

2019 年 10 月 17 日

科创板询价报告之长阳科技

材料

主要财务指标（单位：百万元）

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	691	947	1,171	1,392
(+/-)	47.8%	37.0%	23.7%	18.8%
营业利润	94	167	229	297
(+/-)	279.6%	77.8%	37.3%	29.5%
归属母公	89	151	207	266
司净利润				
(+/-)	251.0%	70.4%	36.5%	28.6%
EPS (元)	0.42	0.54	0.73	0.94

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

建议询价区间：[12.51, 16.26]元/股

- 长阳科技主营产品为反射膜、背板基膜、光学基膜等特种功能膜，主要应用于液晶显示、半导体照明、新能源、半导体柔性电路板等领域。特种功能膜具有较高的门槛，公司是全球少数掌握了特种功能膜的厂商之一。
- 公司反射膜市占率全球第一。2017 年末公司已成为全球光学反射膜细分行业龙头企业，完成了反射膜的全面进口替代。公司反射膜的反射率达到 96%以上，品质可达国际领先企业的同类产品水平，打破了国外厂商长期以来的垄断。根据 IHS Markit 的统计及预测，2018 年全球液晶显示用反射膜的市场容量约为 2.2 亿平米，公司的市场占有率超过 30%。
- 优质客户资源凸显公司技术实力。公司在韩国三星电子 VD 部门全球 600 多家供应商中被选入其全球 13 家核心合作伙伴之一，成为了韩国三星电子光学膜片全球供应商。另外公司也成为韩国 LG、京东方、群创光电等国内外知名面板、终端企业和德国 Trilux、欧普照明、阳光照明、立达信等国内外知名照明企业的供应商，优质客户资源凸显公司技术实力。
- 公司的增长点包括：1) 继续提升反射型功能膜的市场份额，并积极开拓新的应用场景；2) 在光学基膜和半导体柔性电路板用离型膜领域实现进一步进口替代；3) 长期来看，公司将重点开发新型显示、半导体和 5G 场景中严重依赖进口且急需实现进口替代的关键性功能膜产品，研发和储备面向未来科技前沿的新产品。
- 公司估值与询价建议：我们采用 PE 法预测公司估值为 15.51 元/股，采用 DCF 法预测公司估值为 13.27 元/股。考虑到科创板具有比 A 更高的门槛，机构投资者拥有比 A 股更高的话语权，初期市场情绪较高，长期来看预计市场更为理性，估值可能逐渐向港股靠拢。综合考虑以上因素，我们采用 PE 估值法和 DCF 估值法的平均值作为公司的合理估值，即公司的合理估值中枢为 14.39 元/股，以 30%的询价区间计算，建议询价区间是 [12.51, 16.26]元/股。
- 风险提示：光学膜制造行业的风险主要包括：应收账款金额较大的风险、净资产收益率下降的风险、经营季节性波动的风险、原材料集中采购的风险等。

分析师：徐鹏
执业证书编号：S1050516020001
邮箱：xupeng@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、公司概况	3
1. 公司简介	3
2. 产业转移和进口替代促进我国光学膜制造行业的发展	4
3. 主要客户	5
二、财务数据	5
三、公司股权结构及募投项目	7
四、公司估值及询价建议	8
1. 假设条件及盈利预测	8
2. PE 相对估值	8
3. 绝对估值 DCF 法分析	9
4. 询价建议	9
五、风险提示	10

图表 1 公司主要产品	3
图表 2 公司发展战略	3
图表 3 液晶显示用反射膜应用领域	3
图表 4 半导体照明用反射膜应用领域	3
图表 5 公司在细分产业链中的位置	4
图表 6 2015-2022 年平板显示用反射膜市场需求及预测 (万 m^2)	4
图表 7 公司前五大客户	5
图表 8 2018 年公司营收划分 (按产品)	6
图表 9 公司营收及净利润(2016-2019H1)	6
图表 10 公司毛利率及净利率率 (2016-2019H1)	6
图表 11 公司费用率(2016-2019H1)	6
图表 12 2016-2019H1 公司净利润与经营性现金流量金额	6
图表 13 公司股权结构	7
图表 14 募集资金用途	7
图表 15 与同行业的比较情况	8
图表 16 主要竞争对手及部分重要同行业公司估值 (截止 2019 年 9 月 29 日)	9
图表 17 DCF 估值核心假设	9
图表 18 公司估值与询价建议	9
图表 19 公司盈利预测	10

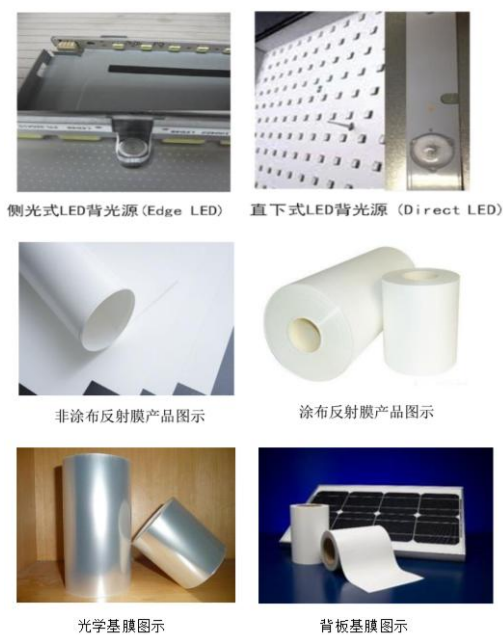


一、公司概况

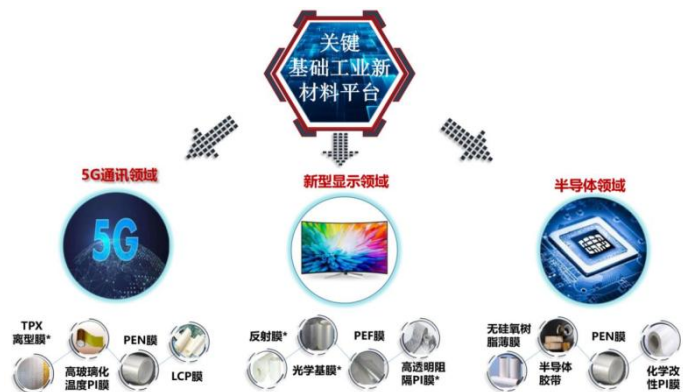
1. 公司简介

长阳科技是功能膜高新技术企业，主要产品为反射膜、背板基膜、光学基膜等特种功能膜，主要应用于液晶显示、半导体照明、新能源、半导体柔性电路板等领域。特种功能膜具有较高的壁垒，目前国际上仅美国（如美国 3M）、日本（如东丽、帝人）、韩国（如韩国 SKC）、中国（如长阳科技、航天彩虹、兰埔成、ST 康得新、合肥乐凯）等少数国家掌握了上述特种功能膜的生产加工制造技术。

图表 1 公司主要产品



图表 2 公司发展战略



资料来源：公司招股说明书

注：上图中带*功能膜为公司现阶段已储备或正在储备的项目。

资料来源：公司招股说明书

图表 3 液晶显示用反射膜应用领域

应用领域	反射膜型号	特性
	侧光式 TV DJX188K/DJX188P/DJX225P/ DJX250P/DJX300P	Soft 粒子涂布，抗刮伤，抗顶白
	直下式 TV (短 OD) DJY150/DJY188/DJY225 DJX150BS/DJX188BS/ DJX225BS	良好的光扩散性（低光泽度） 小粒子涂布，良好的光扩散性 （低光泽度）
	直下式 TV DJX150/DJX188/DJX225	高性价比
	DJX188Q/DJX188PS/ DJX225PS/DJX225Q	Soft 粒子涂布，抗刮伤，抗顶白
	DJX188U	新 Soft 粒子涂布，抗刮伤，抗顶白，与导光板具有很好匹配性
	笔记本 EST100/EST150/EST188	超高亮度，抗吸附
	平板/手机 EST100/EST150/EST188	超高亮度，抗吸附
	车载工控 EST188/EST225	超高亮度，高耐候性

资料来源：公司招股说明书

图表 4 半导体照明用反射膜应用领域

应用领域	型号	特性
	厨卫吸顶小尺寸 LED 面板灯 DJXC188/DJXC225/DJXC250	高亮度、良好的热收缩性、挺性好
	直下式面板灯（免丝印导光板） DJXC188/DJXC225/DJXC250/DJXC300	高亮度、良好的热收缩性、挺性好
	直下式面板灯（激光打点式导光板） DJXC225P/DJXC250P/ DJXC300P/DJXC225PL/ DJXC250PL/DJXC300PL	大粒子涂布，与导光板具有很好的匹配性，针对静电大的导光板
	平板灯（普通型） DJXC188/DJXC225	高亮度、良好的热收缩性、挺性好
	平板灯（高端型） DJX550LS5-V/ DJX550LS5-V2/ EST550LS5-V/ SDM188/SDM225/SDM250	超高亮度，挺性好，高反射率，减少型材用量，降低整体成本

资料来源：公司招股说明书

公司是全球光学反射膜细分行业龙头企业，打破国外厂商垄断局面。2010 年以前，国内光学膜领域基本处于技术空白期，同时国外光学膜厂商对我国实行严格的技术封锁，导致我国光学膜严重依赖进口。长阳科技是国内起步较早且一直从事特种功能膜研发、生产和销售的高新技术企业，2012 年实现了公司第一代反射膜的问世，是国内

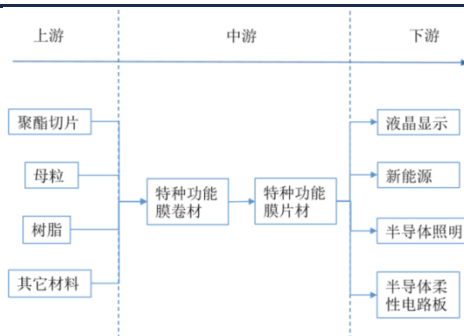
少数几家掌握光学反射膜制备技术的企业之一。2017 年末公司已成为全球光学反射膜细分行业龙头企业，反射膜出货面积位居全球第一，完成了反射膜的全面进口替代，打破了国外厂商长期以来的垄断。

公司反射膜核心技术国际领先，市占率位居全球第一。液晶用反射膜的主要作用是增加光的反射，减少光的损失。公司首创反射膜多相发泡技术，反射膜的反射率达到 96%以上，品质可达国际领先企业的同类产品水平，年销售量已经超过了日本东丽、日本帝人等国外巨头，根据 IHS Markit 的统计及预测，2018 年全球液晶显示用反射膜的市场容量约为 2.2 亿平米，公司的市场占有率超过 30%，出货量全球市场排名第一。

优质客户资源凸显公司实力。公司在韩国三星电子 VD 部门全球 600 多家供应商中被选入其全球 13 家核心合作伙伴之一，成为了韩国三星电子光学膜片全球供应商。另外公司也成为韩国 LG、京东方、群创光电等国内外知名面板、终端企业和德国 Trilux、欧普照明、阳光照明、立达信等国内外知名照明企业的供应商。

2.产业转移和进口替代促进我国光学膜制造行业的发展

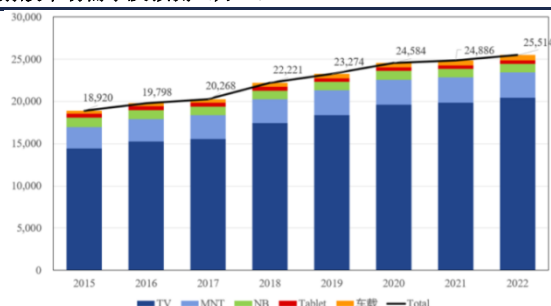
图表 5 公司在细分产业链中的位置



资料来源：公司招股说明书

LCD 光学膜需求稳定，产业转移带动国内光学膜市场的增长。液晶电视是液晶显示（LCD）应用的第一大应用领域，其次为电脑产品，再次为手机、车载工控等消费类电子产品。根据 IHS Markit 的预测，全球液晶显示用反射膜片的市场需求在 2018-2022 年将保持 4.7%的复合增长率；预计到 2022 年，全球液晶显示用反射膜片市场需求将达到 2.55 亿平方米。在全球液晶面板和背光模组产能继续向大陆转移、我国液晶显示器用反射膜市场需求不断增长且国外反射膜生产商逐步退出反射膜市场的大背景下，我国液晶显示器用反射膜生产企业将迎来更好的发展机遇。

图表 6 2015-2022 年平板显示用反射膜市场需求及预测（万 m²）



资料来源：高工产研 LED 研究所(GGII)，公司招股说明书

我国光伏产业的发展将推动光学基膜需求的增长。根据国家能源局的数据，2018 年，全年光伏发电新增装机 4426 万千瓦，仅次于 2017 年成为历史第二高。其中，集中式电站和分布式光伏分别新增 2330 和 2096 万千瓦。2018 年全国光伏发电量为 1775 亿千瓦时，同比增长 50%；平均利用小时数 1115 小时，同比增加 37 小时。随着光伏发电效率的逐年提升，平价上网越来越近。2019 年初，国家发展改革委、国家能源局发布了《关于积极推进风电、光伏发电无补贴平价上网有关工作的通知》，政策进一步推进国内光伏产业的发展，将推动光学基膜需求的增长。

LED 渗透率的提升带来反射膜需求的提升。高工产研 LED 研究所(GGII)数据显示，2018 年全球 LED 市场规模达到 4350 亿美元，全球 LED 照明渗透率已经达到 42.5%；2018 年中国 LED 照明市场规模达到 5985 亿元，同比增长 12.5%。我们认为，LED 的渗透率有进一步提升空间，随着人们对 LED 的认知度进一步上升，未来 LED 照明市场规模整体平稳增长，从而带来反射膜需求的提升。

公司未来业绩增长点。公司的增长点包括：1) 继续提升反射型功能膜的市场份额，并积极开拓新的应用场景；2) 在光学基膜和半导体柔性电路板用离型膜领域实现进一步进口替代；3) 长期来看，公司将重点开发新型显示、半导体和 5G 场景中严重依赖进口且急需实现进口替代的关键性功能膜产品，研发和储备面向未来科技前沿的新产品。

3. 主要客户

公司客户较为分散，2018 年公司前五大客户销售收入占比为 28.25%。第一大客户为泰荣控股（香港）有限公司是公司主要经销商，销售占比为 7.11%。第二大客户三星销售占比 7.05%。

图表 7 公司前五大客户

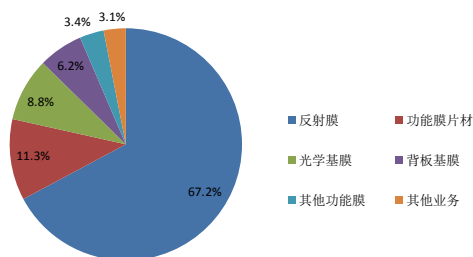
序号	客户名称	销售额 (万元)	占比
1	泰荣控股（香港）有限公司	4,761	7.11%
2	Samsung Electronics H.K. Co., Ltd.	4,721	7.05%
3	青岛卓英社科技股份有限公司	4,023	6.01%
4	苏州腾达光学科技有限公司	3,094	4.62%
5	深圳市诚誉兴光电有限公司	2,320	3.46%
合计		18,918	28.25%

资料来源：公司招股说明书

二、财务数据

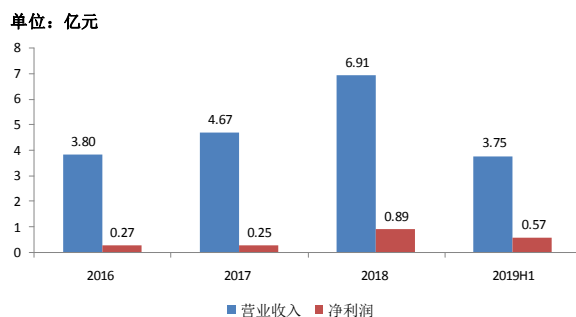
2016-2018 年，公司营收和净利润保持稳中有升的态势。2018 年，公司实现营业收入 6.9 亿元，净利润 0.87 亿元。公司收入按产品划分，反射膜 4.64 亿元，占 67.19%。功能膜片材 0.78 亿元，占 11.31%。光学基膜 0.61 亿元，占 8.85%。背板基膜 0.43 亿元，占 6.21%。2019 年上半年，公司实现营收 3.75 亿元，归母净利润 5703 万元。

图表 8 2018 年公司营收划分（按产品）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 9 公司营收及净利润(2016-2019H1)

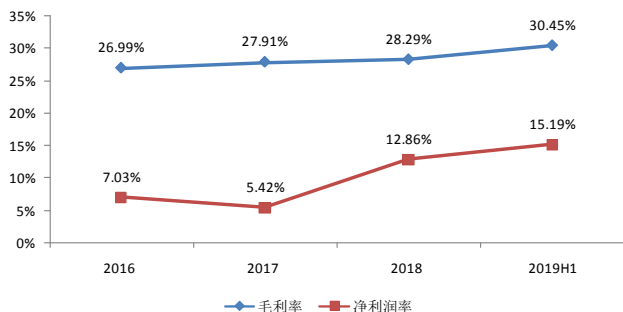


资料来源：Wind，华鑫证券研发部

公司盈利能力稳步提升。2019 年上半年，公司综合毛利率为 30.45%，较 2018 年增加 2.16%，主要原因是：（1）2019H1 公司核心产品反射膜销售均价较 2018 年增加了 0.18 元/平米；（2）三星逐步向公司采购附加值相对较高的反射膜片材，2019 年上半年反射膜片材毛利率增加至 35.70%；（3）公司光学基膜生产线自 2018 年 8 月投产后，良率爬坡提升毛利率水平。

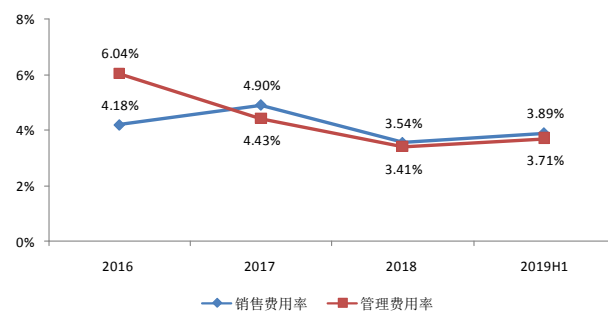
公司费用率控制较好。2016-2019H1，随着收入规模的扩张，公司销售费用率和管理费用率总体处于稳中有降的水平，2019 年上半年小幅上升。

图表 10 公司毛利率及净利润率（2016-2019H1）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

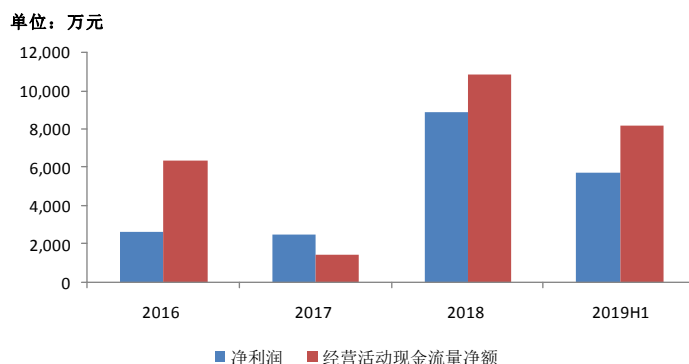
图表 11 公司费用率(2016-2019H1)



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

在盈利能力稳步提升的同时，公司拥有较好的现金流量。2016-2019H1，公司经营性现金流量净额大都高于同期净利润。

图表 12 2016-2019H1 公司净利润与经营性现金流量金额

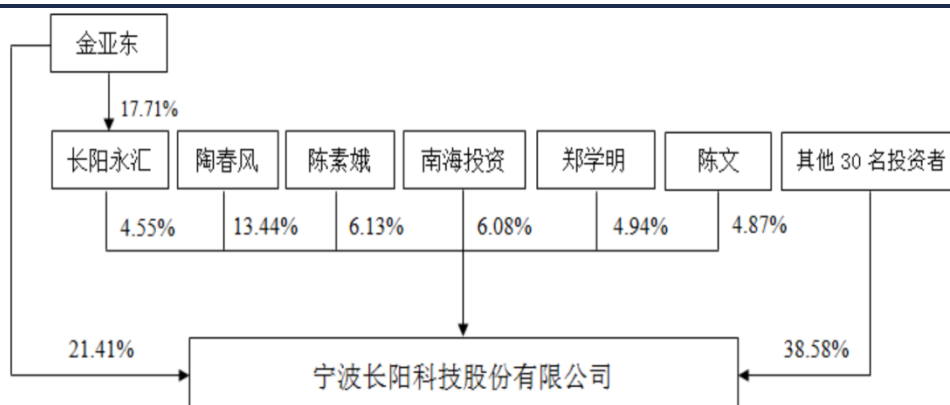


资料来源：Wind，华鑫证券研发部

三、公司股权结构及募投项目

金亚东先生是公司创始人、控股股东和实际控制人，直接和间接持有公司合计 25.96% 的股权。金亚东先生为享受国务院政府特殊津贴、中组部“千人计划”国家特聘专家、浙江省海外高层次人才引进计划专家。

图表 13 公司股权结构



资料来源：公司招股说明书

最近一次增资：2016 年 10 月，公司在全国中小企业股份转让系统挂牌，并于 2018 年 2 月终止挂牌。2017 年 7 月公司进行了最后一次增资，股票发行对象为陈文、天行者贰号、项丽君、滕声飞实、浦长投资、徐兴荣、陈宏光 7 名认购对象，估值 14.4 亿元。

募投项目：本次公司申请在科创板上市，拟募集资金 5 亿元，主要用于年产 9,000 万平方米 BOPE 高端反射型功能膜项目、年产 5,040 万平方米深加工功能膜项目、研发中心项目等主业。

图表 14 募集资金用途

序号	项目名称	总投资额 (万元)	使用募集资金 投入金额 (万元)
1	年产9,000万平方米BOPET高端反射型功能膜项目	28,722	28,722
2	年产5,040万平方米深加工功能膜项目	9,174	9,174
3	研发中心项目	8,892	8,892
4	年产3,000万平方米半导体封装用离型膜项目	4,187	4,187
5	年产1,000万片高端光学膜片项目	1,962	1,962
合计		52,937	52,937

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

四、公司估值及询价建议

1. 假设条件及盈利预测

1) 随着下游液晶面板产能持续向中国大陆转移, 预计 2019-2021 年公司反射膜业务实现营收分别为 5.57、6.41 和 7.05 亿元, 分别同比增长 20%、15%和 10%。

2) 光学基膜是光学膜市场中技术壁垒最高的领域之一, 2018 年以来公司在该领域实现突破, 未来几年有望保持较高的增速。预计 2019-2021 年实现收入分别为 1.83、2.48 和 3.34 亿元, 分别同比增长 200%、35%和 35%。

3) 功能膜片材业务是公司作为新兴业务, 预计 2019-2021 年实现收入分别为 1.49、2.23 和 2.90 亿元, 分别同比增长 90%、50%和 30%。

4) 其他业务保持稳定, 部分新业务有所增长。

4) 随着销售规模的扩大, 规模效应逐渐显现, 预计未来 3 年毛利率逐渐上升

5) 未来几年费用率基本稳定

6) 公司本次发行股份数量为 7064 万股 (不考虑超额配售选择权)。

基于以上核心假设, 我们预测公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 9.47、11.71 和 13.92 亿元; 预测公司 2019-2021 年实现归属于母公司净利润分别为 1.51、2.07 和 2.66 亿元。

2. PE 相对估值

我们选取 A 股上市的裕兴股份和航天彩虹作为可比公司, 其与长阳科技的业务、产品、规模比较如下图所示:

图表 15 与同行业的比较情况

公司名称	主营业务	主要产品	营业收入 (亿元)	业务模式
裕兴股份	中厚型功能性聚酯薄膜的研发、生产和销售	太阳能背材基膜、电气绝缘用膜、光学基膜、综丝用膜、特种电子用膜	5.91 (2017 年度)	是国内规模较大的中厚型功能性聚酯薄膜生产企业
航天彩虹	无人机和膜两大板块	无人机产品和应用服务; 电容器薄膜、太阳能电池背材膜、光学膜、锂离子电池隔膜	27.19 (2018 年度)	以无人机业务为主业, 业务多元发展
本公司	反射膜、背板基膜、光学基膜及其它高分子功能膜研发、生产和销售	反射膜、背板基膜、光学基膜	6.91 (2018 年度)	专注于特种功能膜的研发、生产和销售

资料来源: 公司招股说明书, 华鑫证券研发部

由于裕兴股份不存在 Wind 一致预期, 可比公司股价对应 2019 年 PE 为 28.94 倍。根据我们对长阳科技 2019 年利润的 EPS 预测可以得到公司的合理估值为 15.51 元/股 (IPO 摊薄后)。

图表 16 主要竞争对手及部分重要同行业公司估值（截止 2019 年 10 月 16 日）

代码	公司简称	股价 (元/股)	总市值 (亿元)	TTM	EPS		PE		
					2019E	2020E	TTM	2019E	2020E
300305.sz	裕兴股份	8.93	25.79	0.31	n. a.	n. a.	28.88	n. a.	n. a.
002389.sz	航天彩虹	10.40	98.39	0.26	0.36	0.45	39.76	28.94	23.15
平均值							34.32	28.94	

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

3、绝对估值 DCF 法分析

我们采用现金流折现法（DCF）测算公司的合理估值。在 DCF 模型中，核心假设如下：假设公司 Beta 系数为 1.5、目标权益比为 80%，无风险利率为 3.17%，WACC（加权平均资本成本）为 9.88%，永续增长率为 1%。

图表 17 DCF 估值核心假设

假设	数值
无风险利率	3.17%
Beta	1.50
WACC	9.9%
目标资本结构权益比例	80%
永续增长率	1%
合理估值	13.27

资料来源：公司招股说明书申报稿，华鑫证券研发部

我们采用现金流折现法得到的公司合理估值为 13.27 元/股，对应 2019 年 PE 为 24.8 倍。

4、询价建议

综合分析来看，我们采用 PE 法预测公司估值为 15.51 元/股，采用 DCF 法预测公司估值为 13.27 元/股。

考虑到科创板具有比 A 更高的门槛，机构投资者拥有比 A 股更高的话语权，初期市场情绪较高，长期来看预计市场更为理性，估值可能逐渐向港股靠拢。综合考虑以上因素，我们采用 PE 估值法和 DCF 估值法的平均值作为公司的合理估值，即公司的合理估值中枢为 14.39 元/股，以 30% 的询价区间计算，建议询价区间是 [12.51, 16.26] 元/股。

图表 18 公司估值与询价建议

PE 估值	15.51	
DCF 估值	13.27	
平均	14.39	
	下限	上限
询价区间	13.08	15.69

资料来源：华鑫证券研发部

五、风险提示

光学膜制造行业的风险主要包括：应收账款金额较大的风险、净资产收益率下降的风险、经营季节性波动的风险、原材料集中采购的风险等等。

图表 19 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	691	947	1,171	1,392
货币资金	147	419	413	490	营业成本	496	648	791	916
应收款	390	394	488	580	营业税金及附加	5	5	5	5
存货	69	99	121	140	销售费用	24	37	46	54
待摊费用和其他流动资产	973	973	973	973	管理费用	24	35	43	51
流动资产合计	617	912	1,022	1,210	财务费用	19	14	5	5
非流动资产:					费用合计	67	86	94	110
可供出售金融资产	0	0	0	0	资产减值损失	5	7	9	11
固定资产+在建工程	594	707	814	885	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产+商誉	8,802	8,371	7,962	7,574	投资收益	0	1	0	0
其他非流动资产	19	19	19	19	营业利润	94	167	229	297
非流动资产合计	701	810	912	980	加: 营业外收入	7	8	7	7
资产总计	1,317	1,722	1,934	2,190	减: 营业外支出	0	2	0	0
流动负债:					利润总额	101	173	236	304
短期借款	104	0	0	0	所得税费用	12	22	30	38
应付账款、票据	154	162	198	229	净利润	89	151	207	266
其他流动负债	227	227	227	227	少数股东损益	0	0	0	0
流动负债合计	485	389	424	456	归母净利润	89	151	207	266
非流动负债:									
长期借款	152	0	0	0					
其他非流动负债	68	68	68	68					
非流动负债合计	220	68	68	68					
负债合计	705	457	492	524					
所有者权益									
股本	212	283	283	283					
资本公积金	261	719	719	719					
未分配利润	126	244	400	598					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	612	1,275	1,452	1,676					
负债和所有者权益	1,317	1,732	1,944	2,200					
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	89	151	207	266	成长性				
折旧与摊销	34	41	47	52	营业收入增长率	47.8%	37.0%	23.7%	18.8%
财务费用	20	14	5	5	营业利润增长率	279.6%	77.8%	37.3%	29.5%
存货的减少	-13	-30	-22	-19	归母净利润增长率	251.0%	70.4%	36.5%	28.6%
营运资本变化	-28	4	-58	-60	总资产增长率	14.7%	30.7%	12.3%	13.2%
其他非现金部分	5	0	0	0	盈利能力				
经营活动现金净流量	108	181	179	243	毛利率	28.3%	31.6%	32.5%	34.2%
投资活动现金净流量	-8	-150	-150	-120	营业利润率	13.6%	17.6%	19.6%	21.3%
筹资活动现金净流量	-9	241	-35	-46	三项费用/营收	9.8%	9.1%	8.0%	7.9%
现金流量净额	92	272	-6	77	EBIT/销售收入	16.6%	19.4%	20.5%	22.2%
					净利润率	12.9%	16.0%	17.6%	19.1%
					ROE	14.5%	11.9%	14.2%	15.9%
					营运能力				
					总资产周转率	52.5%	55.0%	60.6%	63.5%
					资产结构				
					资产负债率	53.5%	26.5%	25.5%	23.9%
					现金流质量				
					经营净现金流/净利	1.21	1.19	0.87	0.92
					每股数据(元/股)				
					每股收益	0.42	0.54	0.73	0.94
					每股净资产	2.89	4.51	5.14	5.93

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>