

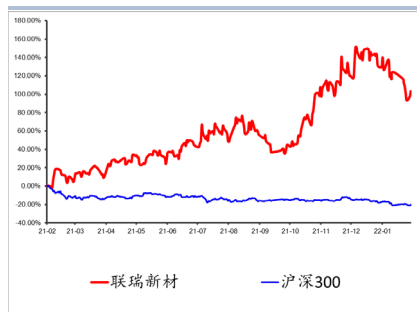
受益于电子材料国产化的硅微粉龙头

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-02-17

收盘价（元）	94.50
近 12 个月最高/最低（元）	115.98/42.87
总股本（百万股）	86
流通股本（百万股）	52
流通股比例（%）	60.47
总市值（亿元）	81
流通市值（亿元）	49

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

相关报告

主要观点：

● 专注于填料细分赛道三十八年，业绩迅速增长

公司前身东海硅微粉厂成立于 1984 年，专注于硅微粉的研发、生产和销售近 38 年。公司所生产的硅微粉填料应用广泛：芯片封装用环氧塑封材料（EMC）和底部填充材料（Underfill）、覆铜板（CCL）、热界面材料（TIM）、电子包封料等半导体、新能源汽车相关业务，同时还可应用于环保节能建筑用胶黏剂、蜂窝陶瓷载体，以及特高压电工绝缘制品、3D 打印材料、齿科材料等新兴领域。客户主要包括生益科技、南亚新材、建滔集团等世界覆铜板龙头以及住友电工、日立化成、松下电工等环氧塑封料知名企业。公司在硅微粉领域深耕细作，不断深挖护城河，打破国外高端产品垄断，业绩持续高速增长，15-20 年归母净利润复合增速达 43.5%。

● 国产替代+下游高景气，双逻辑加持下球形硅微粉市场空间巨大

公司硅微粉产品可主要分为角型硅微粉和球形硅微粉两大类，其中球形硅微粉导热、电磁性能更好，ASP 远超角形硅微粉。目前国内球形硅微粉仍依赖国外进口，供需缺口巨大。根据中国粉体技术网发布的数据，电化株式会社、日本龙森公司和日本新日铁公司三家企业合计占据了全球球形硅微粉 70% 的市场份额，国内仅公司与华飞电子能批量生产球形硅微粉，其价格较海外竞对具有一定优势。同时，随着服务器芯片的世代升级，配套 CCL 的材质也会随之升级，公司生产的球型硅微粉填料较传统角状硅粉有更低的传输损耗和散热性能，未来需求量或将进一步提升。

● 积极扩产保持龙头地位，继续扩大领先优势

2019 年募资 1.08 亿元建设硅微粉生产基地项目，新增球形硅微粉 7200 吨产能；2020 年实施电子级新型功能性材料项目，主要生产球形氧化铝粉、亚微米球形硅微粉及液态填料，设计产能 9500 吨/年；2021 年 8 月，公司拟自筹 3 亿元建设年产 15000 吨高端芯片封装用球形粉体生产线建设项目，较 2020 年球形硅微粉扩产比例 133.6%。

● 投资建议

我们预计 2021-2023 年公司归母净利润为 1.77、2.43、3.17 亿元，对应市盈率为 45.79、33.50、25.64 倍，首次覆盖给予公司“买入”评级。

● 风险提示

产能投放不及预期、下游需求不及预期。

● 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	404	623	829	1090
收入同比 (%)	28.2%	54.1%	33.2%	31.5%
归属母公司净利润	111	177	243	317
净利润同比 (%)	48.5%	59.9%	36.7%	30.7%
毛利率 (%)	42.8%	45.5%	46.1%	46.6%
ROE (%)	11.5%	15.5%	17.5%	18.6%
每股收益 (元)	1.29	2.06	2.82	3.69
P/E	36.30	45.79	33.50	25.64
P/B	4.18	7.12	5.87	4.78
EV/EBITDA	29.46	36.64	26.81	20.11

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 公司概况：产品高端化与下游需求严要求适逢其会..... 5

1.1 业务介绍：国内硅微粉龙头企业，产品结构不断优化 5

1.2 股权结构：实际控制人为李晓冬先生 5

1.3 经营数据：营收利润逐年增长，毛利率稳中有升..... 6

2 主营业务：高端硅微粉需求旺盛，产能持续扩张助力公司保持龙头地位..... 7

3 盈利预测与估值 9

3.1 盈利预测..... 9

3.2 公司估值..... 10

风险提示： 10

财务报表与盈利预测 10

图表目录

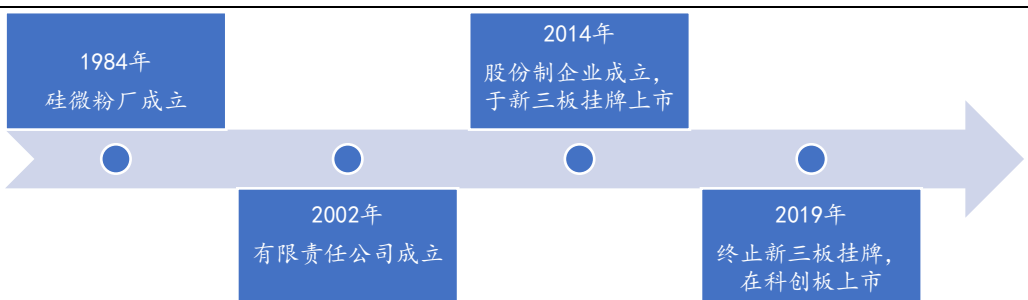
图表 1 联瑞新材历史沿革	5
图表 2 公司股权结构图（截至 2021 年 9 月 30 日）	6
图表 3 公司营业收入、归母净利润及增速	6
图表 4 公司各业务占比情况	6
图表 5 公司主要业务毛利率情况（单位：%）	7
图表 6 同行业可比公司毛利率情况（单位：%）	7
图表 7 不同硅微粉类产品性能对比	8
图表 8 国内覆铜板销量情况	8
图表 9 国内环氧塑封料需求情况	8
图表 10 公司主要产品的制造方法与用途	9
图表 11 2019 年-2023 年公司业绩拆分及盈利预测	9
图表 12 公司可比公司估值	10

1 公司概况：产品高端化与下游需求严要求适逢其会

1.1 业务介绍：国内硅微粉龙头企业，产品结构不断优化

联瑞新材是国内硅微粉行业龙头企业。公司是国内规模领先的电子级硅微粉企业，主营业务为硅微粉的研发、生产和销售，主要产品包括结晶硅微粉、熔融硅微粉和球形硅微粉。公司产品主要应用于电子电路用覆铜板、芯片封装用环氧塑封料以及电工绝缘材料、胶粘剂、陶瓷、涂料等领域，终端应用于消费电子、汽车工业、航空航天、风力发电、国防军工等行业。公司主要客户为半导体塑封料厂商住友电工、日立化成、松下电工、KCC 集团、华威电子，覆铜板企业建滔集团、生益科技、南亚集团、联茂集团、金安国纪、台耀科技、韩国斗山集团等行业龙头企业。随着电子产品功能日趋复杂且小型化发展趋势，电子产品发热散热问题日益突出，叠加新能源汽车核心部件“三电”（电池组、电控系统、驱动电机）及充电桩对散热性能的高要求，公司散热性能优秀的球形硅微粉、球形氧化铝粉产品具有广阔市场空间。

图表 1 联瑞新材历史沿革



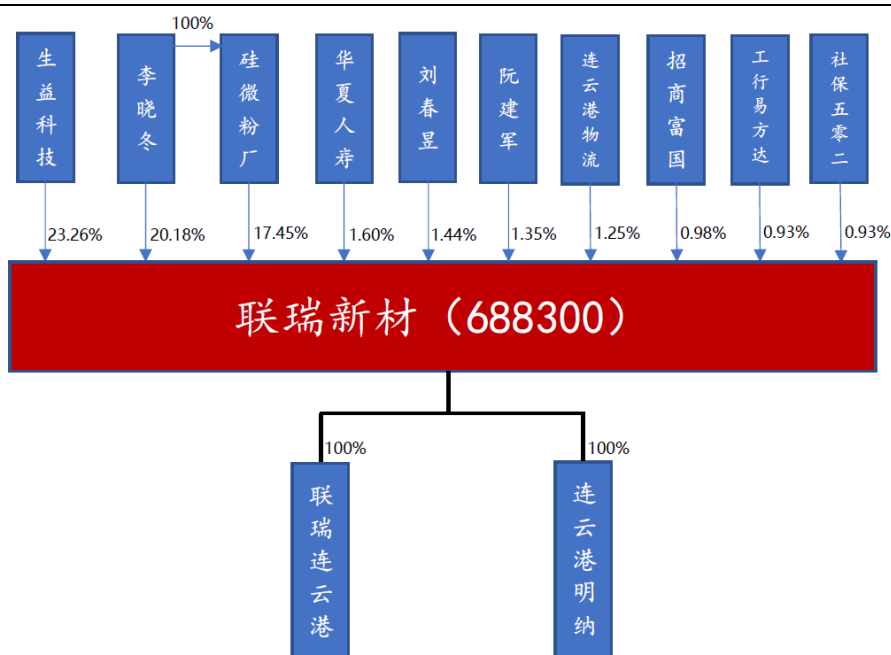
资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

高端产品占比逐年提升，技术工艺逐步完善。公司熔融硅微粉、球形硅微粉业务营收占比合计超过 70%，为公司主营业务。公司高端产品球形硅微粉、球形氧化铝粉占比逐年上升，合计占比由 2016 年 13.33% 提升至 2021 年前三季度 36.97%。随着产量提升、生产技术进步、生产工艺的进一步成熟以及产品结构的持续优化，公司高端产品毛利率水平正逐年提高。

1.2 股权结构：实际控制人为李晓冬先生

公司实际控制、控股股东为李晓冬。截止到 2021 年 9 月 30 日，李晓冬直接持有公司股份 20.18%，并通过控股股东海硅微粉厂间接持股 17.45%，合计持股 37.63%，为公司控股股东及实际控制人，同时也是公司的核心研发人员，具有丰富的研发及管理经验。公司第一大客户广东省生益科技持股 23.26%，为公司第二大股东。除上述二者之外的其他股东持股均不超过 2%，公司股权结构稳定集中，有利于公司决策顺利推行。

图表 2 公司股权结构图 (截至 2021 年 9 月 30 日)

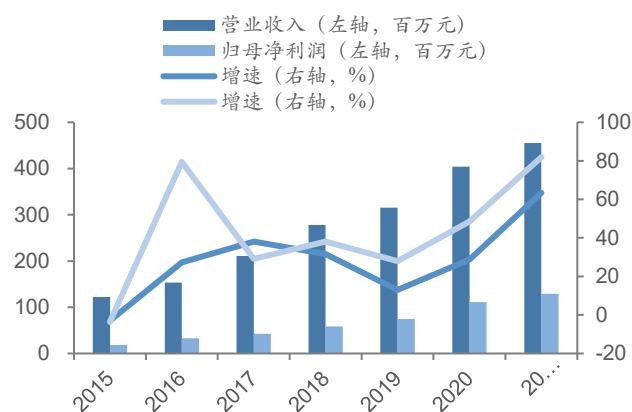


资料来源: wind, 华安证券研究所

1.3 经营数据: 营收利润逐年增长, 毛利率稳中有升

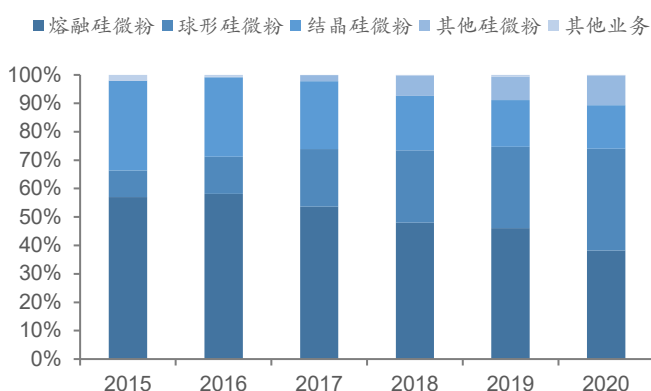
营业收入稳步增长, 归母净利润大幅上升。2015 年-2020 年, 公司营业收入稳步上升, CAGR 约为 27.00%。同期, 归母净利润由 0.18 亿元提升至 1.29 亿元, CAGR 约为 48.27%, 随着高端产品毛利率及营收占比的双重提升, 公司的利润率还将进一步增长。

图表 3 公司营业收入、归母净利润及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 4 公司各业务占比情况



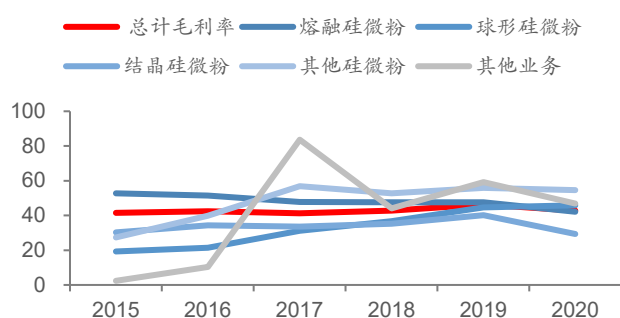
资料来源: wind, 华安证券研究所

分业务看, 硅微粉产品占公司营收的绝对主力地位。公司硅微粉产品可细分为结晶硅微粉、熔融硅微粉、球形硅微粉和其他硅微粉 (以球形氧化铝粉为主), 其中球形硅微粉和球形氧化铝粉具有流动性好、应力低、比表面积小和堆积密度高等优良特性, 单价达到熔融硅微粉的 2-4 倍。2016 年-2020 年, 公司硅微粉业务营业收入均达到公司营业收入的 99% 以上。同期, 球形硅微粉及球形氧化铝粉营收占比由

13.23%提升至 46.33%，成为公司业绩增长的强劲动力。

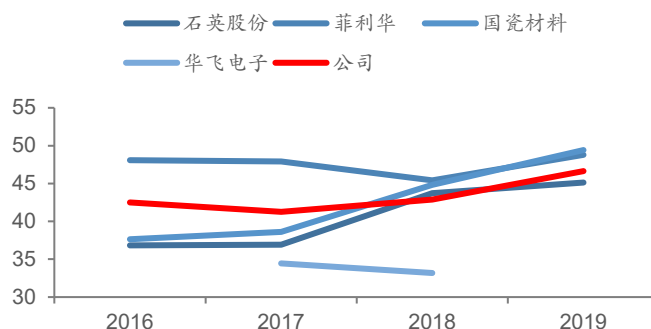
利润上看，高端产品毛利率持续上行。公司主要业务中，中低端产品熔融硅微粉及结晶硅微粉毛利率持续走低，但熔融硅微粉毛利率仍处高位，原因是公司熔融硅微粉的客户主要为领先的覆铜板领域公司如建滔集团、生益科技等，对熔融硅微粉产品品质要求严格；高价值量产品中，球形氧化铝粉毛利率始终保持高位，而球形硅微粉的毛利率不断走高，原因是公司覆铜板用球形硅微粉销售比例显著上升以及产品边际成本随产品销量上升而下降。覆铜板行业主要客户需要小粒径或经表面改性的球形硅微粉，该行业球形硅微粉销售均价明显高于环氧塑封料等行业球形硅微粉价格。在与同行业可比公司的比较中，公司毛利水平与行业均值基本吻合，不存在明显差异。

图表 5 公司主要业务毛利率情况（单位：%）



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 6 同行业可比公司毛利率情况（单位：%）



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

研发方面，研发投入逐年上涨，专利数量众多。公司所处的材料行业是典型的智力与资金集中型行业，对研发能力要求极高。2018-2021 年，公司的研发投入分别为 1056 万元、1283 万元、1978 万元和 2528 万元，占营业收入的比例分别为 3.8%、4.07%、4.89%和 5.55%，符合行业平均水平。截至 2021 年 6 月 30 日，公司累计获批专利 66 项，其中发明专利 25 项，实用新型专利 37 项，外观设计专利 3 项，软件著作权 1 项，研发成果显著。

2 主营业务：高端硅微粉需求旺盛，产能持续扩张助力公司保持龙头地位

公司主要业务为硅微粉类产品。硅微粉是以结晶石英、熔融石英等为原料，经研磨、精密分级、除杂等工艺加工而成的粉体。硅微粉产品具有高耐热、高绝缘、低线性膨胀系数和导热性好等优良性能，是一种性能优异的先进无机非金属材料，可广泛应用于电子电路用覆铜板、芯片封装用环氧塑封料以及电工绝缘材料、胶粘剂、陶瓷、涂料等领域，终端应用于消费电子、汽车工业、航空航天、风力发电、国防军工等行业。硅微粉根据颗粒形貌可分为角形硅微粉和球形硅微粉，其中角形硅微粉根据原材料种类不同可分为结晶硅微粉和熔融硅微粉。公司同时也生产球形氧化铝粉和角形氧化铝粉，主要应用于电子产品的发热体与散热设施之间的电子导热硅胶、灌封胶等领域。

球形硅微粉性能最好，单价显著高于其他产品。结晶硅微粉是以石英块、石英砂等为原料，经过研磨、精密分级、除杂等工序加工而成的二氧化硅粉体材料，能够改善覆铜板、环氧塑封料、电工绝缘材料等下游产品的线性膨胀系数、电性能等物理性能；熔融硅微粉选用熔融石英、玻璃类等材料作为主要原料，经过研磨、精密分级和除杂等工艺生产而成，性能上显著优于结晶硅微粉；球形硅微粉是以精选的角形硅微粉作为原料，通过火焰法加工成球形的二氧化硅粉体材料，具有流动性好、应力低、比表面积小和堆积密度高等优良特性。结晶硅微粉单价约 2000 元/吨，熔融硅微粉约 5000 元/吨，球形硅微粉约 15000 元/吨，其中供给覆铜板厂商的小粒径、表面改性球形硅微粉，销售均价约 30000 元/吨，价值量差异巨大。

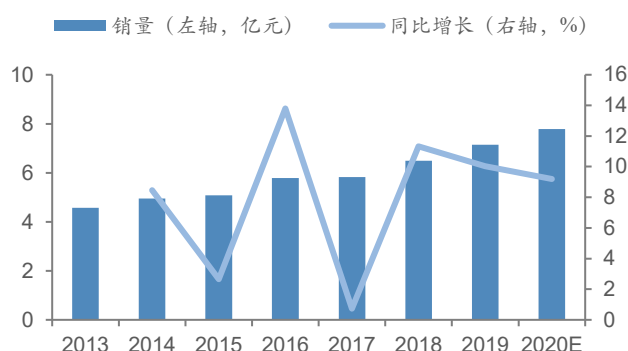
图表 7 不同硅微粉类产品性能对比

项目	特性简介	结晶硅微粉	熔融硅微粉	球形硅微粉
颗粒形貌	填充率与颗粒形貌具有一定关系，球形颗粒具备滚珠效应，填充率高于角形	SEM 下颗粒形貌为不规则角形	SEM 下颗粒形貌为不规则角形	SEM 下颗粒形貌为球形
密度	密度越小，越有利于下游产品的轻便化	2.65×10 ³ kg/m ³	2.20×10 ³ kg/m ³	2.20×10 ³ kg/m ³
莫氏硬度	硬度越大，耐磨性越高，加工难度大	7	6.5	6.5
介电常数	介电常数越小，信号传输速度越快	4.65 (1MHz)	3.88 (1MHz)	3.88 (1MHz)
介质损耗	介质损耗越小，信号传输质量越高	0.0018 (1MHz)	0.0002 (1MHz)	0.0002 (1MHz)
线性膨胀系数	线性膨胀系数越小，材料尺寸随温度变化越小	14×10 ⁻⁶ 1/K	0.5×10 ⁻⁶ 1/K	0.5×10 ⁻⁶ 1/K
热传导率	热传导率越高，散热性能越好	12.6 W/(m·K)	1.1 W/(m·K)	1.1 W/(m·K)

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

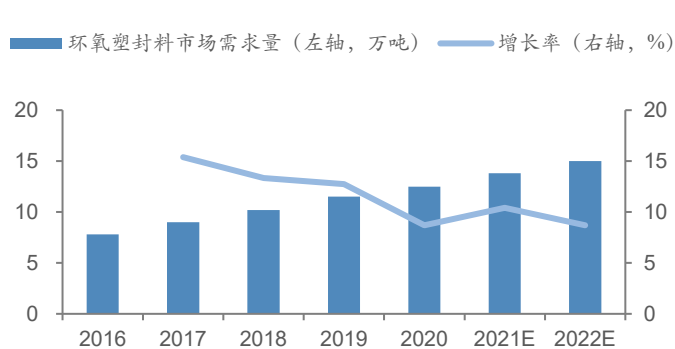
硅微粉主要应用于覆铜板及环氧塑封料，市场空间广阔。硅微粉作为填充料能够显著降低覆铜板和环氧塑封料的线性膨胀系数，膨胀性能接近于单晶硅，可以大幅提升电子产品的可靠性。其中，球形硅微粉作为环氧塑封料应力集中小、强度高，更适用于半导体芯片封装，流动性更好，能够显著降低对设备和模具的磨损。因此球形硅微粉在高端 PCB 板、大规模集成电路用环氧塑封料、高端涂料、特种陶瓷等领域有广泛应用。

图表 8 国内覆铜板销量情况



资料来源：东方财富网，华安证券研究所

图表 9 国内环氧塑封料需求情况



资料来源：中商产业研究院，华安证券研究所

产能持续扩展，助力公司保持龙头地位。公司近年来积极进行扩产，2019 年募资 1.08 亿元建设硅微粉生产基地项目，新增球形硅微粉 7200 吨产能；2020 年设立全资子公司实施电子级新型功能性材料项目，主要生产球形氧化铝粉、亚微米球形硅

微粉及液态填料，项目设计产能为 9500 吨/年；2021 年 8 月，公司拟自筹 3 亿元建设年产 15000 吨高端芯片封装用球形粉体生产线建设项目，较 2020 年球形硅微粉销量 11,227.20 吨，扩产比例 133.6%，待到产能全部释放后，球形硅微粉对公司净利润的贡献将大幅提升。

图表 10 公司主要产品的制造方法与用途

产品类别	制造方法	主要用途
角形硅微粉	采用优质硅质原料，经高效研磨、除杂、精密分级、复配、表面改性等工序加工制成。	EMC、CCL 等电子材料的填料；硅橡胶、涂料、塑料等化工助剂；特种陶瓷的烧结助剂。
圆角硅微粉	以角形硅微粉为原料，经专用设备钝角化加工制成。	全密封用 EMC、高性能胶粘剂等的填料，用于改善流动性和提高导热率。
微米球形硅微粉	以角形硅微粉为原料，经提纯、动态燃烧成球、精密分级、表面改性、混合复配等多道工艺加工而成。	高端芯片封装用 EMC、高频高速电路用 CCL 等电子材料的高性能填料；高性能涂料、塑料等的性能调节剂；特种陶瓷的烧结助剂。
亚微米球形硅微粉	以硅粉等为原料，经提纯、燃爆合成、精密分级、表面改性等工艺加工而成的功能性亚微米级（平均粒径 100-1000 纳米）填料。	EMC 性能调节剂，液态封装料，IC 载板填料，ABF 膜，底部填充（Underfill）材料，高性能塑料，齿科材料，3D 打印等。
球形氧化铝粉	以工业氧化铝粉为原料，经提纯、动态燃烧成球、精密分级、表面改性、混合等多道工艺加工而成。	改善 EMC、CCL 等电子材料导热性的填料；导热硅脂、导热灌封胶、导热硅胶垫片等热界面材料（TIM）。

资料来源：公司年报，华安证券研究所

最大客户生益科技是世界覆铜板龙头，受益于高频高速覆铜板换代升级。生益科技是公司的最大股东及最大客户，在公司历年营收占比中始终保持 20% 左右。作为世界覆铜板龙头，在下游需求不断扩充及国产替代的大背景下，生益科技业绩稳步增长，对公司球形硅微粉产品的采购量也在不断提升。公司在与生益科技的关联交易中，始终保持市场定价，未曾损害公司利益。

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

关键假设 1：球形硅微粉业务，产能逐步释放将带来营收快速增长，毛利率随着技术成熟保持高位。预计 21-23 年，球形硅微粉业务增速 55%、50%、45%，收入分别为 2.24 亿元/3.36 亿元/4.87 亿元，对应毛利率为 48.00%/48.00%/48.00%。

关键假设 2：熔融硅微粉业务，预计 21-23 年，熔融硅微粉业务增速 17%、8%、8%，收入分别为 1.81 亿元/1.95 亿元/2.11 亿元，对应毛利率为 42.00%/41.00%/40.00%。

关键假设 3：结晶硅微粉业务，预计 21-23 年，增速 10%/8%/6%，收入分别为 0.68 亿元/0.73 亿元/0.79 亿元，对应毛利率为 28.00%/27.00%/26.00%。

关键假设 4：其他硅微粉业务，2020 年扩产项目持续落地，球形氧化铝粉产量将提高一个数量级，预计 21-23 年，其他硅微粉业务增速 250%、50%、40%，收入分别为 1.49 亿元/2.24 亿元/3.13 亿元，对应毛利率为 54.00%/54.00%/54.00%。

图表 11 2019 年-2023 年公司业绩拆分及盈利预测

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
球形硅微粉					
营业收入（百万元）	90.45	144.67	224.24	336.36	487.72

YoY		59.94%	55.00%	50.00%	45.00%
营业成本	50.09	78.34	116.60	174.91	253.61
毛利率	44.62%	45.85%	48.00%	48.00%	48.00%
熔融硅微粉					
营业收入 (百万元)	145.13	154.44	180.69	195.15	210.76
YoY		6.41%	17%	8%	8%
营业成本	75.93	89.34	104.80	115.14	126.46
毛利率	47.68%	42.15%	42.00%	41.00%	40.00%
结晶硅微粉					
营业收入 (百万元)	51.91	61.84	68.02	73.47	77.87
YoY		19.13%	10%	8%	6%
营业成本	31.06	43.70	48.98	53.63	57.63
毛利率	40.17%	29.34%	28.00%	27.00%	26.00%
其他硅微粉					
营业收入 (百万元)	25.82	42.61	149.14	223.70	313.18
YoY		65.03%	250.00%	50.00%	40.00%
营业成本	11.40	19.33	68.60	102.90	144.06
毛利率	55.86%	54.64%	54.00%	54.00%	54.00%
其他业务					
营业收入 (百万元)	1.98	0.65	0.72	0.79	0.87
YoY		-67.17%	10.00%	10.00%	10.00%
营业成本	0.81	0.35	0.39	0.46	0.52
毛利率	59.30%	46.83%	45.00%	42.00%	40.00%

资料来源：华安证券研究所测算

3.2 公司估值

公司主营产品为硅微粉，因此我们选取业务包含硅微粉研发、生产的雅克科技与无机非金属粉体公司国瓷材料进行对比，2021 年可比公司 PE 均值为 49.66 倍。我们预计 2021-2023 年公司归母净利润为 1.77、2.43、3.17 亿元，对应市盈率为 45.79、33.50、25.64 倍，首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表 12 公司可比公司估值

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
002409.SZ	雅克科技	电子半导体材料的研发和生产：阻燃剂、锡盐类、硅油及胺类、球形硅微粉、LNG 保温复合材料等产品	49.37	35.09	26.04
300285.SZ	国瓷材料	专业从事电子陶瓷介电材料、结构陶瓷材料、建筑陶瓷材料等产品的研发、生产、销售	49.94	39.09	31.44
平均值			49.66	37.09	28.74

资料来源：wind，华安证券研究所

风险提示：

客户集中度较高的风险、国际关系变化风险、扩产不及预期风险

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	797	1087	1547	2042
现金	144	293	606	922
应收账款	123	183	247	325
其他应收款	0	0	1	1
预付账款	1	2	3	3
存货	54	91	115	150
其他流动资产	473	517	574	640
非流动资产	296	328	357	381
长期投资	0	0	0	0
固定资产	204	237	269	299
无形资产	10	10	10	9
其他非流动资产	81	80	78	72
资产总计	1093	1415	1903	2422
流动负债	90	235	481	683
短期借款	0	100	300	450
应付账款	52	76	102	131
其他流动负债	39	59	79	102
非流动负债	38	38	38	38
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	38	38	38	38
负债合计	129	274	519	722
少数股东权益	0	0	0	0
股本	86	86	86	86
资本公积	620	620	620	620
留存收益	258	435	678	995
归属母公司股东权	964	1141	1384	1701
负债和股东权益	1093	1415	1903	2422

现金流量表				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	90	95	164	218
净利润	111	177	243	317
折旧摊销	16	26	31	35
财务费用	0	3	12	23
投资损失	-15	-12	-19	-26
营运资金变动	-40	-97	-100	-128
其他经营现金流	167	272	339	441
投资活动现金流	-313	-44	-38	-30
资本支出	-124	-56	-57	-56
长期投资	-202	0	0	0
其他投资现金流	13	12	19	26
筹资活动现金流	-68	97	188	128
短期借款	0	100	200	150
长期借款	-9	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-59	-3	-12	-23
现金净增加额	-291	149	313	316

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	404	623	829	1090
营业成本	231	339	447	582
营业税金及附加	4	6	7	9
销售费用	7	12	17	24
管理费用	30	44	54	71
财务费用	0	4	8	15
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	15	12	19	26
营业利润	124	203	278	364
营业外收入	6	4	4	4
营业外支出	2	1	1	1
利润总额	128	206	281	367
所得税	17	28	39	50
净利润	111	177	243	317
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	111	177	243	317
EBITDA	132	216	292	381
EPS (元)	1.29	2.06	2.82	3.69

主要财务比率				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	28.2%	54.1%	33.2%	31.5%
营业利润	45.5%	63.8%	37.0%	30.9%
归属于母公司净利	48.5%	59.9%	36.7%	30.7%
获利能力				
毛利率 (%)	42.8%	45.5%	46.1%	46.6%
净利率 (%)	27.4%	28.5%	29.2%	29.1%
ROE (%)	11.5%	15.5%	17.5%	18.6%
ROIC (%)	10.4%	13.2%	13.4%	13.8%
偿债能力				
资产负债率 (%)	11.8%	19.3%	27.3%	29.8%
净负债比率 (%)	13.3%	24.0%	37.5%	42.4%
流动比率	8.84	4.62	3.22	2.99
速动比率	8.22	4.23	2.97	2.76
营运能力				
总资产周转率	0.37	0.44	0.44	0.45
应收账款周转率	3.27	3.40	3.35	3.35
应付账款周转率	4.48	4.47	4.39	4.43
每股指标 (元)				
每股收益	1.29	2.06	2.82	3.69
每股经营现金流	1.04	1.11	1.91	2.54
每股净资产	11.21	13.28	16.10	19.78
估值比率				
P/E	36.30	45.79	33.50	25.64
P/B	4.18	7.12	5.87	4.78
EV/EBITDA	29.46	36.64	26.81	20.11

资料来源:公司公告, 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；
- 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。