

# 泛半导体优质封装设备企业, LED 固晶机龙头

## 新益昌 (688383)

► **国内 LED 封装、电容器老化测试设备、半导体固晶机领域领先企业。** 公司是国内领先的 LED 封装、电容器老化测试智能制造装备企业, 下游广泛涵盖消费电子、通讯、节能照明、汽车电子、新能源及家电等领域, 积累了三星、亿光电子、国星光电、乐山精密等国内外知名企业客户。

► **公司深耕 LED、半导体、超级电容、锂电等领域。** 1) 小间距 LED、Mini LED 和 Micro LED 带来 LED 行业增长新动能, Yole Development 数据显示 2018 年全球 LED 固晶机规模为 2.74 亿美元, 预计 2024 年规模为 3.1 亿美元。2) 超级电容器市场渗透率较低, 发展势头良好, 至 2020 年市场规模上升至 154.9 亿元, 为测试设备带来机遇。3) 全球半导体行业恢复增长, 封测景气度高涨带来封装设备需求大增。4) 新能源汽车销量猛增, 动力锂电池的产量保持高速增长, 锂电设备需求强劲。

► **产品国内市占率领先, 募集项目强化产品竞争力。** 1) 公司产品国内市占率领先, 2018 年公司 LED 固晶机全球市场份额 28%, 国内市场占有率超 75%, 铝电解电容器老化测试设备产品国内市占率高。2) 重视研发投入, 公司研发费用逐年上升, 研发费用率低于可比企业 ASMPT, 募集项目围绕公司主营业务展开, 致力于全面提升公司的生产服务能力和研究开发能力, 强化公司产品竞争力。

► **盈利预测与投资建议:** 我们看好公司在泛半导体封装领域的竞争力以及在电容器测试、锂电等领域的布局, 预计 2021-2023 年收入分别为 10.2、13.4、17.4 亿元, 归母净利润分别为 1.9、2.83、3.72 亿元, 与可比公司相比, 首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示:** 重要下游波动导致订单变化; 疫情超预期影响公司核心部件供应; 新产品研发或市场拓展进度不及预期等。

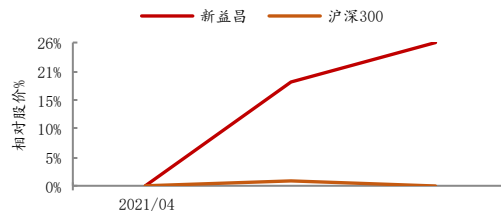
### 盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	655	704	1,020	1,340	1,740
YoY (%)	-6.2%	7.5%	44.8%	31.3%	29.9%
归母净利润(百万元)	88	108	190	283	372
YoY (%)	-13.3%	22.5%	76.9%	48.6%	31.6%
毛利率 (%)	36.2%	36.3%	38.8%	40.2%	40.9%
每股收益(元)	0.86	1.05	1.86	2.77	3.64
ROE	18.8%	18.7%	14.4%	16.9%	17.4%
市盈率	95.90	78.27	44.24	29.77	22.62

资料来源: Wind, 华西证券研究所

### 评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	82.4
股票代码:	688383
52 周最高价/最低价:	83.99/48.0
总市值(亿)	84.16
自由流通市值(亿)	19.11
自由流通股数(百万)	23.20



分析师: 刘菁  
邮箱: liujing2@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519110001

分析师: 俞能飞  
邮箱: yunf@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519120002

分析师: 田仁秀  
邮箱: tianrx@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120521010001

联系人: 毛冠锦  
邮箱: maogj@hx168.com.cn

## 正文目录

1. 国内 LED 与半导体封装设备领先企业 .....	4
1.1. 国内 LED 封装、电容器老化测试设备、半导体固晶机领域领先企业 .....	4
1.2. 公司收入及净利润总体增长，毛利率、净利率攀升，期间费用率有所下降 .....	5
1.3. 股权结构 .....	7
2. 深耕 LED、半导体、超级电容、锂电等领域 .....	7
2.1. 小间距 LED、Mini LED 和 Micro LED 为 LED 行业带来增长新动能 .....	8
2.2. 全球铝电解电容器市场规模扩大，超级电容器市场渗透率较低，发展潜力巨大 .....	12
2.3. 半导体产业及动力锂电池需求旺盛，半导体封装测试、锂电池发展强劲 .....	14
3. 国内 LED 固晶机龙头，泛半导体固晶领域持续发力 .....	17
3.1. 国内 LED 固晶机市占率高，技术水平先进 .....	17
3.2. 电容器老化测试设备领域，已成为国内知名客户首选品牌之一 .....	20
3.3. 重视研发投入，积累行业优质客户资源 .....	21
4. 盈利预测与投资建议 .....	22
5. 风险提示 .....	23

## 图表目录

图 1 公司收入保持稳定较快增长 .....	5
图 2 近年来公司归母净利润维持较快增幅 .....	5
图 3 LED 固晶机、电容器老化测试设备收入占比高（亿元） .....	6
图 4 公司销售毛利率及销售净利率持续提升（%） .....	6
图 5 近年公司费用率情况（%） .....	7
图 6 截至 2021 年 5 月 1 日股权结构 .....	7
图 7 2011-2018 年全球 LED 产业市场规模及增长率 .....	8
图 8 2012-2020 年中国 LED 行业产值及增长率 .....	8
图 9 LED 通用照明是 LED 下游应用占比最高领域 .....	9
图 10 2012-2019 年中国 LED 通用照明市场规模 .....	9
图 11 2017-2022 年中国小间距 LED 市场规模及增长率预测 .....	10
图 12 2018 年-2024 年全球 Mini & Micro LED 市场规模及增长率预测 .....	10
图 13 2015-2019 年中国 LED 显示屏市场规模及增长率 .....	10
图 14 中国 LED 封装产值保持增长态势 .....	10
图 15 在 LED 封装环节中，公司主要生产设备为固晶机 .....	11
图 16 2018 年固晶机应用领域占比 .....	11
图 17 预计 2024 年固晶机应用领域占比 .....	11
图 18 2018 年到 2024 年全球固晶机市场规模（单位：百万美元） .....	12
图 19 2018 年到 2024 年全球 LED 固晶机市场规模（单位：百万美元） .....	12
图 20 2019 年中国各类电容器市场占比 .....	13
图 21 2019 年中国铝电解电容器应用领域占比情况 .....	13
图 22 2015-2021 全球铝电解电容器销售规模及增长情况 .....	13
图 23 2012-2020 年中国超级电容市场规模及增长率 .....	13
图 24 在超级电容器行业，公司主要产品为老化机和测试机 .....	14
图 25 2013 年-2020 年全球半导体市场规模及增长率 .....	14
图 26 2014 年-2019 年中国半导体市场规模及增长率 .....	14
图 27 2012-2019 年我国大陆地区半导体专用设备销售额及增长率（亿美元，%） .....	15
图 28 在半导体行业，公司主要产品为封装环节中的固晶机 .....	15
图 29 2014 年-2020 年全球锂电池产量结构（GWh） .....	16
图 30 2014 年-2020 年中国锂电池产量结构（GWh） .....	16














图 31 在锂电行业，公司主要产品为制片机、卷绕机 .....	17
图 32 2018 年固晶机设备市场份额.....	18
图 33 公司与电容器老化测试设备厂商收入与研发投入指标对比（单位：亿元、%） .....	21
图 34 公司研发费用逐年提高.....	21
图 35 公司研发费用率低于行业可比公司.....	21
表 1 公司主营业务覆盖 LED 封装、电容器老化测试设备、半导体固晶机等 .....	4
表 2 LED 固晶机行业主要企业.....	19
表 3 公司与 ASMPT 产品技术指标的对比情况.....	19
表 4 铝电解电容器老化测试设备领域主要企业 .....	20
表 5 铝电解电容器老化测试设备领域主要企业 .....	22
表 6 拟投资项目资金需求情况（单位：万元） .....	22
表 7 公司收入拆分预测（百万元，%） .....	23

## 1.国内 LED 与半导体封装设备领先企业

### 1.1.国内 LED 封装、电容器老化测试设备、半导体固晶机领域领先企业

公司已成为国内 LED 封装、电容器老化测试智能制造装备领域的领先企业。深圳新益昌科技股份有限公司成立于 2006 年 6 月 28 日，主要从事 LED、电容器、半导体、锂电池等行业智能制造装备的研发、生产和销售，为客户实现智能制造提供先进、稳定的装备及解决方案。凭借深厚的研发实力和持续的技术创新能力，成功进入了半导体封装设备和锂电池设备领域。此外，公司部分智能制造装备产品核心零部件如驱动器、高精度读数头及直线电机、音圈电机等已经实现自研自产，是国内少有的具备核心零部件自主研发与生产能力的智能制造装备企业。

表 1 公司主营业务覆盖 LED 封装、电容器老化测试设备、半导体固晶机等

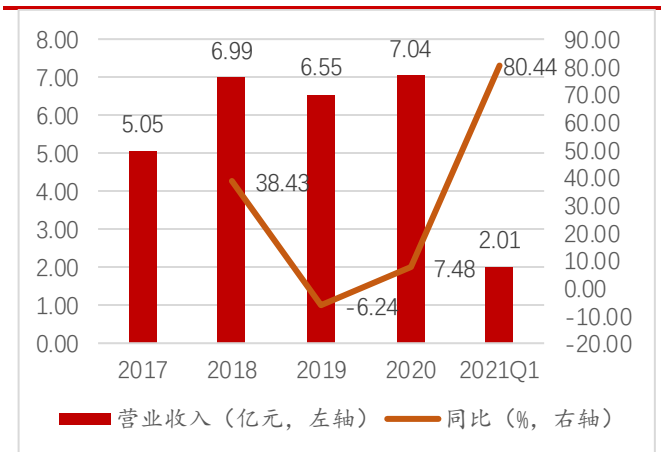
设备类别	产品名称	产品特点及优势	产品图示
LED 固晶机	单头固晶机	适用于各种宽度的 PCB、COB 基板；具备晶片修正、自动换晶环功能，可根据基板宽窄自由调节	
	双头固晶机	具有双固晶、双点胶、双吸晶平台结构和自动上下料功能，高速运作周期可达到 50ms；稳定运作精度达到±25um	
	三联体固晶机	能够满足三种芯片同时运作，实现了 Mini LED 高亮度显示自动化生产	
	六联体固晶机	实现了同一基板同时完成三种芯片固晶，适用 Mini LED 产品的生产工艺，晶片角度修正精度达到±1°；提高产量，降低人工换料频率	
半导体固晶机	单头半导体固晶机	采用针筒双点胶与三料盒进出料设计，配备新式邦头结构，提升固晶效率，有较高的稳定性和精度	
	双头半导体固晶机	适用于半导体多款支架的生产，实现了双固晶、双点胶、双晶片搜寻和免装料盒的上料方式，有效提高生产效率	
电容器老化测试设备	滚筒式老化测试机	适用于低压产品老化测试和分选，第五代全自动进料方式提高了设备的上料率和设备的稳定性	
	滚筒高分子老化测试机	适用于固态电容器产品老化测试和分选	
	隧道机	拥有集成测试数据采集与图表分析、老化恒功充电功能，适用于高低压产品老化测试和分选	
	测试机	针对牛角型和焊片型铝电解电容开发的全自动测试分选机，集自动进料、测试、分选、收料为一体的新型测试设备	
锂电池设备	制片卷绕一体机	实现制片、卷绕两道工序的集成，适用于 18650、21700、32650 的圆柱锂电池制片卷绕	
	卷绕机	具有飞剪机构，实现极片在运行状态下进行剪裁，适用于 18650、21700、32650 的圆柱锂电池卷绕	
	制片机	采用双焊接、双贴胶机构，可选择收卷和极片切片两种生产模式，适用于 18650、21700、32650 的圆柱锂电池制片	

资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

## 1.2. 公司收入及净利润总体增长，毛利率、净利率攀升，期间费用率有所下降

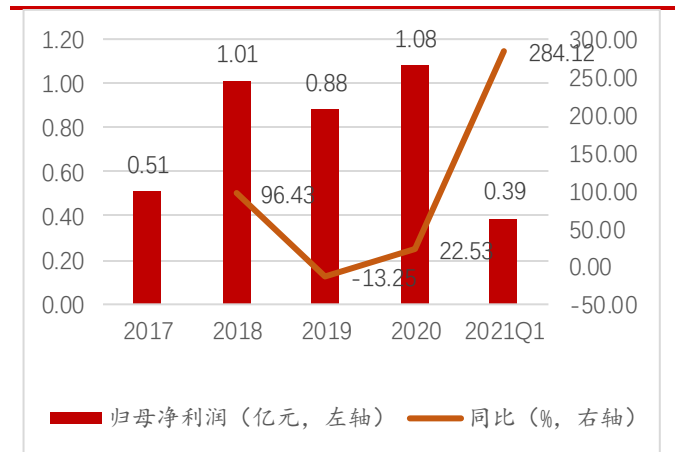
近年来公司收入及净利润总体增长，2021 年第一季度增幅大。2018 至 2020 年，公司分别实现营收 6.99 亿元、6.55 亿元和 7.04 亿元，2020 年同比增长 7.48%，2021 年 Q1 营收为 2.01 亿元，较 2020 年 Q1 增长 80.44%；2018 至 2020 年期间归母净利润分别约 1.01 亿元、0.88 亿元和 1.08 亿元，2020 年同比增长 22.53%，2021 年 Q1 归母净利润为 0.39 亿元，同比增长 284.12%。

图 1 公司收入保持稳定较快增长



资料来源：Wind，华西证券研究所

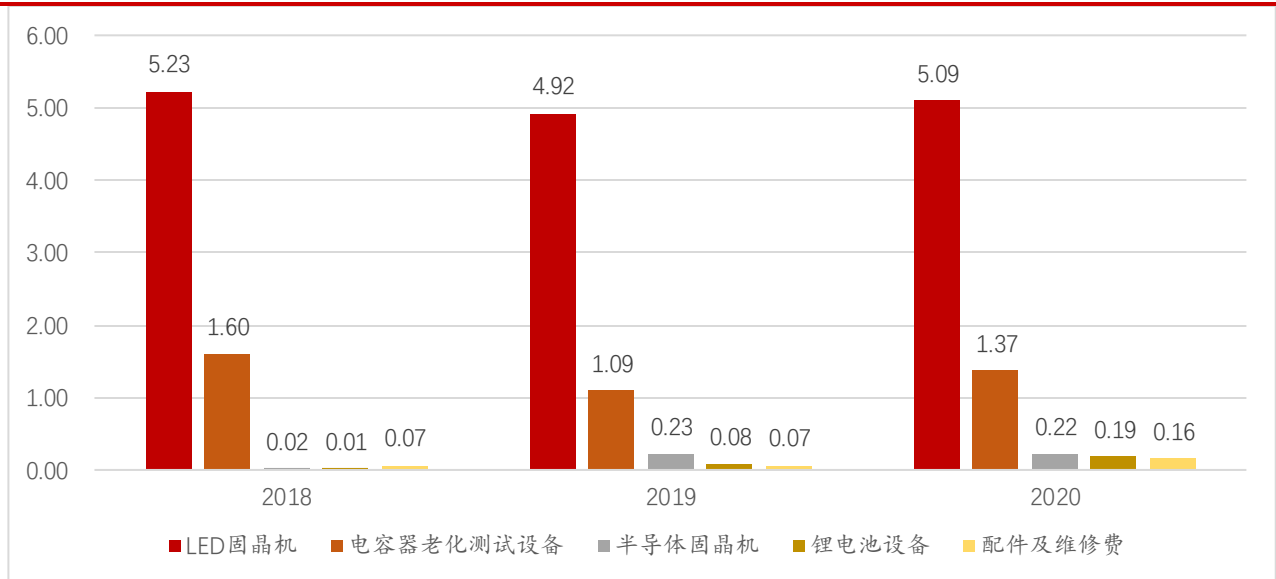
图 2 近年来公司归母净利润维持较快增幅



资料来源：Wind，华西证券研究所

LED 固晶机是公司营业收入主要来源，其次为电容器老化测试设备，半导体固晶机及锂电池设备分部收入占公司营业收入的比例逐年上升。公司是国内 LED 固晶机、电容器老化测试设备的领先厂商，并且依托现有研发优势和技术改进，扩充了半导体封装设备和锂电池设备产品线。2020 年 LED 固晶机、电容器老化测试设备、半导体固晶机、锂电池收入分别是 5.09、1.37、0.22、0.19 亿元。

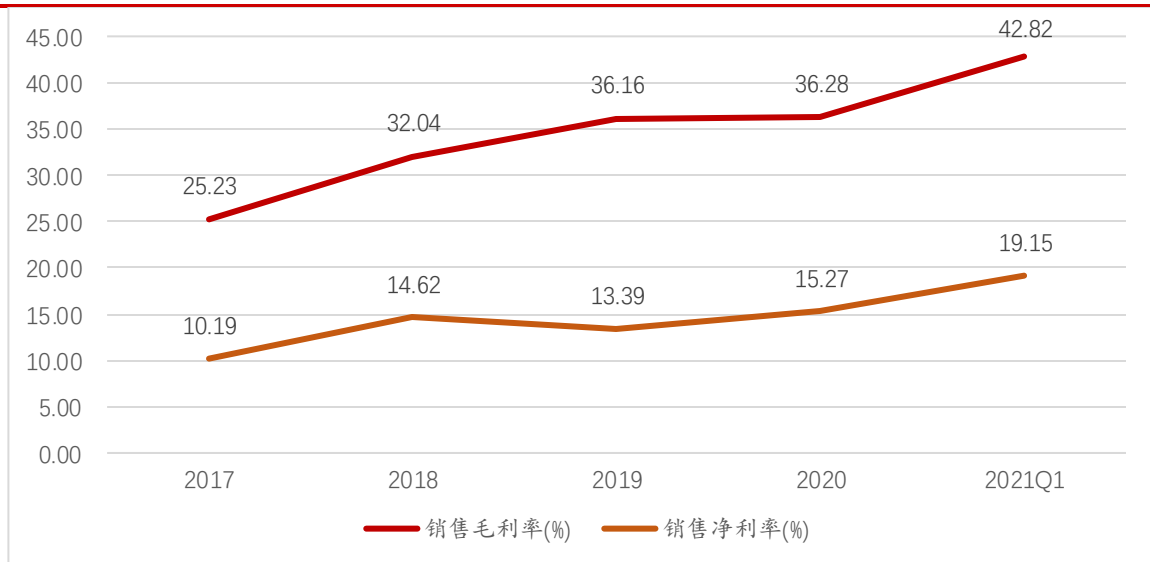
图 3 LED 固晶机、电容器老化测试设备收入占比高（亿元）



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

近年来公司销售毛利率及销售净利率不断攀升，2021 年 Q1 毛利率、净利率创新高。2018-2020 年度公司销售毛利率分别为 32.04%、36.16%和 36.28%，2021 第一季度销售毛利率为 42.82%。2018-2020 年度公司销售净利率分别为 14.62%、13.39%和 15.27%，2021 第一季度销售净利率为 19.15%。

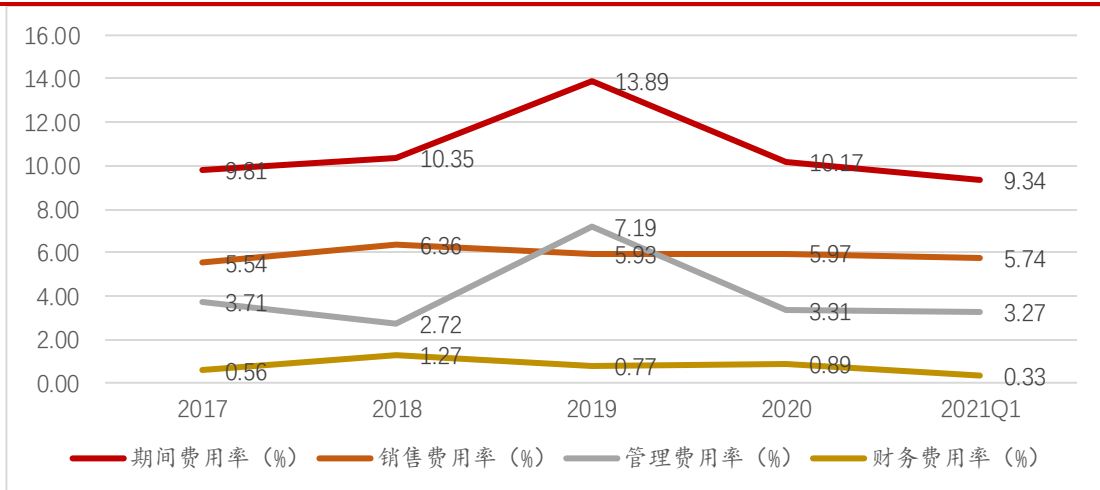
图 4 公司销售毛利率及销售净利率持续提升（%）



资料来源：Wind，华西证券研究所

近年来管理费用经历增幅后重回低位，期间费用率随之波动。2018-2020 年度公司期间费用率分别为 10.35%、13.89%和 10.17%。2021 第一季度期间费用率维持较低水平，为 9.34%。

图 5 近年公司费用率情况 (%)

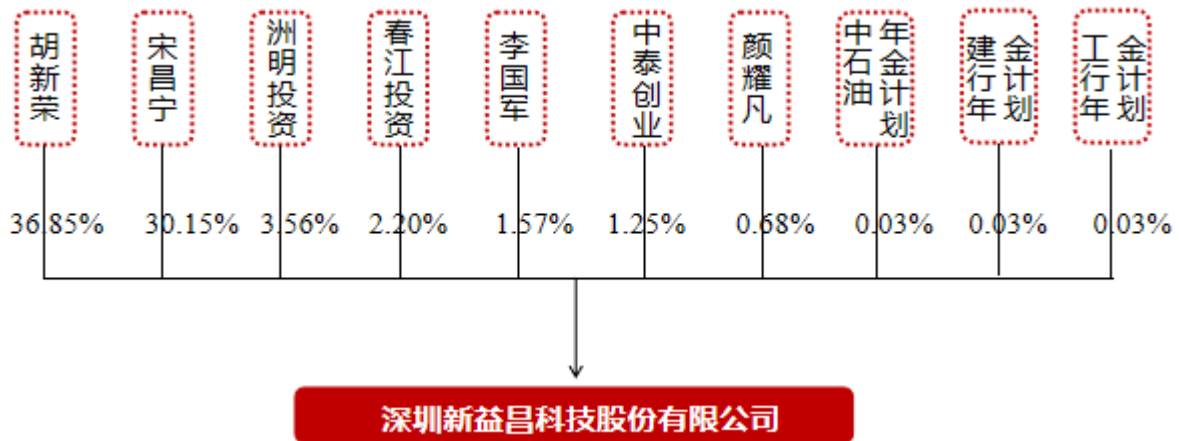


资料来源: Wind, 华西证券研究所

### 1.3. 股权结构

公司 IPO 前, 董事长胡新荣、总经理宋昌宁通过直接和间接持股的方式合计控制公司 92.26% 的表决权, 为公司控股股东、实际控制人。截止至 2021 年 5 月 1 日, 胡新荣、宋昌宁合计持有公司 67% 的股权, 仍然对公司实施控制。

图 6 截至 2021 年 5 月 1 日股权结构



资料来源: Wind, 华西证券研究所

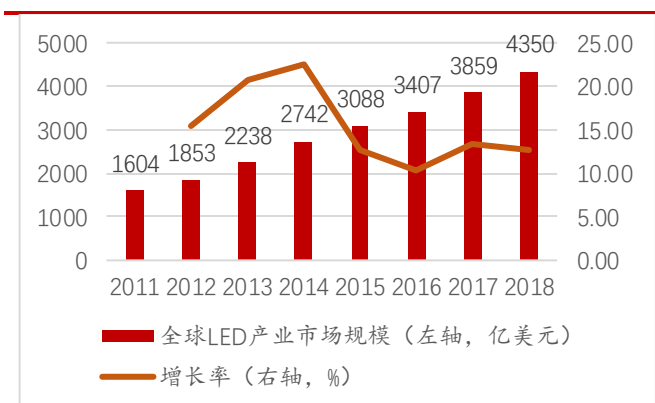
## 2. 深耕 LED、半导体、超级电容、锂电等领域

## 2.1. 小间距 LED、Mini LED 和 Micro LED 为 LED 行业带来增长新动能

**LED 成本及价格不断下降，全球 LED 市场规模持续扩大。**据 IC Insights 统计，2011-2018 年，全球 LED 产业市场规模从 1604 亿美元增加至 4350 亿美元，年均复合增长率为 15.32%。

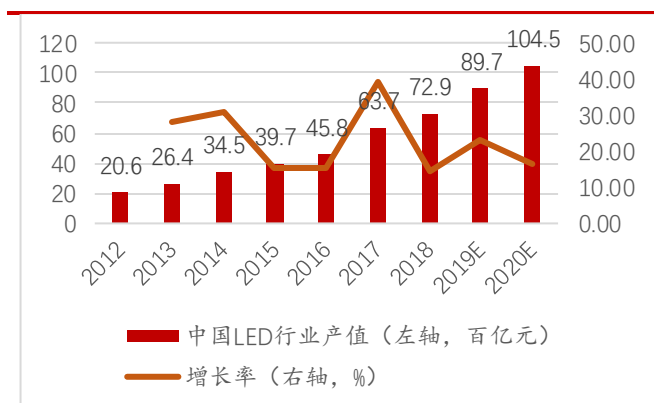
**LED 产品下游应用领域渗透率不断提升，我国 LED 应用市场空间大。**根据高工产业研究院的数据，2012-2018 年，我国 LED 行业产值从 2059 亿元增加至 7287 亿元，年均复合增长率为 23.45%，预计 2018-2020 年中国 LED 产业产值规模复合增长率将达 20%左右，2020 年中国 LED 产值规模将突破 1 万亿元。

图 7 2011-2018 年全球 LED 产业市场规模及增长率



资料来源：IC Insights，高工产业研究所，华西证券研究所

图 8 2012-2020 年中国 LED 行业产值及增长率

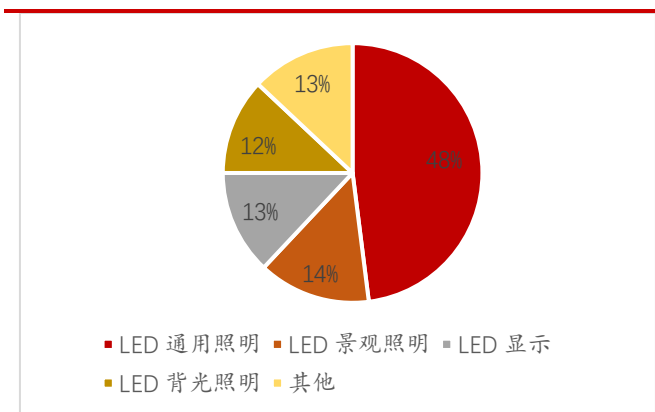


资料来源：高工产业研究院，华西证券研究所

**LED 通用照明是 LED 下游应用占比最高领域，规模增速放缓。**根据国家半导体照明工程研发及产业联盟的数据，2018 年中国 LED 下游应用领域市场规模为 6080 亿元，其中 LED 通用照明、LED 景观照明、LED 显示、LED 背光照明应用分别占比 48%、14%、13%、12%。2012 年-2019 年，我国 LED 通用照明市场规模从 426 亿元增加至 2707 亿元，年均复合增长率为 30.23%。

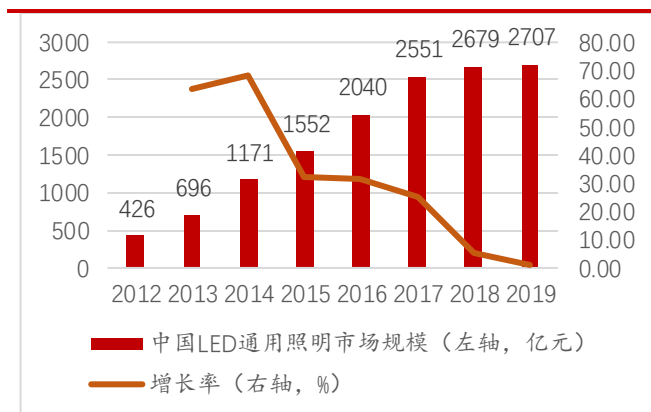


图 9 LED 通用照明是 LED 下游应用占比最高领域



资料来源：国家半导体照明工程研发及产业联盟，华西证券研究所

图 10 2012-2019 年中国 LED 通用照明市场规模



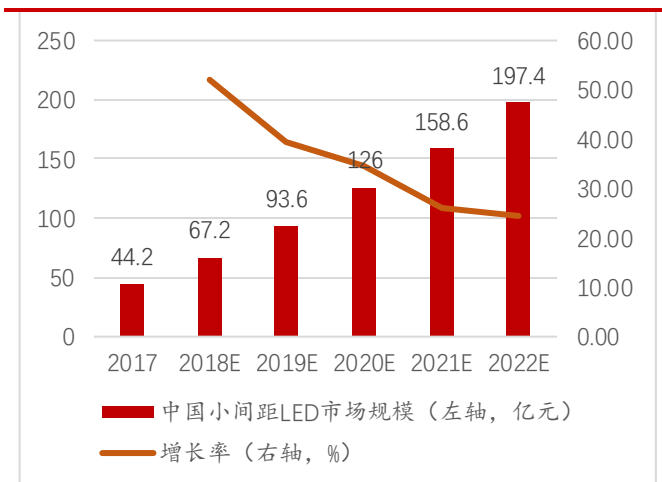
资料来源：智研咨询，华西证券研究所

**LED 显示屏朝着高密度方向发展，小间距 LED、Mini LED 和 Micro LED 带来新的市场机会。**根据 AVC 数据，2017 年国内小间距 LED 市场规模为 44.2 亿元，预计未来 3-5 年仍将保持较高速持续增长，2022 年国内市场规模将接近 200 亿元。

**大尺寸电视、车载 LCD、笔记本电脑等领域的广泛应用，为 Mini/Micro LED 显示带来新的发展机遇。**根据 Arizton 预计，2022 年全球 Mini & Micro LED 市场规模超过 10 亿美元，年均将保持 145%以上的高增长，未来市场将迎来爆发性增长。

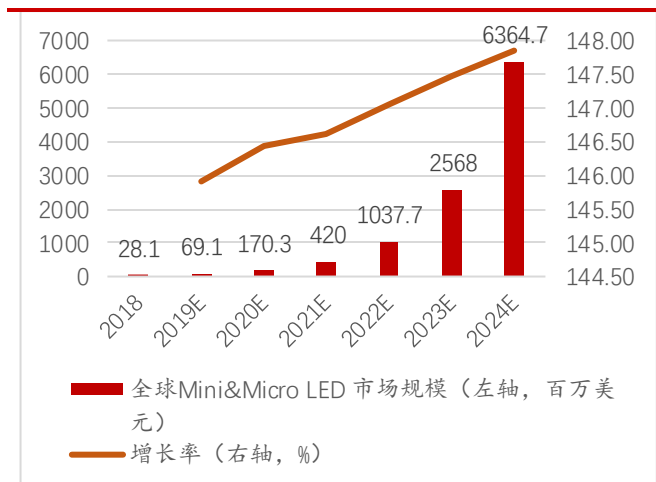
**各路厂商纷纷布局 Mini LED 和 Micro LED**，三安光电、华灿光电、瑞丰光电、国星光电、澳洋顺昌、晶元光电股份有限公司等 LED 芯片、封装巨头，以及利亚德、兆驰股份、洲明科技、华星光电和京东方等显示器和面板厂纷纷布局 Mini/Micro LED。2019 年 7 月，三安光电湖北鄂州 Mini/Micro LED 芯片产业化项目开工，该项目主要发展 Mini/Micro LED 新型显示产业，共计划投资 120 亿元人民币；2019 年 12 月，利亚德与晶元光电股份有限公司联手，在江苏无锡共同投资 10 亿元人民币的 Mini/Micro LED 生产基地。2020 年 5 月，江西兆驰光元科技股份有限公司（兆驰股份子公司）总部及新增封装生产线扩产项目落户江西南昌青山湖区，将新增包括 Mini/Micro LED 在内的 5,000 条 LED 封装产线，项目总投资额 70 亿元人民币。

图 11 2017-2022 年中国小间距 LED 市场规模及增长率预测



资料来源: AVC, 华西证券研究所

图 12 2018 年-2024 年全球 Mini & Micro LED 市场规模及增长率预测

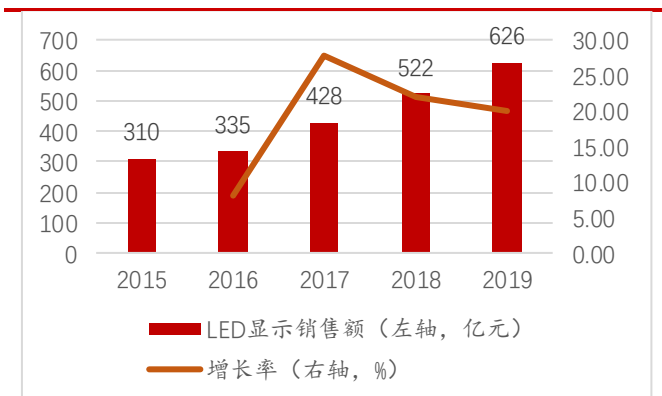


资料来源: Arizton, 华西证券研究所

LED 显示屏应用场景日益多元化且较为成熟，根据中国 LED 显示应用行业协会数据，2015 年-2019 年，我国 LED 显示销售额从 310 亿元增长到 626 亿元，年均复合增长率为 19.21%。

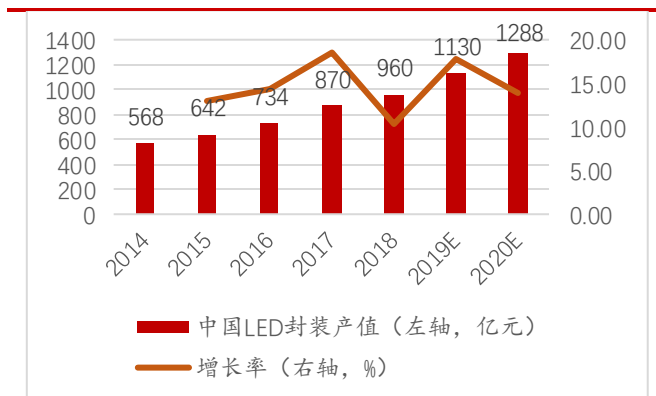
得益于人力和原材料成本优势及政策的支持，中国已成为全球最大的“全球 LED 封装生产基地”。如今国内的 LED 生产设备制造业已有了长足的发展，如全自动固晶机、全自动焊线机、全自动封胶机等 LED 封装设备均实现国产，且产品在市场上有较强的竞争力。高精度、全自动化的 LED 设备，使生产出的 LED 具有较好的一致性和批次稳定性，有利于封装厂商对生产产品品质的控制。随着人力成本的不断攀升，封装厂家对高自动化的 LED 封装设备需求也越来越大。根据高工 LED 统计，2018 年中国 LED 封装产值达到 960 亿元，高工 LED 预计未来中国 LED 封装市场仍将保持增长态势，2020 年产值将达 1288 亿元。

图 13 2015-2019 年中国 LED 显示屏市场规模及增长率



资料来源: 中国 LED 显示应用行业协会, 华西证券研究所

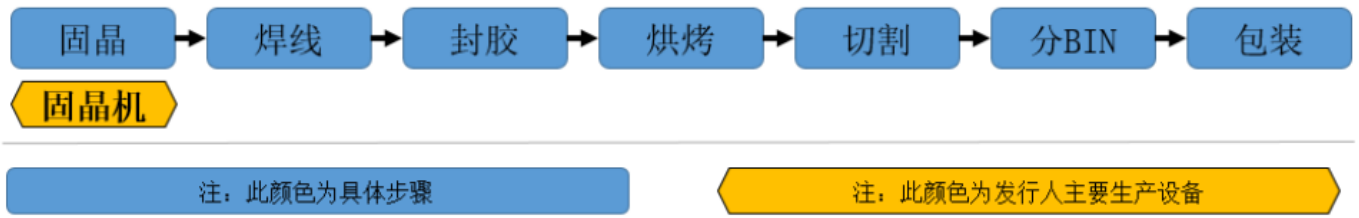
图 14 中国 LED 封装产值保持增长态势



资料来源: Arizton, 华西证券研究所

LED 封装工艺流程可以分为固晶、焊线、封胶、烘烤、切割、分 BIN 及包装等环节，其中固晶是公司 LED 设备应用的主要环节。

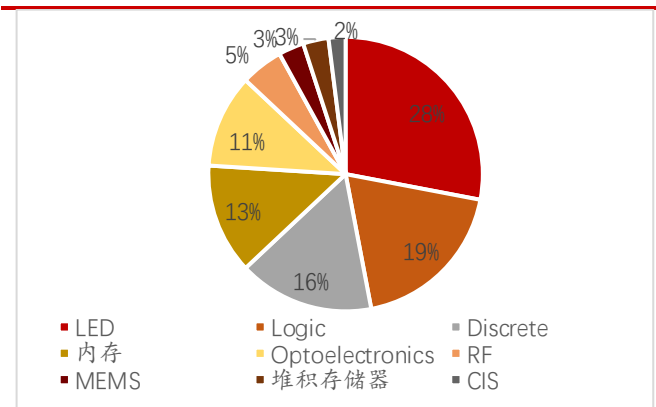
图 15 在 LED 封装环节中，公司主要生产设备为固晶机



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

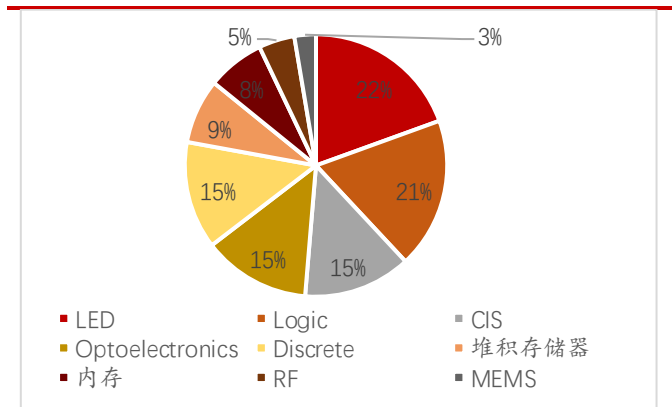
固晶机应用产品种类多样，LED 固晶机占全球固晶机市场规模比重最大。根据固晶机应用领域划分，固晶机可应用于 LED、内存、Logic 等领域，Yole Development 数据显示 2018 年全球 LED 固晶机市场规模为 2.74 亿美元，占全球固晶机市场规模比重为 28%，预计 2024 年全球 LED 固晶机市场规模为 3.1 亿美元，占全球固晶机市场规模比重为 22%。

图 16 2018 年固晶机应用领域占比



资料来源：Yole Development，华西证券研究所

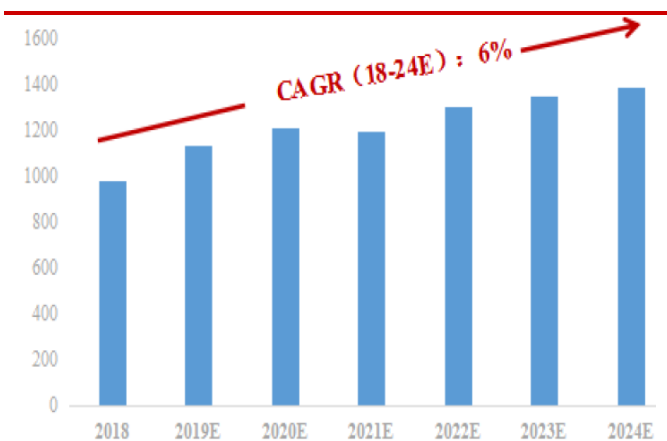
图 17 预计 2024 年固晶机应用领域占比



资料来源：Yole Development，华西证券研究所

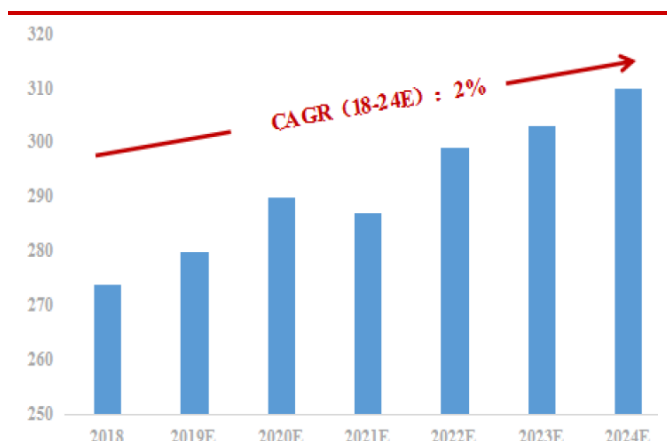
预计全球固晶机市场规模持续增长，LED 固晶机市场随之扩大。根据法国市场研究与战略咨询公司 Yole Development 发布的《2019 年固晶机市场报告》(Die Attach Equipment Market Report 2019)，2018 年全球固晶机市场规模为 9.79 亿美元，预计 2018 年-2024 年的复合增长率为 6%，2024 年的市场规模为 13.89 亿美元。

图 18 2018 年到 2024 年全球固晶机市场规模（单位：百万美元）



资料来源：Yole Development, 华西证券研究所

图 19 2018 年到 2024 年全球 LED 固晶机市场规模（单位：百万美元）



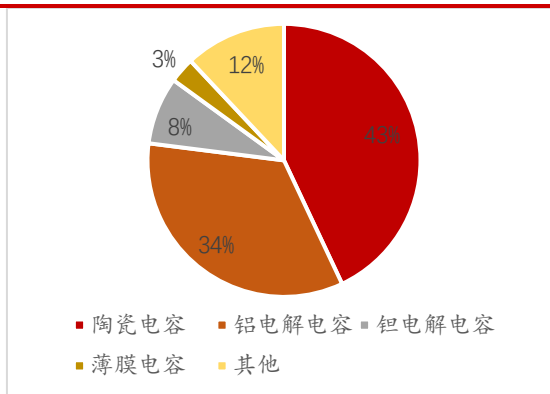
资料来源：Yole Development, 华西证券研究所

## 2.2. 全球铝电解电容器市场规模扩大，超级电容器市场渗透率较低，发展潜力巨大

陶瓷电容和铝电解电容器占据中国电容器市场绝大部分。根据中国产业信息网数据，2019 年陶瓷电容器在国内电容器市场总量中占比最高并达到 43%，其次是铝电解电容器，市场份额占比达到 34%。根据介质不同，电容器可分为铝电解电容器、钽电解电容器、陶瓷电容器和薄膜电容器等。近年来，随着信息技术和电子设备的快速发展及全球制造业向国内转移，电容器需求呈现出整体上升态势，我国已成为世界电容器生产大国和出口大国。根据中国电子元件工业协会数据，2018 年国内电容器市场规模达到 1,026.2 亿元。

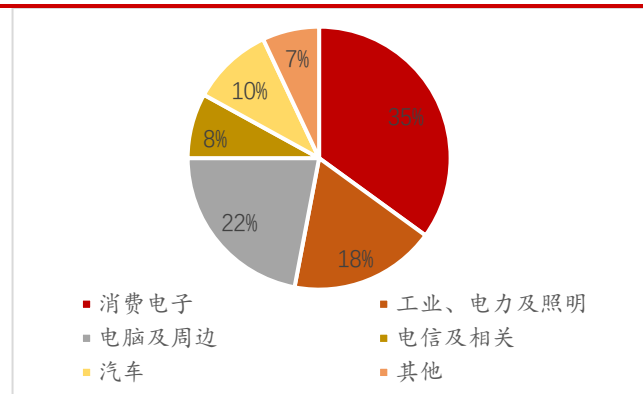
铝电解电容器优点显著，消费电子产品是最大应用市场。铝电解电容器是由铝圆筒作负极以及一片弯曲的铝带作正极，同时里面注有液体电解质而制成。铝电解电容器因其具有体积小、储存电量大、性价比高等显著优点，已广泛应用于消费类电子产品、电脑及周边产品、汽车工业及电子通信等领域。从我国 2019 年铝电解电容器的应用领域分布来看：消费类电子产品占 35%左右，是铝电解电容器的最大市场；其次是电脑及周边产品占 22%左右；工业、电力和照明领域占 18%的比例。

图 20 2019 年中国各类电容器市场占比



资料来源：中国产业信息网，华西证券研究所

图 21 2019 年中国铝电解电容器应用领域占比情况

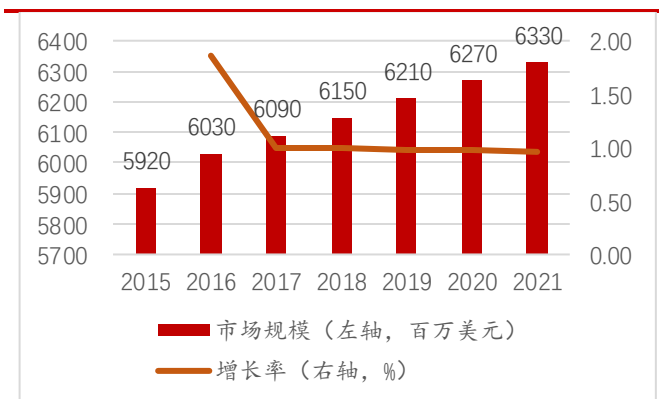


资料来源：中国产业信息网，华西证券研究所

以平板电视、笔记本电脑、数码相机等产品为主的消费类电子产品产销量持续增长，推动全球铝电解电容器市场规模扩大。《2017 年版中国铝电解电容器用化成箔市场竞争研究报告》显示，全球铝电解电容器市场规模预计由 2015 年的 59.2 亿美元上升至 2021 年的 63.3 亿美元。目前，日本、中国台湾地区、韩国和中国大陆是全球铝电解电容器的主要生产地。

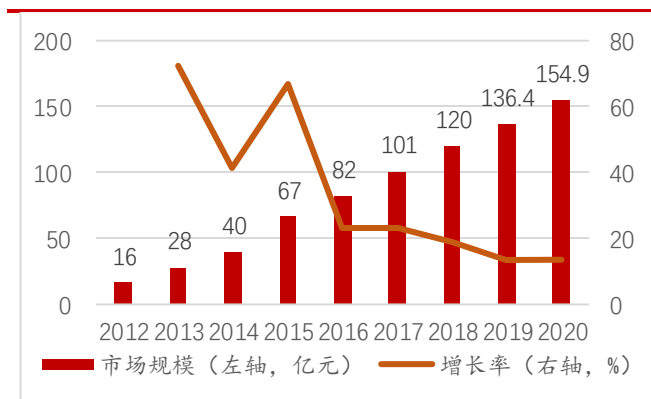
国内超级电容器市场渗透率较低，发展潜力巨大。超级电容器是一种新型储能装置，其具有充电时间短、使用寿命长、温度特性好、节约能源和绿色环保等特点。超级电容器作为高效储能器件，广泛应用于国防军工、轨道交通、城市公交、发电与智能电网、消费电子等重要领域。中商产业研究院数据显示，2012 年我国超级电容器市场规模仅为 16.3 亿元，至 2020 年市场规模上升至 154.9 亿元，2012-2020 年行业的年复合增长率达 32.51%，增长势头良好。

图 22 2015-2021 全球铝电解电容器销售规模及增长情况



资料来源：中国电子元件行业协会信息中心，华西证券研究所

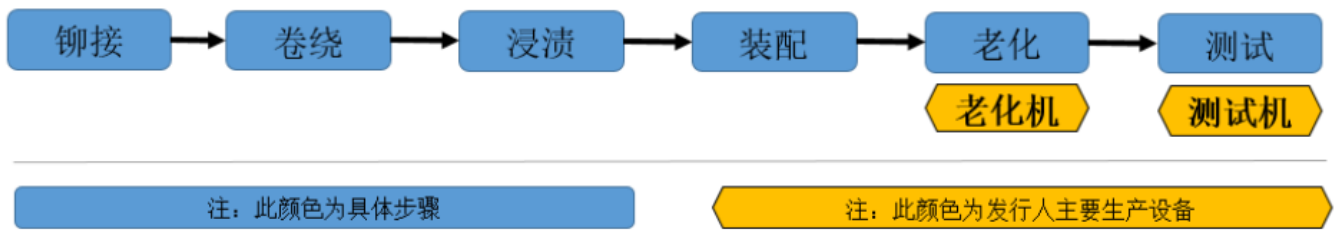
图 23 2012-2020 年中国超级电容市场规模及增长率



资料来源：中商产业研究院，华西证券研究所

电容器生产工艺流程可以分为铆接、卷绕、浸渍、装配、老化及测试等环节；超级电容器在结构上与电容器非常相似，它们的主要区别在于电极材料，其中电容器的老化和测试是公司电容器设备应用的主要环节。

图 24 在超级电容器行业，公司主要产品为老化机和测试机



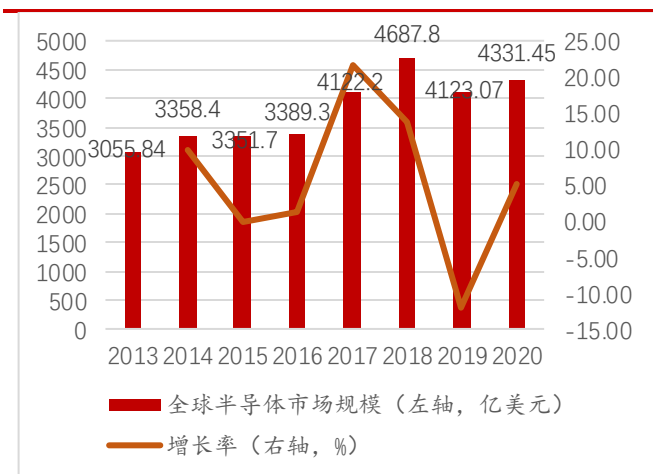
资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

### 2.3. 半导体产业及动力锂电池需求旺盛，半导体封装测试、锂电池发展强劲

3C 电子产品需求不断增加，叠加以云计算、大数据、物联网、新能源及可穿戴设备等为主的新兴应用领域强劲需求，全球半导体产业恢复增长。全球半导体贸易统计组织（WSTS）统计数据显示，2013 年全球半导体销售额达 3,055.84 亿美元。在经历 2015 年小幅下跌后，2016 年开始恢复增长，2018 年全球半导体销售额达 4,687.78 亿美元，同比增长 13.72%，2019 年受存储价格下跌影响，全球半导体行业出现下滑，2020 市场预计增长 5.05%，达到 4,331.45 亿美元。

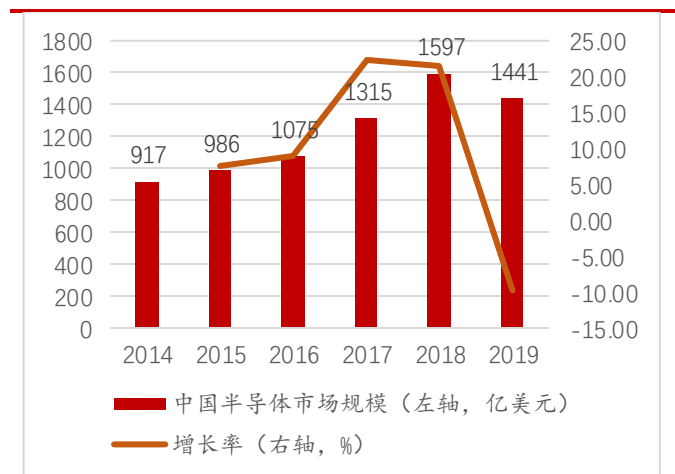
中国电子产品生产及消费市场庞大，衍生出了巨量半导体器件需求。根据 WSTS、前瞻产业研究院统计数据，我国半导体市场规模由 2014 年的 917 亿美元增长到 2019 年的 1,441 亿美元，年复合增长率达到 9.46%，为我国半导体设备制造行业带来机遇。

图 25 2013 年-2020 年全球半导体市场规模及增长率



资料来源：WSTS，华西证券研究所

图 26 2014 年-2019 年中国半导体市场规模及增长率



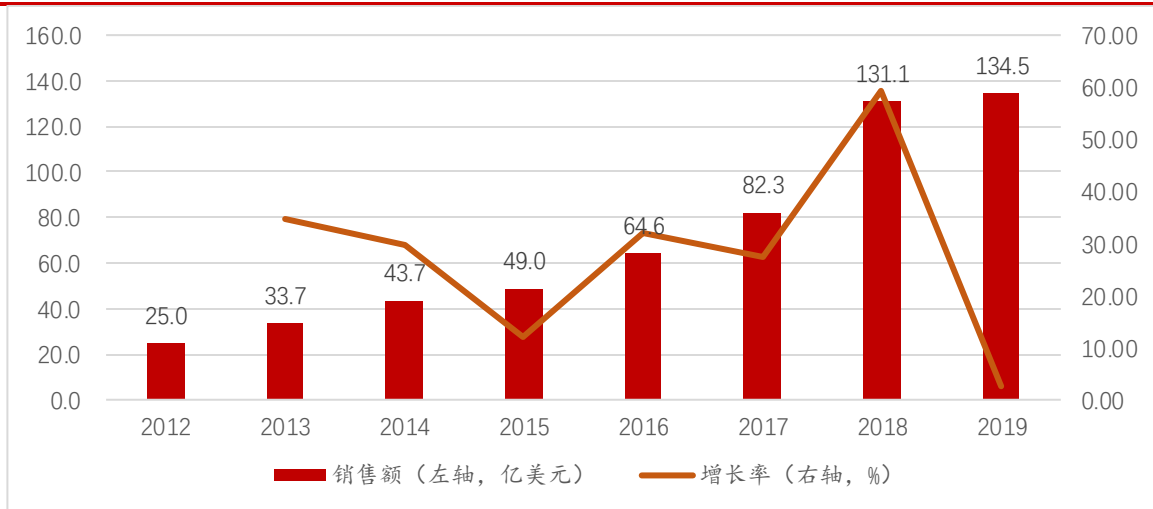
资料来源：WSTS，前瞻产业研究院，华西证券研究所

封装测试设备的市场需求大，半导体封测行业的快速发展，带动了我国半导体封测设备企业的发展。同时，我国芯片设计产业亦保持快速发展势头，国内设计业的崛起将为国内晶圆制造、封装测试企业及其设备供应商带来更多的机会。中国半导体行业协会的数据显示，2019 年我国半导体封测行业销售收入为 2349.70 亿元，同比增长 7.10%。2019 年，大陆封测企业数量已经超过了 120 家，市场规模从

2010 年的 632.00 亿元，增长至 2019 年的 2349.70 亿元，年均复合增速为 15.71%。

全球半导体制造重心向中国大陆转移，我国大陆地区半导体专用设备销售保持增长态势。英特尔、三星等国际知名公司陆续在我国大陆地区投资建厂，同时在集成电路产业投资基金的引导下，我国大陆集成电路生产线建设热情高涨，密集的集成电路产线投资，将带来半导体设备市场的迅速扩张。根据 SEMI 统计，继 2018 年超过中国台湾地区成为全球第二大市场后，2019 年我国大陆地区半导体专用设备销售规模达到 134.5 亿美元，SEMI 预计未来我国大陆地区半导体专用设备市场仍将保持增长态势，2020 年市场规模将达 145.0 亿美元。

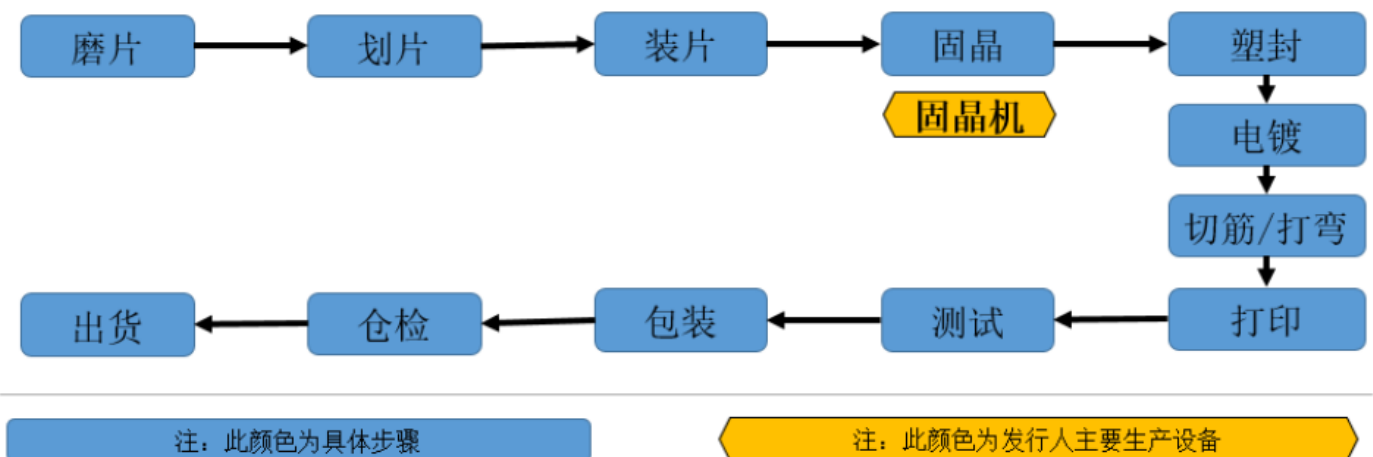
图 27 2012-2019 年我国大陆地区半导体专用设备销售额及增长率（亿美元，%）



资料来源：SEMI、智研咨询，华西证券研究所

半导体封装是指将通过测试的晶圆按照产品型号及功能需求加工得到独立芯片的过程，封装主要起到保护芯片、支撑芯片、将芯片电极与外界电路连通及保证芯片的可靠性等作用，半导体封装测试工艺流程中的固晶是公司半导体设备应用的主要环节。

图 28 在半导体行业，公司主要产品为封装环节中的固晶机

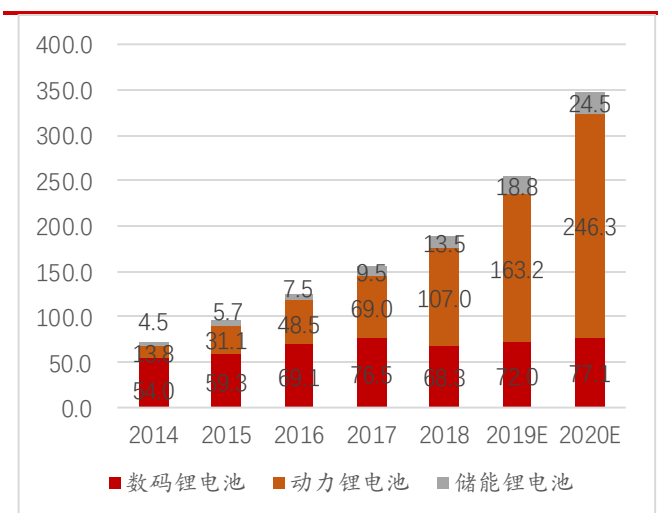


资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

受到下游新能源汽车的带动，动力锂电池的产量保持高速增长态势，成为增长最为强劲的细分领域。全球锂电池的生产呈现较快的增长的趋势。根据高工产研锂电研究所（GGII）数据，2014 年全球锂电池的产量为 72.30GWh，至 2018 年全球锂电池的产量达 188.80GWh，2014-2018 年全球锂电池行业年复合增长率为 27.12%。在 2018 年全球锂电池产量数据中，数码锂电池的产量达到 68.30GWh，动力锂电池产量达到 107.00GWh，储能锂电池产量达到 13.50GWh。数码类锂电产品市场增速逐渐放缓，占比在逐年下降。未来，全球锂电池市场将保持高增长的态势，预计到 2020 年，产量将达到 347.90GWh，其中动力电池产量将突破 246.30GWh。

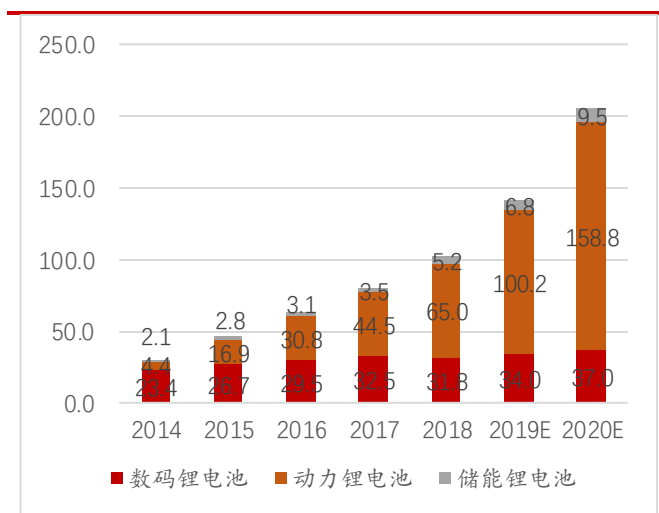
我国已成为全球锂电池最主要的生产国之一。近年来，我国锂电池产业保持高速增长。根据高工产研锂电研究所（GGII）数据，2014 年我国锂电池的产量为 29.90GWh，至 2018 年我国锂电池的产量达 102.00GWh，在全球产量占比达 54.03%，2014-2018 年我国锂电池行业年复合增长率为 35.90%。当下，锂电池在传统类电子产品上的需求趋于稳定，在动力领域和储能领域快速发展，特别是在动力电池领域，锂电池需求持续强劲增长。未来几年，锂离子电池市场整体趋势向好，预计到 2020 年，中国锂离子电池市场产量将达 205.30GWh，其中动力电池将成为主要的增长点，产量将达到 158.80GWh。

图 29 2014 年-2020 年全球锂电池产量结构（GWh）



资料来源：高工锂电，华西证券研究所

图 30 2014 年-2020 年中国锂电池产量结构（GWh）

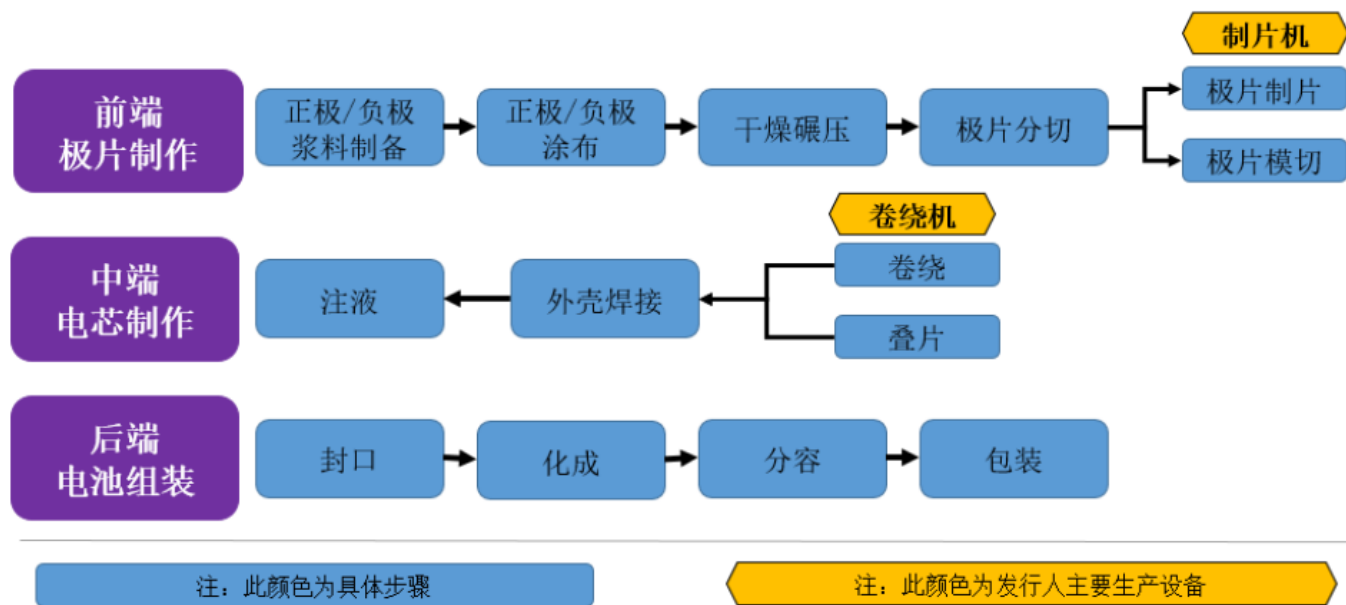


资料来源：GGII，华西证券研究所

锂电池生产工艺可以分为前端极片制作、中端电芯制作和后端电池组装三个部分，其中极片制作和电芯制作是公司锂电池设备应用的主要环节。



图 31 在锂电行业，公司主要产品为制片机、卷绕机



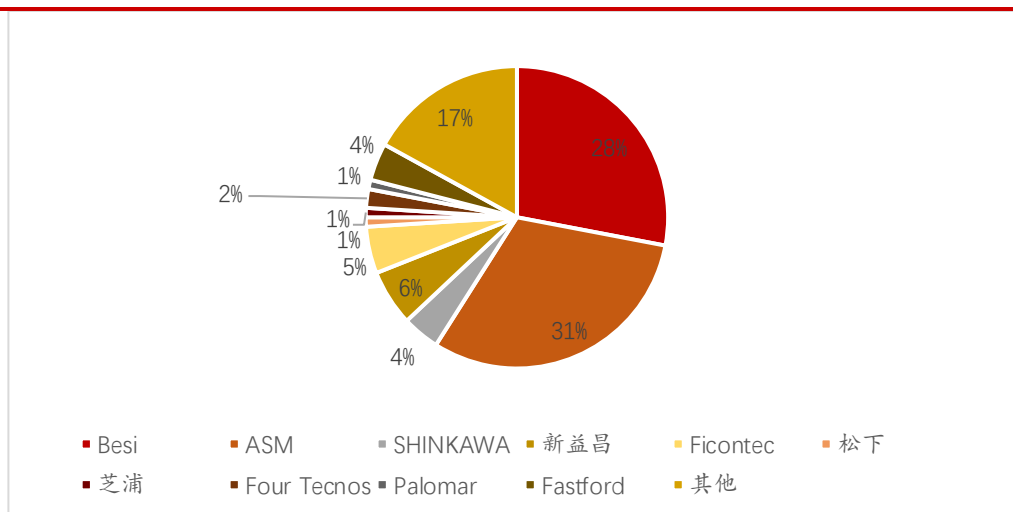
资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

### 3. 国内 LED 固晶机龙头，泛半导体固晶领域持续发力

#### 3.1. 国内 LED 固晶机市占率高，技术水平先进

公司 LED 固晶机领域全球市占率第三，铝电解电容器老化测试设备领域具有较高的市场占有率。根据高工产业研究院 (GGII) 的数据显示，在 2015 年中国 LED 封装设备 10 强企业的排名中，公司排名第一；根据法国市场研究与战略咨询公司 Yole Development 发布的《2019 年固晶机市场报告》(Die Attach Equipment Market Report 2019)，2018 年全球固晶设备（应用领域包括 LED、半导体、光电子等）中公司的市场占有率为 6%，在全球固晶设备市场排名第三，是国内 LED 固晶机领域的领先者，全球市场参与者情况如下：

图 32 2018 年固晶机设备市场份额



资料来源: Yole Development, 华西证券研究所

**2018 年公司 LED 固晶机全球市场份额 28%，国内市场占有率超 75%。**根据 2018 年 LED 固晶机市场规模 2.74 亿美元以及公司 2018 年 LED 固晶机收入 5.23 亿元人民币测算，2018 年公司 LED 固晶机的全球市场份额为 28%。

根据高工 LED 网于 2020 年 5 月发布的文章《市场占有率超 75%，国产封装设备唱主角》显示：“高工 LED 和 GGII 在调研中就新益昌相关固晶机的市场占有率做了初步统计，数据显示，截至目前，新益昌在固晶机市场的占有率已经超过 70%，客户普及率也已超过 9 成。”

表 2 LED 固晶机行业主要企业

序号	公司名称	所属地区	公司简介
1	ASMPT	中国香港	成立于 1975 年，注册资本 5,000 万元港币，ASMPT 是半导体和发光二极管行业的集成和封装设备供应商，专注于设计、制造及销售半导体工业所用之器材、工具及物料，主要产品包括金线及铝线焊接机、管芯焊机、晶积度焊珠距阵分离系统、焊接机 LED 设备、高精度之激光二极管焊机等
2	微恒自动化	中国大陆	深圳市微恒自动化设备有限公司成立于 2008 年 5 月，注册资本 2,000 万元人民币，微恒自动化专业从事焊线机、固晶机的研发生产销售，主要产品为 LED 固晶机、二极管固晶机、自动焊线机和手动焊线机
3	凯格精机	中国大陆	东莞市凯格精机股份有限公司成立于 2005 年 5 月，注册资本 5,700 万元人民币，凯格精机主要从事自动化精密装备的研发、生产、销售及技术支持服务，生产的自动化精密装备主要应用于电子工业制造领域的电子装联环节及 LED 封装环节，主要产品为锡膏印刷设备，同时经营有点胶设备、柔性自动化设备及 LED 固晶机和焊线机
4	先进光电	中国大陆	先进光电器材（深圳）有限公司成立于 2007 年 2 月，注册资本为 1,000 万港元，先进光电专业从事 LED 封装设备的开发、生产和销售，主营产品为 LED 固晶机、焊线机等
5	新益昌	中国大陆	深圳新益昌科技股份有限公司成立于 2006 年 6 月 28 日，主要从事 LED、电容器、半导体、锂电池等行业智能制造装备的研发、生产和销售，为客户实现智能制造提供先进、稳定的装备及解决方案。经过多年的发展和积累，公司已经成为国内 LED 封装、电容器老化测试智能制造装备领域的领先企业

资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

用速度、精度、稳定性三个维度衡量 LED 固晶机技术水平。公司从两个层次对各类 LED 固晶机关键技术指标所处水平进行评判，一是通过行业地位，间接评判公司总体的技术水平；二是与国内外市场认可度较高的先进厂商同类或相似产品进行对比，评判公司相关产品的技术水平。

表 3 公司与 ASMPT 产品技术指标的对比情况

项目	新益昌	ASMPT
产品种类	LED 固晶机（双头）	LED 固晶机（双头）
产品型号	GT100	AD50Plus
精度指标	XY 位置精准度	±1.5mil
	晶片旋转	±5°
速度指标	固晶周期	50ms
晶片尺寸	3mil*3mil-80mil*80mil	3mil*3mil-50mil*50mil

资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

### 3.2. 电容器老化测试设备领域，已成为国内知名客户首选品牌之一

公司在国内铝电解电容器老化测试设备领域具有较高的市场占有率。铝电解电容器老化测试设备领域主要企业有华冠科技、南通天禾、南通巨友、东莞佑翔、新益昌等。在电容器设备领域，已成为国内知名电容器厂商首选的设备品牌之一。

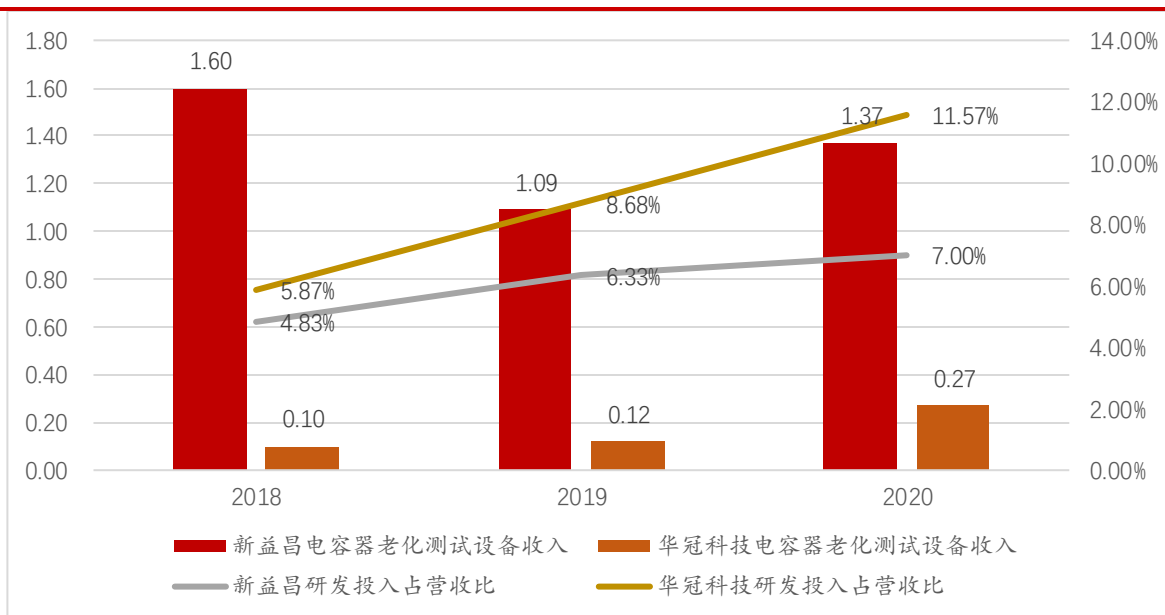
表 4 铝电解电容器老化测试设备领域主要企业

序号	公司名称	所属地区	公司简介
1	华冠科技	中国大陆	珠海华冠科技股份有限公司是研发设计光机电精密机械设备的高新技术企业，成立于 2001 年 12 月，注册资本 4,500 万元人民币。华冠科技专业从事锂电池生产设备，铝电解电容器、片式电解电容器、固态电容器生产设备等的研发、生产、销售和技术服务业务
2	南通天禾	中国大陆	南通天禾机械科技有限公司是一家专著于铝电解电容器全自动生产设备研发与制造的科技型企业，成立于 2004 年 3 月，注册资本 228 万美元。南通天禾主营产品为全系列铝电解电容器自动化生产设备，尤其在高分子固态铝电解电容器、片式铝电解电容器、大径铝电解电容器等自动化生产设备研发制造
3	南通巨友	中国大陆	南通巨友自动化设备有限公司成立于 2008 年 12 月，注册资本 500 万元人民币。南通巨友主要经营范围是自动化电子机械设备生产、销售及进出口业务，主要产品有电容器自动化设备、全自动洗车设备、非标自动化设备等自动化生产设备研发制造
4	东莞佑翔	中国大陆	东莞佑翔机械科技有限公司是一家专业生产电解电容器设备及其他智能自动化设备研发制造商，成立于 2015 年 12 月，注册资金 100 万美元。东莞佑翔专注生产各类高端新型电容器智能化设备，主营产品为老化选别机、卷取机、座板机、测试机、超电老化选别机、包装机、提升机等设备的研发制造
5	新益昌	中国大陆	深圳新益昌科技股份有限公司成立于 2006 年 6 月 28 日，主要从事 LED、电容器、半导体、锂电池等行业智能制造装备的研发、生产和销售，为客户实现智能制造提供先进、稳定的装备及解决方案。经过多年的发展和积累，公司已经成为国内 LED 封装、电容器老化测试智能制造装备领域的领先企业

资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

与国内可比上市厂商华冠科技对比，公司电容器老化测试设备收入规模大，研发投入占营收比低。2018-2020 年营收为 1.60、1.09、1.37 亿元，同时期华冠科技电容器老化测试设备分部收入为 0.10、0.12、0.27 亿元。公司 2018-2020 年研发投入占营收比为 4.83%、6.33%、7.00%，同时期华冠科技为 5.87%、8.68%、11.57%。

图 33 公司与电容器老化测试设备厂商收入与研发投入指标对比（单位：亿元、%）

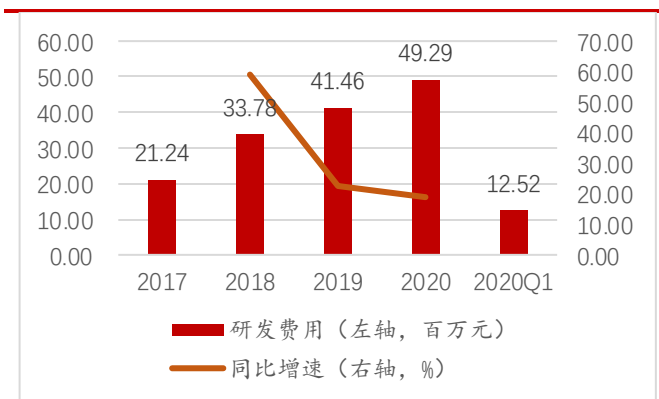


资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

### 3.3. 重视研发投入，积累行业优质客户资源

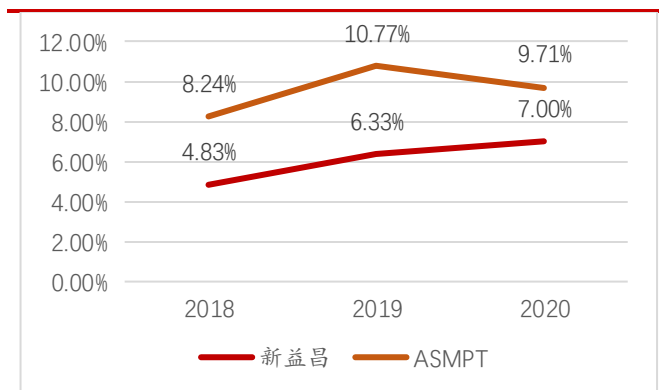
公司重视研发投入，研发费用逐年上升，研发费用率低于可比企业 ASMPT。公司将研发实力的提升作为进一步加强公司核心竞争力的途径之一。2018 年、2019 年及 2020 年，公司研发费用率分别为 4.83%、6.33%及 7.00%，呈逐年上升的趋势，但相较于 ASMPT 的 2018 年、2019 年及 2020 年的研发费用率 8.24%、10.77%及 9.71%，仍相对较低。无论是经营规模和资金实力，公司较 ASMPT 均具有相当大的差距，公司仍处于积蓄实力的阶段，在重视研发投入的基础上也需要兼顾其他方面对于资金的需求。

图 34 公司研发费用逐年提高



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 35 公司研发费用率低于行业可比公司



资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

公司积累丰富客户资源和良好口碑，成为国内外许多知名企业的优选合作伙伴。在 LED 领域，公司的客户包括国星光电、东山精密、兆驰股份、三安光电、华天科技、鸿利智汇、瑞丰光电、雷曼光电、厦门信达、晶台股份等知名公司，并与国际知

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

名厂商 SAMSUNG、亿光电子等保持良好合作；在电容器领域，公司的客户涵盖了艾华集团、江海股份等知名公司；在半导体设备领域，公司的客户包括晶导微、灿瑞科技、扬杰科技、通富微、固得电子等知名公司。在与知名企业合作过程中，公司产品口碑不仅保证了现有客户的认同和持续合作，还获取了更多客户的关注和合作机会。

表 5 铝电解电容器老化测试设备领域主要企业

客户类型	客户名称	备注
LED 固晶机客户群体	SAMSUNG	一家业务涉及电子、金融、机械、化学等行业的跨国企业集团
	亿光电子	1983 年创立于台湾台北，在全球 LED 产业中具有关键性地位
	国星光电	专业从事研发、生产、销售 LED 及 LED 应用产品的国家高新技术企业、国家火炬计划重点高新技术企业
	东山精密	公司主要面向包括通讯设备、新能源、精密机床制造等行业客户提供包括精密钣金件、精密铸件和组配产品及技术服务
	厦门信达	厦门国贸控股集团有限公司的核心企业，现已形成信息科技、汽车经销、供应链三大核心业务
电容器老化测试设备客户群体	晶台股份	主要从事 LED 封装产品研发、生产、销售及相应专业服务
	艾华集团	专注铝电解电容的设计，开发，制造及销售；同时生产铝箔与设备制造
	江海股份	公司主要从事电容器及其材料、配件的研发、生产、销售和服务，国内铝电解电容龙头，深耕铝电解电容 60 年
半导体固晶机客户群体	丰宾电子	主营片式电容器及其它电容器
	晶导微	专业从事制造、加工半导体芯片及材料、封装产品；电子器件和产品销售及应用技术服务；半导体器材设计；货物及技术进出口的企业，产品主要用于 LED 灯、手机充电器、仪器仪表等设备

资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

募集项目围绕公司主营业务展开，致力于全面提升公司的生产服务能力和研究开发能力，强化公司产品竞争力。本次募集资金拟投资建设的“新益昌智能装备新建项目”将一方面用于现有生产资源转移，另一方面用于公司规模扩张增加生产能力，以增强公司的持续盈利能力，为公司获取更大的市场份额奠定基础。

表 6 拟投资项目资金需求情况（单位：万元）

序号	项目名称	项目投资总额	拟募集资金投资额
1	新益昌智能装备新建项目	43095.08	31095.08
2	新益昌研发中心建设项目	12103.65	12103.65
3	补充流动资金	12000.00	12000.00

资料来源：公司招股说明书，华西证券研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

结合下游行业发展及公司新产品研发拓展情况，我们预计公司 2021-2023 年收入分别为 10.2、13.4、17.4 亿元，分别同比增长 44.82%、31.37%、29.85%，归母净利润分别为 1.9、2.83、3.72 亿元，分别同比增长 76.9%、48.6%、31.6%。与可比公司相比，首次覆盖给予“买入”评级。

表 7 公司收入拆分预测 (百万元, %)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	698.93	655.30	704.33	1020	1340	1740
yoy (%)	38.43%	-6.24%	7.48%	44.82%	31.37%	29.85%
毛利率 (%)	32.04%	36.16%	36.28%	38.79%	40.21%	40.95%
毛利	223.94	236.97	255.51	395.7	538.8	712.5
其中:						
LED 封装设备	523.30	491.83	509.48	720	900	1100
yoy (%)	39.52%	-6.01%	3.59%	41.32%	25.00%	22.22%
毛利率 (%)	35.83%	40.39%	37.39%	41%	42%	42%
毛利	187.51	198.63	190.47	295.2	378	462
电容器设备	159.81	109.05	137.15	180	240	320
yoy (%)	68.84%	-31.76%	25.77%	31.24%	33.33%	33.33%
毛利率 (%)	20.12%	21.44%	28.50%	30%	32%	35%
毛利	32.15	23.38	39.08	54	76.8	112
半导体封装设备	1.72	22.68	21.70	40	80	150
yoy (%)	-80.02%	1218.60%	-4.32%	84.33%	100.00%	87.50%
毛利率 (%)	50.89%	31.91%	49.90%	55%	55%	55%
毛利	0.87	7.24	10.83	22	44	82.5
锂电池设备	1.10	8.00	18.54	50	80	120
yoy (%)		627.27%	131.75%	169.69%	60.00%	50.00%
毛利率 (%)	5.17%	19.54%	22.49%	25%	30%	30%
毛利	0.06	1.56	4.17	12.5	24	36
其他	13.00	23.73	17.46	30	40	50
毛利率 (%)				40%	40%	40%
毛利				12	16	20

资料来源: Wind, 华西证券研究所

表 8 可比公司估值对比

可比公司	总市值 (亿元)	最新收盘 价 (元)	EPS (元)				PE			
			2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
华峰测控	197.7	323.2	3.40	5.01	6.94	9.27	95.0	64.5	46.6	34.9
长川科技	118.7	37.8	0.27	0.42	0.61		140.1	89.3	61.9	
先导智能	802.1	88.4	0.87	1.54	2.14	2.71	101.5	57.3	41.4	32.6
平均			1.51	2.33	3.23	5.99	112.2	70.4	49.9	33.8
新益昌	84.2	82.4	1.05	1.86	2.77	3.64	78.5	44.3	29.7	22.6

资料来源: Wind, 华西证券研究所。注: 华峰测控、长川科技、先导智能 EPS 数据来自 Wind 一致预期。

## 5. 风险提示

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

1) 重要下游行业波动导致公司订单变化的风险。

公司重要下游包括 LED、半导体、新能源汽车、电容器等，如果其中某个下游波动，会导致公司订单变化、从而影响公司业绩。

2) 疫情超预期影响公司重要核心部件进口的风险。

公司重要核心部件中，驱动器、导轨、电机、运动控制卡、高精度读数头及电磁阀于 2020 年的自产率分别为 69.48%、15.30%、21.39%、24.17%、87.40%及 11.08%，外购率分别为 30.52%、84.70%、78.61%、75.83%、12.60%及 88.92%，若未来公司外购核心零部件不能及时供货，将对公司产生不利影响。

3) 新产品研发或拓展进度不及预期的风险。电子行业更新换代快，公司新产品研发或拓展进度存在一定不确定性，如果公司新产品的发展情况不及预期，将对公司未来发展产生不利影响。



## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	704	1,020	1,340	1,740	净利润	108	190	283	372
YoY (%)	7.5%	44.8%	31.3%	29.9%	折旧和摊销	11	15	12	14
营业成本	449	625	801	1,028	营运资金变动	-20	-208	-161	-234
营业税金及附加	5	7	9	12	经营活动现金流	121	4	141	159
销售费用	42	63	82	107	资本开支	-63	-139	-128	-134
管理费用	23	54	64	87	投资	2	0	0	0
财务费用	6	5	-2	-2	投资活动现金流	-61	-139	-128	-134
资产减值损失	-9	0	0	0	股权募资	0	26	0	0
投资收益	0	0	0	0	债务募资	88	0	0	0
营业利润	122	220	323	428	筹资活动现金流	3	493	-6	-6
营业外收支	0	0	0	0	现金净流量	64	359	7	19
利润总额	122	220	323	428	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
所得税	14	30	41	56	<b>成长能力</b>				
净利润	108	190	283	372	营业收入增长率	7.5%	44.8%	31.3%	29.9%
归属于母公司净利润	108	190	283	372	净利润增长率	22.5%	76.9%	48.6%	31.6%
YoY (%)	22.5%	76.9%	48.6%	31.6%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	1.05	1.86	2.77	3.64	毛利率	36.3%	38.8%	40.2%	40.9%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	净利率率	15.3%	18.6%	21.1%	21.4%
货币资金	81	440	446	465	总资产收益率 ROA	8.3%	9.1%	10.4%	11.0%
预付款项	5	5	8	9	净资产收益率 ROE	18.7%	14.4%	16.9%	17.4%
存货	396	533	696	885	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	540	675	945	1,179	流动比率	<b>1.61</b>	<b>2.37</b>	<b>2.16</b>	<b>2.18</b>
流动资产合计	1,023	1,653	2,095	2,538	速动比率	0.94	1.57	1.39	1.38
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.13	0.63	0.46	0.40
固定资产	43	118	203	311	资产负债率	55.5%	37.2%	38.6%	36.8%
无形资产	32	48	55	67	<b>经营效率</b>				
非流动资产合计	269	446	635	846	总资产周转率	0.55	0.49	0.49	0.51
资产合计	1,292	2,099	2,730	3,383	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	56	56	56	56	每股收益	1.05	1.86	2.77	3.64
应付账款及票据	378	422	608	738	每股净资产	5.63	12.91	16.40	20.93
其他流动负债	199	219	307	369	每股经营现金流	1.19	0.04	1.38	1.55
流动负债合计	633	697	972	1,162	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	74	74	74	74	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	10	10	10	10	PE	78.27	44.24	29.77	22.62
非流动负债合计	83	83	83	83	PB	0.00	6.38	5.03	3.94
负债合计	717	780	1,055	1,245					
股本	77	102	102	102					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	575	1,319	1,675	2,138					
负债和股东权益合计	1,292	2,099	2,730	3,383					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

刘菁：八年实业工作经验，其中两年研发，三年销售，三年管理，涉足新能源汽车、光伏及机器人行业。五年券商工作经验，其中2015年新财富评选中小盘第一名核心成员，2016年水晶球评选机械行业第一名，2017年水晶球评选30金股第一名。

俞能飞：厦门大学经济学硕士，从业5年，曾在国泰君安证券、中投证券等研究所担任分析师，作为团队核心成员获得2016年水晶球机械行业第一名，2017年新财富、水晶球等中小市值第一名。目前专注于半导体设备、自动化、汽车电子、机器人、工程机械等细分行业深度覆盖。

田仁秀：毕业于上海交通大学，工学硕士，能源动力方向；专注于高端制造研究，重点覆盖光伏设备、锂电设备、激光、油服板块。

毛冠锦：复旦大学金融硕士，2021年加入华西证券。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。