

## 晶瑞转 2，国内微电子化学品行业的领先企业

证券研究报告

2021 年 08 月 15 日

### 申购建议：积极申购

作者

 孙彬彬 分析师  
 SAC 执业证书编号：S1110516090003  
 sunbinbin@tfzq.com

 乔敏 联系人  
 qiaomin@tfzq.com

#### 申购分析：

1. 晶瑞转 2 发行规模 5.23 亿元，债项与主体评级为 A+/A+级；转股价 50.13 元，截至 2021 年 8 月 13 日转股价值 103.73 元；各年票息的算术平均值为 1.03 元，到期补偿利率 7%，属于新发行转债较低水平。按 2021 年 8 月 13 日 6 年期 A+级中债企业到期收益率 9.00%的贴现率计算，债底为 67.97 元，纯债价值较低。其他博弈条款均为市场化条款，若全部转股对总股本的摊薄压力为 3.06%，对流通股本的摊薄压力为 3.63%，对现有股本摊薄压力较小。
2. 截至 2021 年 8 月 13 日，公司前三大股东新银国际有限公司、李虎林、徐萍分别持有占总股本 18.63%、6.23%、4.67%的股份，控股股东未承诺优先配售，根据现阶段市场打新收益与环境来预测，首日配售规模预计在 69%左右。剩余网上申购新债规模为 1.62 亿元，因单户申购上限为 100 万元，假设网上申购账户数量介于 750-850 万户，预计中签率在 0.0019%-0.0022%左右。
3. 公司所处行业为其他化学原料（申万三级），从估值角度来看，截至 2021 年 8 月 13 日收盘，公司 PE(TTM)为 185.05 倍，在收入相近的 10 家同业企业中远高于同业平均水平，市值 177.14 亿元，高于同业平均水平。截至 2021 年 8 月 13 日，公司今年以来正股上涨 175.51%，同期行业指数上涨 93.61%，万得全 A 上涨 5.93%，近 100 周年化波动率为 74.20%，股票弹性较高。公司目前股权质押比例为 0.00%，无股权质押风险。其他风险点：1. 市场需求波动风险；2. 市场竞争风险；3. 环保风险；4. 供应商变动风险；5. 原材料价格波动风险。
4. **晶瑞转 2 规模较小，债底保护较低，平价高于面值，市场或给予 9% 的溢价，预计上市价格为 113 元左右，建议积极参与新债申购。**

**风险提示：** 违约风险、可转债价格波动甚至低于面值的风险、发行可转债到期不能转股的风险、摊薄每股收益和净资产收益率的风险、本次可转债转股的相关风险、信用评级变化的风险、正股波动风险、上市收益溢价低于预期

#### 近期报告

- 1 《固定收益：天合转债，大硅片时代的领航者 - 申购建议：积极申购》 2021-08-13
- 2 《固定收益：7 月：广义基金配置力量凸显-2021 年 7 月中债登和上清所托管数据点评》 2021-08-13
- 3 《固定收益：怎么理解经济下行与政策跨周期的交易背景？-天风总量团队联席解读（2021-8-11）》 2021-08-12

#### 关注我们


 扫码关注  
 天风证券  
 研究所官方微信号

## 内容目录

1. 晶瑞转 2 要素表 .....	3
2. 晶瑞电材价值分析 .....	3
3. 晶瑞电材基本面分析 .....	4

## 图表目录

图 1: 晶瑞电材近年主营构成 (亿元) .....	4
图 2: 晶瑞电材主要股权关系 .....	4
图 3: 营业收入、营业成本与毛利率情况 .....	5
图 4: 期间费用率及归母净利率情况 .....	5
图 5: 流动性情况 .....	5
图 6: 公司成长性指标 .....	5
图 7: 全球半导体销售规模 .....	6
图 8: 中国集成电路市场规模及产量 .....	6
图 9: 液晶电视面板出货量 .....	6
图 10: 全球和国内面板光刻胶市场规模 .....	7
图 11: 中国光刻胶与半导体光刻胶市场规模 .....	7
图 12: 全球新能源乘用车销量 .....	7
图 13: 全球汽车用动力电池市场需求量 .....	7
图 14: 公司主要代表性客户 .....	8
图 15: 晶瑞电材与光华科技化学试剂营业收入与毛利率对比 .....	9
图 16: 晶瑞电材近 3 年 PE-Band .....	9
表 1: 晶瑞电材发行要素表 .....	3
表 2: 主要产品的产能情况 .....	8
表 3: 主要化工园区的产品种类情况 .....	8
表 4: 募集资金使用计划 (万元) .....	10

## 1. 晶瑞转 2 要素表

表 1：晶瑞电材发行要素表

代码	123124.SZ	证券简称	晶瑞转 2
公司代码	300655.SZ		
公司名称	晶瑞电材		
外部评级: 债项/主体	A+/A+		
发行额	5.23 亿元		
期限 (年)	6 年		
利率	0.20%、0.30%、0.40%、1.50%、1.80%、2.00%		
预计发行/起息日期	2021-08-16		
转股起始日期	2022-02-20		
转股价	50.13 元		
赎回条款	转股期, 15/30, 130%		
向下修正条款	存续期, 15/30, 85%		
回售条款	最后两个计息年度, 30, 70%		
补偿条款	到期赎回价格: 107 元		
原始股东股权登记日	2021-08-13		
网上申购及配售日期	2021-08-16		
申购代码/配售代码	370655 / 380655		
主承销商	国信证券		

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2. 晶瑞电材价值分析

### 转债基本情况分析

晶瑞转 2 发行规模 5.23 亿元，债项与主体评级为 A+/A+级；转股价 50.13 元，截至 2021 年 8 月 13 日转股价值 103.73 元；各年票息的算术平均值为 1.03 元，到期补偿利率 7%，属于新发行转债较低水平。按 2021 年 8 月 13 日 6 年期 A+级中债企业到期收益率 9.00% 的贴现率计算，债底为 67.97 元，纯债价值较低。其他博弈条款均为市场化条款，若全部转股对总股本的摊薄压力为 3.06%，对流通股本的摊薄压力为 3.63%，对现有股本摊薄压力较小。

### 中签率分析

截至 2021 年 8 月 13 日，公司前三大股东新银国际有限公司、李虎林、徐萍分别持有占总股本 18.63%、6.23%、4.67% 的股份，控股股东未承诺优先配售，根据现阶段市场打新收益与环境来预测，首日配售规模预计在 69% 左右。剩余网上申购新债规模为 1.62 亿元，因单户申购上限为 100 万元，假设网上申购账户数量介于 750-850 万户，预计中签率在 0.0019%-0.0022% 左右。

### 申购价值分析

公司所处行业为其他化学原料（申万三级），从估值角度来看，截至 2021 年 8 月 13 日收盘，公司 PE(TTM)为 185.05 倍，在收入相近的 10 家同业企业中远高于同业平均水平，市值 177.14 亿元，高于同业平均水平。截至 2021 年 8 月 13 日，公司今年以来正股上涨 175.51%，同期行业指数上涨 93.61%，万得全 A 上涨 5.93%，近 100 周年化波动率为 74.20%，股票弹性较高。公司目前股权质押比例为 0.00%，无股权质押风险。其他风险点：1. 市场需求波动风险；2. 市场竞争风险；3. 环保风险；4. 供应商变动风险；5. 原材料价格波动风险。

**晶瑞转 2 规模较小，债底保护较低，平价高于面值，市场或给予 9% 的溢价，预计上市价**

格为 113 元左右，建议积极参与新债申购。

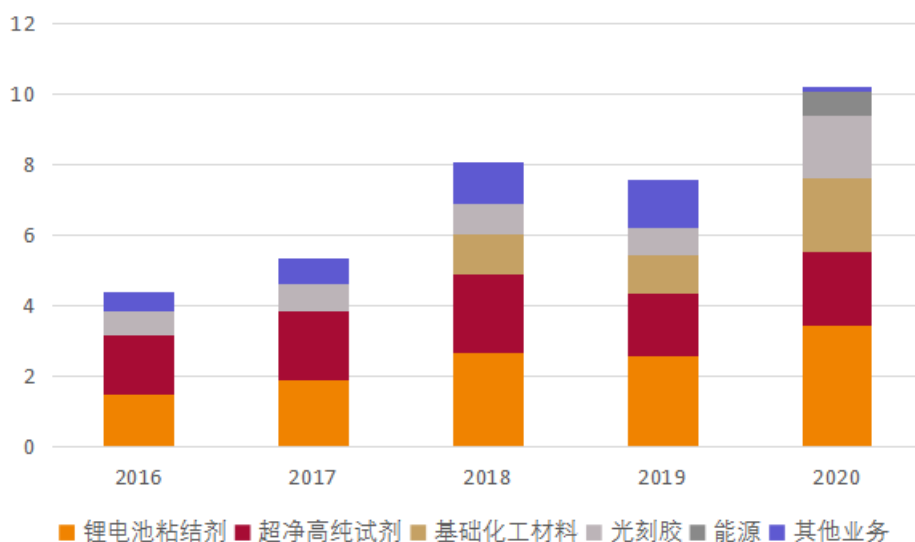
### 3. 晶瑞电材基本面分析

#### 公司是国内微电子化学品行业的领先企业

苏州晶瑞化学股份有限公司成立于 2001 年，是一家专业从事微电子化学品的产品研发、生产和销售的高新技术企业，主要生产主导产品包括超净高纯试剂、光刻胶、功能性材料和锂电池粘结剂四大类微电子化学品，广泛应用于半导体、光伏太阳能电池、LED、平板显示和锂电池等五大新兴行业，具体应用到下游电子信息产品的清洗、光刻、显影、蚀刻、去膜、浆料制备等工艺环节。

公司 2020 年实现营业收入 10.22 亿元，其中，锂电池粘结剂、超净高纯试剂、基础化工材料以及光刻胶收入占总收入比重分别为 33.68%、20.45%、20.32%、17.52%。公司经过多年研发和积累，超净高纯试剂主要产品达到国际最高纯度等级（G5），打破了国外技术垄断；光刻胶产品规模化生产近 30 年，达到国际中高级水准，是国内最早规模量产光刻胶的少数几家企业之一。

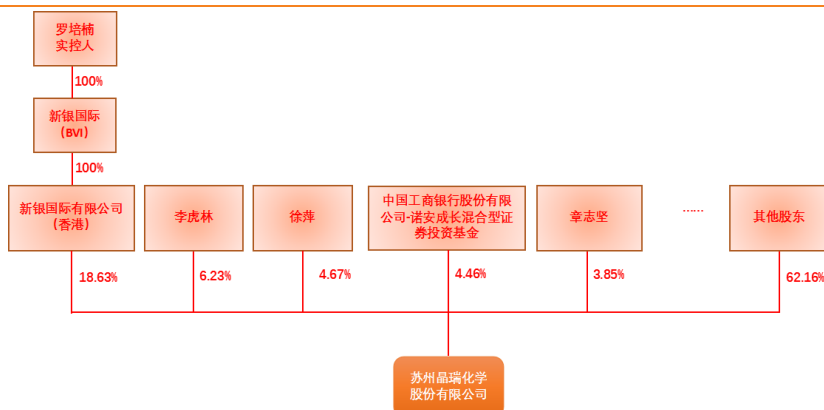
图 1：晶瑞电材近年主营构成（亿元）



资料来源：WIND，天风证券研究所

公司于 2017 年在深交所上市，实控人为罗培楠。2021 年一季报披露，前三大股东分别为：公司实际控制人兼董事罗培楠女士通过新银国际间接持股 18.63%、公司董事李虎林持股 6.23%、徐萍持股 4.67%，李虎林和徐萍系夫妻关系，为一致行动人，两人合计持有本公司 10.90%的股份。控股股东为新银国际（香港），实际控制人为罗培楠。

图 2：晶瑞电材主要股权关系

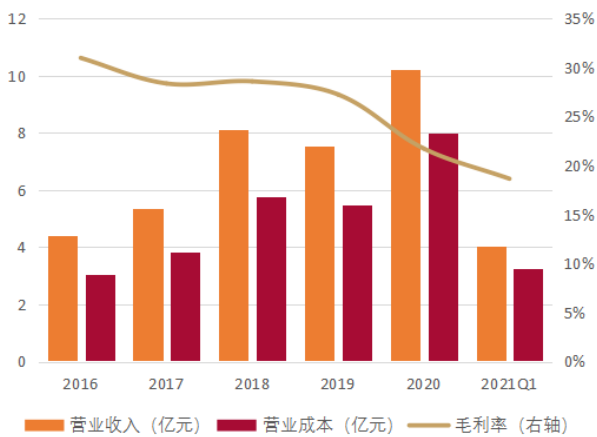


资料来源：WIND，天风证券研究所；截至 2021 年一季度

2020 年公司营业收入 10.22 亿元，同增 35.28%；毛利率 21.74%，同减 5.62 个百分点，系会计准则变更，将不属于单项履约义务的运输费用 5,528.79 万元从销售费用计入营业成本所致。分产品看，锂电池粘结剂 2020 年收入 3.44 亿元，同增 134.88%，主要系公司将载元派尔森纳入合并报表范围，新增锂电池用 NMP、电解液两大锂电池材料，导致锂电池材料收入增长；超净高纯试剂收入 2.09 亿元，同增 16.94%；基础化工材料收入 2.08 亿元，同增 89.52%，主要系公司将载元派尔森纳入合并报表范围，新增 GBL、2-P 两大锂电池材料，导致基础化工材料收入增长；光刻胶收入 1.79 亿元，同增 126.29%，得益于我国芯片制造行业国产替代进程加速，光刻胶收入增长。2021 年第一季度营收 4.03 亿元，同增 135.06%；毛利率 18.66%，同减 7.64 个百分点，主要系公司 2021 年一季度根据会计准则的要求，将运费从销售费用转列主营业务成本所致。

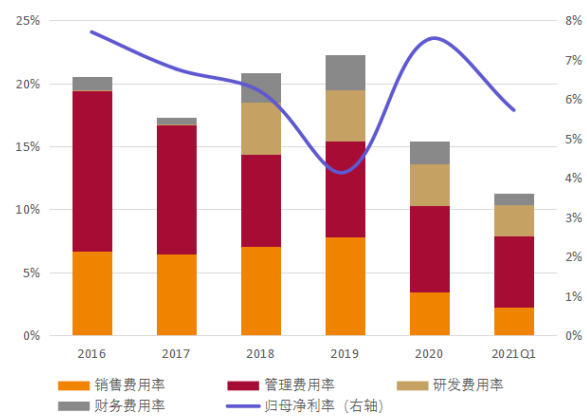
2020 年公司期间费用率 15.45%，同减 6.86 个百分点，其中销售费用率 3.44%，同减 4.38 个百分点，主要因为按照新收入准则要求，将不属于单项履约义务的运输费计入营业成本导致；管理费用率 6.82%，同减 0.76 个百分点；研发费用率 3.31%，同减 0.79 个百分点；财务费用率 1.88%，同减 0.93 个百分点。归母净利率 7.53%，同增 3.38 个百分点。2021Q1 归母净利率 5.72%，同增 3.24 个百分点。

图 3：营业收入、营业成本与毛利率情况



资料来源：WIND，天风证券研究所

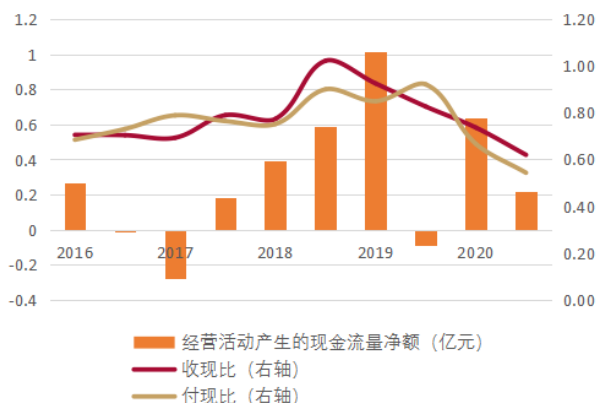
图 4：期间费用率及归母净利率情况



资料来源：WIND，天风证券研究所

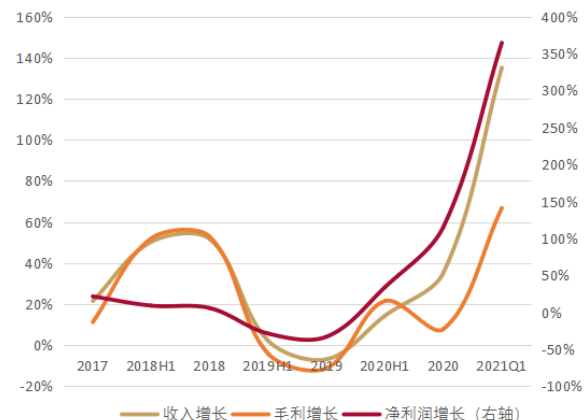
2020 年公司经营活动产生的现金流量净流入 0.64 亿元，同减 37.69%；收现比 0.74，同减 0.19；付现比 0.67，同减 0.18。2021Q1 公司经营活动产生的现金流量净流入 0.22 亿元，2020 同期为净流入 0.25 亿元。2020 年公司净利润 0.82 亿元，同增 115.63%，受益于我国半导体材料行业国产替代进程加速，下游客户需求持续增长，半导体级双氧水前期认证客户逐步规模放量，锂电池材料及基础化工材料产品布局逐步完善，公司各业务均保持持续增长态势，量价齐升，表现出良好的成长性。

图 5：流动性情况



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 6：公司成长性指标

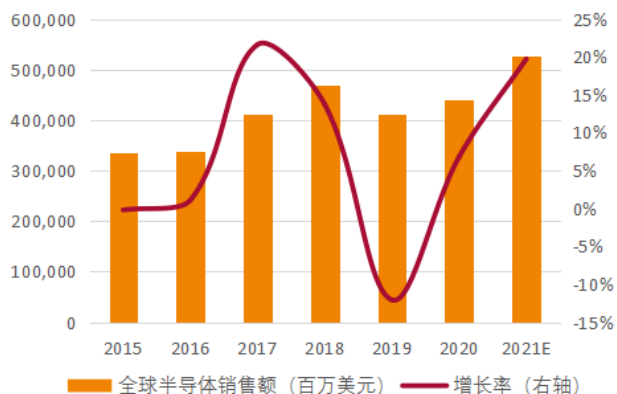


资料来源：WIND，天风证券研究所

### 国产替代进程加速，“半导体+新能源”双轮发展提供成长动力

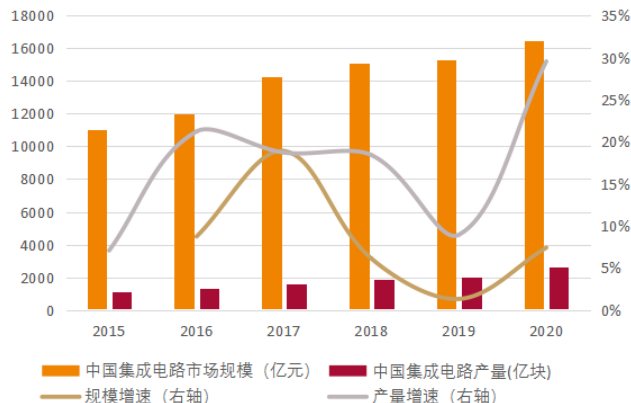
半导体产业规模快速增长，微电子化学品需求保持较高景气。据 WIND 数据显示，2006-2020 年全球半导体整体销售规模持续增长，尽管受新冠疫情影响，2020 年销售额达到 4404 亿美元，据 WIND 预计 2021 年全球半导体销售规模达 5272 亿美元，同比增长 19.72%。根据智研咨询统计，2015-2020 年，我国集成电路市场规模从 1.1 万亿元增长至 1.6 万亿元。2001-2020 年我国集成电路产量从 64 亿块增长至 2615 亿块，2020 年同比增长 29.56%。根据《中国制造 2025》预计，中国集成电路的本地产值在 2030 年预计达到 1837 亿美元，满足国内 75% 的市场需求。

图 7：全球半导体销售规模



资料来源：WIND，天风证券研究所

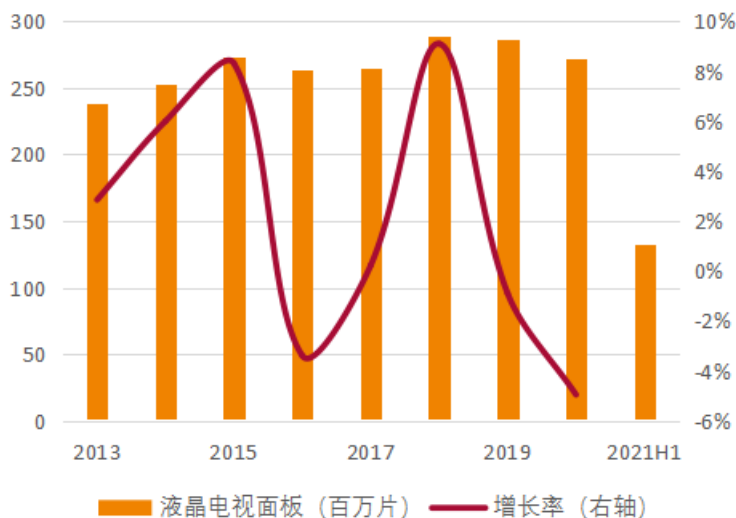
图 8：中国集成电路市场规模及产量



资料来源：国家统计局，智研咨询，天风证券研究所

高世代线平板显示持续放量，配套材料产业随国产替代化趋势获较好增长前景。从全球 TFT-LCD 产业格局来看，韩国、中国台湾、日本是全球主要的 TFT-LCD 生产地，中国大陆 TFT-LCD 产业正在快速崛起。根据 WIND 数据库统计，2009 年-2020 年国内液晶显示器出货量从 1.51 亿片增长到 2.7 亿片。2020 年中国大陆 LCD 面板、OLED 面板产能分别达 1.69 亿平米、1509 万平米。按照 80% 的产能利用率，据中国电子材料行业协会测算，2020 年 LCD、OLED 面板制造对微电子化学品的需求量分别达 42 万吨、27 万吨，行业总需求为 69 万吨，2014-2020 年复合增长率为 28.15%，中国电子材料行业协会预计未来三年将保持 25% 以上的增速。

图 9：液晶电视面板出货量



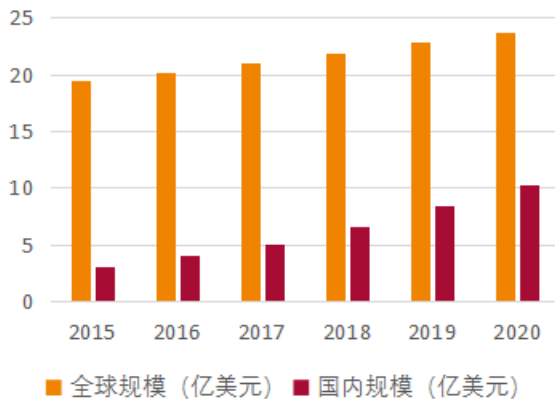
资料来源：WIND，天风证券研究所

全球 PCB、面板和半导体行业产能东移，中国光刻胶需求不断提升。据产业信息网统计



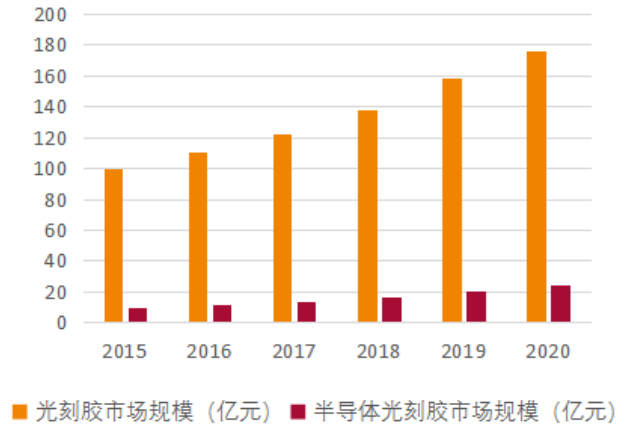
与测算, 2015-2020 年我国光刻胶市场规模从 100 亿元增至 176 亿元, 其中, 中国 PCB 产值增速持续领跑全球, 2015-2020 年中国 PCB 产值年复合增长率为 3.5%, 国内 PCB 占全球比重从 15.82% 提升到 43.04%。在半导体光刻胶领域, 2020 年国内半导体光刻胶规模为 24.8 亿元, 同比增长 19.8%。2020 年至 2022 年是中国大陆晶圆厂投产高峰期, 据智研咨询预测, 2022 年国内半导体光刻胶市场迎来高速发展, 约 55 亿元。

图 10: 全球和国内面板光刻胶市场规模



资料来源: 产业信息网, 天风证券研究所

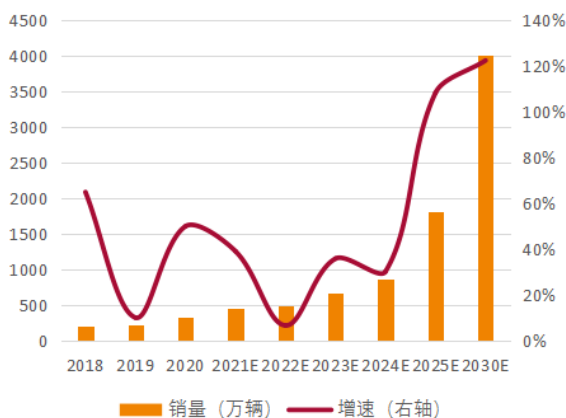
图 11: 中国光刻胶与半导体光刻胶市场规模



资料来源: 产业信息网, 天风证券研究所

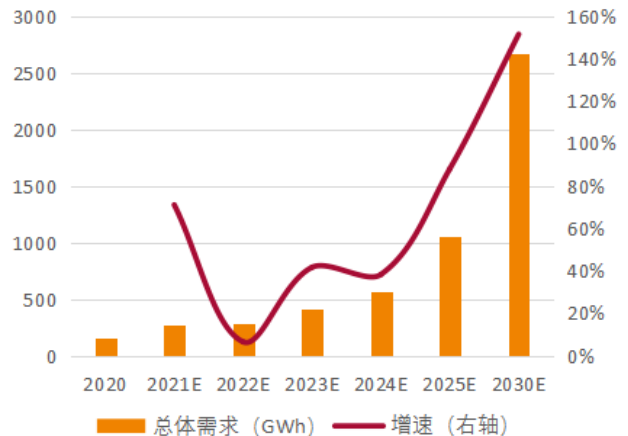
**全球新能源汽车产销量不断增长, 带动动力锂电池需求同步增加。**根据 EVTank 统计测算, 2020 年全球新能源乘用车销量 331.1 万辆, 同增 49.82%, 预计 2030 年全球新能源汽车市场销量将达到 4000 万辆, 渗透率将达到 50% 左右。根据《新能源汽车产业发展规划 (2021-2035 年)》预测, 2025 年我国新能源汽车渗透率将达到 25%, 相应的年产量为 554.6 万辆, 2020-2025 年中国新能源汽车平均复合增长率将达到 29.48%。2020 年全球动力电池需求为 158.2GWh, EVTank 预计全球动力电池需求将在 2025 年正式进入 TWh 时代, 并在 2030 年达到 2661.0GWh。

图 12: 全球新能源乘用车销量



资料来源: EVTank, 伊维经济研究院, 天风证券研究所

图 13: 全球汽车用动力电池市场需求量



资料来源: EVTank, 伊维经济研究院, 天风证券研究所

**掌握核心技术优势, 协同下游产业发展未来增长可期**

**突破国际技术壁垒, 产品协同助力市场开拓。**公司超净高纯试剂的核心产品超纯氢氟酸、盐酸、硝酸和氨水, 纯度等级已达到 SEMI G3、G4 等级, 拳头产品双氧水技术突破国际垄断, 产品品质达到 10ppt (相当于 SEMI G5 等级), 成功填补了国内空白; 苏州瑞红生产的光刻胶能够提供紫外负型光刻胶和宽谱正胶及部分 g 线、i 线正胶等高端产品, 在国内率先实现了 IC 制造商大量使用的核心光刻胶即 i 线光刻胶的量产; 新能源锂电池材料方面, 2020 年公司研发的 CMCLi 粘结剂生产线顺利落成, 实现千吨级规模量产。

产业基地加快建设，增量同时发挥就近服务优势。公司建立以下生产基地：（1）江苏苏州生产基地：发挥以上海为中心的长三角地区半导体产业区域优势；（2）眉山年产 8.7 万吨光电显示、半导体用新材料项目：响应国家西部大开发方针，产品覆盖成渝地区；（3）湖北省潜江市晶瑞（湖北）微电子材料项目：长江存储、京东方、华星光电、天马、三安光电等陆续投资湖北，公司做好布局以满足区域下游新兴产业快速发展的需求；（4）安徽年产 5.4 万吨微电子材料及循环再利用项目：扩大南京、合肥腹地销售，并提供技术服务。

表 2：主要产品的产能情况

主要产品	设计产能	产能利用率	在建产能
光刻胶及配套材料	8,100 吨/年	93.95%	
超净高纯试剂	38,700 吨/年	107.55%	40,000 吨
锂电池材料	37,000 吨/年	63.32%	
基础化工材料	318,000 吨/年	87.82%	
能源	361,740 吨/年	77.72%	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 3：主要化工园区的产品种类情况

主要化工园区	产品种类
苏州市吴中经济开发区善丰路河东工业园	光刻胶及配套材料、超净高纯试剂、锂电池材料
成眉石化园区	超净高纯试剂、锂电池材料
华县工业园区	超净高纯试剂、锂电池材料、基础化工材料、能源
如皋港化工新材料产业园	基础化工材料、能源、在建年产 9 万吨超大规模集成电路用半导体级高纯硫酸
马鞍山和县省精细化工产业基地	在建年产 5.54 万吨微电子材料

资料来源：公司公告，天风证券研究所

收购载元派尔森整合优质客户资源，实现协同发展。公司于 2020 年 2 月完成载元派尔森 100% 股权收购，2020 年载元派尔森贡献净利润 0.46 亿元。载元派尔森主营业务为电子化学品研发、生产及销售，产品包括 NMP、GBL、2-P、氢气、电解液等，其核心产品 NMP 为用于锂电池、半导体和显示面板的一种溶剂或清洗材料。一方面，公司通过收购载元派尔森拓宽了产品线资源；另一方面，公司依托锂电池粘结剂在锂电池领域拥有诸如比亚迪等在内的大量优质客户资源，通过载元陕西向下游终端客户三星环新供应 NMP。

公司与下游企业长期合作，优质客户在手增长可期。公司的下游行业半导体、光伏太阳能电池、LED 平板显示和锂电池等企业主要集中于境内，2020 年境内收入占公司总收入 97.71%。目前公司拥有 1000 多家合作客户，覆盖全国 40 多个城市，公司客户包括各自领域的领先企业，包括半导体行业客户中芯国际、华虹宏力、长江存储、合肥长鑫等公司，锂电池行业客户比亚迪、力神等，平板显示行业客户信利等，LED 行业客户三安光电、华灿光电等。

图 14：公司主要代表性客户

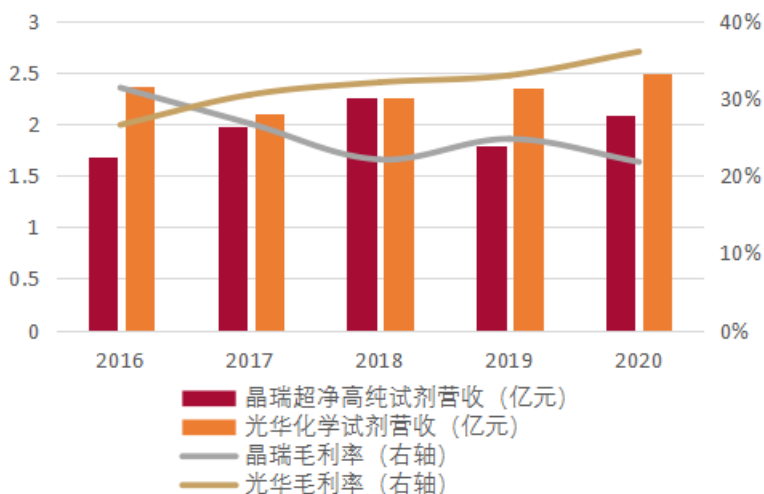




资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

横向对标，晶瑞电材综合能力有待提升。A 股上市公司光华科技（002741.SZ）主要从事 PCB 化学品、电子化学品、化学试剂等专用化学品的研发、生产、销售和服务，其主营化学试剂和晶瑞超净高纯试剂较为类似。2020 年光华营业收入 20.14 亿元，其中化学试剂营收 2.49 亿元，占营收比 12.36%，营收总体量约为晶瑞电材 2 倍；2020 年光华化学试剂毛利率 35.99%，高于晶瑞电材超净高纯试剂毛利率 14.25 个百分点。2020 年晶瑞电材超净高纯试剂营收 2.09 亿元，整体来看，晶瑞和光华化学试剂营收规模都在 2 亿元左右，但光华科技在毛利率上优势更明显。

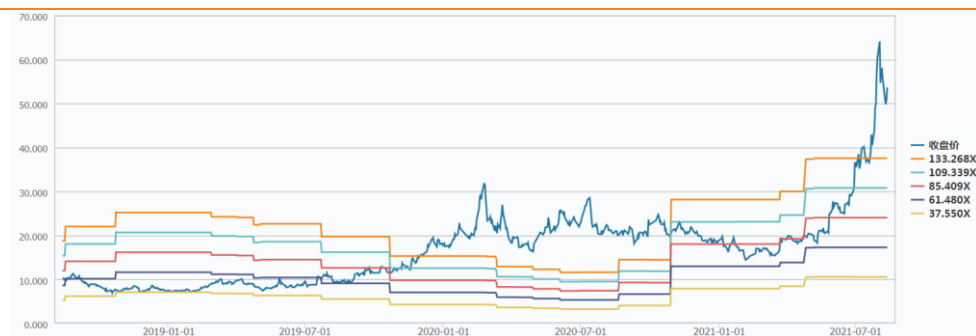
图 15：晶瑞电材与光华科技化学试剂营业收入与毛利率对比



资料来源：WIND，天风证券研究所

截至 2021 年 8 月 13 日，以申万化学原料行业分类，与晶瑞电材收入相邻的 10 家公司 PE 均值为 53.53 倍，晶瑞电材 PE (TTM) 为 185.05 倍。从历史来看，公司目前估值水平处于较高位。

图 16：晶瑞电材近 3 年 PE-Band



资料来源：WIND，天风证券研究所

## 募投项目分析

晶瑞电材本次公开发行可转债募集资金总额为人民币 5.23 亿元，其中：

- (1) 3.13 亿元投向集成电路制造用高端光刻胶研发项目，研发周期为 3 年，预计 2023 年最终产业化完成后将提供 90~28nm 先进制程用 ArF 光刻胶，满足当前集成电路产业关键材料市场需求；
- (2) 0.67 亿元投向阳恒化工年产 9 万吨超大规模集成电路用半导体级高纯硫酸技改项目，该项目于 2020 年 11 月落成，今年有望实现该半导体材料的国产替代，预计投产后第一年销售 1.8 万吨，第二年销售 3 万吨，之后 13 年销售保持稳定。本项目正常达产年销售收入(含税)为 1.95 亿元，年均销售收入(含税)为 1.9 亿元，年均利润总额 1.03 亿元；
- (3) 剩余 1.43 亿元用于补充流动资金或偿还银行贷款。

表 4：募集资金使用计划（万元）

项目名称	项目投资总额	拟投入募集资金
集成电路制造用高端光刻胶研发项目	48,850.00	31,300.00
阳恒化工年产 9 万吨超大规模集成电路用半导体级高纯硫酸技改项目[注]	18,742.13	6,700.00
补充流动资金或偿还银行贷款	14,300.00	14,300.00
合计	81,892.13	52,300.00

资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：该项目总投资仅表示阳恒化工年产 9 万吨超大规模集成电路用半导体级高纯硫酸技改项目（第一期），其产能为 30000 吨/年。

公司所募资金中 5.23 亿元投向 2 个生产线项目，目的在于 1. 形成自主可控的集成电路关键材料的产业化能力，疏通行业“闭塞”的产业环境，振兴国内半导体材料产业，促进产品升级换代；2. 满足新时代经济高质量发展需要，推动集成电路产业向高端攀升；3. 扩充半导体高纯试剂品种，提升公司竞争力。晶瑞电材目前生产的半导体级双氧水、氨水产品已达到国际先进水平，通过收购江苏阳恒化工有限公司的股份实行控股，与日本三菱化学株式会社合作，生产出高品质的半导体级高纯硫酸，替代进口硫酸，为国内外客户提供高品质半导体级高纯硫酸。

本次募集资金投资项目符合国家相关的产业政策以及未来公司整体战略发展方向，对振兴国内半导体材料产业，促进产品升级换代具有重要意义，有利于改善产品业务结构和提高公司的持续盈利能力，为公司进一步提升自身竞争优势、强化市场地位奠定基础。综上，本次募投项目符合行业趋势和公司战略延伸，具备合理性。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com