

2020年04月28日

# 飞荣达 (300602.SZ)

## 动态分析

电子元器件 | 电子设备 III

 投资评级 **买入-B(维持)**

 股价(2020-04-28) **48.93 元**

### 交易数据

总市值(百万元)	14,984.40
流通市值(百万元)	8,773.23
总股本(百万股)	306.24
流通股本(百万股)	179.30
12个月价格区间	21.16/64.37 元

### 一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.89	-2.05	57.59
绝对收益	2.77	3.29	80.09

### 分析师

蔡景彦  
 SAC 执业证书编号: S0910516110001  
 caijingyan@huajinsec.cn  
 021-20377068

### 分析师

曾捷  
 SAC 执业证书编号: S0910518110001  
 zengjie@huajinsec.cn

### 相关报告

飞荣达: 散热屏蔽好赛道, 5G 需求驱动成长  
 2020-04-08

飞荣达: 全年高速增长, 三大业务前景广阔  
 2020-02-28

飞荣达: Q3 单季度业绩再创新高, 5G 驱动大发展  
 2019-10-27

飞荣达: 19 年上半年业绩超预期, 充分受益 5G 大机遇  
 2019-08-20

飞荣达: 业绩保持高增长, 5G 天线布局值得期待  
 2018-10-25

## 产品认证进展顺利, 5G 放量可期

### 投资要点

公司公布 2019 年年报和 2020 年一季报。2019 年公司实现营收 26.15 亿元, 同比增长 97.27%, 实现归母净利润 3.51 亿元, 同比增长 115.90%, 扣非归母净利润 2.82 亿元, 同比增长 88.48%。20 年 Q1 公司实现营收 5.78 亿元, 同比增长 57.59%, 增速同比提升 7.21pct., 实现归母净利润 4289.3 万元, 同比增长 6.21%, 扣非归母净利润 4077 万元, 同比增长 9.07%。

◆ **19 年业绩创新高, 疫情影响 Q1 待 5G 发力。**19 年, 受通讯及消费电子领域电磁屏蔽和散热需求拉动、国内大客户提升国产化供应比例、公司收购公司陆续并表的推动, 公司每季度实现销售收入同比增幅持续扩大, 公司 4Q19 实现营收 9.41 亿元, 同比增长 124.41%, 归母净利润 9135 万元, 同比增长 118%, 业绩高速增长。疫情影响下 1Q20 业绩微增。公司 20 年一季度营收同比有大幅增长主要由去年收购公司并表贡献, 但受疫情因素影响, 产业链复工延迟, 收入及利润环比下降, 而公司固定成本正常支出, 研发投入加大, 对公司毛利率和净利率造成一定影响。

◆ **电磁屏蔽/散热+基站天线认证进展顺利, 奠定 5G 快速成长基础。**散热和电磁屏蔽在 5G 时代需求迎来高增长。公司新散热产品认证推进顺利, 应用领域拓展取得进展。产品方面, 公司 5G 通讯基站、5G 智能手机相关产品已开始逐步交货; 客户方面: 子公司品岱、博纬、润星泰先后通过行业龙头认证资质, 并还在持续客户认证中; 5G 基站天线罩、吹胀板和散热壳体已取得主要几家通信设备公司的供货资质; VC 均热板已分别通过几家知名企业的产品认证; 风扇和散热模组已取得客户的供应资格; 已取得多家新能源汽车厂商的认证资质, 拓宽应用领域。我们认为, 公司 19 年一方面加强产品布局和提升实力, 一方面在各应用领域的客户认证上取得突破, 为其电磁屏蔽散热产品发展奠定坚实成长基础。

◆ **国内 5G 大规模建设加速+定增项目提升产品实力, 20 年公司天线业务有望迎来较大突破。**5G 建设是新基建的重要抓手, 三大运营商 20 年资本开 5G 投入同比增长 340%, 确定性强。一方面, 公司塑料天线振子已于 19 年开始量产和批量供货, 20 年有望继续受益基站大规模铺建。另一方面, 5G 基站天线的采购方从运营商变成设备商, 研发实力较强的天线厂商在获得订单上将更有优势。博纬通信已通过国内及国外知名通信设备厂商的供应商资格认证, 均在其合格供应商名录中, 公司有望在未来 5G 整体天线供应上取得成长。公司已收到 2019 年度创业板非公开发行 A 股股票募集资金, 总额约 7 亿元, 主要用于“5G 通信器件产业化项目”。项目实施后将主要生产 5G 天线罩、天线振子及用于交换机、路由器等通信设备的高性能结构件等产品, 将主要满足 5G 商用过程中对相关基站天线及通信设备的建设需求。我们认为, 公司定增项目的实施, 能够完善和提升公司产品结构, 提升盈利能力, 原因有二: 1) 天线振子产品优势明显, 2) 结构件产品能与公司现有的电磁屏蔽和导热器件产品形成产品协同。

◆ **投资建议:** 我们预计公司 2020、2021、2022 年营收分别 37.59 亿、50.43 亿、64.58 亿, EPS 分别是 1.26、1.80、2.28 元, 对应 PE 分别 37.6、26.4、20.8x。公司电磁屏蔽及导热材料相关新领域客户资格认证顺利, 基站天线业务将在国内 5G 新基

建迎来快速发展，我们看好公司在 5G 市场的发展潜力，维持公司“买入-B”评级。

- ◆ **风险提示：**疫情持续发展，智能手机及 5G 手机销售下滑，影响上游电磁屏蔽及导热材料和器件需求；5G 商用推动进度不达预期，对电磁屏蔽及导热、上游天线、振子等需求不及预期；中美贸易继续升级，大客户 5G 基站和 5G 手机出货量不及预期，对公司产品需求减少的风险；电磁屏蔽和导热产品线拓展和客户份额提升不达预期的风险；5G 基站天线塑料振子方案应用不及预期；PEP 工艺采用率不及预期；行业竞争加剧，产品价格快速下降风险。

#### 财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,326	2,615	3,759	5,043	6,458
YoY(%)	27.9	97.3	43.7	34.1	28.1
净利润(百万元)	162	351	387	550	698
YoY(%)	50.2	115.9	10.3	42.3	26.8
毛利率(%)	30.9	29.8	30.0	30.2	29.5
EPS(摊薄/元)	0.53	1.15	1.26	1.80	2.28
ROE(%)	14.3	19.6	19.5	22.2	22.7
P/E(倍)	89.4	41.4	37.6	26.4	20.8
P/B(倍)	12.7	9.5	7.7	6.1	4.8
净利率(%)	12.3	13.4	10.3	10.9	10.8

数据来源：贝格数据华金证券研究所

## 内容目录

一、19 年业绩创新高，疫情影响 Q1 待 5G 发力 .....	4
-----------------------------------	---

二、电磁屏蔽/散热+基站天线认证进展顺利，奠定 5G 快速成长基础..... 8

三、盈利预测与投资建议..... 10

风险提示： ..... 10

## 图表目录

图 1： 公司营业总收入及增速..... 4

图 2： 公司（扣非）归母净利润及增速 ..... 4

图 3： 公司单季度营收及增速..... 4

图 4： 公司单季度归母净利润及增速 ..... 4

图 5： 公司按产品营收拆分 ..... 5

图 6： 公司按地区营收结构 ..... 5

图 7： 公司各产品营收增速 ..... 5

图 8： 公司按地区营收增速 ..... 5

图 9： 公司整体毛利率净利率变化 ..... 6

图 10： 公司单季度毛利率变化情况 ..... 6

图 11： 公司分产品毛利率变化..... 6

图 12： 公司分地区毛利率变化情况 ..... 6

图 14： 公司整体费用率变化情况 ..... 6

图 15： 公司单季度费用率情况..... 6

图 16： 公司研发人员数量与人员占比..... 7

图 17： 公司研发人员人均研发费用 19 年增长较大..... 7

图 18： 公司现金流量变化情况..... 8

图 19： 公司各季度经营活动情况 ..... 8

图 20： 公司销售商品提供劳务收到的现金及其与营收比情况 ..... 8

图 20： 公司新拓展散热模组、吹胀板、VC、热管产品..... 9

表 1： 公司 2019 年度各项资产减值准备计提情况 ..... 7

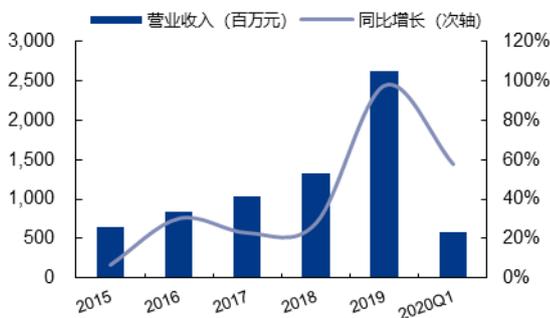
表 2： 公司定增项目实施意义分析 ..... 9

## 一、19 年业绩创新高，疫情影响 Q1 待 5G 发力

公司公布 2019 年年报和 2020 年一季报。2019 年公司实现营收 26.15 亿元，同比增长 97.27%，实现归母净利润 3.51 亿元，同比增长 115.90%，扣非归母净利润 2.82 亿，同比增长 88.48%。公司 4Q19 实现营收 9.41 亿元，同比增长 124.41%，归母净利润 9135 万元，同比增长 118%。19 年，受通讯及消费电子领域电磁屏蔽和散热需求拉动、国内大客户提升国产化供应比例、公司收购公司陆续并表的推动，公司每季度实现销售收入同比增幅持续扩大，业绩高速增长。

公司 2019 年度利润分配预案为：拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1 元（含税），同时以资本公积金转增股本，每 10 股转增 6 股。

图 1：公司营业总收入及增速



资料来源：wind, 华金证券研究所

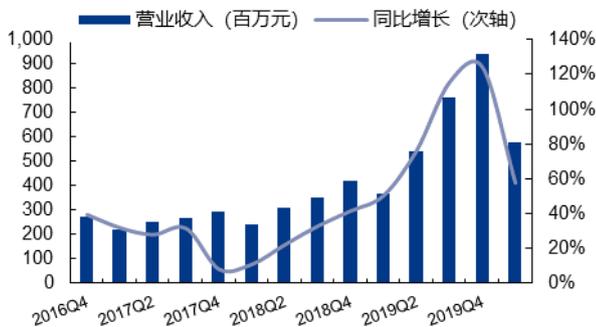
图 2：公司（扣非）归母净利润及增速



资料来源：wind, 华金证券研究所

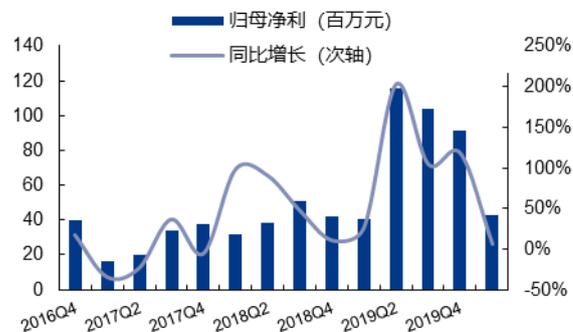
**疫情影响生产, 1Q20 业绩微增。**公司 20 年 Q1 实现营收 5.78 亿元, 同比增长 57.59%, 增速同比提升 7.21pct., 实现归母净利润 4289.3 万元, 同比增长 6.21%, 扣非归母净利润 4077 万元, 同比增长 9.07%。公司一季度营收同比有大幅增长主要由去年收购公司并表贡献, 但受疫情因素影响, 产业链复工延迟, 收入及利润环比下降, 而公司固定成本正常支出, 研发投入加大, 对公司毛利率和净利率造成一定影响。

图 3：公司单季度营收及增速



资料来源：wind, 华金证券研究所

图 4：公司单季度归母净利润及增速

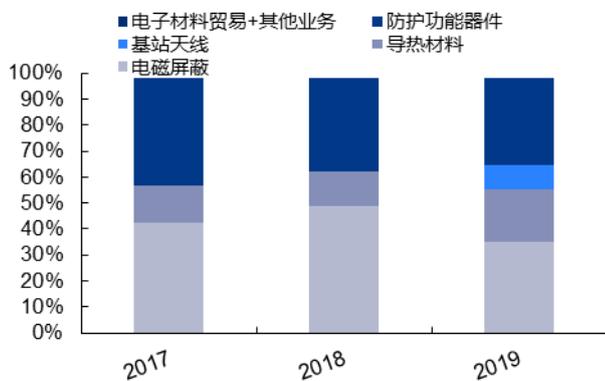


资料来源：wind, 华金证券研究所

下游需求提升及收购公司并表，导热材料业务增速最为突出。分产品看，2019 年度电磁屏蔽材料及器件、导热材料及器件、防护功能器件营收分别同比提升 41.3%、199.2%、

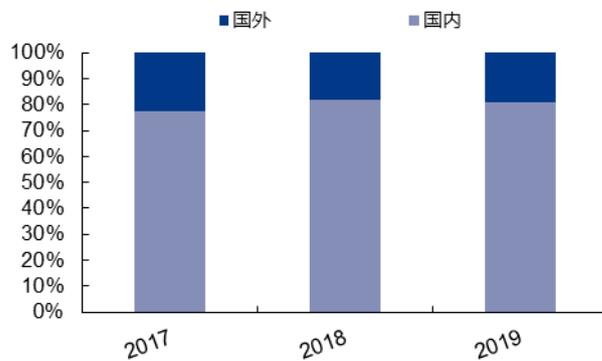
83.3%，基站天线产品首次列示，实现营收 2.43 亿，各产品条线均实现高速增长，其中导热材料及器件尤其突出，上述产品营收占比分别为 34.98%、20.42%、33.40%和 9.32%。分地区看，国内和国外市场分别实现营收 20.86 和 4.92 亿元，分别同比提升 95.4%和 108.7%，均有较大提升。

图 5：公司按产品营收拆分



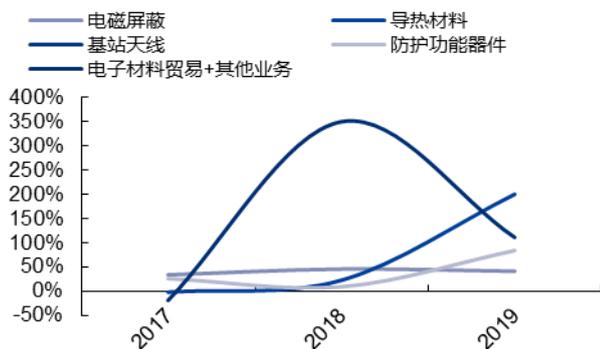
资料来源: wind, 华金证券研究所

图 6：公司按地区营收结构



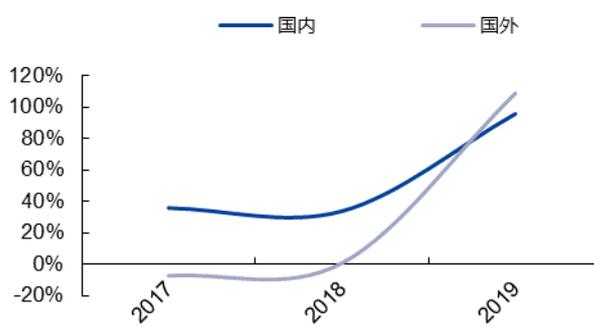
资料来源: wind, 华金证券研究所

图 7：公司各产品营收增速



资料来源: wind, 华金证券研究所

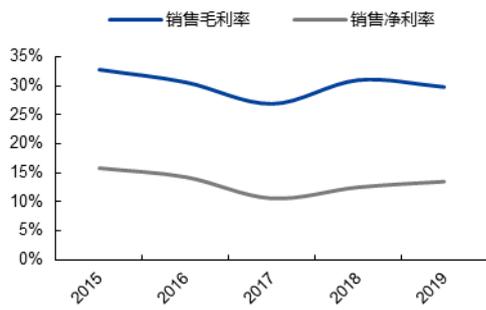
图 8：公司按地区营收增速



资料来源: wind, 华金证券研究所

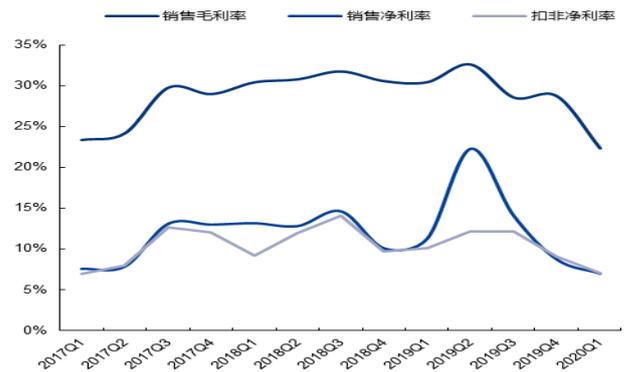
**19 年毛利率总体平稳，疫情影响 20 年 Q1 毛利率。**公司 2019 年整体毛利率 29.8%，同比下降 1.18pct.，其中电磁屏蔽材料及器件、导热材料及器件、防护功能器件毛利率分别为 33.5%、24.3%、30.2%，分别同比+3pct.、-0.9pct.、-2.4pct.，基站天线毛利率 25.4%，国内和国外销售毛利率分别为 28.2%、35.3%，分别同比下降 0.6pct.和 2.8pct.。2020 年 Q1 受疫情延迟复工影响，公司收入增速环比下降，毛利率同比下降 8.09pct.，但随着国内疫情的好转，3 月份公司基本全面恢复正常生产且业绩同比增长明显。

图 9: 公司整体毛利率净利率变化



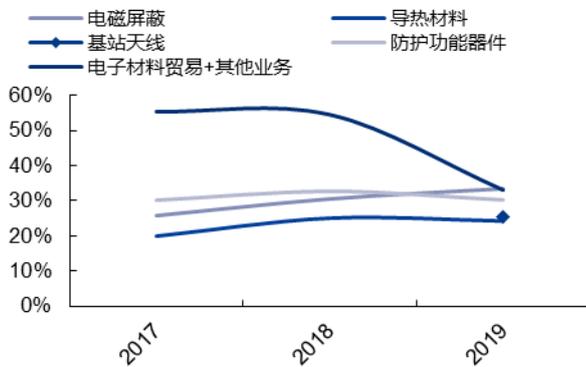
资料来源: wind, 华金证券研究所

图 10: 公司单季度毛利率变化情况



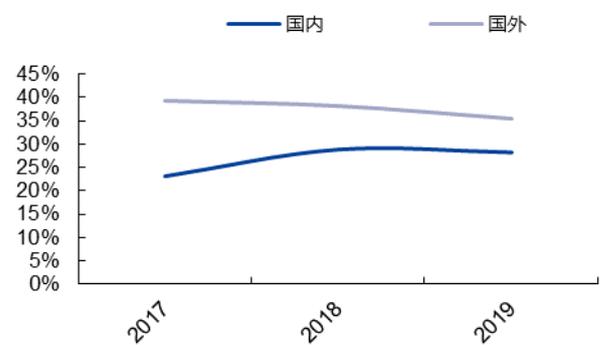
资料来源: wind, 华金证券研究所

图 11: 公司分产品毛利率变化



资料来源: wind, 华金证券研究所

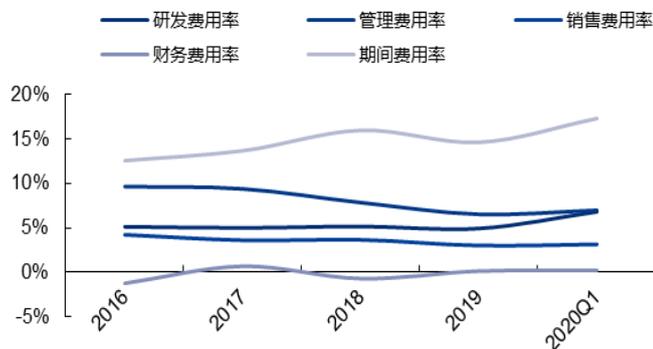
图 12: 公司分地区毛利率变化情况



资料来源: wind, 华金证券研究所

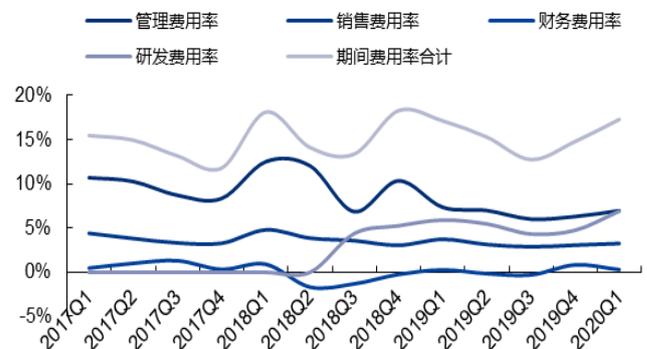
2019 年和 20 年 Q1 三费费用率略有下降, 整体平稳。公司 2019 年三费费用率 9.73%, 同比下降 1.1pct., 其中管理费用率、销售费用率、财务费用率分别同比下降 1.3 pct.、0.6pct. 和提高 0.8pct.。2020Q1 公司三费费用率为 10.4%, 同比下降 0.8pct., 保持在相对平稳状态。

图 13: 公司整体费用率变化情况



资料来源: wind, 华金证券研究所

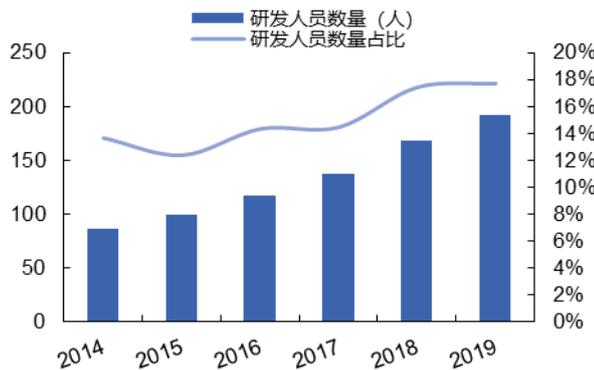
图 14: 公司单季度费用率情况



资料来源: wind, 华金证券研究所

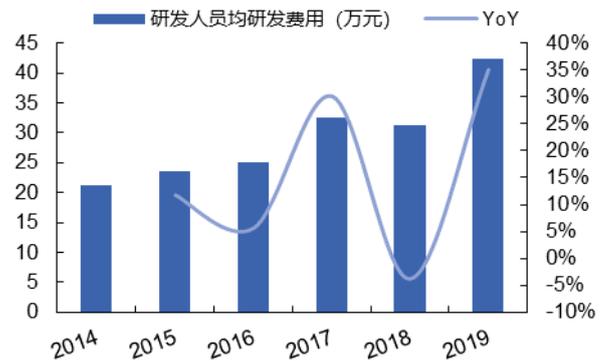
为新品加大研发投入，研发人员数量提升、人均研发费用投入提升。公司 2019 年加强对高导热能力新材料、高可靠性电磁屏蔽材料、5G 天线振子表面金属化关键工艺等新材料、新技术的研发进行持续投入，研发费用为 1.28 亿元，同比增长 87.99%，研发费用率 4.9%。公司 19 年研发人员数量增长 68.6%至 835 人，研发人员占比 14.98%，研发人员人均研发费用达 15.36 万元，同比提升 11.44%。20Q1 公司研发费用 3968 万元，同比增长 84.28%，研发费用率 6.86%，同比提升 1pct。

图 15: 公司研发人员数量与人员占比



资料来源: 公司年报, 华金证券研究所

图 16: 公司研发人员人均研发费用 19 年增长较大



资料来源: 公司年报, 华金证券研究所

下游客户订单减少或推迟，博纬通信业绩释放不及预期，但其 5G 宏/小基站发展机遇不改。公司计提 2019 年度各项资产减值准备共 5737.75 万元，其中应收账款坏账准备 2364 万元、存货跌价准备 1245 万元、商誉减值准备 1872 万元。商誉减值准备计提来自对博纬通信收购形成的商誉。博纬通信 2018、2019 年分别实现归母净利润-494.3 万、1418 万元，较其业绩承诺分别有 594 万元和 1381 万元的差额，主要受下游客户订单在 19 年减少或延迟相关。博纬通信已陆续获得国内及国外知名通信设备厂商的供应商资格认证，均在其合格供应商名录中，随着国内 5G 新基建的拉动，博纬随行业增长的发展机遇不改。

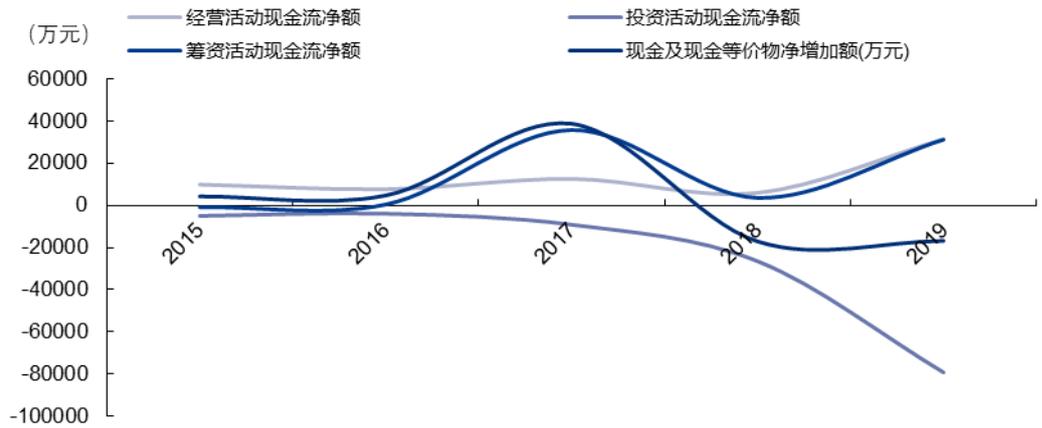
表 1: 公司 2019 年度各项资产减值准备计提情况

项目	本年计提	上年计提
应收账款坏账准备	2,364.36	752.54
应收票据坏账准备	241.93	
其他应收款坏账准备	13.68	35.22
存货跌价准备	1,245.13	742.54
商誉减值准备	1,872.65	
合计	5,737.75	1,530.30

资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

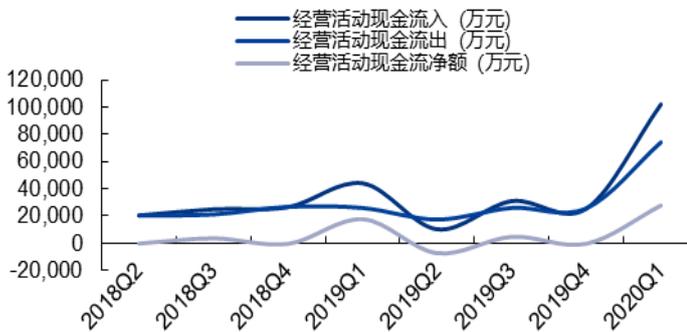
经营现金流情况向好，净额持续为正且增长。2019 年公司经营活动产生的现金流量净额为 3.16 亿元，同比增长 419.66%，主要是客户销售回款增加及全资子公司飞荣达科技收到政府补贴所致，其中流入 24.48 亿元，同比增加 107.6%，流出 21.32 亿元，同比增加 90.6%。2020Q1 公司经营活动产生的现金流量净额 2.78 亿，同比增长 167%，销售商品提供劳务所收到的现金/营业收入大幅提升至 163%，主要系销售回款增加。

图 17: 公司现金流量变化情况



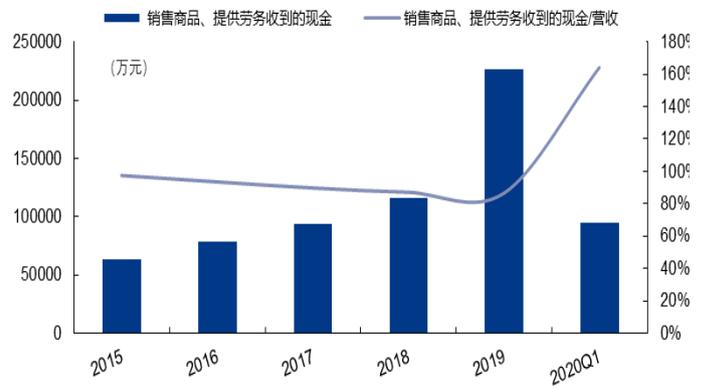
资料来源: wind, 华金证券研究所

图 18: 公司各季度经营活动情况



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 19: 公司销售商品提供劳务收到的现金及其与营收比情况



资料来源: wind, 华金证券研究所

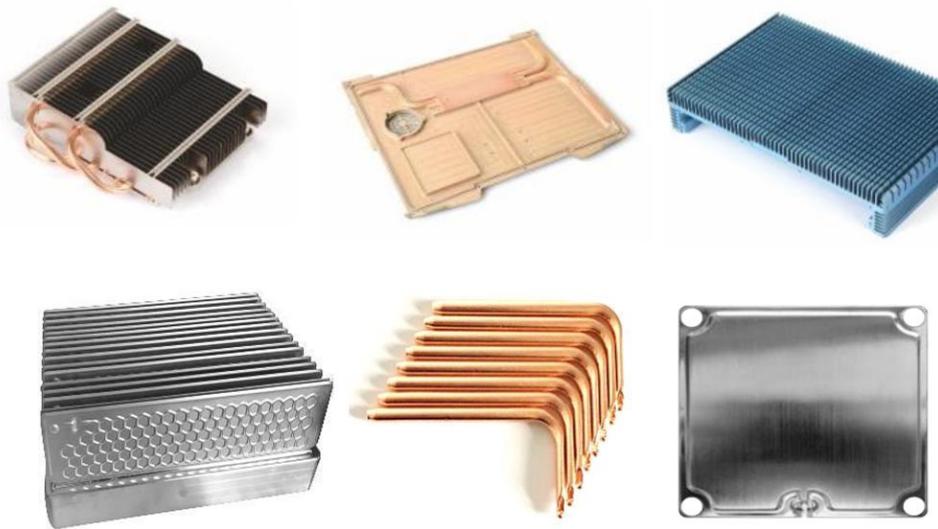
## 二、电磁屏蔽/散热+基站天线认证进展顺利, 奠定 5G 快速成长基础

散热和电磁屏蔽在 5G 时代需求迎来高增长。电磁屏蔽和散热产品主要运用在通信通讯设备、智能手机、汽车电子、电子计算机、数据中心、家用电器等领域。5G 手机和基站功耗大约是 4G 产品的 3 倍左右, 元器件互相的电磁干扰也倍增, 设备形态也朝更轻薄方向发展, 因此对电磁屏蔽和导热提出更高要求, 带动散热与电磁屏蔽方案升级和市场空间增长。除 5G 机遇之外, 汽车电子、数据中心及其他新领域, 都对电磁屏蔽和导热材料产品需求越来越强烈, 带来其广阔的应用市场空间。国内具备研发实力和客户资源的陆资企业有望享受红利。

公司新散热产品认证推进顺利, 应用领域拓展取得进展。产品方面: 2019 年公司通过收购昆山品岱、珠海润星泰、昆山中迪新材料, 形成从上游材料到下游模组的产业链布局; VC 均热板具备量产能力; 公司 5G 通讯基站、5G 智能手机相关产品已开始逐步交货, 5G 手机的 EMI 材料已批量交货。客户方面: 子公司品岱、博纬、润星泰大客户认证顺利推进, 先后通过行业龙头认证资质, 并还在持续客户认证中; 5G 基站天线罩、吹胀板和散热壳体已取得主要几家通信

设备公司的供货资质；VC均热板已分别通过几家知名企业的产品认证；风扇和散热模组已取得客户的供应资格；公司不断拓展新领域、开发新客户，并已取得多家新能源汽车厂商的认证资质，拓宽公司产品的应用范围。我们认为，公司19年一方面加强产品布局和提升实力，一方面在各应用领域的客户认证上取得突破，为其电磁屏蔽散热产品发展奠定坚实成长基础。

图 20: 公司新拓展散热模组、吹胀板、VC、热管产品



资料来源：公司公告，华金证券研究所

国内5G大规模建设加速，20年公司天线业务有望迎来较大突破。5G建设是新基建的重要抓手，三大运营商20年资本开支5G投入同比增长340%，确定性强。一方面，公司塑料天线振子已于19年开始量产和批量供货，20年有望继续受益基站大规模铺建。另一方面，5G基站天线的采购方从运营商变成设备商，研发实力较强的天线厂商在获得订单上将更有优势。博纬通信已通过国内及国外知名通信设备厂商的供应商资格认证，均在其合格供应商名录中，公司有望在未来5G整体天线供应上取得成长。

非公开发行募集资金到账，公司5G产品将有效协同提升竞争力。公司已收到2019年度创业板非公开发行A股股票募集资金，总额约7亿元，主要用于“5G通信器件产业化项目”。项目实施后将主要生产5G天线罩、天线振子及用于交换机、路由器等通信设备的高性能结构件等产品，将主要满足5G商用过程中对相关基站天线及通信设备的建设需求。我们认为，公司定增项目的实施，能够完善和提升公司产品结构，提升盈利能力，原因有二：1) 天线振子产品优势明显，2) 结构件产品能与公司现有的电磁屏蔽和导热器件产品形成产品协同。

表 2: 公司定增项目实施意义分析

主要产品	5G 产品需求	公司优势
天线振子	天线振子是天线产品的核心部件，相比4G天线，5G天线振子朝阵列式、轻量化、一体化发展，对材料和加工要求更高。	公司的选择性电镀工艺在天线振子生产中具有重量轻、可塑性强等优势，且有独创专利，竞争优势明显，有望成为主流5G天线振子方案。
结构件产品	5G基站将天线和RRU融合成AAU，要求质量更轻，内部散热和电磁屏蔽性能要求更高。	公司电磁屏蔽和导热产品相关设备结构件产能的提升，能够与现有的电磁屏蔽和导热期间产品形成产品协同，更好的向客户提供关于电磁屏蔽和导热应用整体解决方案。

资料来源：公司公告，华金证券研究所

### 三、盈利预测与投资建议

我们预计公司 2020、2021、2022 年营收分别 37.59 亿、50.43 亿、64.58 亿，EPS 分别是 1.26、1.80、2.28 元，对应 PE 分别 37.6、26.4、20.8x。公司电磁屏蔽及导热材料相关新领域客户资格认证顺利，基站天线业务将在国内 5G 新基建迎来快速发展，我们看好公司在 5G 市场的发展潜力，维持公司“买入-B”评级。

#### 风险提示：

疫情持续发展，智能手机及 5G 手机销售下滑，影响上游电磁屏蔽及导热材料和器件需求；5G 商用推动进度不达预期，对电磁屏蔽及导热、上游天线、振子等需求不及预期；中美贸易继续升级，大客户 5G 基站和 5G 手机出货量不及预期，对公司产品需求减少的风险；电磁屏蔽和导热产品线拓展和客户份额提升不达预期的风险；5G 基站天线塑料振子方案应用不及预期；PEP 工艺采用率不及预期；行业竞争加剧，产品价格快速下降风险。

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	1295	2210	3479	4518	5823	<b>营业收入</b>	1326	2615	3759	5043	6458
现金	429	274	1157	1468	1934	营业成本	916	1837	2633	3520	4553
应收票据及应收账款	646	1166	1674	1971	2801	营业税金及附加	10	17	28	36	45
预付账款	8	15	24	23	40	营业费用	48	80	126	162	212
存货	200	492	482	833	860	管理费用	104	169	269	344	451
其他流动资产	13	263	142	224	189	研发费用	68	128	178	203	230
<b>非流动资产</b>	578	1434	1648	2078	2449	财务费用	-9	5	41	56	75
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	15	-31	56	68	36
固定资产	286	590	855	1139	1431	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	117	199	230	267	312	投资净收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	175	645	563	672	706	<b>营业利润</b>	192	396	485	695	907
<b>资产总计</b>	1873	3644	5128	6596	8273	营业外收入	0	16	8	12	10
<b>流动负债</b>	500	1512	2594	3495	4428	营业外支出	2	1	2	2	2
短期借款	0	381	1464	1662	2519	<b>利润总额</b>	189	411	492	705	916
应付票据及应付账款	393	941	911	1605	1623	所得税	23	58	64	93	123
其他流动负债	107	190	219	229	286	<b>税后利润</b>	166	353	427	612	793
<b>非流动负债</b>	214	337	341	345	345	少数股东损益	4	2	41	62	95
长期借款	0	0	4	8	8	<b>归属母公司净利润</b>	162	351	387	550	698
其他非流动负债	214	337	337	337	337	EBITDA	204	509	643	920	1161
<b>负债合计</b>	714	1849	2936	3840	4773						
少数股东权益	12	266	307	369	464	<b>主要财务比率</b>					
股本	204	306	490	490	490	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	324	244	60	60	60	<b>成长能力</b>					
留存收益	672	1010	1394	1942	2657	营业收入(%)	27.9	97.3	43.7	34.1	28.1
归属母公司股东权益	1148	1529	1885	2387	3035	营业利润(%)	52.0	106.6	22.7	43.1	30.6
<b>负债和股东权益</b>	1873	3644	5128	6596	8273	归属于母公司净利润(%)	50.2	115.9	10.3	42.3	26.8
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	30.9	29.8	30.0	30.2	29.5
						净利率(%)	12.3	13.4	10.3	10.9	10.8
						ROE(%)	14.3	19.6	19.5	22.2	22.7
						ROIC(%)	11.4	16.4	12.5	15.2	14.6
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	38.1	50.7	57.2	58.2	57.7
						流动比率	2.6	1.5	1.3	1.3	1.3
						速动比率	2.2	1.0	1.1	1.0	1.1
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
						应收账款周转率	2.4	2.9	2.6	2.8	2.7
						应付账款周转率	2.9	2.8	2.8	2.8	2.8
						<b>估值比率</b>					
						P/E	89.4	41.4	37.6	26.4	20.8
						P/B	12.7	9.5	7.7	6.1	4.8
						EV/EBITDA	113.0	47.0	37.5	26.2	21.2

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

蔡景彦、曾捷声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn