

2019 年 10 月 28 日

科创板询价报告之联瑞新材
有色金属
建议询价区间：[28.42, 36.95]元/股
主要财务指标（单位：百万元）

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	278	324	379	444
(+/-)	31.8%	16.6%	16.9%	17.0%
营业利润	68	91	110	134
(+/-)	43.4%	34.4%	21.1%	21.4%
归属母公	58	78	95	115
司净利润				
(+/-)	38.1%	34.4%	21.1%	21.4%
EPS（元）	0.91	0.91	1.10	1.34

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

● **公司自主研发实力强，技术研发成果显著。**公司已经获得 17 项发明专利，23 项实用新型专利和 1 项外观设计专利。凭借自主研发的优势，公司产品得到国内外知名客户的认可。同时，公司设立了技术中心，配备了先进的研发设备和强大的研发队伍，能够根据客户的要求开发出符合客户需求的硅微粉产品，获得多项技术研发成果。

● **覆铜板销量稳定增长，带动硅微粉需求。**2016 年以来，中国覆铜板行业的产量、销量和销售收入呈现高增长态势。中国电子材料行业协会覆铜板材料分会的数据显示，2017 年我国覆铜板总产量达到 5.91 亿平方米，同比增长 5.07%，总销售量和总销售额同比分别增长 0.70% 和 28.50%，覆铜板行业的增长为硅微粉行业的市场增长空间提供了保障。

● **集成电路行业发展迅猛，硅微粉市场前景广阔。**根据中国半导体行业协会发布的《中国半导体产业“十三五”发展规划研究》，我国集成电路产业到 2020 年全行业销售收入将达到 9,300 亿元，年均复合增长率达 20%，其中国内集成电路封装测试业销售收入将达到 2,900 亿元，年均复合增长率达到 15%。硅微粉作为封装用环氧塑封料不可或缺的功能性填充材料，在下游集成电路行业迅速发展下，市场前景广阔。

● **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 3.24 亿元、3.79 亿元、4.44 亿元；预测公司 2019-2021 年实现归属于母公司净利润分别为 0.78 亿元、0.95 亿元、1.15 亿元。我们采用 PE 法预测公司估值为 34.67 元/股，对应动态估值水平为 38 倍；采用 DCF 法预测公司估值为 30.7 元/股，对应动态估值水平为 33.65 倍。我们采取 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 32.69 元/股，以 30% 的询价区间计算，建议询价区间是 [28.42, 36.95] 元/股。

● **风险提示：**覆铜板行业发展不及预期、产品被更新替代、市场竞争加剧导致产品毛利率下降、市场系统性风险等。

分析师：杨靖磊
执业证书编号：S1050518080001
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	3
二、公司估值及询价建议	4
三、公司概况	5
1. 公司简介	5
2. 公司股权结构及融资历程	6
四、国内硅微粉行业龙头企业	7
1. 自主研发实力强，技术研发成果显著	7
2. 覆铜板销量稳定增长，带动硅微粉需求	8
3. 集成电路行业发展迅猛，硅微粉市场前景广阔	9
五、财务数据	9
六、风险提示	10

图表 1 可比公司估值情况（截止到 2019 年 10 月 25 日）	3
图表 2 DCF 估值参数	5
图表 3 公司主营业务示意图	6
图表 4 公司主要客户一览	6
图表 5 公司股权结构图	7
图表 6 公司股权转让及增资情况	7
图表 7 公司技术研发成果一览	8
图表 8 2013-2018 年我国覆铜板行业总销售额及增长率	8
图表 9 2013-2018 年我国集成电路封装测试行业销售额及增长率	9
图表 10 2019 年上半年公司营业收入划分（按产品）	10
图表 11 公司近三年营业收入和净利润情况	10
图表 12 公司盈利预测	11

一、同类公司估值

公司作为国家特种超细粉体工程技术研究中心硅微产业化基地，通过持续多年的研发投入和技术积累，在硅微粉产品领域处于行业领先水平。国际主要竞争对手包括日本龙森公司、日本电化株式会社以及日本雅都玛公司等；国内竞争对手主要是浙江华飞电子基材有限公司和凯盛科技股份有限公司（600552.SH），其中浙江华飞是上市公司雅克科技（002409.SZ）的全资子公司。

日本龙森公司专业从事二氧化硅填料的制造和销售，主要产品包括高纯度结晶性石英粉、高纯度熔融石英粉、高纯度真球状石英粉等；日本电化株式会社是全球性化学工业企业，业务涵盖无机化学品、有机化学品和电子材料、医药等领域；日本雅都玛公司主要生产和销售球形颗粒二氧化硅、球形氧化铝粉体及其二次加工产品。浙江华飞专业从事硅微粉的研发、生产与销售，主要产品为角形硅微粉和球形硅微粉，客户分布在中国大陆、中国台湾等国家和地区；凯盛科技从事的球形石英粉业务在国内排第三位。

国内来看，凯盛科技主营业务收入主要是新型显示器件，硅微粉业务收入占比较小，估值并不具备参考性；雅克科技中硅微粉业务占总营收的比重为 9.23%，但由于其业务集中于电子和化学新材料领域，与公司业务类似，具有一定参考性。浙江华飞 2016 年被雅克科技收购，评估股权价值为 2 亿元，2016 年-2018 年浙江华飞承诺业绩分别为 1,200 万元、1,700 万元和 2,200 万元，对应的 PE 估值为 16.67 倍、11.76 倍和 9.09 倍。

国内同行业可比上市公司中，雅克科技致力于电子半导体材料、深冷复合材料以及塑料助剂的研发和生产；菲利华主要从事石英材料及石英纤维制造，产品广泛用于半导体、光通讯、光学、航空航天等领域；石英股份主要从事石英制品的生产和销售，产品应用于电光源、光纤半导体、光伏及光学领域。截止到 10 月 25 日，三家企业 2019 年动态 PE 均值为 32.83 倍。

图表 1 可比公司估值情况（截止到 2019 年 10 月 25 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
002409	雅克科技	深圳	18.21	84.29	0.38	0.55	0.71	47.4	33.24	25.57
300395	菲利华	深圳	22.51	75.24	0.52	0.59	0.82	43.1	37.93	27.44
603688	石英股份	上海	15.30	48.6	0.47	0.56	0.74	32.2	27.33	20.55
平均值									32.83	24.52

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) 公司下游客户主要来自于覆铜板行业，假定公司主导产品熔融硅微粉销售增速与覆铜板用硅微粉需求增速保持一致，根据公司招股说明书，测算得出到 2025 年覆铜板用硅微粉需求复合增速为 18.07%；

2) 根据《中国半导体产业“十三五”发展规划研究》，我国集成电路产业销售到 2020 年年均复合增速为 20%，同时考虑到未来覆铜板对硅微粉性能和品质提升，球形硅微粉用量增加，假定未来三年公司球形硅微粉年均复合增速为 20%；

3) 近年来，公司销售费用率和管理费用率趋势性下降，我们假设未来三年公司销售费用率和管理费用率逐年下降；

4) 随着公司产品品质提升和工艺改进，研发费用率有所上升；

5) 公司下游客户对产品品质要求较高，价格接受能力强，以及公司高端产品销售增加，公司产品毛利率水平小幅上升；

6) 假设公司本次发行后股份数量为 8,597.34 万股（不考虑超额配售选择权）。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 3.24 亿元、3.79 亿元、4.44 亿元；预测公司 2019-2021 年实现归属于母公司净利润分别为 0.78 亿元、0.95 亿元、1.15 亿元。

2. 公司估值

(1) 相对估值 PE

公司是国内规模领先的硅微粉生产企业，在硅微粉生产上具有深厚的技术积累和丰富的生产经验，下游客户主要是全球行业前列的覆铜板企业以及海内外知名化工企业。参考上述雅克科技、菲利华和石英股份三家可比公司 2019 年动态 32.83 倍的估值水平，考虑到公司行业龙头地位以及业务发展前景，我们给予一定的估值溢价，给予公司 2019 年动态 38 倍的估值，对应市值为 29.8 亿元，对应公司合理估值为 34.67 元/股。

(2) 现金流折现法 (DCF)

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 0.9、目标权益比为 99.1%，无风险利率为 3.3%，WACC（加权平均资本成本）为 7.82%，永续增长率为 3%。

图表 2 DCF 估值参数

DCF假设	数值
无风险利率	3.3%
Beta（考虑杠杆）	0.91
WACC	7.8%
股权比例	99.1%
永续增长率	3.0%
市值（亿元）	26.39

资料来源：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30.7元/股，对应2019年PE为33.65倍。

3. 询价建议

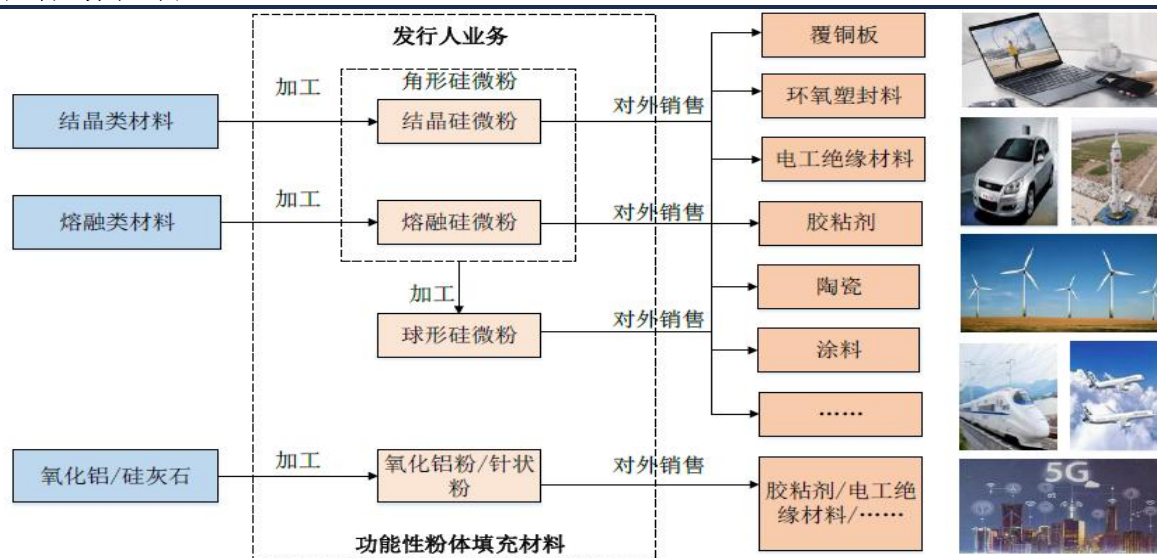
综上所述，我们采用PE法预测公司估值为34.67元/股，采用DCF法预测公司估值为30.7元/股。我们采取PE估值法和DCF估值法的平均值作为公司的合理估值，即公司的合理估值中枢为32.69元/股，以30%的询价区间计算，建议询价区间是[28.42, 36.95]元/股。

三、公司概况

1. 公司简介

联瑞新材成立于2002年4月，注册资本为6,448万元，公司是国内规模领先的硅微粉生产企业，主营业务为硅微粉的研发、生产和销售，主要产品包括结晶硅微粉、熔融硅微粉和球形硅微粉。凭借多年的研发投入和技术积累，公司在硅微粉产品领域具有行业领先的技术水平，其中公司掌握的高温球化技术达到国际先进水平，生产出的球形硅微粉产品的球形度、球化率、磁性异物等关键指标达到了国际领先水平。公司产品可广泛应用于电子电路用覆铜板、芯片封装用环氧塑封料以及电工绝缘材料、胶粘剂、陶瓷、涂料等领域，终端应用于消费电子、汽车工业、航空航天、风力发电、国防军工等行业。

图表 3 公司主营业务示意图



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

公司产品品质优异，深受客户的认可，销售市场遍布中国大陆、中国台湾、日本、韩国和东南亚等国家和地区。目前，公司已同世界级半导体塑封料厂商住友电工、日立化成、松下电工、KCC 集团、华威电子，全球前十大覆铜板企业建滔集团、生益科技、南亚集团、联茂集团、金安国纪、台耀科技、韩国斗山集团等企业建立了合作关系，并成为该等企业的合格材料供应商。

图表 4 公司主要客户一览

序号	下游服务领域	客户	情况简介
1	覆铜板	建滔集团 南亚集团 联茂集团 生益科技 金安国纪 超华科技	股票代码 01888. HK，全球最大的覆铜板生产企业 股票代码 1303. TW，覆铜板行业内主要生产厂商之一 股票代码 6213. TW，覆铜板行业内主要生产厂商之一 股票代码 600183. SH，全球第二大覆铜板生产企业 股票代码 002636. SZ，覆铜板行业内主要生产厂商之一 股票代码 002228. SZ，覆铜板行业内主要生产厂商之一
2	环氧塑封料	日立化成 KCC 集团 华威电子 长兴电子 科化新材 长春塑封料	国际知名半导体无机材料、树脂材料、电子零部件等产品供应商 国际知名的涂料、环氧塑封料和建材生产企业 国内知名的环氧塑封料生产厂商 国内知名的环氧塑封料生产厂商 股东北京科化新材是国内最早从事环氧塑封料研发、生产和销售企业 国内知名的环氧塑封料生产厂商
3	电工绝缘材料	陶氏化学 思源电气 长缆科技	是一家具有领导地位的全球化化工企业 股票代码 002028. SZ，是国内专业从事电力技术研发、设备制造上市公司 股票代码 002879. SZ，专注于电缆附件设计、制造和施工服务的上市公司
4	胶粘剂	康达新材 回天新材 硅宝科技	股票代码 002669. SZ，国内知名结构胶粘剂和工业胶粘剂供应商 股票代码 300041. SZ，我国新能源、电子、汽车等行业胶粘剂和新材料的知名供应商 股票代码 300019. SZ，国内知名的胶粘剂生产厂商

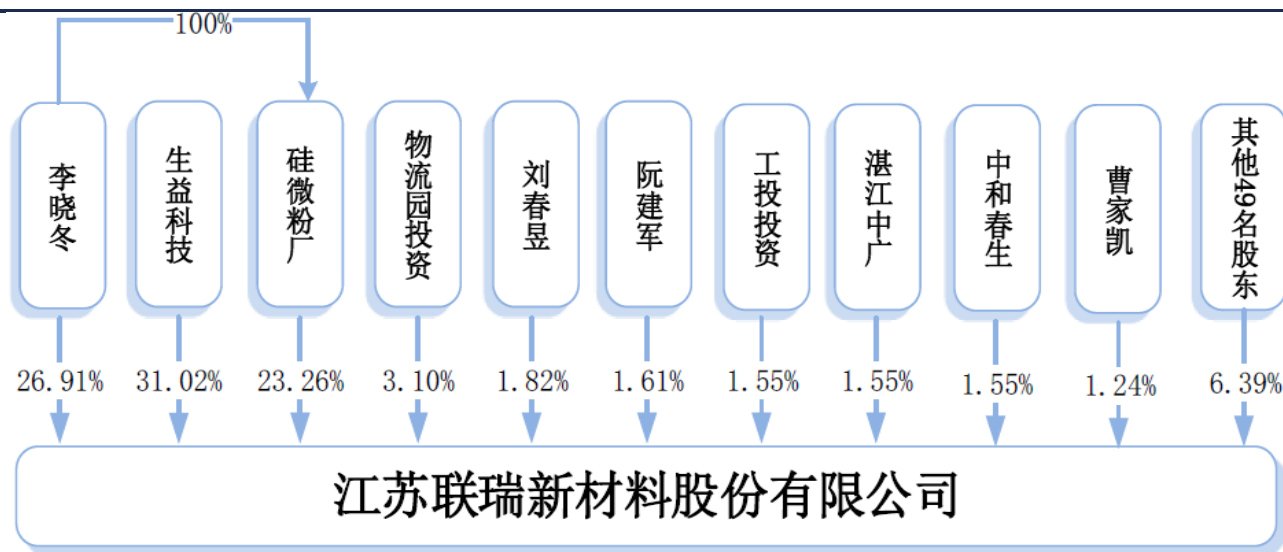
资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

2.公司股权结构及融资历程

公司控股股东、实际控制人均为李晓东，李晓冬先生直接持有公司 1,735 万股，占公司股份总数的 26.91%，通过硅微粉厂间接持有公司 1,500 万股，占公司股份总数的 23.26%，合计持有公司 50.17%的股份，本次发行后将控制公司 37.63%的股份。



图表 5 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

公司前身为东海硅微粉厂，于 2014 年 8 月整体变更为股份有限公司，2014 年 12 月挂牌新三板市场，随后公司历经多次定向增发股票融资。根据公司 2018 年 8 月最新 10.68 元/股的收盘价，我们测算出公司整体评估价值为 10.11 亿元。

图表 6 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
2002 年 4 月	东海硅微粉有限设立	注册资本为 5,500 万元	-
2014 年 5 月	有限公司股权转让	注册资本为 5,500 万元	-
2014 年 8 月	整体变更为股份有限公司	注册资本为 5,500 万元	-
2014 年 12 月	挂牌新三板(代码: 831647.0C)	-	-
2015 年 5 月	定向发行 250 万股	注册资本为 5,750 万元	-
2017 年 3 月	定向发行 248 万股	注册资本为 5,998 万元	-
2018 年 8 月	定向发行 450 万股	注册资本为 6,448 万元	10.11 亿元

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

四、国内硅微粉行业龙头企业

1.自主研发实力强，技术研发成果显著

自 2002 年成立以来，公司结合自身技术优势及地处硅产业基地集群优势，一直专注于硅微粉的研发和生产，是国内具有自主研发能力并掌握粉体生产核心技术材料制造和应用服务商之一。2017 年 7 月，中国非金属矿工业协会发布的《硅微粉行业发展情况简析》中指出公司目前系国内规模最大的硅微粉企业。

目前，公司已经获得 17 项发明专利，23 项实用新型专利和 1 项外观设计专利。凭借自主研发的优势，公司产品得到国内外知名客户的广泛认可。同时，公司设立了技术中心，配备了先进的研发设备和强大的研发队伍，能够根据客户的要求开发出符合

客户需求的硅微粉产品，具有较强的开发能力。

图表 7 公司技术研发成果一览

序号	项目名称	成果评价	时间
1	电子级低应力 QFP 环氧模塑料用硅微粉	江苏省高技术产品	2006 年
2	APG 用硅微粉	江苏省高技术产品	2007 年
3	IC 封装用电子级表面改性超细硅粉	国家重点新产品	2007 年
4	电子级低 CTE 覆铜板用超细高纯硅微粉	江苏省高新技术产品	2009 年
5	电子级低 CTE 覆铜板用超细高纯硅微粉	江苏省优秀新产品奖	2011 年
6	PCB 基板用电子级超细 E-玻璃粉	江苏省高新技术产品	2011 年
7	覆铜板用表面改性超细硅微粉	江苏省高新技术产品	2011 年
8	汽车蜂窝陶瓷载体用超细熔融硅微粉	江苏省高新技术产品	2013 年
9	大功率 LED 覆铜板用电子级超细硅微粉	江苏省高新技术产品	2014 年
10	大功率高亮度半导体照明封装用超细硅微粉	江苏省高新技术产品	2015 年
11	集成电路基材用电子超细软性熔融硅微粉	江苏省高新技术产品	2017 年

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

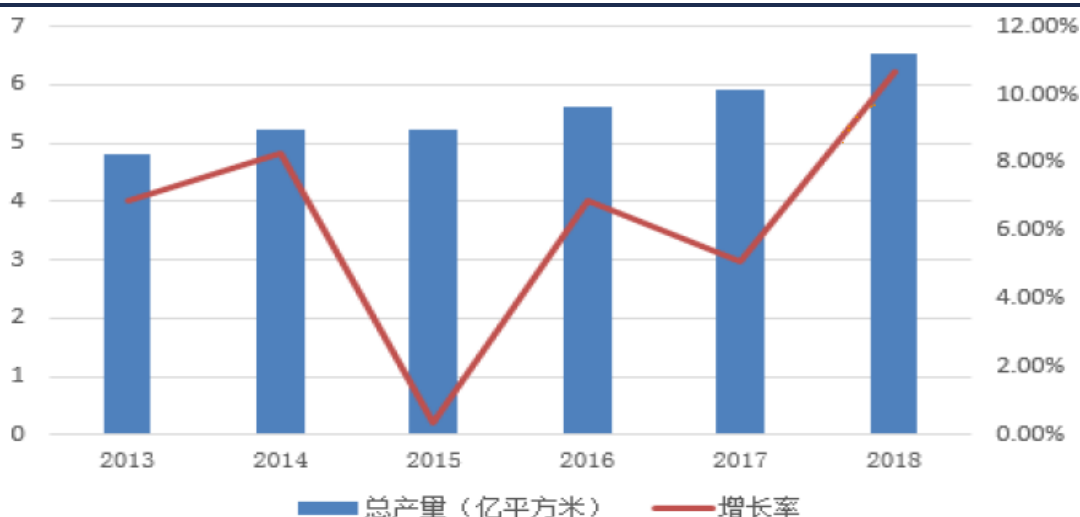
2.覆铜板销量稳定增长，带动硅微粉需求

公司生产的硅微粉产品主要应用于覆铜板行业、环氧塑封料行业、电工绝缘材料行业及胶粘剂行业等，其中以覆铜板行业和环氧塑封料行业为主，下游应用行业良好的发展前景为硅微粉行业的市场增长空间提供了保障。

覆铜板（CCL），是将玻璃纤维布或其它增强材料浸以树脂基体，一面或双面覆以铜箔并经热压而制成的一种电子基础材料。在印制电路板所用的 CCL 生产配方中加入各种性能的填料是提升印制电路板耐热性和可靠性的重要方式。硅微粉作为一种填料，在耐热性、介电性能、线性膨胀系数以及在树脂体系中的分散性都具有优势，由于其熔点高、平均粒径微小、介电常数较低以及高绝缘性，因此广泛应用到 CCL 行业中。

2016 年以来，覆铜板行业的产量、销量和销售收入双双出现增长态势。中国电子材料行业协会覆铜板材料分会的数据显示，2018 年我国覆铜板总产量达到 6.54 亿平方米，同比增长 10.69%，总销售额同比增长 12.1%。

图表 8 2013-2018 年我国覆铜板行业总销售额及增长率



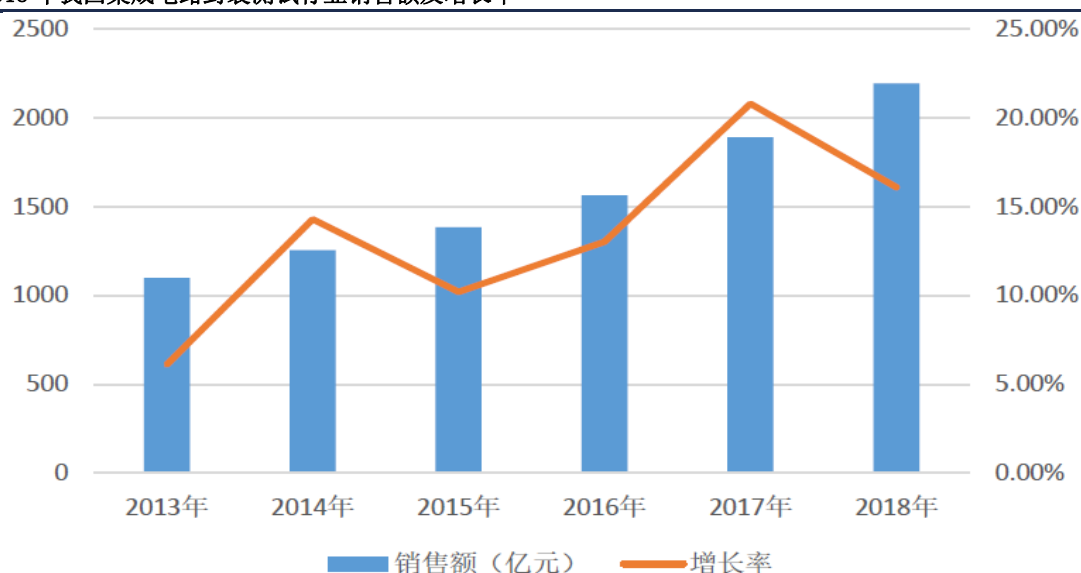
资料来源：中国电子材料行业协会覆铜板材料分会，公司招股说明书，华鑫证券研发部

3. 集成电路行业发展迅猛，硅微粉市场前景广阔

环氧塑封料，是由环氧树脂为基体树脂，以高性能酚醛树脂为固化剂，加入硅微粉等为填料，以及添加多种助剂混配而成的塑封料，是电子产品中用来封装芯片的关键材料。目前常见的环氧塑封料的主要组成为填充料（60%~90%）、环氧树脂（18%以下）、固化剂（9%以下）、添加剂（3%左右）。

根据中国半导体行业协会统计，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%。其中，集成电路封装测试业销售额为2,193.9亿元，同比增长16.1%。根据中国半导体行业协会发布的《中国半导体产业“十三五”发展规划研究》，我国集成电路产业到2020年全行业销售收入将达到9,300亿元，年均复合增长率达20%，其中国内集成电路封装测试业销售收入将达到2,900亿元，新增1,400亿元，年均复合增长率达到15%。硅微粉作为封装用环氧塑封料不可或缺的功能性填充材料，在集成电路行业迅速发展的行业背景下，市场前景广阔。

图表 9 2013-2018 年我国集成电路封装测试行业销售额及增长率



资料来源：中国半导体行业协会，公司招股说明书，华鑫证券研发部

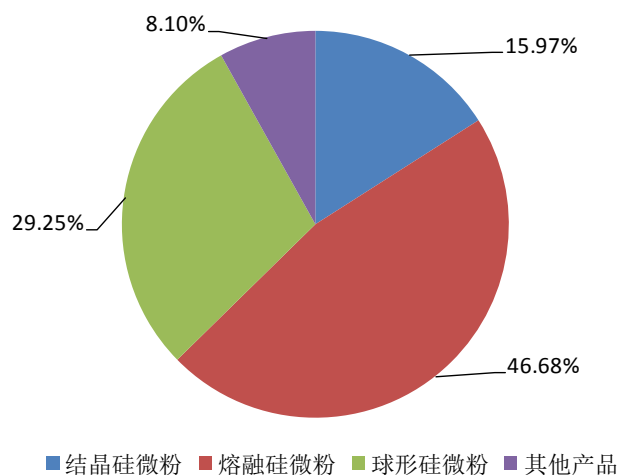
五、财务数据

随着高端智能手机、汽车电子、人工智能及物联网等新一代电子信息产业的迅猛发展，具有较强关联性的集成电路、PCB 等产业近年来获得快速发展。2018年中国集成电路产业销售额达到6532亿元，同比增长20.7%，保持高速增长趋势。公司主要下游环氧塑封料和覆铜板的快速发展拉动硅微粉产品的市场需求，带动公司主营业务收入大幅增长。2016-2018年期间公司主营业务收入持续快速增长，分别为15,261.81万元、21,070.31万元和27,746.22万元，2017年和2018年同比增长率分别为38.06%、31.68%。

公司是国内硅微粉行业规模领先的企业，在生产熔融硅微粉方面拥有较先进的生产线，掌握了熟练的生产技术和成熟的生产工艺，尤其是磁性物等杂质管控能力较强，

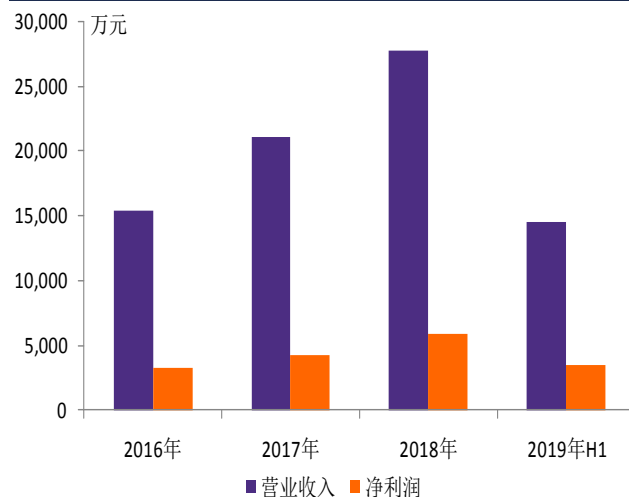
能够持续稳定地为上述客户提供高品质产品，因此公司综合毛利率保持在相对较高的水平，且相对稳定。2016年至2018年期间，公司主营业务毛利率分别为42.73%、41.21%及42.87%。2019年上半年，受益于高性能产品销售占比上升、工艺改进等因素，公司整体毛利率进一步提升，达到46.43%，其中公司主要产品熔融硅微粉和球形硅微粉毛利率分别达到49.03%和43.81%。

图表 10 2019 年上半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 11 公司近三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：覆铜板行业发展不及预期、产品被更新替代、市场竞争加剧导致产品毛利率下降、市场系统性风险等。



图表 12 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	278	324	379	444
货币资金	87	235	210	297	营业成本	159	174	200	230
应收款	121	141	165	193	营业税金及附加	3	4	5	5
存货	59	65	74	86	销售费用	20	22	26	29
其他流动资产	5	5	5	5	管理费用	18	21	24	27
流动资产合计	273	446	455	581	财务费用	2	1	0	0
非流动资产:					费用合计	40	44	50	57
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	131	323	414	409	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产+商誉	10	10	10	10	投资收益	0	0	0	0
其他非流动资产	0	0	0	0	营业利润	68	91	110	134
非流动资产合计	141	334	425	420	加: 营业外收入	0	0	0	0
资产总计	414	780	880	1,001	减: 营业外支出	0	0	0	0
流动负债:					利润总额	68	91	110	134
短期借款	0	0	0	0	所得税费用	10	13	15	19
应付账款、票据	37	41	47	54	净利润	58	78	95	115
其他流动负债	15	15	15	15	少数股东损益	0	0	0	0
流动负债合计	52	56	62	69	归母净利润	58	78	95	115
非流动负债:									
长期借款	25	25	25	25					
其他非流动负债	17	22	29	38					
非流动负债合计	42	47	54	62					
负债合计	94	103	116	131					
所有者权益									
股本	64	86	86	86					
资本公积金	124	387	387	387					
未分配利润	115	180	258	352					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	320	677	764	870					
负债和所有者权益	414	780	880	1,001					
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	58	78	95	115	成长性				
折旧与摊销	11	22	29	31	营业收入增长率	31.8%	16.6%	16.9%	17.0%
财务费用	2	1	0	0	营业利润增长率	43.4%	34.4%	21.1%	21.4%
存货的减少	-13	-6	-10	-11	归母净利润增长率	38.1%	34.4%	21.1%	21.4%
营运资本变化	-4	-17	-18	-21	总资产增长率	36.5%	88.5%	12.8%	13.8%
其他非现金部分	2	5	7	9	盈利能力				
经营活动现金净流量	56	85	104	123	毛利率	42.9%	46.4%	47.2%	48.2%
投资活动现金净流量	-25	-215	-120	-26	营业利润率	24.4%	28.1%	29.1%	30.2%
筹资活动现金净流量	27	278	-8	-10	三项费用/营收	14.3%	13.6%	13.2%	12.8%
现金流量净额	58	148	-24	87	EBIT/销售收入	25.2%	28.7%	29.6%	30.6%
					净利率	21.0%	24.2%	25.0%	26.0%
					ROE	18.3%	11.6%	12.4%	13.3%
					营运能力				
					总资产周转率	67.2%	41.6%	43.1%	44.3%
					资产结构				
					资产负债率	22.8%	13.2%	13.1%	13.1%
					现金流质量				
					经营净现金流/净利润	0.95	1.08	1.10	1.07
					每股数据 (元/股)				
					每股收益	0.91	0.91	1.10	1.34
					每股净资产	4.96	7.87	8.89	10.12

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



分析师简介

杨靖磊：华鑫证券分析师，工学硕士，2016 年 4 月加入华鑫证券研发部

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>