

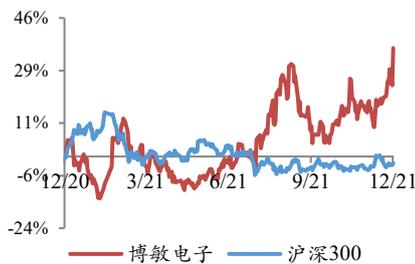
电子综合方案提供商，PCB+解决方案双轮驱动

投资评级：买入（首次）

报告日期：2021-12-28

收盘价(元)	16.12
近12个月最高/最低(元)	16.12/10.20
总股本(百万股)	511
流通股本(百万股)	511
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	82
流通市值(亿元)	82

公司价格与沪深300走势比较



分析师：胡杨

执业证书号：S0010521090001

邮箱：huy@hazq.com

联系人：赵恒祯

执业证书号：S0010121080026

邮箱：zhaohz@hazq.com

主要观点：

● 国内领先的电子综合方案提供商

公司深耕 PCB 行业 27 载，已成为中国最具实力的民营电路板制造商之一。公司产品广泛应用于通讯设备、医疗器械、军工高科技产品、检测系统、航空航天、家用电子产品等高科技领域。

● 下游应用多点开花，解决方案事业群成为增长第二极

①公司现已成为中国最具实力的民营 PCB 制造商之一，其 HDI 业务已成为国内该行业的领跑者。公司 PCB 产品是其他业务拓展的基石，下游汽车业务占比较高，有望享受汽车电动化发展的红利，长期维持较高盈利能力。

②解决方案事业群协同公司 PCB 业务发展，优化产品结构，提升公司盈利质量。目前公司已经从 PCB 厂商单一发展模式转变为 PCB+解决方案事业群的双轮驱动模式。解决方案事业群较传统 PCB 业务增速更高，已成为公司发展第二极。

● 投资建议

我们预计 2021-2023 年公司归母净利润为 3.14、4.89、6.15 亿元，对应市盈率为 26、17、13 倍，首次覆盖给予公司“买入”评级。

● 风险提示

产能投放和消化不及预期，新客户拓展不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2786	3554	4501	5461
收入同比 (%)	4.4%	27.6%	26.6%	21.3%
归属母公司净利润	247	314	489	615
净利润同比 (%)	22.4%	27.2%	55.7%	25.8%
毛利率 (%)	21.3%	19.9%	21.9%	22.2%
ROE (%)	7.0%	8.2%	11.4%	12.5%
每股收益 (元)	0.55	0.61	0.96	1.20
P/E	22.84	26.26	16.86	13.40
P/B	1.83	2.16	1.91	1.67
EV/EBITDA	14.98	17.52	12.42	10.22

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 国内领先的电子综合方案提供商.....	4
1.1 深耕 PCB 二十七载，产品矩阵不断丰富.....	4
1.2 营业收入持续增长，盈利能力稳步提升.....	6
2 下游应用多点开花，解决方案成为增长第二极.....	8
2.1 汽车电动化趋势显著，HDI 发力正当时.....	8
2.2 开拓解决方案业务助力行稳致远.....	10
3.盈利预测与估值.....	12
3.1 盈利预测.....	12
3.2 公司估值.....	12
风险提示：.....	13
财务报表与盈利预测.....	14

图表目录

图表 1 公司产品发展历程	4
图表 2 公司股权结构	5
图表 3 公司主要产品在汽车、消费电子中应用及示例	5
图表 4 营业收入及净利润情况	6
图表 5 公司产品毛利率	7
图表 6 2016-2021Q3 公司费用率情况	7
图表 7 2016-2021H1 公司研发费用情况	7
图表 8 汽车电子在整车中的应用分类	8
图表 9 汽车电子在整车制造成本中占比逐年上升	8
图表 10 公司产品在汽车电子中应用及客户	9
图表 11 汽车电子 PCB 需求结构	9
图表 12 全球与中国汽车电子市场规模及增速	9
图表 13 车载“黑匣子”EDR	10
图表 14 公司事业群布局历史沿革	11
图表 15 战略合作英凡蒂并接入鸿蒙系统	11
图表 16 拟切入华为健康智能生态圈	11
图表 17 2019 年-2023 年公司业绩拆分及盈利预测（百万元）	12
图表 18 公司各业务可比公司估值	13

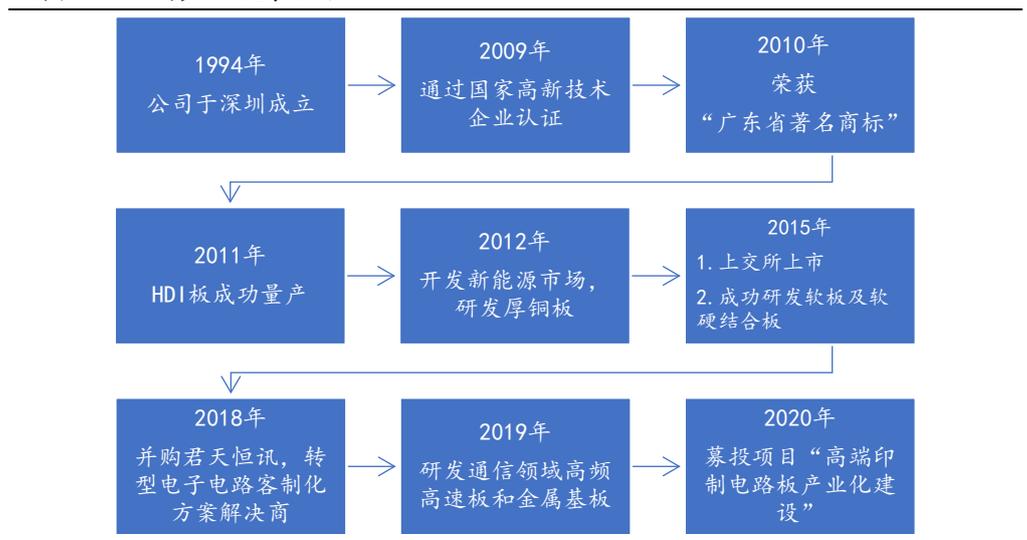
1 国内领先的电子综合方案提供商

1.1 深耕 PCB 二十七载，产品矩阵不断丰富

历久弥坚，27 年积淀成就 HDI 板龙头。博敏电子于 1994 年成立于深圳，是一家专业从事高精密印制电路板（PCB）的研发、生产和销售知名企业。

公司自成立以来，持续深耕 PCB 行业，经过 27 年积淀，公司产品矩阵不断丰富，已具有高密度互联 HDI 板、高频高速板、多层板、刚挠结合板（含挠性电路板）和其他特殊规格板（含：金属基板、厚铜板、超长板等）等产品，广泛应用于服务器、天线、光模块、ICT/通信、移动终端及 IOT 模块等领域。同时，公司积极拓展产品边界，持续加大对汽车电子、5G 云管端等高附加之产品的研发和市场开拓，盈利增长点不断丰富。凭借多年技术积累，公司已形成以 HDI 产品为核心、掌握任意阶 HDI 产品的生产工艺技术并实现量产的多元化，并成为中国电子电路行业百强企业、中国电子电路行业协会（CPCA）副理事长单位，在第十九届(2019)中国电子电路行业内资 PCB 企业排名第九。

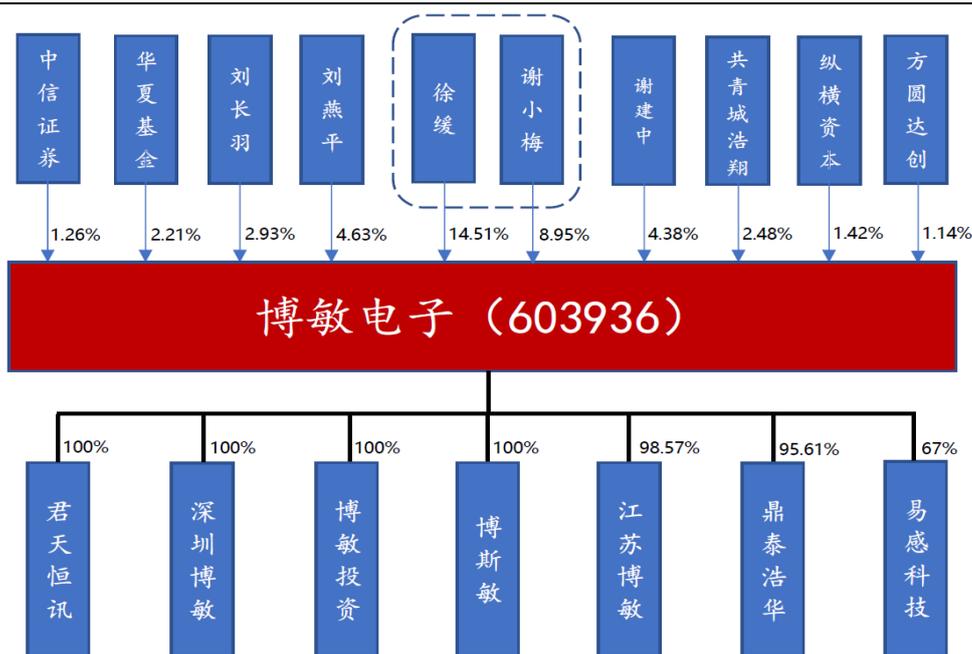
图表 1 公司产品发展历程



资料来源：公司公告，华安证券研究所

技术型创始人团队，股权较为集中。公司实际控制人为徐缓和谢小梅，二者为夫妻关系。徐缓和谢小梅分别持股 15.83%、8.95%，其他持股超过 4%的股东包括共青城浩翔投资（4.86%）、刘燕平（4.63%）和谢建中（4.38%），股权结构较为集中。徐缓先生担任公司董事长及总经理，并作为公司核心技术人员，负责新品研发、工艺改造和技术创新。同时，徐缓先生是广东省印制电路行业协会副会长、深圳市线路板行业协会副会长和中国印制电路行业协会副理事长，拥有雄厚的产业生产、研发经验，为公司行稳致远、勇闯高峰提供前瞻指引和保驾护航。

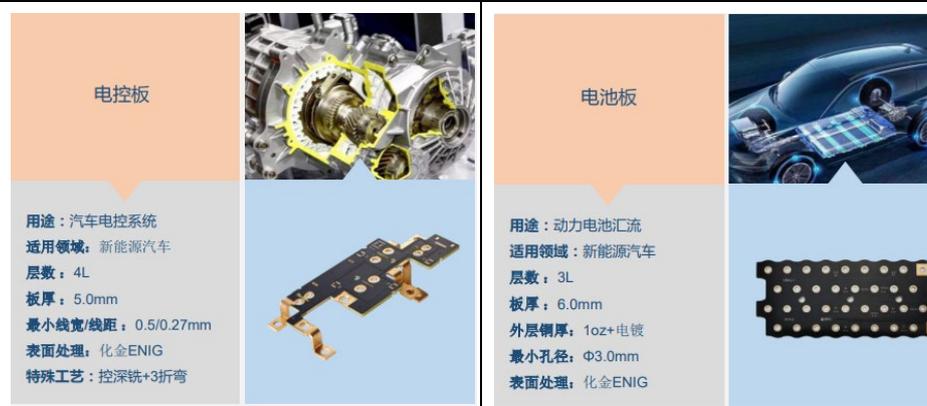
图表 2 公司股权结构

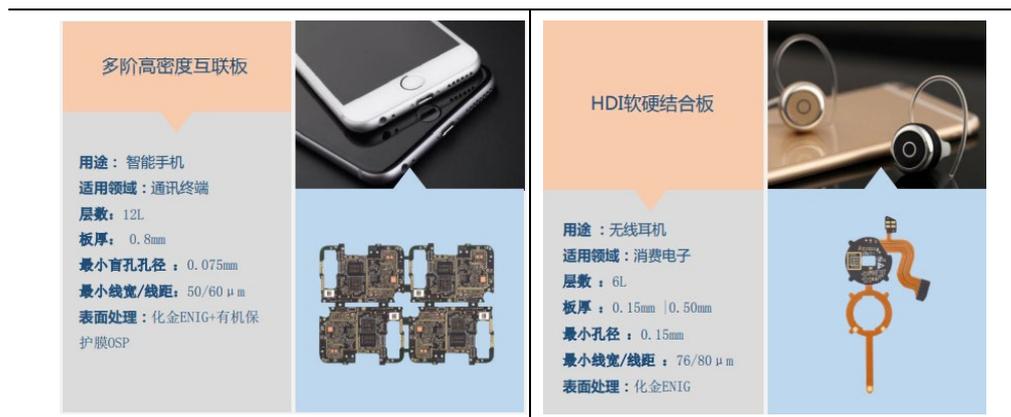


资料来源：wind，华安证券研究所

HDI 板是 PCB 业务收入的主要来源。公司产品包括多层板、高密度互连 HDI、高频高速板、挠性电路板、刚挠结合电路板和其他特殊规格板等多种印制电路板，其下游广泛应用于服务器、天线、光模块、ICT/通信、移动终端、IOT 模块、BMS 及电机控制模块、MiniLED 等领域。同时，在后疫情时代，网联化、智能化和低碳化等因素的驱动下，以 5G 通讯及终端、消费电子、新能源汽车、储能、MiniLED 及航空航天等 PCB 下游应用行业迎来蓬勃发展机遇，公司前瞻性地布局新能源汽车、5G 云管端等领域的业务，2021 年上半年，公司数据/通信、汽车电子应收占比分别提高 4 个百分点、3 个百分点，目前已逐步形成了以智能终端、数据/通讯、汽车电子、工控医疗为主的多层次化产品应用领域布局。我们预计随着汽车逐渐步入智能化、电动化和 5G 通讯、消费电子产品的不断发展，HDI 板的营收占比将稳步提升。

图表 3 公司主要产品在汽车、消费电子中应用及示例



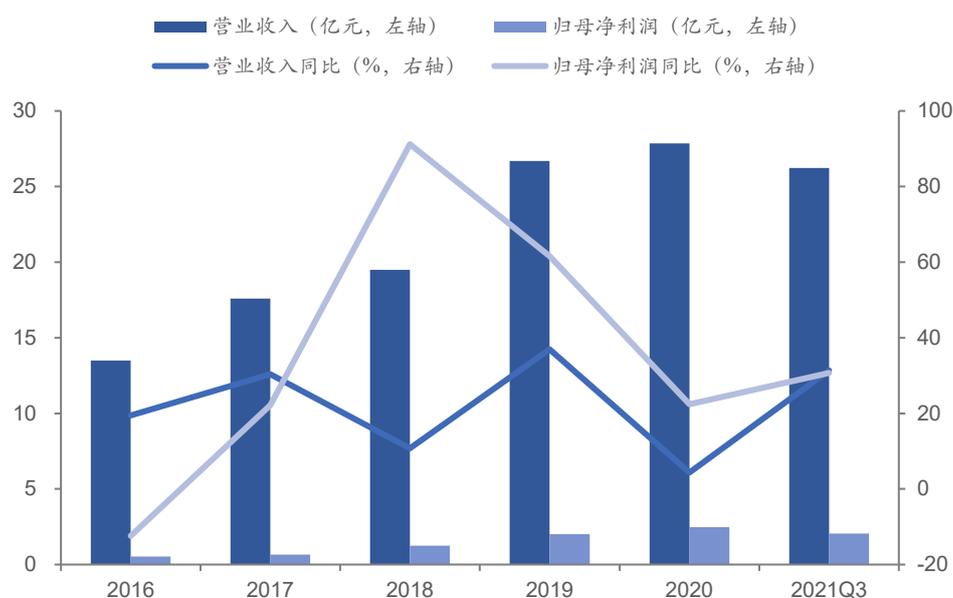


资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.2 营业收入持续增长，盈利能力稳步提升

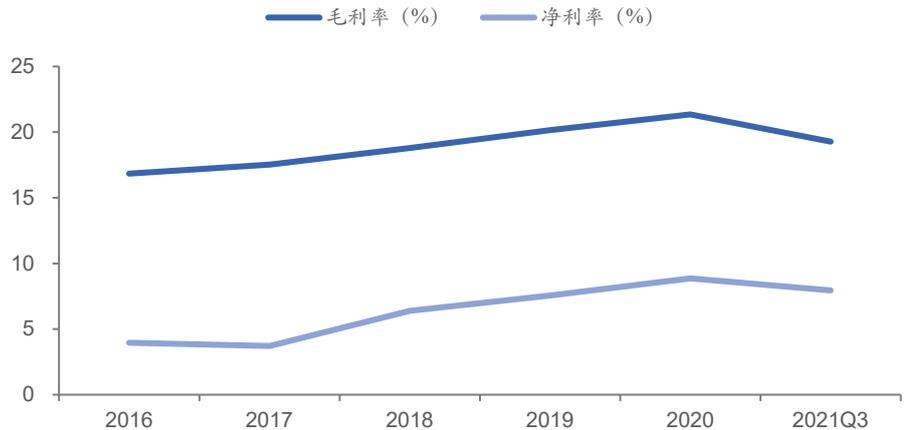
2016-2020 年公司营业收入及归母净利润快速增长。2016-2020 公司营收从 13.51 亿增长至 27.86 亿，CAGR 15.58%；归母净利润从 5300 万增长至 2.47 亿 CAGR 36.05%。在各行业均受到疫情影响的 2020 年，公司业绩保持仍逆势增长，营收端实现同比 4.35%、归母净利润实现同比 22.40% 的增长，反应公司强劲的综合管理能力。一方面，收益于 5G 基站建设、消费电子复苏和新能源汽车的发展，公司营收保持持续高增长态势；另一方面，随着公司持续加大对 5G 云管端、汽车电子和特色产品等高附加价值产品的研发与市场开拓力度，公司盈利增长点将不断增加。

图表 4 营业收入及净利润情况



资料来源：Wind，华安证券研究所

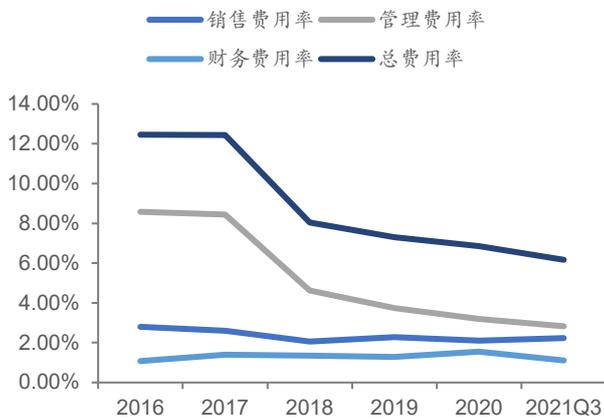
图表 5 公司产品毛利率



资料来源: Wind, 华安证券研究所

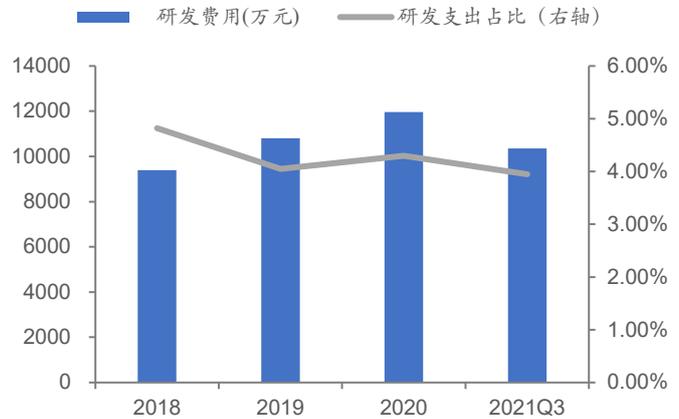
产品毛利率、净利率持续走高。近年来公司毛利率、净利率不断提升,主要系公司产品附加值不断提升,竞争力提高。公司毛利率、净利率自 2016 年来稳步提高,从 2016 年的 16.84% 提升至 2020 年的 21.35%,净利率自 2016 年的 3.95% 提升至 2020 年的 8.86%。公司实施差异化产品竞争战略,重点生产技术含量高、应用领域相对高端产品,既在一定程度上避免了在行业内生产准入门槛较低的标准化产品领域进行重复竞争,又能取得较高的毛利率和净利率。未来随着公司技术不断升级、高阶 HDI 等高端产品收入占比的提升,毛利率、净利率有望进一步提升。

图表 6 2016-2021Q3 公司费用率情况



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 7 2016-2021H1 公司研发费用情况



资料来源: Wind, 华安证券研究所

“三费”费率持续下降,研发费用呈增长态势。公司 2016-2020 年及 2021 年 Q1-3 “三费”费用率分别为 12.46%、12.44%、8.03%、7.31%、6.86%、6.17%,呈震荡下行态势。其中,销售及财务费用整体保持稳定,受会计政策变动影响,房产税、土地使用税、车船使用税、印花税从“管理费用”移至“税金及附加”,公司管理费用率用 2018 年大幅下滑,排除上述扰动,公司管理费用逐步减少。销售费用率震荡下行,“三费”率整体稳中有降。公司重视研发投入,近 3 年及 2021 年 Q1-3 研发费用分别为 0.94 亿、1.08 亿、1.20 亿和 1.04 亿元,强劲的研发投入使公司产

品拥有更高的技术含量、应用于更加高端的产品。公司研发费用的合理增加既能巩固公司产品的技术领先地位，同时提升了新产品、新技术的开发执行力，助力公司行稳致远。

2 下游应用多点开花，解决方案成为增长第二极

2.1 汽车电动化趋势显著，HDI 发力正当时

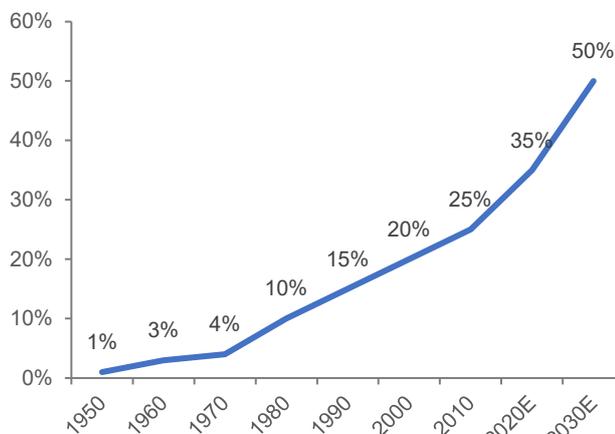
电动车销量高速增长，市场占比稳步提升。国际方面，Canalys 统计数据显示，2020 年全球乘用车销量为 6675 万辆，同比减少 14%。相比于传统汽车的颓势，电动汽车销量不减反增，2020 年同比增长 39%至 310 万辆。根据 Canalys 数据，2021 年全球电动汽车销量将超过 500 万辆，2030 年全球电动汽车将占全球乘用车总销量的一半以上。**国内方面**，根据 Canalys 数据，2020 年中国乘用车销量 2133 万辆，占全球汽车总销量的 30%以上，2021 年中国乘用车将达到 2124 万辆，2030 年中国乘用车将达到 2535 万辆。电动车方面，2020 年中国销量为 130 万辆，占全球电动汽车销量的 41%。Canalys 预测，2021 年中国电动汽车销量将达到 190 万辆，同比增长 51%。

“三化”趋势显著，车载电子迎发展良机。电动化、智能化、网联化主要影响的是汽车的感知、决策以及信息交互能力，我们认为相比起传统的三大件（发动机、变速箱和底盘等），汽车智能网联化发展趋势将会对汽车电子电气产业链产生更大的影响。传统汽车电子电气架构可分为：动力总成、安全舒适系统、车身控制以及娱乐信息系统等四大部分，其中安全舒适系统与娱乐信息系统将会受到汽车智能网联化升级的较大影响。伴随着汽车“电动化、智能化、网联化”的发展趋势，预计汽车电子在整车制造成本占比中将会快速提升，如奥迪 A8 在 1993 年车内 ECU 数量仅为 5 个，到 2010 年 ECU 数量已经超过 100 个，增长超过 20 倍。而自动驾驶汽车随着自动化等级不断提升，其车载传感器数量也在不断上升。

图表 8 汽车电子在整车中的应用分类



图表 9 汽车电子在整车制造成本中占比逐年上升

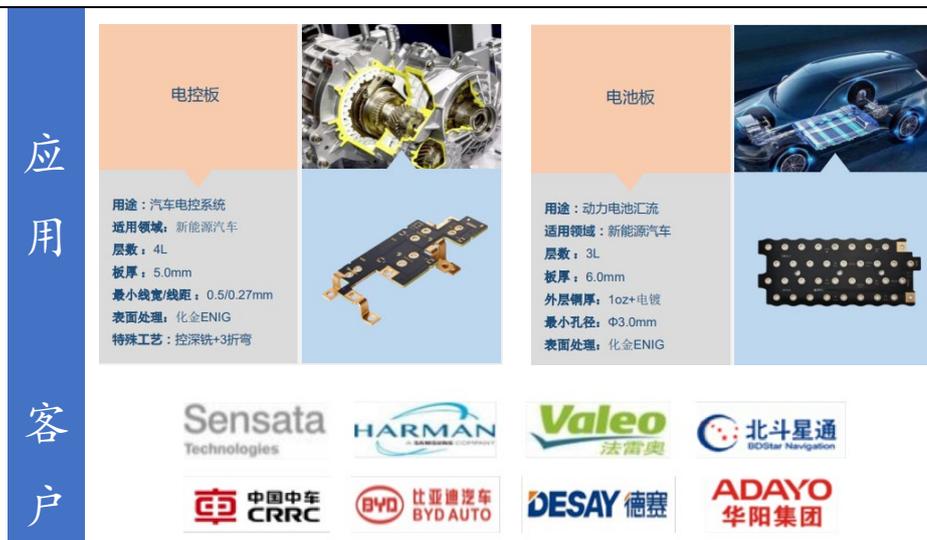


资料来源：《汽车电子硬件设计》，艾瑞咨询，华安证券研究所

资料来源：PWC，艾瑞咨询，华安证券研究所

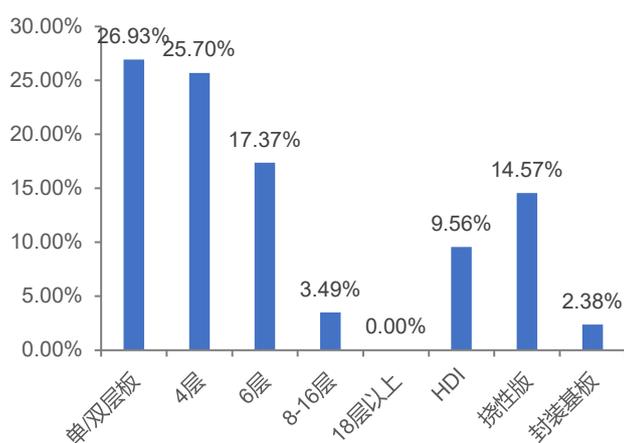
汽车电子化率稳步提升, 车载 PCB 有望迎来量价齐升。根据艾瑞咨询的数据, 全球汽车电子市场规模持续扩张, 汽车电子化率显著提高。汽车电子化率的提升, 导致车载动力和各类控制器系统数量的增加, 使用的电子元件和功率器件也将大幅度提升, 传统线缆连接容易发热从而形成安全隐患, 也不便于后续的维修定位, 而 PCB 板上的大面积贴焊可为电子元件以及功率器件等提供非常有力且稳定的支撑, 更好地完成电气连接, 对于强电流, 高电压, PCB 也具有更强的保护性和隔离性, 因此, 使用 PCB 板替代线缆已成为较为明确的趋势。另外, 纯电动汽车的动力系统采用电驱动, 完全替换掉了传统汽车的驱动系统, 新的电控系统 (MCU、VCU、BMS) 需要用到更多的 PCB。而对于混合动力汽车, 在保留传统汽车的驱动系统的同时, 引入了一套新的电驱动系统, PCB 的单车用量依然有所增加。

图表 10 公司产品在汽车电子中应用及客户



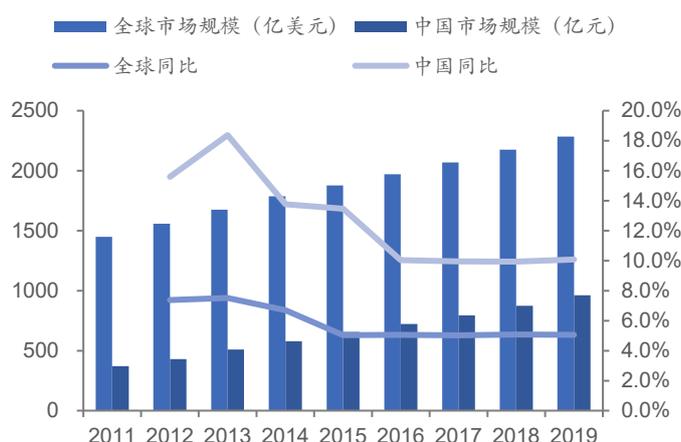
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 11 汽车电子 PCB 需求结构



资料来源: Prismaark, 华安证券研究所

图表 12 全球与中国汽车电子市场规模及增速

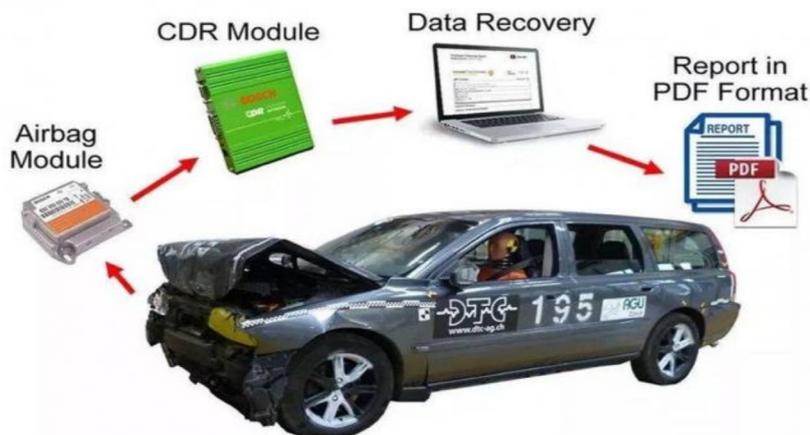


资料来源: 艾瑞咨询, 华安证券研究所

积极布局新品, 树立先发优势。EDR 新规确立, 《机动车运行安全技术条件》在 2021 年 2 月发布的最新版本中规定: 从 2022 年 1 月 1 日起, 国内所有新生产的

乘用车都强制要求配备 EDR，公司的 EDR 产品储备早，具备先发优势，随着 2022 年新规的落地，公司车载 PCB 有望持续受益。

图表 13 车载“黑匣子”EDR



资料来源：易车网，华安证券研究所

2.2 开拓解决方案业务助力行稳致远

聚焦解决方案事业群，提升盈利能力。公司在保持 PCB 业务技术进步、产能扩充和下游开发的基础上，重点聚焦由军工、家电及新能源电动车布局下的解决方案事业群，通过差异化路径竞争实现公司盈利能力再升级。军工和航空航天业务是 PCB 重要下游客户，在科技兴军、强军背景下，军工电子发展如火如荼，带动定制化元器件及其解决方案、薄膜电路解决方案和电控板解决方案用量提升。公司子公司深圳博敏主要为大型军工集团供应定制化元器件，产品在雷达通讯、卫星通讯、军事通讯及物联网领域应用广泛；子公司君天恒讯主要提供核心电子元器件定制化解决方案，产品包括开关电源、整流桥、整流滤波照明显示和军工（北斗）等；2020 年公司整合微芯事业部并控股艺感，微芯主要提供薄膜电路解决方案，产品包括无源器件（如环形器、隔离器）和薄膜陶瓷基板，下游客户亦为大型军工集团。通过差异化、多点布局，将有效提高公司整体抗风险能力，增强公司在电子元器件及其模块方面的“产品+解决方案”设计能力，公司的业务规模及盈利能力亦将得到进一步增强。

图表 14 公司事业群布局历史沿革

定制化解决方案	深圳博敏	君天恒讯	微芯	英凡蒂	艺感
①方案设计	√	√	√	√	√
②元器件采购及生产	√	√	√	√	√
③PCB 生产及测试	√		√		
④PCBA 贴装	√	√	√	√	√
⑤功能模块组装		√	√	√	√
行业领域	军工	家电	军工	电动自行车	通用器件
主要产品	定制化元器件	核心电子元器件定制化解决方案 1. 开关电源、整流桥、整流滤波照明显示等 2. 开拓军工（北斗）、汽车领域客户	薄膜电路解决方案 1. 无源器件：环形器、隔离器等 2. 薄膜陶瓷基板	电控板解决方案 1. 电控、BMS	1. 电感元器件 2. 大电流功率电感、贴片功率电感、磁环电感等 3. 新型网络变压器
核心客户	大型军工集团	格力、美的、小米等	大型军工集团	华为、联想生态链企业	联想、英伟达、富士康、和硕、仁宝、格力、大华、动力源
	2013	2017		2020	

资料来源：公司公告，华安证券研究所整理

深耕电动自行车赛道，下游深度合作龙头公司。公司凭借在新能源赛道的多年布局，将业务拓展至电动两轮车领域。目前公司已与下游多家龙头企业展开交流，拟与宁德时代、欣旺达等公司实现战略合作，聚焦电动自行车电控板解决产品。公司合作的英凡蒂已成功接入华为鸿蒙系统，持续加大电控板解决方案事业群的核心竞争力。

图表 15 战略合作英凡蒂并接入鸿蒙系统



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 16 拟切入华为健康智能生态圈



资料来源：公司官网，华安证券研究所

3. 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

关键假设 1: PCB 业务方面, 随着明年汽车电子 (黑匣子) 及新能源三电厚铜放量、MINILED 战略配套 X 客户产品交付, 同时盐城 2 期高阶 HDI 产品逐渐达产, 我们预计公司 2021-2023 年 PCB 的收入分别为 25.8 亿元/31.8 亿元/37.6 亿元, 对应毛利率为 20%/22%/22%。

关键假设 2: 解决方案事业群方面, 预计明年短途出行车开始放量销售, 陶瓷基板与微波储架产品向中国中车等客户大规模交付, 我们预计公司 2021-2023 年解决方案事业群的收入分别为 9.6 亿元/13.1 亿元/16.9 亿元, 对应毛利率为 20%/22%/23%。

我们预计 2021-2023 年公司归母净利润为 3.14、4.98、6.15 亿元, 对应市盈率为 26、17、13 倍, 首度覆盖给予公司“买入”评级。

图表 17 2019 年-2023 年公司业绩拆分及盈利预测 (百万元)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
PCB					
营业收入	2014	2015	2584	3181	3761
YoY		0%	28%	23%	18%
营业成本	1701	1672	2075	2489	2941
毛利	314	343	509	692	820
毛利率	16%	17%	20%	22%	22%
解决方案事业群					
营业收入	551	687	960	1310	1690
YoY		25%	40%	36%	29%
营业成本	374	499	768	1021	1301
毛利	178	188	192	289	389
毛利率	32%	27%	20%	22%	23%
其他业务					
营业收入	104	83	10	10	10
YoY		-20%	-88%	0%	0%
营业成本	57	21	5	5	5
毛利	47	63	5	5	5
毛利率	45%	75%	50%	50%	50%
合计					
收入合计	2669	2786	3554	4501	5461
成本合计	2132	2191	2848	3515	4247
毛利率	20%	21%	20%	22%	22%

资料来源: 华安证券研究所整理

3.2 公司估值

公司主要业务为 HDI(高密度互连)板、普通双面、多层、软硬结合板等, 因而我

们选取主营业务均为 HDI 板、多层板的中京电子、世运电路、胜宏科技进行对比。公司 2021-2023 年市盈率为 26、17、13 倍，具备较强的估值优势。

图表 18 公司各业务可比公司估值

证券代码	证券简称	可比公司业务情况	PE（一致预测值）		
			2021E	2022E	2023E
002579.SZ	中京电子	专业研发、生产和销售刚性、柔性和刚柔结合电路板	27.61	15.80	11.71
601208.SH	世运电路	主营产品包括双面板、多层板、HDI 板	51.20	27.37	17.89
300476.SZ	胜宏科技	专业从事高密度印制线路板的研发、生产和销售	32.40	22.73	18.24
		平均值	37.07	21.97	15.95

资料来源：wind，华安证券研究所

风险提示：

产能投放和消化不及预期，新客户拓展不及预期。

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	2573	2547	2937	3629	
现金	503	120	0	126	
应收账款	865	1018	1330	1624	
其他应收款	81	92	117	147	
预付账款	40	22	32	50	
存货	374	540	634	766	
其他流动资产	710	755	825	916	
非流动资产	2991	3502	3816	4205	
长期投资	141	188	251	334	
固定资产	1254	1295	1324	1330	
无形资产	98	121	148	185	
其他非流动资产	1498	1899	2095	2356	
资产总计	5564	6049	6754	7834	
流动负债	1641	1763	2068	2427	
短期借款	379	0	36	0	
应付账款	643	903	1085	1301	
其他流动负债	618	860	946	1126	
非流动负债	422	471	382	488	
长期借款	289	339	250	356	
其他非流动负债	133	133	133	133	
负债合计	2062	2234	2450	2916	
少数股东权益	0	0	0	0	
股本	511	511	511	511	
资本公积	2008	2008	2008	2008	
留存收益	982	1296	1784	2399	
归属母公司股东权益	3502	3815	4304	4918	
负债和股东权益	5564	6049	6754	7834	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	71	628	430	641	
净利润	247	314	489	615	
折旧摊销	162	172	184	201	
财务费用	43	0	0	0	
投资损失	-6	-4	-4	-8	
营运资金变动	-410	145	-242	-170	
其他经营现金流	692	171	734	788	
投资活动现金流	-851	-681	-498	-585	
资本支出	-306	-638	-439	-509	
长期投资	-103	-47	-63	-84	
其他投资现金流	-442	4	4	8	
筹资活动现金流	807	-330	-53	70	
短期借款	-141	-379	36	-36	
长期借款	99	50	-89	106	
普通股增加	196	0	0	0	
资本公积增加	632	0	0	0	
其他筹资现金流	21	0	0	0	
现金净增加额	5	-383	-120	126	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业收入	2786	3554	4501	5461	
营业成本	2191	2848	3515	4247	
营业税金及附加	11	17	21	24	
销售费用	59	76	98	117	
管理费用	89	137	162	194	
财务费用	43	0	0	0	
资产减值损失	-10	1	1	1	
公允价值变动收益	1	0	0	0	
投资净收益	6	4	4	8	
营业利润	284	352	556	698	
营业外收入	0	0	0	0	
营业外支出	1	0	0	0	
利润总额	283	352	556	698	
所得税	36	38	68	83	
净利润	247	314	489	615	
少数股东损益	0	0	0	0	
归属母公司净利润	247	314	489	615	
EBITDA	450	491	699	844	
EPS (元)	0.55	0.61	0.96	1.20	

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	4.4%	27.6%	26.6%	21.3%
营业利润	25.1%	23.9%	58.1%	25.5%
归属于母公司净利	22.4%	27.2%	55.7%	25.8%
获利能力				
毛利率 (%)	21.3%	19.9%	21.9%	22.2%
净利率 (%)	8.9%	8.8%	10.9%	11.3%
ROE (%)	7.0%	8.2%	11.4%	12.5%
ROIC (%)	5.8%	6.7%	9.5%	10.6%
偿债能力				
资产负债率 (%)	37.1%	36.4%	36.3%	36.7%
净负债比率 (%)	58.9%	57.3%	57.0%	57.9%
流动比率	1.57	1.42	1.45	1.47
速动比率	1.30	1.08	1.11	1.12
营运能力				
总资产周转率	0.50	0.59	0.67	0.70
应收账款周转率	3.22	3.49	3.38	3.36
应付账款周转率	3.41	3.15	3.24	3.26
每股指标 (元)				
每股收益	0.55	0.61	0.96	1.20
每股经营现金流薄)	0.14	1.23	0.84	1.26
每股净资产	6.85	7.47	8.42	9.62
估值比率				
P/E	22.84	26.26	16.86	13.40
P/B	1.83	2.16	1.91	1.67
EV/EBITDA	14.98	17.52	12.42	10.22

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师简介

分析师：胡杨，电子行业首席分析师，北京大学硕士，曾任职于中泰证券研究所，擅长产业趋势前瞻判断和产业链交叉验证，全面负责电子和半导体研究。

联系人：赵恒祯，电子行业研究员，帝国理工硕士、同济大学学士，两年产业工作经验，2021 年加入华安证券研究所。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。