其他非现金部分	16	69	90	117	现金流质量				
经营活动现金净流量	244	42	-105	-298	经营净现金流/净利润	1.82	0.25	-0.50	-1.16
投资活动现金净流量	-143	-300	-300	-150	每股数据(元/股)				
筹资活动现金净流量	109	427	63	71	每股收益	0.34	0.38	0.48	0.58
现金流量净额	218	169	-342	-377	每股净资产	4.99	6.64	7.09	7.62

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>