

新莱应材 (300260) \电子

——刻蚀设备核心部件供应商，助力芯征程

投资建议:

推荐

当前价格:

首次覆盖
 16.39元

投资要点:

► 以半导体为核心，生物医药+食品领域协同发展。

公司主营高洁净应用材料，应用领域为半导体、生物医药和食品领域。公司拥有广泛的国际资质认证，包括半导体龙头AMAT工艺认证，是AMAT的合格提供商。

► 半导体高洁净材料市场随制程升级稳步增长，公司覆盖行业优质客户前景明朗。

半导体领域高洁净材料可分为厂务端与设备端。经过我们测算，厂务端+设备端2020年-2022年国内市场规模为21亿、23亿、25亿，呈稳步增长格局。公司目前下游客户涵盖至纯科技、长江存储、亚翔集成等厂务端优质客户以及AMAT、拉姆研究、中微公司、北方华创等龙头刻蚀设备提供商，前景明朗。

► 收购山东碧海下游延伸整合一体化配套方案。

公司收购山东碧海往食品下游无菌包装延伸，为终端客户能够提供一体化配套方案。公司目前客户涵盖伊利、三元等乳制品龙头以及雀巢、可口可乐、百事可乐等国际软饮领先企业，发展前景可期。

► 盈利预测

预计公司2020-2022年营业收入为18.91亿、24.23亿、29.82亿，同比增长36.30%、28.13%、23.09%，净利润1.15亿、1.76亿、2.33亿，增长率84.25%、52.99%、32.47%，EPS为0.57元、0.87元、1.15元，对应P/E为28.83x、18.85x、14.23x。考虑公司产品与刻蚀设备结合紧密，在中美不确定关系下国产替代趋势明显，公司将深度受益，给予公司35x估值，给予推荐评级。

► 风险提示

公司产品研发不及预期，下游客户导入不及预期，宏观经济下行导致半导体下游需求不及预期，晶圆厂扩产不及预期。

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	202/127
流通A股市值 (百万元)	2,522
每股净资产 (元)	3.92
资产负债率 (%)	62.36
一年内最高/最低 (元)	21.53/10.02

一年内股价相对走势



马群星 分析师

执业证书编号: S0590516080001

电话: 0510-85613163

邮箱: maqx@glsc.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	1,174.67	1,387.23	1,890.75	2,422.66	2,981.98
增长率 (%)	84.19%	18.10%	36.30%	28.13%	23.09%
EBITDA (百万元)	130.78	173.58	175.06	241.83	307.92
净利润 (百万元)	38.62	62.30	114.79	175.62	232.64
增长率 (%)	78.96%	61.31%	84.25%	52.99%	32.47%
EPS (元/股)	0.19	0.31	0.57	0.87	1.15
市盈率 (P/E)	85.70	53.13	28.83	18.85	14.23
市净率 (P/B)	4.58	4.01	3.52	2.97	2.45
EV/EBITDA	29.62	22.27	22.34	16.34	12.61

数据来源: 公司公告, 国联证券研究所

正文目录

1.	业务以半导体为主，生物医药+食品领域协同发展.....	4
1.1.	半导体、食品、生物医药高洁净材料提供商.....	4
1.2.	广泛的国际资质认证与持续增长的研发支出是公司核心竞争力.....	5
2.	半导体对高洁净材料需求严格，公司受益国产替代机遇.....	6
2.1.	高洁净应用材料是半导体制造“血管”.....	6
2.2.	高洁净材料市场空间测算.....	8
2.3.	募投 2.8 亿元建设气体管路系统管件产线，提升核心竞争力.....	12
3.	生物医药稳步增长.....	14
3.1.	新冠疫情使医疗器械行业受到更多关注.....	14
3.2.	获得 ASME BPE 管道管件认证，替代国产国外进口产品.....	15
4.	收购山东碧海产业链延伸布局下游无菌包装.....	15
4.1.	我国无菌包装市场快速增长.....	15
4.2.	收购山东碧海，下游延伸整合一体化配套方案.....	17
5.	盈利预测.....	17

图表目录

图表 1: 公司主营产品结构.....	4
图表 2: 公司近年营业收入结构.....	5
图表 3: 公司近年毛利率变化.....	5
图表 4: 公司近年研发人员与研发投入情况.....	6
图表 5: 真空系统零部件实景图.....	7
图表 6: 中国新 ISO14644-1 超净室标准.....	8
图表 7: 大陆在建 12 英寸晶圆生产线汇总.....	9
图表 8: 大陆在建 8 英寸晶圆生产线汇总.....	9
图表 9: 大陆在建第二代、第三代半导体材料晶圆生产线汇总.....	10
图表 10: 晶圆厂制造支出拆分.....	10
图表 11: 中国厂务端高洁净材料市场空间测算.....	11
图表 12: 中微公司刻蚀设备成本分拆.....	11
图表 13: 中国设备端高洁净材料市场空间测算.....	11
图表 14: 公司泛半导体领域营收预测.....	12
图表 15: UHP 无缝管道 (左上)、UHP 无缝管件 (右上)、UHP 气体接头 (左下)、UHP 气体阀类 (右下).....	12
图表 16: UHP 气体接头公司产品与世伟洛克性能对比.....	13
图表 17: 半导体阀门市场规模 (单位: 百万美元).....	13
图表 18: 公司半导体领域主要竞争对手.....	14
图表 19: 2016-2022 年中国医疗器械市场规模及预测.....	15
图表 20: 全球无菌包装市场规模 (单位: 十亿美元).....	16
图表 21: 我国软饮料产量 (万吨).....	17
图表 22: 我国软饮料销量 (万吨).....	17
图表 23: 我国乳制品产量 (万吨).....	17
图表 24: 我国乳制品销量 (万吨).....	17
图表 25: 公司与山东碧海产业链关系示意图.....	18
图表 26: 公司主营业务收入预测.....	19
图表 27: 公司财务数据预测.....	19
图表 28: 可比公司 Wind 一致预测 (单位: 百万元).....	20

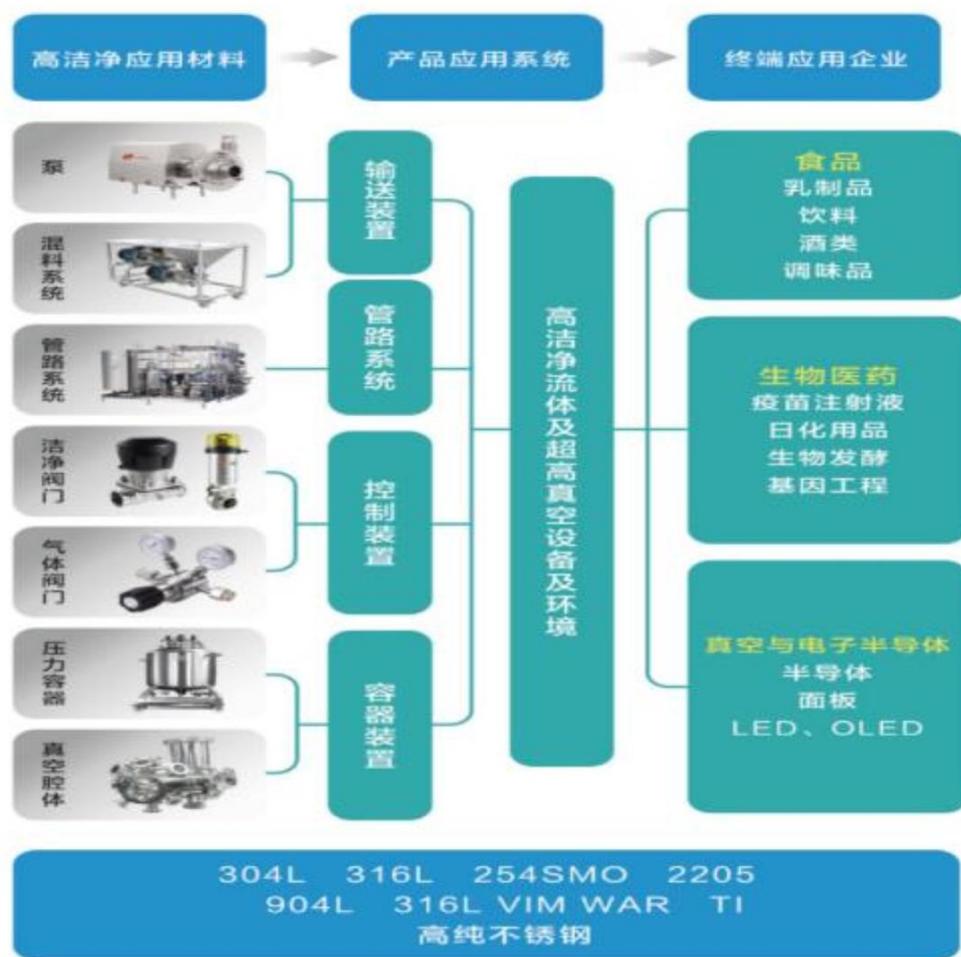
图表 29: 财务预测摘要.....21

1. 以半导体为核心，生物医药+食品领域协同发展

1.1. 半导体、食品、生物医药高洁净材料提供商

公司主营业务为以高纯不锈钢为母材的高洁净应用材料的研发、生产与销售，主营产品为真空系统、气体管路系统、泵、阀、法兰、管道和管件等，属于高洁净流体管路系统和超高真空系统的关键组件，产品主要应用于食品饮料、生物医药和泛半导体等需要制程污染控制的领域。

图表 1：公司主营产品结构



来源：公司公告，国联证券研究所

公司 18 年收购山东碧海包装材料公司 100% 股权，山东碧海主营用于牛奶及果汁等液体饮料的纸铝塑复合无菌包装材料、液态食品灌装机械及相关配套设备的研发、制造与销售。山东碧海与公司是直接上下游关系，通过山东碧海，公司将业务延伸至公司所处食品饮料类产业链下游—纸铝塑复合无菌包装材料和液态食品包装机械领域，公司产业链向下游延伸，完善了公司的食品饮料类产业链布局，有利于公司对该行业产业链布局的深度整合。

公司近年发力食品饮料领域，食品领域营收和毛利近年大幅提升，2019 年营业

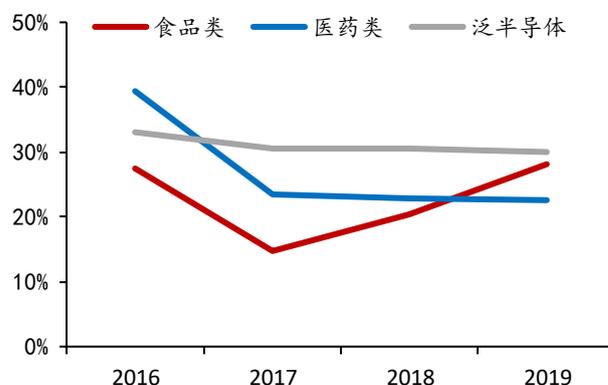
收入相比 2018 年提升 41.12%，毛利率由 20.50%提升至 28.12%，半导体领域稳定增长。

图表 2：公司近年营业收入结构



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 3：公司近年毛利率变化



来源：公司公告，国联证券研究所

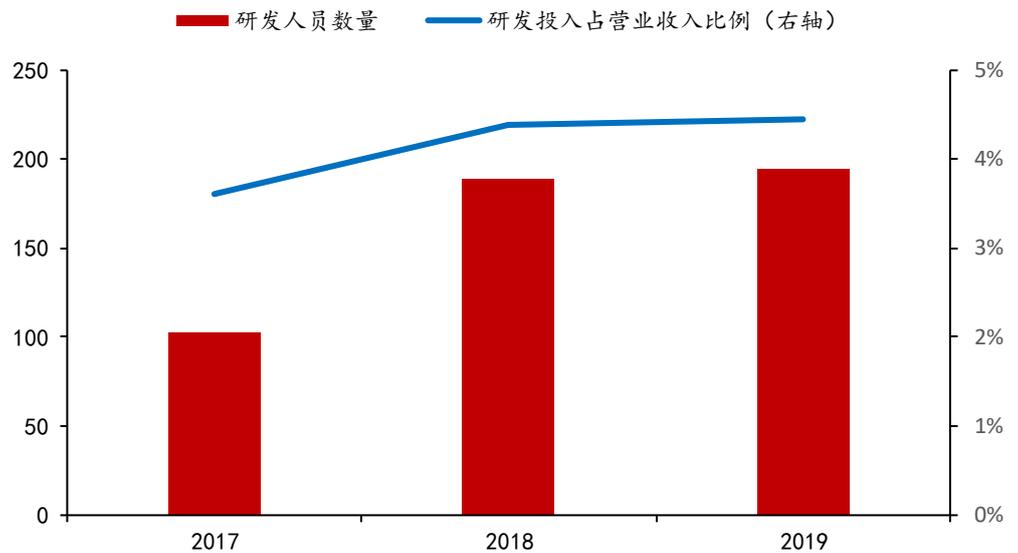
1.2. 广泛的国际资质认证与持续增长的研发支出是公司核心竞争力

公司拥有开发设计、精密机械加工、表面处理、精密焊接、洁净室清洗与包装等一系列核心技术，是目前国内同行业中少数拥有完整技术体系的厂商之一，在国际同行业中处于先进水平。截至 2019 年末，公司及各控股子公司合计拥有已授权的有效专利 188 项。

精密零部件行业由于制造商呈现良莠不齐格局，资质认证在开拓客户时就自然成为关键驱动力之一。公司在国际资质认证方面通过了由德国 TÜV 机构实施的欧盟承压设备指令 (PED) 认证、美国 3-A 协会实施的 3-A 卫生标准认证、美国机械工程协会实施的 ASME(U+S) 认证、BSI 实施的 ISO9001 质量管理体系认证等多项国际权威认证，产品符合美国机械工程师协会 ASME BPE、国际半导体设备和材料协会 (SEMI)、欧洲卫生设备设计组织 EHEDG 认证，同时获得 ISO 9001 质量管理体系、企业知识产权管理体系认证、中国职业健康安全管理体系认证、环境管理体系认证、江苏省企业研发管理体系认证、两化融合管理体系评定证书等，同时公司 2012 年获得世界知名半导体设备厂商美商应材 (AMAT) 的工艺认证，国内外资质认证齐全，在发展国内外客户时优势明显。

研发方面，公司泛半导体产品研发团队平均拥有超过 10 年的行业从业经验，团队在食品、医药行业拥二十多年的行业经验。同时，近三年公司研发投入与研发人员呈现持续增长态势，公司逐步形成国际认证+技术领先的护城河。

图表 4：公司近年研发人员与研发投入情况



来源：公司公告，国联证券研究所

同时，公司积极与下游客户进行紧密且长期稳定的合作，客制化产品反应釜、压力容器等产品与全球领先的生物医药公司默克 (Merck)、全球知名的半导体设备及材料公司英特格 (Entegris) 等合作交流，半导体方面与世界顶级半导体制造设备企业 AMAT 加大半导体的真空系统产品的合作，同时与中国领先的存储器芯片设计与制造公司长江存储在高端真空阀门等产品方面也有深入合作。通过与下游客户的及时交流与深度合作，公司能够及时了解 and 掌握下游行业的工艺改进和革新，及时把握下游行业发展动向以及客户对于新技术、新产品需求，进行前瞻性研发，以巩固并提升在行业内的核心竞争力。

2. 半导体对高洁净材料需求严格，公司受益国产替代机遇

2.1. 高洁净应用材料是半导体制造“血管”

高洁净材料主要包括真空腔体、压力容器、泵、阀、法兰、管道和管件等，属于高纯工艺中高洁净流体管路系统和超高真空系统的关键组件。

图表 5：真空系统零部件实景图



来源：公司公告，国联证券研究所

➤ 高纯工艺的核心是控制不纯物，避免制程污染。

半导体制造属于高精密制造，杂质的污染对工艺会产生极为有害的影响，百万分之一以下的氧气含量就会使大量的大规模集成电路芯片报废，对晶圆厂造成极大损失。目前，高纯工艺已经从最初的 ppm（百万分之一）级逐步发展到 ppb（十亿分之一）及以下，又被称为量子级不纯控制技术。高洁净材料作为高纯工艺系统的核心组件直接决定系统性能。

图表 6：中国新 ISO14644-1 超净室标准

超净室分类 (级)	浓度极限 (个/ft ³)					
	≥0.1um	≥0.2um	≥0.3um	≥0.5um	≥1um	≥5um
ISO 1	10	2				
ISO 2	100	24	10	4		
ISO 3	1000	237	102	35	8	
ISO 4	10000	2370	1020	352	83	
ISO 5	100000	23700	10200	3520	832	29
ISO 6	1000000	237000	102000	35200	8320	293
ISO 7				352000	83200	2930
ISO 8				3520000	832000	29300
ISO 9				35200000	8320000	293000

来源：ISO，国联证券研究所

➤ 高洁净流体管路系统

流体管路系统是用于半导体制造时输送各类液体/气体的超纯工艺系统。制造时使用的硅烷、磷烷、砷烷等电子特气，具有高腐蚀性、毒性、可燃性等特点，气体泄漏后果严重。

➤ 超高真空系统

真空系统主要应用于 PVD、CVD 等薄膜沉积环节中，需要符合真空镀膜工艺的高工艺需求，同时，真空系统还需支持真空后倒入高纯气体并在系统中反应，高纯气体往往具有腐蚀性和毒性，因此真空系统对所用材料的性能、工艺等要求都较高。

高洁净应用材料类似半导体材料，具有高技术壁垒与客户认证壁垒。由于半导体制造过程中的流体大多具有腐蚀性、毒性、可燃性等，为保障生产安全与流体纯度，避免制程污染，半导体厂商对洁净材料的性能需求极高，因此带来了认证时间长、认证困难等壁垒。并且由于洁净材料应用环境中的腐蚀性，作为耗材需要周期性替换，下游客户对产品历史、品牌声誉等更为看重。

从下游应用场景出发，高纯材料可分为厂务端和设备端，厂务端客户为台积电、中芯国际等晶圆厂以及半导体高纯工艺厂房建设承包者，如至纯科技，设备端则是各半导体设备商，如 AMAT、LAM Research 等。

2.2. 高洁净材料市场空间测算

➤ 国家推进发展，国内已规划晶圆厂投资额达 1.5 万亿

国家集成电路产业投资基金一期、二期持续投入集成电路产业链的发展，特别是二期重点投向上游设备与材料、下游应用等领域，持续支持国产替代发展，受益于此，国内各晶圆代工厂陆续开始扩产能。根据 SEMI 发布的全球晶圆厂报告显示，2017-2020 年，中国大陆将新建 26 座晶圆厂，整体投资金额全球最高，预计占全球新建晶圆厂 42%。截至 2018 年底我国大陆正在运营的 12 英寸生产线共有 10 条，在 2017~2018 年期间建成投产的 12 英寸生产线共有 5 条，尚在建设中的 12 英寸生产线为 18 条，计划中待建设的 12 英寸生产线 2 条，合计 35 条生产线。近年我国 12 英

寸晶圆生产线总投资规模约 1.5 万亿元，将带动国产高洁净应用材料的加速导入。

图表 7：大陆在建 12 英寸晶圆生产线汇总

序号	企业	地点	生产线名称	投资规模	技术水平	产能 (万片/月)
1		北京	B3	40 亿美元	28-14nm	3.5
2	中芯国际	上海	SN1	675 亿元	14-10nm	3.5
3		上海	SN2		28-14-10nm	3.5
4		深圳			106 亿元	90-40nm
5	三星 (中国)	西安	Fab2	70 亿美元	扩产 NAND	14.0→20.0
6	福建晋华	晋江		370 亿美元	2xnm DRAM	6
7	格芯 (成都)	成都		100 亿美元	0.18-0.13 CMOS 22FDX	一期 2.0; 二期 6.0
8	华虹 (无锡)	无锡		100 亿美元	90-55nm 特色工艺	
9	粤芯半导体	广州		70 亿元	0.18-0.13um CMOS	
10	南京紫光存储	南京		300 亿美元	3D NAND Flash, DRAM	30
11	紫光国芯存储	成都		240 亿美元	3D NAND Flash 及 模块	30
12	厦门士兰集科	厦门		70 亿元	MEMS 及功率器件	8
13	德淮半导体	淮安		500 亿元	CMOS 图像传感器	24
14	时代芯存	淮安		总 130 元	相变存储器芯片	10
15	武汉弘芯	武汉		1280 亿元	先进逻辑、射频工艺	9
16	芯恩 (青岛)	青岛		150 亿元	CIDM 代工	
17	华润微电子	重庆		100 亿元	功率半导体	
18	矽力杰半导体	青岛		180 亿元	先进模拟芯片	4
19	长江存储	武汉		240 亿美元	3D NAND	一期 10
20	长鑫存储	合肥		1500 亿元		一期 12

来源：公司公告，各公司官网，国联证券研究所

截至 2018 年底我国大陆正在运营的 8 英寸生产线共有 20 条，在 2017~2018 年期间建成投产的 8 英寸生产线共有 4 条，尚在建设中的 8 英寸生产为 8 条，合计 32 条生产线。近年我国 8 英寸晶圆生产线总投资规模约 447 亿元。

图表 8：大陆在建 8 英寸晶圆生产线汇总

序号	企业	地点	投资规模	技术水平	产能 (万片/月)
1	中芯国际	绍兴	58.8 亿元	MEMS, IGBT	
2	大连宇宙	庄河	24 亿元	功率半导体	2
3	德科玛 (南京)	南京	30 亿美元	0.18-0.11um CIS	4
4	中璟航天	盱眙	60 亿元	CIS 传感器	一期 2; 二期 2
5	格科微电子	嘉善	25.4 亿元	CMOS 传感器	
6	海辰半导体	无锡	69 亿元		10
7	赛莱克斯微系统	北京		MEMS	

来源：公司公告，各公司官网，国联证券研究所

同时，随着化合物半导体重要性日渐提升，第二代半导体（以 GaAs 为代表）和

第三代半导体（以 GaN、SiC 为代表）材料和芯片生产线不断涌现，并快速成长。

图表 9：大陆在建第二代、第三代半导体材料晶圆生产线汇总

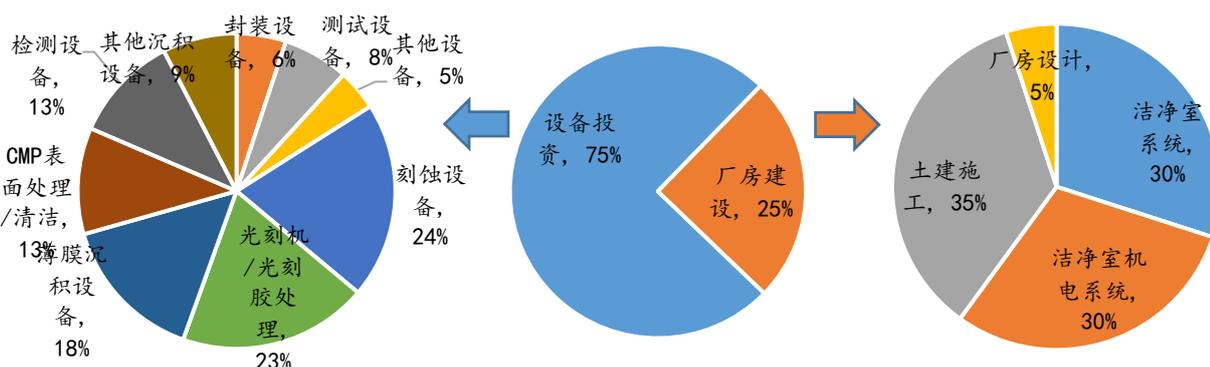
序号	企业	地点	材料类型	晶圆尺寸	生产线状况
1	株洲中车时代	株洲	SiC	6/4 英寸	2018 年 1 月，该公司 6 英寸 SiC 芯片生产线完成调试，可实现 4 英寸及 6 英寸 SiC SBD、PIN、MOSFET 等器件的研发生产，是国内首条 6 英寸 SiC 器件生产线。
2	世纪金光	北京	SiC	6 英寸	企业前身是中原半导体研究所，2018 年 2 月 1 日 6 英寸 SiC 器件生产线成功通线。
3	英诺赛科	珠海	GaN	8 英寸	2017 年 11 月 9 日生产线通线投产。该生产线是我国首条 8 英寸硅基 GaN 材料及器件生产线。主要产品为 8 英寸硅基 GaN 晶圆及 100-650V 功率器件。
4	苏州能讯	苏州	GaN	3→4 英寸	该企业采用 IDM 模式，自主发展 GaN 材料生长、芯片设计、晶圆制造、封装测试、可靠性研究与应用。GaN 器件生产线于 2011 年开始建设，2015 年建成投产。
5	江苏能华	苏州	GaN	6/4 英寸	公司专业从事 GaN 器件和模块的设计、研发、制造和销售。2017 年 11 月 15 日，4/6 寸 GaN 晶圆生产线投产。
6	厦门士兰明镓	厦门	GaN	6/4 英寸	2018 年 10 月 18 日，士兰明镓（厦门）6/4 英寸 GaN 化合物半导体器件生产线开工建设，项目总投资 50 亿元。
7	北京双仪微电子	北京	GaAs	6/4 英寸	主要从事 GaAs 晶圆材料的外延生长和 GaAs 微波器件制作生产。
8	三安光电	厦门/泉州	GAN、SiC	6/4 英寸	2018 年三安光电斥资 333 亿元在福建泉州南安高新技术产业园区建造第三代半导体产业线，涉及到材料生长、LED 外延、集成电路、电力电子器件等的研发和生产。

来源：公司公告，各公司官网，国联证券研究所

➤ 厂务端

我们以厂务端高纯工艺龙头至纯科技成本计算，根据至纯科技招股说明书，2016H1、2015、2014 年成本支出中管件、阀门、泵等部件支出分别为 11%、18%、27%，由于先进制程对高纯工艺要求更为严苛，我们假设管件、阀门、泵等高洁净材料成本占厂务端洁净室建设的 20%。依此我们预计，中国高洁净材料厂务端市场空间 2020-2022 年分别为 20.59 亿、22.69 亿、25.35 亿。

图表 10：晶圆厂制造支出拆分



来源：SEMI，国联证券研究所

图表 11：中国厂务端高洁净材料市场空间测算

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
中国半导体设备销售额（十亿美元）	13.1	12.91	14.92	16.44	18.37
中国晶圆厂投资额（十亿美元）	17.47	17.21	19.89	21.92	24.49
洁净室投资额（十亿美元）	1.31	1.29	1.49	1.64	1.84
洁净室管件等部件市场空间（十亿美元）	0.26	0.26	0.30	0.33	0.37
洁净室管件等部件市场空间（百万人民币）	1807.80	1781.58	2058.96	2268.72	2535.06

来源：SEMI，至纯科技招股说明书，国联证券研究所

➤ 设备端

设备端方面，公司产品深度绑定刻蚀类设备，因此我们仅考虑刻蚀设备中的市场空间。我们以中微公司成本计算，中微刻蚀设备成本约占 60%，其中原材料占直接成本的 95%。根据中微公司招股说明书，真空系统类和气动系统类占总成本的 12.23%。依此我们预计，中国高洁净材料设备端市场空间 2020-2022 年分别为 17.11 亿、20.20 亿、22.58 亿。

图表 12：中微公司刻蚀设备成本分拆

	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
机械类	22691.49	44.15%	52453.56	41.21%	59070.15	39.45%
气体输送系统类	6066.13	11.80%	20932.63	16.45%	25990.83	17.36%
电器类	8148.71	15.86%	19580.26	15.38%	23209.9	15.50%
机电一体类	6089.88	11.85%	14610.42	11.48%	14875.92	9.93%
真空系统类	3645.89	7.09%	10660.57	8.38%	13934.53	9.31%
气动系统类	474.35	0.92%	1822.72	1.43%	4366.4	2.92%
气动系统类	1896.73	3.69%	3729.8	2.93%	3841.81	2.57%

来源：中微公司招股说明书，国联证券研究所

图表 13：中国设备端高洁净材料市场空间测算

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
全球半导体设备销售额（十亿美元）	64.42	57.63	60.82	66.79	73.47
中国半导体设备销售额（十亿美元）	13.1	12.91	14.92	16.44	18.37
-其中 晶圆设备在半导体产线占比	81.00%	81.00%	81.00%	81.00%	81.00%
中国晶圆设备销售额（十亿美元）	10.61	10.46	12.09	13.32	14.88
-其中 刻蚀设备在晶圆设备中占比	25%	25%	28%	30%	30%
中国刻蚀设备销售额（十亿美元）	2.65	2.61	3.38	3.99	4.46
设备中管件、阀等部件成本（十亿美元）	0.19	0.19	0.25	0.29	0.33
设备中管件、阀等部件销售额（百万人民币）	1341.75	1321.50	1711.37	2020.22	2258.20

来源：SEMI，国联证券研究所

➤ 公司泛半导体领域营收预测

由于公司与下游刻蚀设备厂商深度合作，公司目前技术国际领先，我们预计公司在中国半导体高洁净材料市场的市占率将稳步提高。预计公司 2020-2022 年半导体领域营收为 5.66 亿、7.72 亿、9.59 亿。

图表 14：公司泛半导体领域营收预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
洁净室管件等部件投资额（百万人民币）	1807.80	1781.58	2058.96	2268.72	2535.06
设备中管件、阀等部件销售额（百万人民币）	1341.75	1321.50	1711.37	2020.22	2258.20
国内洁净材料市场（百万人民币）	3149.55	3103.08	3770.33	4288.94	4793.26
公司营收（百万人民币）	322.27	341.11	565.55	772.01	958.65
市占率	10.23%	10.99%	15.00%	18.00%	20.00%

来源：SEMI，国联证券研究所

未来随着制程发展，摩尔定律演进，设备端和厂务端对于高洁净材料的性能需求会持续提升，带动高洁净材料质量和数量的同步提升。如先进制程中离子法干刻蚀中使用大量有毒、腐蚀性强气体，一旦泄漏会造成极大的安全隐患，对洁净材料的性能都会提出特殊标准，因此对供应商技术的要求进一步提升，形成行业高技术壁垒，玩家集中度进一步提升。我们预计，现有供应商中优质且有技术的将深度受益，行业集中度进一步提升，带动公司产品量价齐升。

2.3. 募投 2.8 亿元建设气体管路系统管件产线，提升核心竞争力

公司于 2019 年 3 月发布可转债公告，发行募集资金 2.8 亿元，应用于半导体行业超高洁净管阀件生产线技改项目，主要为气体管路系统，包括 UHP 无缝管道、UHP 无缝管件、UHP 气体接头、UHP 气体阀类四大类。募集资金旨在进一步提升公司半导体行业超高洁净管阀件项目的技术水平及生产工艺，扩大产品产能，拓展公司在半导体行业超高洁净管阀件领域的市场份额，提升公司的核心竞争力。完全达产后预计年产 158.4 万件超高洁净管阀件，每年可实现年销售收入 2.9 亿元，净利润 0.56 亿元。

图表 15：UHP 无缝管道（左上）、UHP 无缝管件（右上）、UHP 气体接头（左下）、UHP 气体阀类（右下）



来源：公司公告，国联证券研究所

募投项目中以 UHP 气体接头为例。UHP 气体接头的生产工艺水平，主要是关键制程电解抛光情况，同时电解抛光也是募投项目产品生产实施的最重要的制程。公司已获得美商应材（AMAT）的电解抛光工艺认证。从主要技术指标来看，公司与竞争对手半导体气体接头、气体阀门龙头企业世伟洛克的工艺技术水平同步，但由于目前公司新产品开发周期、产能受限、客户接受周期等因素导致相应产品销售金额不高。未来扩产后有望快速抢占市场。

图表 16：UHP 气体接头公司产品与世伟洛克性能对比

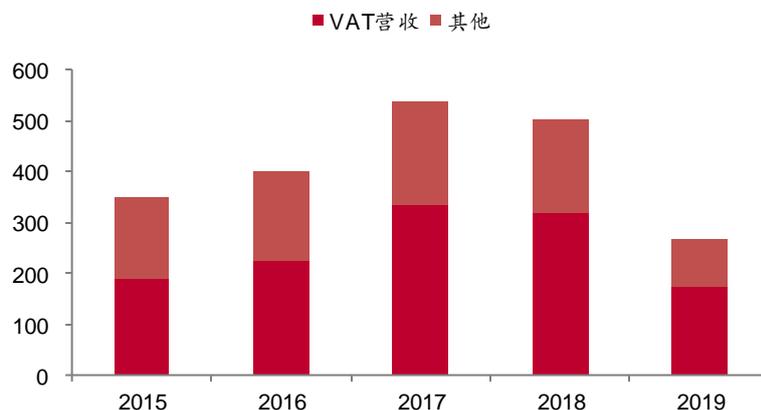
参数	测试方法	世伟洛克	发行人
铬铁比	基于 SEMIF60 的电子光谱	Ratio≥2.0	Ratio≥2.0
氧化铬氧化铁比率	基于 SEMIF60 的电子光谱	Ratio≥2.0	Ratio≥2.0
氧化层厚度	基于半导体 F72 标准的俄歇电子能谱 (AES)	≥15Å	≥20 Å
表面缺陷分析	基于 SEMIF73 标准的扫描电镜	最多 40 个缺陷，超过 5 个样品区域	最多 40 个缺陷，超过 5 个样品区域
外观	成品部件使用额外的亮光目视检查	所有部件将高度反射，镜面状，一致的粗糙度和统一的，有光泽的表面	所有部件将高度反射，镜面状，一致的粗糙度和统一的，有光泽的表面

来源：公司公告，国联证券研究所

➤ 高端零部件多为进口，国产替代空间巨大

由于国内半导体产业起步较晚，相关配套产业发展不及国外，且市场空间相对较小，国内公司发展较慢。目前主流零部件厂商以日本、美国、瑞士为主，如日本 Kuze、美国世伟洛克 Swagelok、美国派克 Parker、瑞士 VAT 等。以 VAT 为例，VAT 主要供应半导体设备中的真空阀门（Vacuum Valve），市占率超 65%。公司占比相对仍然较小。但由于中美关系等因素，公司将深度受益国产替代，利用已有国际先进技术快速抢占国内市场份额，提升空间巨大。

图表 17：半导体阀门市场规模（单位：百万美元）



来源：VAT 公告，国联证券研究所

图表 18：公司半导体领域主要竞争对手

序号	企业名称	企业介绍
1	日本久世公司	日本久世公司创立于 1939 年，总部位于日本石川县河北郡，截至 2018 年 3 月约有 522 名员工，下设久世不锈钢（SS）股份有限公司、久世管件（Fittings）股份有限公司、久世波纹管（Bellows）股份有限公司三家子公司，分别生产不锈钢管、管件和波纹管。主要应用于食品、生物医药和电子洁净等领域，先后获得 JISG3459、JISG3463、JISB2312、ISO9001、ISO9002 等许可或认证。
2	派克汉尼汾	派克汉尼汾公司成立于 1938 年，总部位于美国俄亥俄州，是全球运动和控制领域最大、产品种类最完备的公司，是唯一一家为客户提供液压、气动和机电一体化运动控制方案的制造商。公司致力于提供一流的产品及用户服务，为各种汽车、工业和航空市场提供精确设计的解决方案。
3	威莱克	威莱克公司成立于 1976 年，威莱克公司总部位于美国加州，威莱克公司一直是半导体，TFT / LCD 和太阳能行业中使用的超高纯度（UHP）工艺组件的领先制造商。公司引进了电解抛光，精密清洁，焊接方面的进步，并开发了阀芯组件集成的先进技术。威莱克公司通过遍布美国 39 个州和 12 个国家的 300 多个地点的网络，为客户提供增值金属加工服务，并向众多行业的 125,000 多名客户分销超过 100,000 种金属产品。
4	世伟洛克	世伟洛克公司成立于 1947 年，总部位于俄亥俄州，是石油天然气、石油化工、半导体、交通和电力行业流体系统产品、组件、服务和培训方面的领先开发商和供应商。全球员工 5500 余人，年销售额约 20 亿美元。
5	VAT	VAT 成立于 1965 年，总部位于瑞士，是全球领先的高性能高端真空阀，多阀模块，边焊波纹管及相关增值服务的开发商，制造商和供应商。该公司专注于设计和生产用于半导体，显示器和太阳能电池板制造的真空阀，以及一系列工业和其他研究应用。其活动主要分为三个业务领域：阀门，全球服务和工业。阀门部门提供用于真空制造工艺的隔离，控制和传输阀门。全球服务部门提供咨询和售后服务，如培训，设备维修、阀门升级和备件销售。工业部门生产和销售焊接波纹管，机器零件，机械部件和组件。该公司在全球拥有约 1,200 名员工。

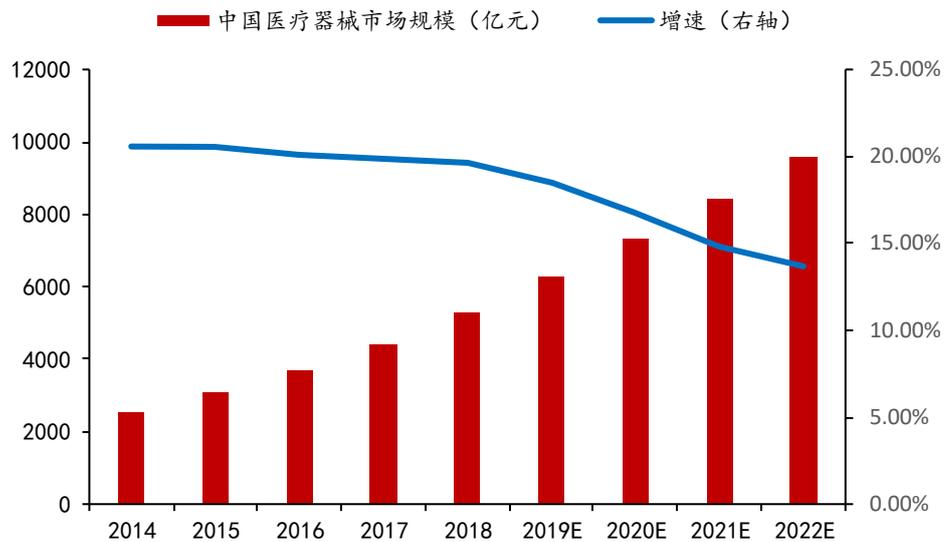
来源：公司公告，各公司官网，国联证券研究所

3. 生物医药稳步增长

3.1. 新冠疫情使医疗器械行业受到更多关注

全球市场来看，美欧日等发达国家的医疗器械产业发展时间早，对产品的技术水平和质量要求较高，市场需求以新产品的升级换代为主，市场规模庞大，增长稳定；受益经济的快速发展，以中国为代表的新兴市场是全球最具潜力的医疗器械市场，产品普及需求与升级换代需求并存，近年来的增长速度高于世界平均水平，保持在 20% 的水平。我国器械消费相较海外市场仍有较大提升空间。

图表 19：2016-2022 年中国医疗器械市场规模及预测



来源：Evaluate MedTech，艾媒数据中心，国联证券研究所

目前中国医疗器械行业市场中，中低端产品占据 55%，高端产品占据 45%，国际医疗器械的市场的结构为高端产品占 55%，低端产品占 45%。目前国内行业中的高端产品仍然主要依赖进口。

2014 年以来，中国医疗器械领域并购事件数不断上升，并购金额则波动幅度较大。2018 年，中国医疗器械领域并购事例 205 件，并购总金额达 108.93 亿美元。行业内企业通过并购整合上下游，早期多而散的局面正在改变，行业集中度进一步提高，向国内中高端企业集中。

随着国家政策扶持、不断扩大的市场需求、中国人口老龄化加速，同时经济的快速发展，民众支付能力不断增强，医疗体系逐步完善，医疗器械产业升级，医疗设备领域有望保持高增速。

同时我们也看到，新冠肺炎的全球传播引发了各界对医药行业的关注。在中国市场，最初是口罩、消毒剂等防护概念受到追捧。随着各界对疫情了解的深入，市场开始出现分化，目前各界更加关注医疗行业的基本面和中长期趋势。

3.2. 获得 ASME BPE 管道管件认证，替代国产国外进口产品

公司是亚洲第一家通过 ASME BPE 管道管件双认证企业，在医药行业成功替代国外进口产品，填补国内空白。同时第二代无菌隔膜阀经过公司泵阀实验室严格的寿命测试，性能优良，品质稳定。公司遵循生物医药的上游行业对医药设备的洁净标准，配合下游公司，依据新一轮 GMP 认证标准，保障和提高药品品质，将设备与工艺做到有机结合，在医药设备行业树立高洁净应用材料标准。

4. 收购山东碧海产业链延伸布局下游无菌包装

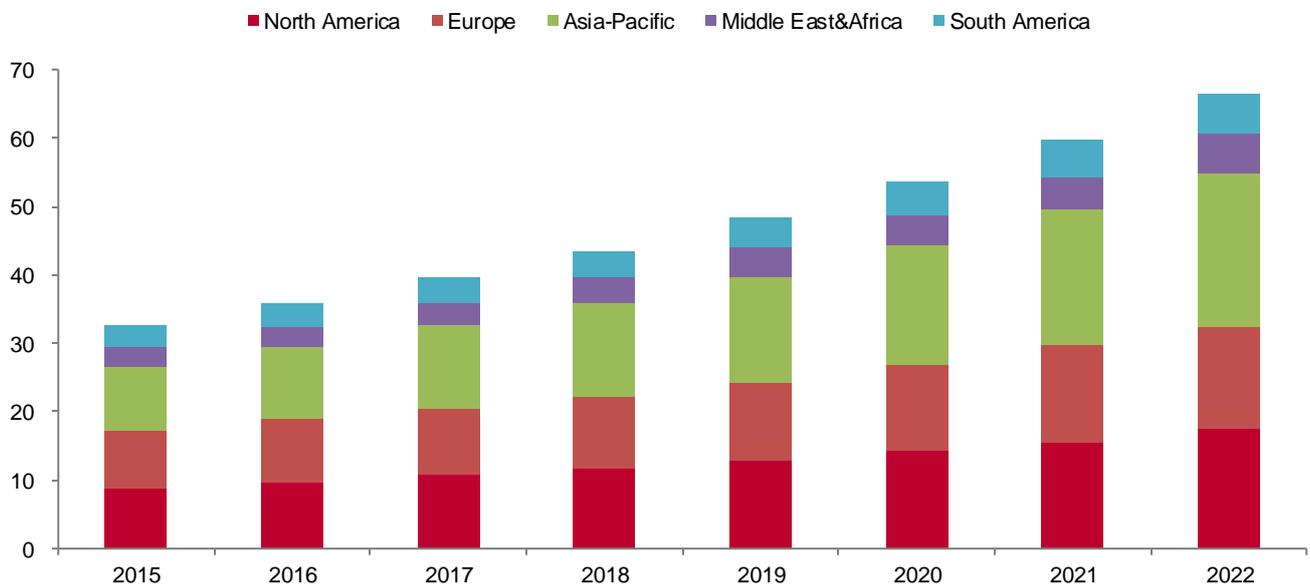
4.1. 我国无菌包装市场快速增长

➤ 无菌包装市场空间

食品包装行业起步于 20 世纪 40 年代后期，无菌包装市场从 20 世纪 60 年代开始迅速扩大，到 20 世纪 90 年代，发达国家无菌包装在食品包装中所占比例已超过 65%。我国从 20 世纪 70 年代开始引入无菌包装技术，随着国外先进技术设备的不断引进，我国无菌包装市场开始快速成长。

由于越来越多国家对食品防腐剂的禁止使用，无菌包装市场逐步扩大，尤其在发达国家。根据 MarketsandMarkets 的预测，无菌包装市场有望从 2017 年的 396.2 亿美元增长到 2022 年的 664.5 亿美元，CAGR 高达 10.89%，其中亚太地区将成为增长最快的市场。在亚太地区中，中国是无菌包装的最大消费国，其次是印度。

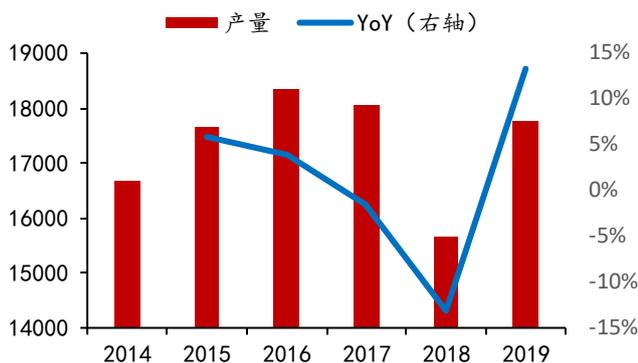
图表 20：全球无菌包装市场规模（单位：十亿美元）



来源：MarketsandMarkets, 公司公告, 国联证券研究所

从下游应用看，饮料和乳制品无疑是无菌包装最大行业。近几年我国对软饮料行业监管标准愈加趋严，并淘汰了一批不符合生产标准的软饮料工厂，我国软饮料行业进入了产品结构调整期。从产量以及销量看，两者均呈现了下降的趋势，2018 年我国软饮料产销量分别为 1.57 亿吨和 1.56 亿吨，同比分别下降 13%和 11%。2019 年随着调整期结束，2019 年全国软饮料产销量分别为 1.78 亿吨和 1.72 亿吨，分别增长 13%和 10%，市场大幅回暖。

图表 21：我国软饮料产量（万吨）



来源：公司公告，国联证券研究所

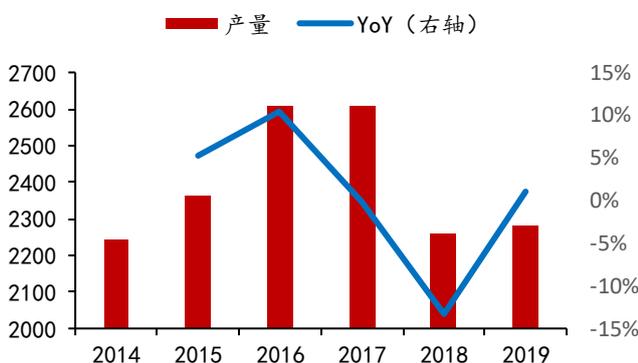
图表 22：我国软饮料销量（万吨）



来源：公司公告，国联证券研究所

乳饮方面，我国乳制品消费以液态奶为主，占据 55% 的份额，奶粉和干酪分别占据 32% 和 13% 份额。国内乳制品产销量在 2018 年经历了较大幅度的下跌之后，2019 年同样开始回暖，当年产销量分别为 2284 万吨和 2711 万吨，同比分别增长 1% 和 1%。

图表 23：我国乳制品产量（万吨）



来源：公司公告，国联证券研究所

图表 24：我国乳制品销量（万吨）



来源：公司公告，国联证券研究所

随着我国消费升级持续推进，我国软饮及乳制品市场仍有较大的增长空间，有望带动上游无菌包装市场规模持续增长。

➤ 市场主要竞争对手

目前国内无菌包装的主要竞争对手有瑞士利乐、新巨丰、纷美、普丽盛等。国内无菌包装企业依靠优质性价比以及售后服务开始逐步抢占国际企业在国内的市场份额。

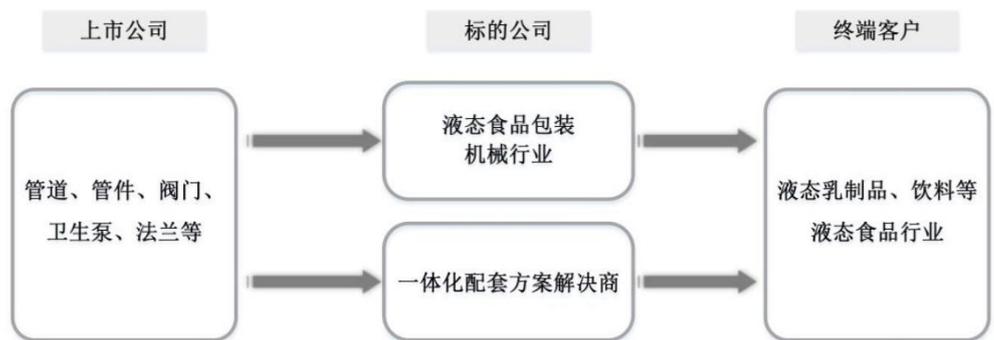
4.2. 收购山东碧海，下游延伸整合一体化配套方案

食品安全领域，公司在行业内做到了国内第一。公司与中国乳制品工业协会共同推动国内乳品行业“管路系统自动焊接标准”与国际接轨。目前，公司已经开发出全系列符合国际卫生标准的第二代高效离心泵产品，已通过美国 3A 认证，同时通过欧洲

卫生设备设计组织（EHEDG）的认证，向全球食品安全指南和标准融合。卫生级蝶阀通过了欧洲卫生工程设计组织认证。

2018 年公司 2.6 亿收购山东碧海公司，进入食品饮料类产业链下游纸铝塑复合无菌包装材料+无菌纸盒包装设备领域。公司与山东碧海原为采购关系，收购后公司整合山东碧海为终端客户能够提供一体化配套方案(包括为下游液态食品生产企业提供从包装技术咨询到设备集成与安装等)。

图表 25：公司与山东碧海产业链关系示意图



来源：公司公告，国联证券研究所

在无菌包装行业，行业惯例是下游客户通常会基于自身经营发展需求，综合考量上游供应商的产品质量、价格、售后服务、包装材料的多规格性、包装材料和灌装机配套使用的稳定性等来确定供应商。公司通过山东碧海的一体化配套方案增加了客户粘性，进而有效提高该类企业的市场竞争力。公司目前客户涵盖伊利、三元等乳制品龙头以及雀巢、可口可乐、百事可乐等国际软饮领先企业。

5. 盈利预测

我们预计公司 2020-2022 年营业收入为 18.91 亿、24.23 亿、29.82 亿，同比增长 36.30%、28.13%、23.09%，毛利率为 28.38%、29.19%、29.59%。主要增长动力来自于泛半导体行业以及食品饮料行业。

图表 26：公司主营业务收入预测

		2018	2019	2020E	2021E	2022E
食品类	营业收入	554.72	782.84	1017.69	1297.56	1621.95
	增长率 YoY		41.12%	30.00%	27.50%	25.00%
	毛利率	20.50%	28.12%	28.12%	28.12%	28.12%
医药类	营业收入	297.68	263.27	307.51	353.08	401.38
	增长率 YoY		-11.56%	16.80%	14.82%	13.68%
	毛利率	22.99%	22.58%	22.58%	22.58%	22.58%
泛半导体	营业收入	322.27	341.11	565.55	772.01	958.65
	增长率 YoY		5.85%	65.79%	36.51%	24.18%
	毛利率	30.56%	30.00%	32.00%	34.00%	35.00%
总计	营业收入	1174.67	1387.23	1890.75	2422.66	2981.98
	增长率 YoY		18.10%	36.30%	28.13%	23.09%
	毛利率	23.89%	27.53%	28.38%	29.19%	29.59%

来源：Wind，国联证券研究所

预计公司 2020-2022 年营业收入为 18.91 亿、24.23 亿、29.82 亿，同比增长 36.30%、28.13%、23.09%，净利润 1.15 亿、1.76 亿、2.33 亿，增长率 84.25%、52.99%、32.47%，EPS 为 0.57 元、0.87 元、1.15 元，对应 P/E 为 28.83x、18.85x、14.23x。

图表 27：公司财务数据预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1174.67	1387.23	1890.75	2422.66	2981.98
增长率	84.19%	18.10%	36.30%	28.13%	23.09%
净利润(百万元)	38.62	62.30	114.79	175.62	232.64
增长率(%)	78.96%	61.31%	84.25%	52.99%	32.47%
EPS(元/股)	0.19	0.31	0.57	0.87	1.15
市盈率(P/E)	103.68	64.28	28.83	18.85	14.23

来源：国联证券研究所

由于公司在上市公司中无开展同类业务的可比公司，我们选取除沪硅产业外的半导体材料公司作为可比公司，公司与可比公司相比，市盈率低于平均值。考虑公司产品与刻蚀设备结合紧密，在中美不确定关系下国产替代趋势明显，公司将深度受益，给予公司 35x 估值，给予推荐评级。

图表 28：半导体材料可比公司Wind 一致预测（单位：百万元，以 2020 年 5 月 27 日收盘价计算）

		2020 年净利润	2021 年净利润	2022 年净利润	2020 年 PE	2021 年 PE	2022 年 PE
600160.SH	巨化股份	718.00	1190.00	1358.77	22.80	14.65	12.90
002409.SZ	雅克科技	399.03	493.94	633.73	58.35	46.54	34.67
300346.SZ	南大光电	85.00	124.00	139.00	150.36	112.65	104.57
300236.SZ	上海新阳	85.36	106.81	139.01	182.28	145.66	111.85
603078.SH	江化微	60.00	82.50	121.50	87.57	61.63	44.73
300054.SZ	鼎龙股份	266.00	402.00	-	37.39	27.24	-
002430.SZ	杭氧股份	695.00	798.00	961.00	16.55	14.33	12.35
002643.SZ	万润股份	591.50	741.10	865.00	22.05	17.66	14.87
300481.SZ	濮阳惠成	186.00	232.50	310.07	22.72	18.45	14.52
300655.SZ	晶瑞股份	54.86	75.82	91.65	112.60	82.75	60.50
002129.SZ	中环股份	1500.00	1995.00	2455.00	33.46	24.31	19.09
600206.SH	有研新材	146.15	178.90	359.00	72.60	52.48	30.00
300666.SZ	江丰电子	85.00	95.00	114.42	149.49	118.14	92.68
002859.SZ	洁美科技	301.00	415.00	520.00	33.06	23.78	20.15
300398.SZ	飞凯材料	312.50	394.55	465.00	34.52	27.78	23.11
688268.SH	华特气体	100.00	130.00	165.20	100.30	79.14	69.03
300429.SZ	强力新材	194.40	235.73	277.56	48.29	39.83	33.82
603688.SH	石英股份	225.57	348.00	445.00	32.18	20.85	15.64
300200.SZ	高盟新材	200.35	224.36	252.13	19.68	17.58	15.64
603938.SH	三孚股份	148.98	209.79	299.24	23.05	16.37	11.48
002407.SZ	多氟多	214.52	283.11	348.25	33.44	25.34	20.60
300395.SZ	菲利华	248.00	317.76	391.50	32.65	25.33	20.37
688019.SH	安集科技	89.50	123.00	154.00	185.88	128.07	97.34
600378.SH	昊华科技	620.00	714.73	827.00	26.41	23.25	20.63
300263.SZ	隆华科技	235.00	295.00	366.00	28.38	22.52	18.73
688233.SH	神工股份	97.50	131.50	133.00	101.89	75.54	74.69
601678.SH	滨化股份	387.00	451.60	902.35	16.42	13.05	7.55
300706.SZ	阿石创	40.00	73.60	-	118.21	64.24	-
	平均值				64.38	47.83	38.52

来源：Wind，国联证券研究所

6. 风险提示

公司产品研发不及预期，下游客户导入不及预期，宏观经济下行导致半导体下游需求不及预期，晶圆厂扩产不及预期。

图表 29：财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	146.92	402.48	18.91	24.23	29.82	营业收入	1,174.6	1,387.2	1,890.7	2,422.6	2,981.9
应收账款+票据	416.41	450.11	510.38	585.72	630.91	营业成本	894.07	1,005.3	1,354.1	1,715.5	2,099.7
预付账款	18.31	21.10	31.99	35.26	47.05	营业税金及附加	7.72	7.15	9.75	12.49	15.37
存货	568.84	700.18	945.38	1,211.3	1,490.9	营业费用	90.28	135.02	170.17	218.04	268.38
其他	4.95	5.14	5.14	5.14	5.14	管理费用	68.19	75.21	102.52	131.35	161.68
流动资产合计	1,155.4	1,579.0	1,511.7	1,861.6	2,203.9	财务费用	27.22	37.62	35.50	31.56	31.45
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	6.14	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	490.69	475.11	524.14	521.56	518.98	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	10.50	51.61	0.00	0.00	0.00	投资净收益	-51.40	-67.99	-84.06	-107.70	-132.57
无形资产	77.20	73.58	73.58	73.58	73.58	其他	-51.40	-67.99	-84.06	-107.70	-132.57
其他非流动资产	197.01	192.81	188.19	183.57	178.94	营业利润	-21.74	-9.13	50.55	98.24	140.23
非流动资产合计	775.39	793.11	785.91	778.70	771.50	营业外净收益	52.01	68.25	84.06	107.70	132.57
资产总计	1,930.8	2,372.1	2,297.6	2,640.3	2,975.4	利润总额	30.26	59.12	134.61	205.94	272.80
短期借款	507.78	608.11	265.14	305.93	237.75	所得税	-8.05	-2.98	20.19	30.89	40.92
应付账款+票据	280.69	375.31	508.29	611.13	758.95	净利润	38.31	62.10	114.42	175.05	231.88
其他	214.76	218.13	239.30	263.30	286.79	少数股东损益	-0.31	-0.20	-0.38	-0.57	-0.76
流动负债合计	1,003.2	1,201.5	1,012.7	1,180.3	1,283.5	归属于母公司净利	38.62	62.30	114.79	175.62	232.64
长期带息负债	183.26	327.80	327.80	327.80	327.80						
长期应付款	3.49	2.92	2.92	2.92	2.92						
其他	10.37	6.92	6.92	6.92	6.92						
非流动负债合计	197.13	337.64	337.64	337.64	337.64						
负债合计	1,200.3	1,539.1	1,350.3	1,517.9	1,621.1						
少数股东权益	7.94	7.74	7.36	6.79	6.03						
股本	201.94	201.94	201.94	201.94	201.94						
资本公积	299.62	307.70	307.70	307.70	307.70						
留存收益	220.96	315.54	430.33	605.95	838.59						
股东权益合计	730.46	832.92	947.34	1,122.3	1,354.2						
负债和股东权益总	1,930.8	2,372.1	2,297.6	2,640.3	2,975.4						

现金流量表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	38.20	62.50	114.42	175.05	231.88
折旧摊销	68.85	78.48	7.20	7.20	7.20
财务费用	32.74	37.06	33.25	28.69	27.92
存货减少	-172.96	-131.34	-245.20	-265.95	-279.66
营运资金变动	185.00	44.22	82.98	48.23	114.35
其它	0.95	0.95	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	152.78	91.88	-7.35	-6.78	101.68
资本支出	26.40	47.83	0.00	0.00	0.00
长期投资	209.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.03	0.15	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-235.37	-47.68	0.00	0.00	0.00
债权融资	133.81	52.40	-342.97	40.79	-68.17
股权融资	0.00	271.94	0.00	0.00	0.00
其他	-34.91	-132.69	-33.25	-28.69	-27.92
筹资活动现金流	98.90	191.65	-376.23	12.10	-96.09
现金净增加额	19.61	235.92	-383.57	5.32	5.59

主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	84.19%	18.10%	36.30%	28.13%	23.09%
EBIT	72.74%	53.56%	76.51%	39.78%	28.17%
EBITDA	47.20%	32.73%	0.85%	38.14%	27.33%
归属于母公司净利	78.96%	61.31%	84.25%	52.99%	32.47%
获利能力					
毛利率	23.89%	27.53%	28.38%	29.19%	29.59%
净利率	3.26%	4.48%	6.05%	7.23%	7.78%
ROE	5.35%	7.55%	12.21%	15.74%	17.26%
ROIC	7.76%	7.17%	10.34%	12.95%	14.56%
偿债能力					
资产负债	62.17%	64.89%	58.77%	57.49%	54.48%
流动比率	1.15	1.31	1.49	1.58	1.72
速动比率	0.58	0.73	0.55	0.55	0.55
营运能力					
应收账款周转率	2.87	3.11	3.78	4.20	4.84
存货周转率	1.57	1.44	1.43	1.42	1.41
总资产周转率	0.61	0.58	0.82	0.92	1.00
每股指标(元)					
每股收益	0.19	0.31	0.57	0.87	1.15
每股经营现金流	0.76	0.45	-0.04	-0.03	0.50
每股净资产	3.58	4.09	4.65	5.52	6.68
估值比率					
市盈率	85.70	53.13	28.83	18.85	14.23
市净率	4.58	4.01	3.52	2.97	2.45
EV/EBITDA	29.62	22.27	22.34	16.34	12.61
EV/EBIT	62.55	40.64	23.29	16.84	12.91

数据来源：公司报告、国联证券研究所

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。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联证券可能会持有本报告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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元
 电话：021-61649996