

赛伍技术，光伏背板行业全球龙头

申购建议：积极申购

申购分析：

1. 赛伍转债发行规模7亿元，债项与主体评级为AA-/AA-级；转股价32.90元，截至2021年10月25日转股价值96.38元；各年票息的算术平均值为1.33元，到期补偿利率15%，属于新发行转债一般水平。按2021年10月25日6年期AA-级中债企业到期收益率6.92%的贴现率计算，债底为82.95元，纯债价值一般。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5.32%，对流通股本的摊薄压力为8.34%，对现有股本摊薄压力较小。
2. 截至2021年10月25日，公司前三大股东苏州高新区泛洋科技发展有限公司、银煌投资有限公司、上海汇至股权投资基金中心(有限合伙)分别持有占总股本28.99%、18.48%、12.27%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75%左右。剩余网上申购新债规模为1.75亿元，因单户申购上限为100万元，假设网上申购账户数量介于850-950万户，预计中签率在0.0018%-0.0021%左右。
3. 公司所处行业为光伏设备（申万三级），从估值角度来看，截至2021年10月25日收盘，公司PE(TTM)为61.85倍，在收入相近的10家同业企业中较高，市值126.84亿元，低于同业平均水平。截至2021年10月25日，公司今年以来正股下跌18.30%，同期行业指数上涨6.18%，万得全A上涨6.18%，上市以来年化波动率为59.58%，股票弹性较大。公司目前股权质押比例为5.52%，质押风险较低。其他风险点：1. 行业周期风险；2. 产业政策变动风险；3. 技术迭代风险；4. 下游应用较为集中风险。
4. **赛伍转债规模较小，债底保护一般，平价低于面值，市场或给予20%的溢价，预计上市价格为116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

作者

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

近期报告

- 1 《固定收益：中大转债，稳健成长的减速器+电机+驱动企业-申购建议：积极申购》2021-10-25
- 2 《固定收益：从长长期信用债市场变化看理财净值化转型-信用周报（2021-10-24）》2021-10-24
- 3 《固定收益：如何看待专项债加速发行的影响？-宏观利率周报（2021-10-23）》2021-10-24

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. 赛伍技术要素表.....	3
2. 赛伍技术价值分析.....	3
3. 赛伍技术基本面分析	4

图表目录

图 1：赛伍技术 2020 年营收结构	4
图 2：赛伍技术主要股权关系	4
图 3：营业收入、营业成本与毛利率情况	5
图 4：期间费用率变动情况	5
图 5：归母净利润、净利率变动情况	5
图 6：流动性情况	5
图 7：主要原材料价格变动情况	6
图 8：辅助材料价格变动情况	6
图 9：单面组件及双面组件比例预测	7
图 10：背板和胶膜市场需求量及规模预测	7
图 11：赛伍技术与中来股份、福斯特、乐凯胶片相关业务营收、毛利率对比.....	7
图 12：公司 KPf 光伏背板产品示意图	8
图 13：公司 POE 封装胶膜性能优势	8
图 14：组件结构	8
图 15：公司产业链位置	8
图 16：公司非光伏业务营业收入及毛利率	9
图 17：赛伍技术合作伙伴.....	9
图 18：赛伍技术上市以来 PE-Band.....	10
表 1：赛伍转债发行要素表.....	3
表 2：2021H1 全球组件出货排名.....	6
表 3：光伏背板&胶膜制造商竞争者一览.....	7
表 4：公司产能与开工情况.....	9
表 5：募集资金使用计划（单位：万元）	10

1. 赛伍技术要素表

表 1：赛伍转债发行要素表

代码	113630.SH	证券简称	赛伍转债
公司代码	603212.SH		
公司名称	赛伍技术		
外部评级: 债项/主体	AA-/AA-		
发行额	7 亿元		
期限 (年)	6 年		
利率	0.40%、0.60%、1.00%、1.50%、2.00%、2.50%		
预计发行/起息日期	2021-10-27		
转股起始日期	2022-05-02		
转股价	32.90 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: 115 元		
原始股东股权登记日	2021-10-26		
网上申购及配售日期	2021-10-27		
申购代码/配售代码	754212 / 753212		
主承销商	华泰联合证券		

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 赛伍技术价值分析

转债基本情况分析

赛伍转债发行规模 7 亿元，债项与主体评级为 AA-/AA-级；转股价 32.90 元，截至 2021 年 10 月 25 日转股价值 96.38 元；各年票息的算术平均值为 1.33 元，到期补偿利率 15%，属于新发行转债一般水平。按 2021 年 10 月 25 日 6 年期 AA-级中债企业到期收益率 6.92% 的贴现率计算，债底为 82.95 元，纯债价值一般。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 5.32%，对流通股本的摊薄压力为 8.34%，对现有股本摊薄压力较小。

中签率分析

截至 2021 年 10 月 25 日，公司前三大股东苏州高新区泛洋科技发展有限公司、银煌投资有限公司、上海汇至股权投资基金中心(有限合伙)分别持有占总股本 28.99%、18.48%、12.27% 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 75% 左右。剩余网上申购新债规模为 1.75 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 850-950 万户，预计中签率在 0.0018%-0.0021% 左右。

申购价值分析

公司所处行业为光伏设备(申万三级)，从估值角度来看，截至 2021 年 10 月 25 日收盘，公司 PE(TTM)为 61.85 倍，在收入相近的 10 家同业企业中较高，市值 126.84 亿元，低于同业平均水平。截至 2021 年 10 月 25 日，公司今年以来正股下跌 18.30%，同期行业指数上涨 6.18%，万得全 A 上涨 6.18%，上市以来年化波动率为 59.58%，股票弹性较大。公司目前股权质押比例为 5.52%，质押风险较低。其他风险点：1. 行业周期风险；2. 产业政策变动风险；3. 技术迭代风险；4. 下游应用较为集中风险。

赛伍转债规模较小，债底保护一般，平价低于面值，市场或给予 20% 的溢价，预计上市

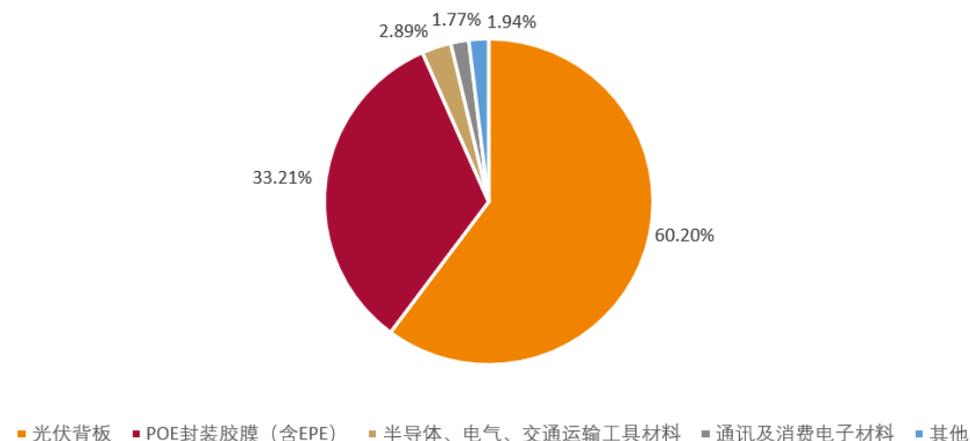
价格为 116 元左右，建议积极参与新债申购。

3. 赛伍技术基本面分析

领先的薄膜高分子材料制造商

公司主要从事以粘合剂为核心的薄膜形态功能性高分子材料的研发、生产和销售。光伏背板和 POE 封装胶膜（含 EPE）是公司主要营收来源，占 2020 年公司营收的 60.2% 和 33.21%。公司目前已成规模的应用业务有：光伏材料、光伏电站维修材料暨技改工程承包（MoPro 品牌）、SET 材料（半导体、电气、交通运输工具）、3C 材料（通讯及消费电子）。

图 1：赛伍技术 2020 年营收结构



公司成立于 2008 年 11 月 4 日，于 2020 年 4 月 30 日在上交所主板上市。截至 2021 年 10 月 25 日，公司前三大股东苏州高新区泛洋科技发展有限公司、银煌投资有限公司、上海汇至股权投资基金中心(有限合伙)分别持有占总股本 28.99%、18.48%、12.27% 的股份。

图 2：赛伍技术主要股权关系

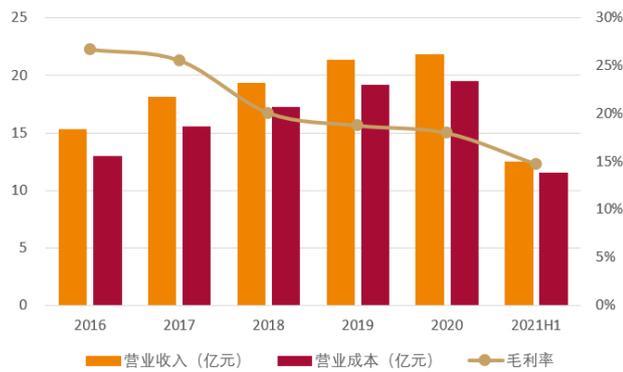


公司 2021H1 营业收入 12.44 亿元，同比增长 40.07%；毛利率 14.71%，比去年同期降低 3.89%。营业收入增长原因：①SET 材料销量增加；②产品线丰富和结构优化；③新上市产品的平均销售单价上升。毛利率降低原因：①上游原材料采购价格上升；②销售规模扩大（新会计准则下，原计入销售费用的部分运杂费和报关费计入营业成本）③封装胶膜产品新增产能，公司提前积极储备原材料，采购付款增幅高于销售额增幅。总体而言，公司 2021H1 收入丰厚，但毛利增幅低于营收增幅。

公司 2021H1 期间费用呈现上升趋势，销售费用、管理费用、财务费用、研发费用分别较去年同期上涨 67.40%、24.92%、16.68%、65.57%。其中，销售费用率 1.44%，比 2020H1 减少 1.18%；管理费用率 5.20%，比 2020H1 增加 0.24%，系职工薪酬、咨询费用增加所致；财务费用率 0.61%，比 2020H1 减少 0.12%；研发费用率 3.16%，比 2020H1 增加 0.48%，系封装胶膜产品和通讯材料产品研发投入增加所致，公司成功研制

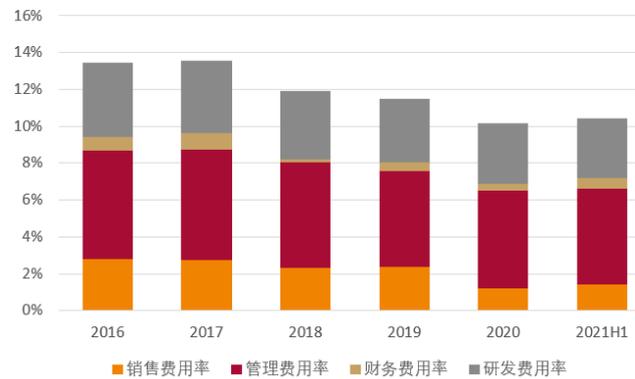
了差异化黑色网格/低价 FPF 背板、小型 IGBT 模组散热材料、笔电键盘组装粘接的高剪切热反应胶带等，并在新建功能性高分子材料研发创新中心。

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: 期间费用率变动情况



资料来源: WIND, 天风证券研究所

2021H1 公司归母净利润 0.82 亿元, 同比增长 15.50%; 净利率 6.59%, 低于 2020H1 对应的 7.97%。净利率降低主要系毛利率降低和期间费用率上升所致, 除此以外值得关注的是, 受 2021H1 处置交易性金融资产取得的投资收益减少的影响, 公司 2021H1 投资收益 16.13 万元, 相比 2020H1 降低了 89.68%, 对净利率产生了一定影响。

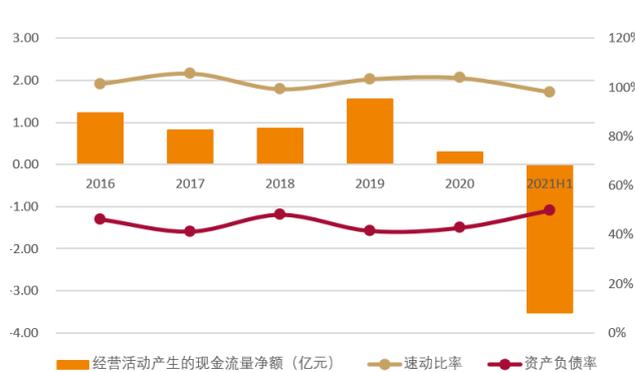
2021H1, 公司经营活动产生的现金流量为净流出 3.53 亿元, 2020H1 同期为净流入 0.65 亿元; 2021H1 公司资产负债率为 49.88%, 速动比率为 1.72, 低于 2020H1 对应的 32.21% 和 2.86。公司经营性现金流表现和偿债能力不及预期。这主要与公司产销规模扩大、积极采购备货、向银行取得的长期贷款增加有关。

图 5: 归母净利润、净利率变动情况



资料来源: WIND, 天风证券研究所

图 6: 流动性情况



资料来源: WIND, 天风证券研究所

光伏行业高景气, 薄膜材料需求强劲

光伏背板及胶膜上游原材料价格压力较大。公司主要原材料为 PET 基膜、PVDF 薄膜和合成树脂; 辅助材料包括 PMA (丙二醇甲醚醋酸酯) 溶剂、EAC (醋酸乙酯) 溶剂、钛白粉和助剂等化学品。2021H1 光伏行业产业链的上游主要材料价格持续上涨、相关辅材和大宗商品的价格持续在高位运行, 尤其是 PVDF 薄膜市场价在半年内从 11 元/吨上涨至 35 元/吨, 上游原材料价格变动对公司主营业务毛利率影响明显。市场近期受能耗双控以及部分城市限电限制, 原材料厂商产能及成本受到了一定影响, 预计价格水平短期内将会维持高位。

图 7：主要原材料价格变动情况



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 8：辅助材料价格变动情况



资料来源：WIND，天风证券研究所

2021H1 下游组件厂商的出货增长放缓，未达到之前积极的市场预期。上半年国内装机的观望情绪较浓，硅料短缺造成的供应链涨势，一线厂家持续压迫二线厂家订单。公司拥有隆基、天合、晶澳、晶科、阿特斯、韩华 Q-Cells、东方日升等组件厂商客户，前三者出货量同比增长 80%以上，而其余客户厂商出货量增长幅度仅约 10-30%、部分厂家略有衰减，这对公司订单和销量的增长影响较明显。受能耗限电的影响，组件厂商成本飙涨、开工率萎缩，部分一线组件厂家相对原先计划产出下调 15-20%，短期内陷入了价格重压与项目递延的困境，后续成交价仍有上扬趋势。

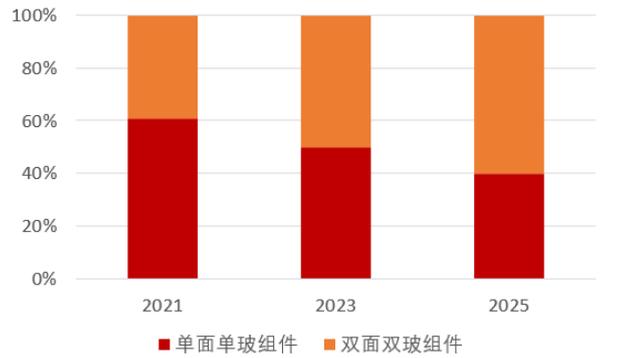
表 2：2021H1 全球组件出货排名

排名	公司简称
1	隆基
2	天合
3	晶澳
4	晶科
5	阿特斯
6	韩华 Q-cells
7	东方日升
8	First solar
9	尚德
10	正泰

资料来源：InfoLink，天风证券研究所

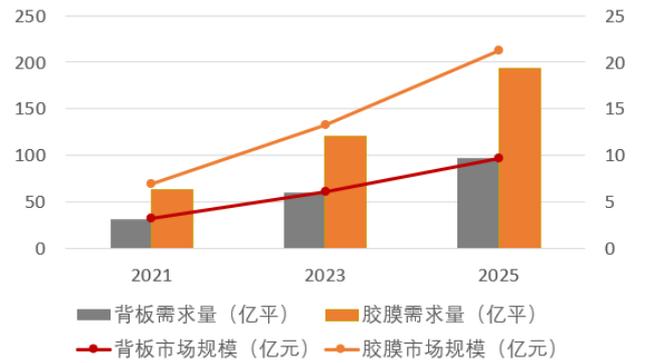
随着全球“碳中和”和国内“碳达峰、碳中和”进程的推进，光伏行业迎来新的发展机遇和较大发展空间。据中国光伏行业协会统计，2020 年度全球新增装机 130GW；单面单玻组件占比约 70%，双面双玻组件约 30%。据中国行业协会预测，2021 年全球新增装机 150-170GW，双面双玻组件的占比将进一步提升至 39%。据公司在 2020 年报中的测算，预计背板和胶膜 2025 年的市场规模分别为 96.75 亿元和 212.85 亿元。

图 9：单面组件及双面组件比例预测



资料来源：CPIA，天风证券研究所

图 10：背板和胶膜市场需求量及规模预测



资料来源：公司公告，天风证券研究所

光伏背板国产替代趋势明显，市场集中度较高。我国从事背板及胶膜生产的企业主要有赛伍技术、中来股份、福斯特、乐凯胶片等。赛伍技术 2020 年度背板全球市占率 30.1%，连续 7 年保持全球市占率第一；POE 封装胶膜（含 EPE）的市占率达 17.5%，处于行业头部地位。

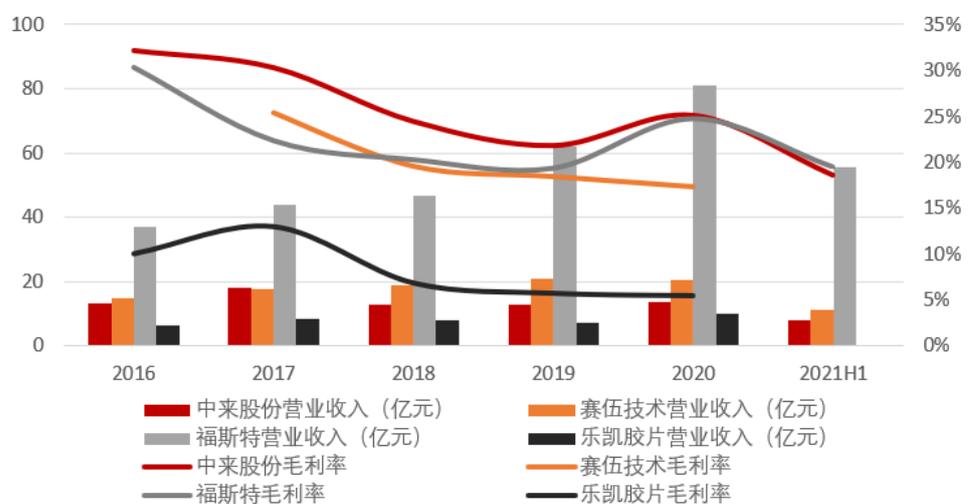
表 3：光伏背板&胶膜制造商竞争者一览

代表厂商	主要产品
赛伍技术	复合型 (KPF/KPK) 背板；POE 胶膜（含 EPE）
中来股份	涂覆型背板；电池、组件及系统
福斯特	涂覆型背板；EVA/POE 胶膜
乐凯胶片	复合型背板；彩色相纸、医疗产品、照相化学材料

资料来源：WIND，天风证券研究所

与中来股份“太阳能电池背膜”业务、福斯特“EVA 胶膜及背板”业务、乐凯胶片“光伏行业”业务（2020 年相关业务营收分别占各自总营收 27%、97%、48%）对比来看，赛伍技术“光伏背板、POE 胶膜”业务（2020 年业务营收占总营收 93%）体量较大，毛利率略低。2020 年公司光伏背板营业收入 13.14 亿元、POE 封装胶膜（含 EPE）营业收入 7.25 亿元，高于中来股份（13.55 亿元）和乐凯胶片（9.88 亿元）。公司 2020 年光伏背膜业务毛利率 17.33%，低于中来股份对应业务的 25.12%和福斯特对应业务的 24.78%。

图 11：赛伍技术与中来股份、福斯特、乐凯胶片相关业务营收、毛利率对比



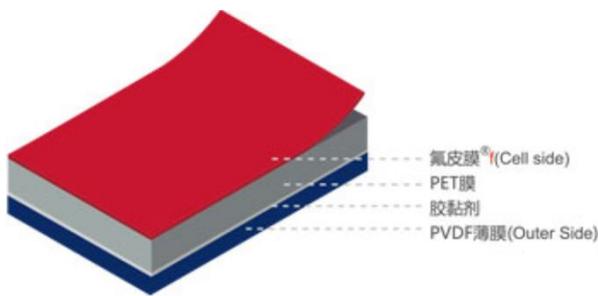
资料来源：WIND，天风证券研究所；*营收及毛利率仅对比相关业务

非光伏业务增速亮眼，产能放量可期

公司主营产品**太阳能背板**是一种位于太阳能电池组件背面的光伏封装材料，主要起绝缘、防水作用。公司利用粘合剂合成技术、氟皮膜专利技术、精密涂布技术三大技术平台，发明了 KPF 结构背板，在**可靠性(双面含氟)、发电效果(高反光率)、耐 UV 性(满足 300kWh 要求)、低透水性 (<2.0gsm/d)** 方面具有卓越优势。该产品从 2014 年至今蝉联多年背板单品销售冠军，成为全球背板的新标杆。

公司主营产品**太阳能电池封装胶膜**处于电池组件的中间位置，主要有水汽阻隔率、可见光透过率、体积电阻率、耐候性能和抗 PID 性能等关键性能测评维度。公司 POE 封装胶膜具有**交联度高(峰值可达 90%)、透光率高(达 92.6%)且雾度低(达 0.69)、体阻高(达 $10^{17} \Omega\text{-cm}$)、无并片或气泡**的突出优势。截至 2020 年底，赛伍技术 POE 胶膜市占率为 17.5%，较 2019 年增加了 8.45 个百分点，市占率位列全球第二。

图 12：公司 KPF 光伏背板产品示意图



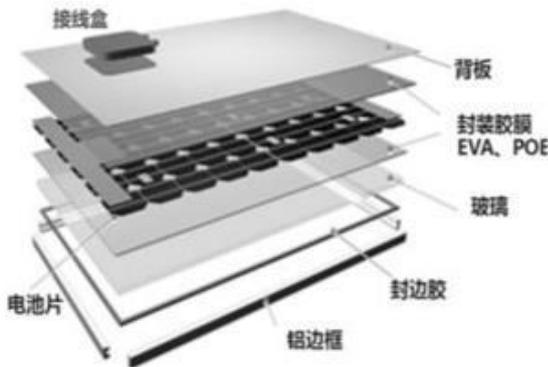
资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 13：公司 POE 封装胶膜性能优势



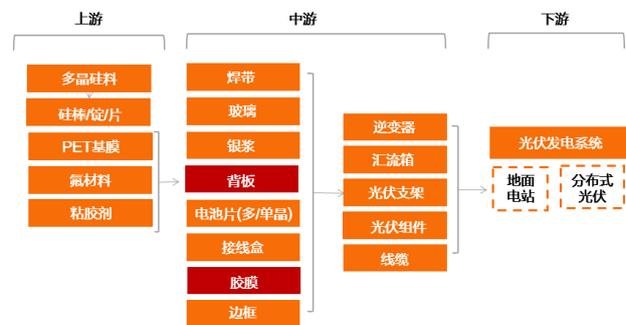
资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 14：组件结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 15：公司产业链位置



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

公司产能稳定爬坡，放量可期。截至 2021H1，公司光伏背板、光伏封装胶膜产能分别达到月均 1500 万平米、1200 万平米。(1)公司上市前仅有 53 亩土地，限制了产品放量，目前新增在建苏州吴江、浙江金华浦江总计 187 亩土地扩大 POE 和非光伏业务产能，部分产线已经投产；(2)年产压敏胶带 705 万平方米、电子电气领域高端功能材料 300 万平方米、散热片 500 万片、可流动性导热界面材料 150 吨项目，将于 2021 年底释放产能。

表 4: 公司产能与开工情况

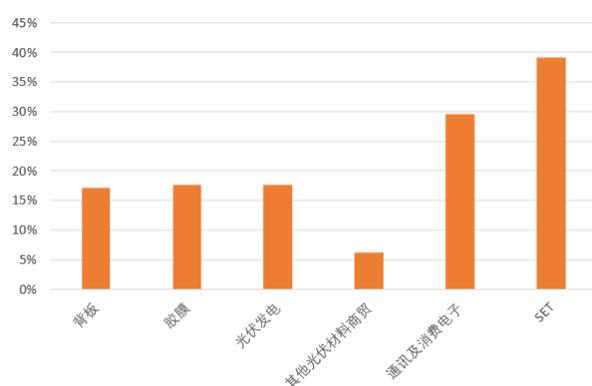
厂区或项目	设计产能	完工时间
苏州吴江-光伏背板及胶膜项目	13615.81 万平方米	/
苏州吴江-POE 封装胶膜项目	9259 万平方米	2021Q2
浙江浦江——PO 胶膜项目	25500 万平方米	2021Q2
太阳能背板项目	3300 万平方米	2019Q4
半导体、电气、交通运输工具材料项目	压敏胶带 705 万平方米、电子电气领域高端功能材料 300 万平方米、散热片 500 万片、可流动性导热界面材料 150 吨	2021 年底

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

公司重点布局新能源汽车市场, 扩大非光伏材料业务, 积累了一定客户资源。公司在新能源汽车锂电池绝缘材料领域, 已进入宁德时代、比亚迪等企业供应链; 在半导体领域, 公司向格力新元 IGBT 热管理结构材料; 在 3C 组装制程领域, 公司进入了小米等企业供应链。

公司非光伏业务拓展速度较快, 2020 年非光伏业务收入同比提高 105.67%, 2021H1 公司 SET 材料出货量 660 万平米, 同比增长 17 倍以上, 增速亮眼。公司非光伏业务盈利能力较强, 2020 年 SET 产品、通讯及消费电子产品毛利率分别为 39.20%、29.52%, 远高于背板及胶膜的毛利率, 非光伏业务拓展有利于拉升公司的盈利水平。

图 16: 公司非光伏业务营业收入及毛利率



资料来源: 公司招股说明书, 天风证券研究所

图 17: 赛伍技术合作伙伴

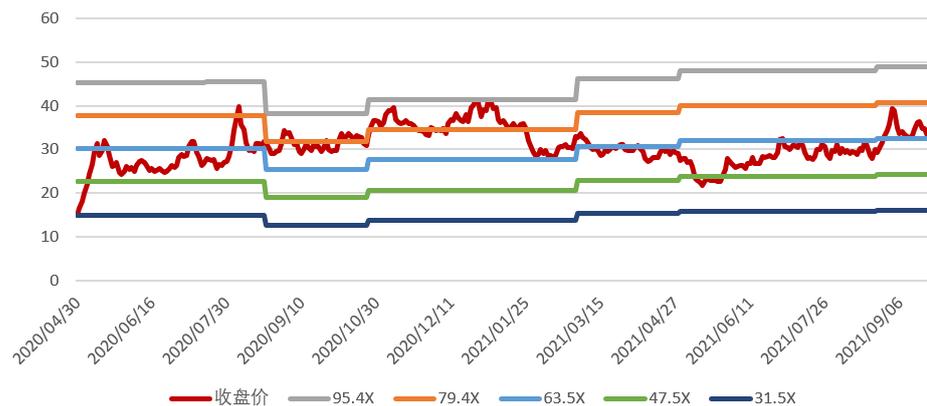


资料来源: 公司招股说明书, 天风证券研究所

从同业对比来看, 公司估值低于同业。截至 2021 年 10 月 22 日, 以申万光伏设备行业分类, 与赛伍技术收入相邻的 10 家公司 PE (TTM) 均值为 92.54 倍, 福斯特、中来股份、乐凯胶片 PE (TTM) 分别为 63.82 倍、761.23 倍、73.19 倍。赛伍技术当前 PE (TTM) 为 58.57 倍, 估值水平低于同业均值。

从历史来看, 公司历史 PE 大多位于 50X~90X, 当前估值处于历史较低位。2020Q4 整体估值水平较高, 该时期营业收入增速及净利润增速由负转正出现拐点, 景气度回暖, PE 估值相应达到历史最高点 95X。截至 2021 年 10 月 22 日, 公司 PE 为 52.57X, 处于较低位。

图 18: 赛伍技术上市以来 PE-Band



资料来源: WIND, 天风证券研究所

募投项目分析

本次公开发行可转债募集资金总额为 7.00 亿元, 拟全部投入年产 25500 万平方米太阳能封装胶膜项目, 项目总投资金额高于本次募集资金使用金额部分由公司全资子公司浙江赛伍应用技术有限公司自筹解决。本项目计算期 11 年 (含建设期), 项目完成后, 稳定运营期将实现年销售收入 20.33 亿元, 税后财务内部收益率 18.05%, 税后投资回收期 (含建设期) 6.81 年。

表 5: 募集资金使用计划 (单位: 万元)

项目名称	投资总额	拟投入募集资金
年产 25500 万平方米太阳能封装胶膜项目	102,674.00	70,000.00
合计	102,674.00	70,000.00

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

从产品供给的角度来看, 公司光伏封装胶膜产品产量逐年递增, 但公司自身产能局限较大; 从产品需求的角度来看, 近三年公司销量规模处于供不应求状态, 订单量是实际产出销售量的 3 倍水平。目前公司生产能力已经不能够满足下游市场对太阳能封装胶膜产品需求, 公司急需持续扩充产能, 进一步拓展光伏封装胶膜市场。

公司具备光伏封装胶膜的技术积累, 已经完成相关产品的批量供应, 光伏胶膜产品客户均为公司背板业务已有客户, 在技术积累、量产经验和客户资源的三重优势下, 光伏胶膜已成为公司收入、利润贡献第二大的产品系列, 公司本次募投项目符合公司从单一背板供应商到光伏材料综合方案商的战略愿景, 具有合理性。

本项目以太阳能封装胶膜生产能力建设为契机, 进一步深化公司在该领域的经营能力, 通过对现有客户需求的深度挖掘, 进一步提升公司在现有客户中的产品供给, 同时通过其他光伏组件企业的市场渗透, 提升公司整体市场占有率, 巩固公司在行业内的龙头地位。另外, 通过对该业务板块的逐步深化, 公司也有能力针对材料混合配制、挤出加工成膜工艺等相关技术进一步攻克, 为其他业务的持续拓展提供资金支持。

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	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	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：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com