

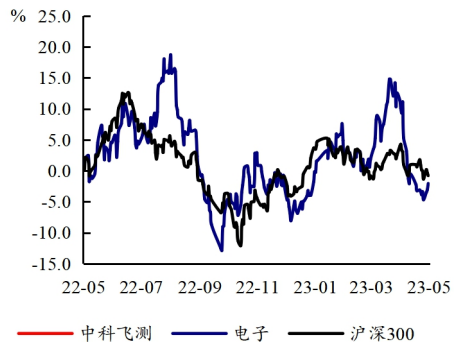


评级 推荐（首次覆盖）

报告作者

作者姓名 彭琦
 资格证书 S1710522060001
 电子邮箱 pengq887@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	320.00
流通A股/B股(百万股)	0.00/0.00
资产负债率(%)	66.29
每股净资产(元)	0.00
市净率(倍)	0.00
净资产收益率(加权)	0.00
12个月内最高/最低价	0.00/0.00

相关研究

中科飞测 (688361.SH) 新股报告：半导体质量控制设备领军企业，国产替代空间广阔

公司首次覆盖报告

公司简介

公司专注于检测和量测类半导体专用质量控制设备领域，目前产品能够应用于28nm及以上制程的半导体制造产线，应用客户包括中芯国际、长江存储、士兰集科、长电科技、华天科技、通富微电等。2022年公司收入5亿元，近三年CAGR达46.4%。2020年以来，公司检测设备产品收入快速增长，主要由于无图形晶圆缺陷检测设备检测精度提高、功能不断优化带来的量价齐升，图形晶圆缺陷检测设备的增长也得益于下游客户需求增长及升级型号的推出，同时公司的纳米图形检测设备在积极研发中；公司量测设备产品线也在不断完善，部分新产品处于研发和验证中阶段。

核心看点

质量控制环节贯穿于集成电路生产全过程，质控设备行业高速发展，未来国产替代空间广阔。根据VLSI Research统计，2020年全球半导体检测和量测设备市场规模达76.5亿元，2016-2020年市场规模年复合增长率为12.6%。2020年我国大陆半导体检测与量测设备市场规模约21亿美元，占全球规模的27.4%，2016-2020年市场规模CAGR达24.3%。目前行业整体呈现国外设备企业垄断的格局，2020年科磊半导体份额占全球50.8%，前五大公司均来自美国和日本，合计占比超80%。我国半导体检测与量测设备的国产化率较低，2020年科磊占据我国54.8%的市场规模。公司作为国内半导体质量控制设备领先企业，凭借优质的客户资源、长期的技术积累和本地化快速响应的服务能力，有望充分受益于质控设备行业的快速发展和国产替代趋势。

公司目前的业务规模、制程工艺先进性及产品线覆盖广度较海外企业仍有一定差距，但与国内企业相比，当前公司业务规模、客户接受度领先于国内同行可比公司。国际巨头普遍能够覆盖2Xnm以下制程，先进产品已经应用在7nm以下制程，公司产品主要应用于国内28nm及以上制程产线。公司已有多台设备在28nm产线通过验收，另有对应1Xnm产线的SPRUCE-900型号设备正在研发中，对应2Xnm以下产线的DRAGONBLOOD-600型号设备正在产线进行验证，并已取得两家客户的订单。从国内主流厂商招投标结果来看，2021年公开招标前道检测及量测设备185台，公司中标设备14台，国内主要竞争对手中标设备1台，体现公司在本土市场中较有一定的竞争优势。

投资建议

公司作为国内半导体质量控制设备领先企业，凭借优质的客户资源、长期的技术积累和本地化快速响应的服务能力，有望充分受益于半导体产业向大陆转移趋势，以及国家政策大力支持下半导体质控设备行业的快速发展。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示

技术研发不及预期，市场开拓不及预期。

盈利预测

项目(单位: 百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	509.24	757.79	1039.30	1307.67
增长率 (%)	41.24	48.81	37.15	25.82
归母净利润	11.74	26.40	75.39	137.71
增长率 (%)	-78.02	124.81	185.58	82.66
EPS (元/股)	0.05	0.11	0.31	0.57
市盈率 (P/E)	472.00	214.54	75.13	41.13
市净率 (P/B)	9.96	9.51	8.44	7.01

资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所预测, 基于发行定价 23.6 元

正文目录

1. 公司：半导体检测及量测设备领域领先企业.....	4
2. 行业：海外龙头寡头垄断，国内企业力求突破.....	7
3. 募投项目：专注于提升在半导体质量控制设备领域实力.....	9
4. 风险提示.....	9

图表目录

图表 1. 公司发展历程.....	4
图表 2. 2022 年公司客户贡献收入占比.....	4
图表 3. 主要检测技术对比.....	5
图表 4. 公司产品线占比.....	5
图表 5. 公司收入情况.....	6
图表 6. 公司归母净利润及净利率.....	6
图表 7. 公司毛利率及净利率.....	6
图表 8. 公司费用率水平.....	6
图表 9. 公司营运能力.....	6
图表 10. 公司 ROA/ROE.....	6
图表 11. 公司股权结构（截至 2023 年 4 月 27 日）.....	7
图表 12. 核心技术团队.....	7
图表 13. 全球半导体检测和量测设备市场规模.....	7
图表 14. 全球半导体检测和量测设备格局.....	7
图表 15. 22 年各检测及量测设备占全球总销售额比例.....	8
图表 16. 国内主流厂商招投标情况.....	8
图表 17. 2021 年收入对比.....	8
图表 18. 公司募投项目.....	9

1. 公司：半导体检测及量测设备领域领先企业

● 公司基本情况

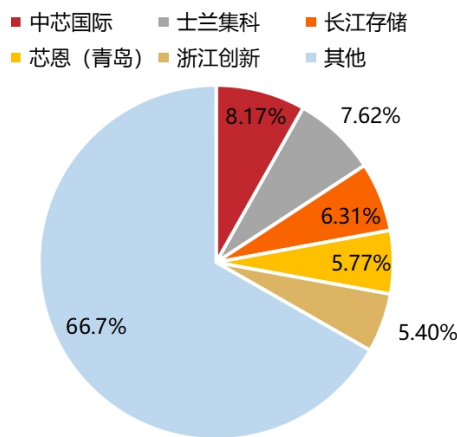
公司专注于检测和量测两大类半导体专用质量控制设备领域，产品主要包括无图形晶圆缺陷检测设备系列、图形晶圆缺陷检测设备系列、三维形貌量测设备系列、薄膜膜厚度量测设备系列等产品，目前能够应用于 28nm 及以上制程的半导体制造产线，应用客户包括中芯国际、长江存储、士兰集科、长电科技、华天科技、通富微电等。

图表 1. 公司发展历程



资料来源：招股说明书，东亚前海证券研究所

图表 2. 2022 年公司客户贡献收入占比



资料来源：招股说明书，东亚前海证券研究所

质量控制贯穿集成电路制造全过程，包括前道检测、中道检测和后道测试。前道检测和中道检测主要通过光学和电子束等非接触式手段进行质量控制的检测，其中前道检测主要针对光刻、刻蚀、薄膜沉积、清洗、CMP 等环节，中道检测主要针对重布线结构、凸点与硅通孔等环节；后道测试主要利用接触式的电性手段对芯片进行功能和参数测试。

应用于前道和中道的质量控制工艺可分为检测和量测两大环节。检测指在晶圆表面上或电路结构中，检测其是否出现异质情况；量测指对晶圆电路上的结构尺寸和材料特性做出的量化描述。检测和量测包括光学检测技术、电子束检测技术和 X 光量测技术等路径，公司主要采用市场主流的光学检测技术，光学检测技术相较于后两种技术具有检测速度快、经济性强、应用范围广等特点，是目前半导体质量控制主要依赖的技术，未来有望通过持续提高光学分辨率，并结合图像信号处理算法等实现技术突破，进一步提升并增强技术优势。

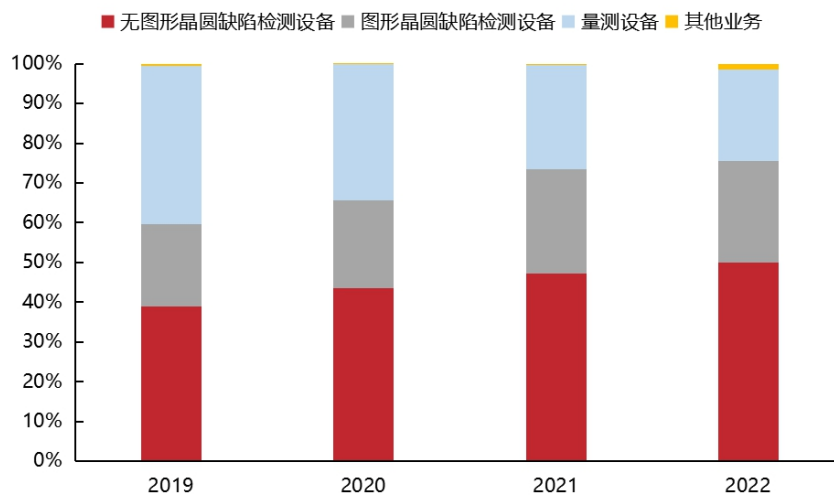
图表 3. 主要检测技术对比

技术名称	优势	劣势
光学检测技术	精度高，速度快，能够满足全部先进制程的检测需求，符合规模化生产的速度要求，并且能够满足其他技术所不能实现的功能，如三维形貌测量、光刻套刻测量和多层膜厚测量等应用	与电子束检测技术相比，精度存在一定的劣势
电子束检测技术	精度比光学检测技术更高	速度相对较慢，适用于部分晶圆的部分区域的抽检应用，在满足规模化生产存在一定的劣势
X光量测技术	具有穿透性强，无损伤的特点，在特定应用场景的检测具有优势，如检测超薄膜厚度，可以检测特定金属成分等	速度相对较慢，应用场景相对较少，只限于特定应用需求

资料来源：招股说明书，东亚前海证券研究所

公司主要收入来自检测和量测两类质量控制设备，同时也对少量氙灯、光源设备耗材等备品进行销售，并提供设备维护及改造等技术服务。2020年以来，公司检测设备产品收入快速增长，主要由于无图形晶圆缺陷检测设备检测精度提高、功能不断优化带来的量价齐升，同时图形晶圆缺陷检测设备的增长也得益于下游客户增长及升级型号的推出；公司量测设备产品线也在不断完善，部分新产品处于研发和验证中阶段。

图表 4. 公司产品线占比

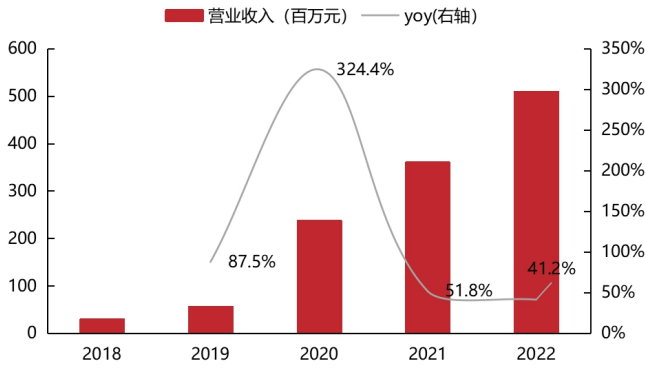


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

● 财务分析

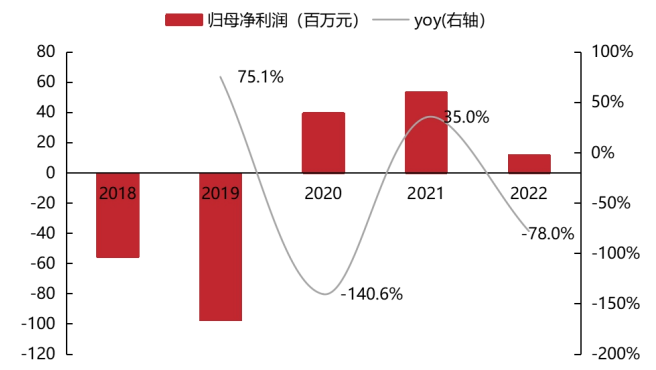
公司的收入持续增长主要得益于质量控制设备量价齐升的趋势，2020年以来公司多个新型号设备成功推向市场，同时市场对公司产品认可度不断提高。

图表 5. 公司收入情况



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

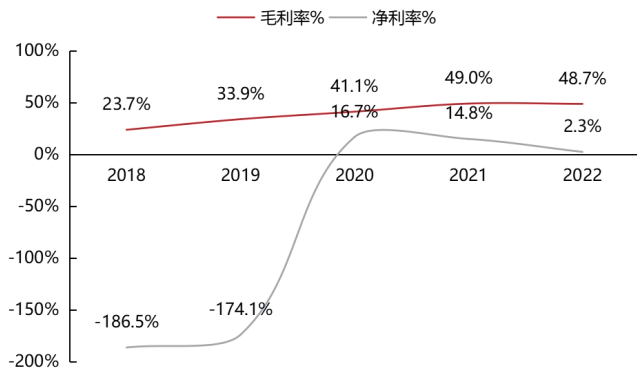
图表 6. 公司归母净利润及净利率



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

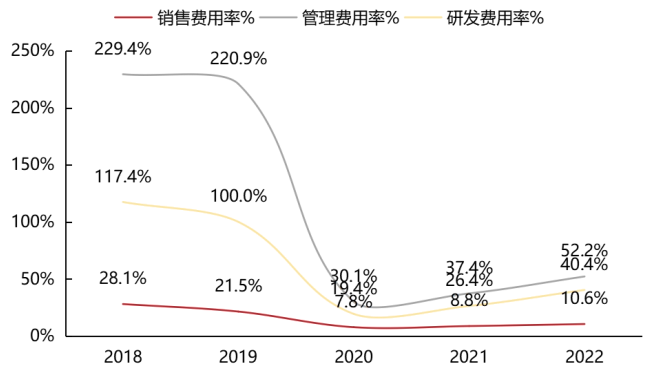
2020年起公司归母净利润开始扭亏为盈, 毛利率整体呈改善趋势。2020年无图形晶圆缺陷检测设备放量及单价提升带动了公司收入高速增长及归母净利润扭亏为盈。2022年毛利率略有放缓主要由于量测设备毛利率下降导致, 净利率承压主要受到三费攀高影响, 尤其是研发费用投入较大所致。

图表 7. 公司毛利率及净利率



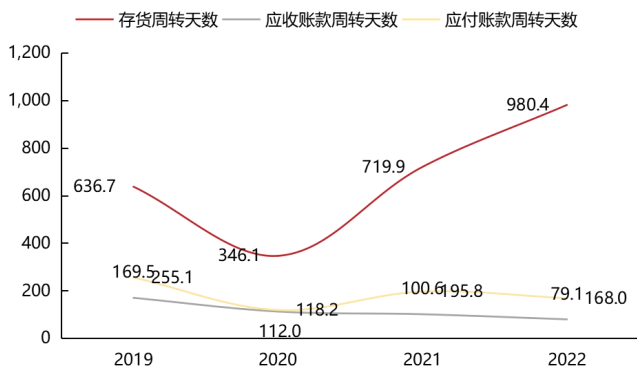
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 8. 公司费用率水平



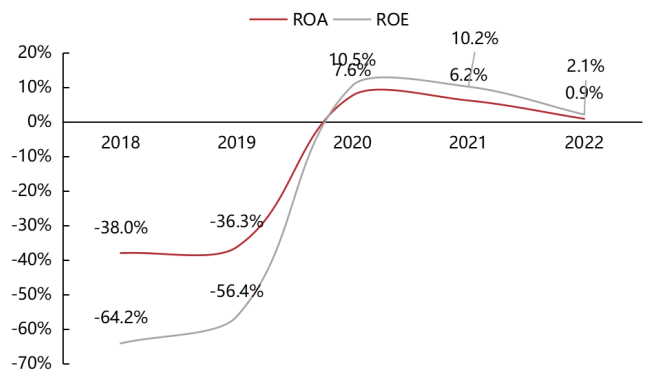
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 9. 公司营运能力 (天)



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 10. 公司 ROA/ROE

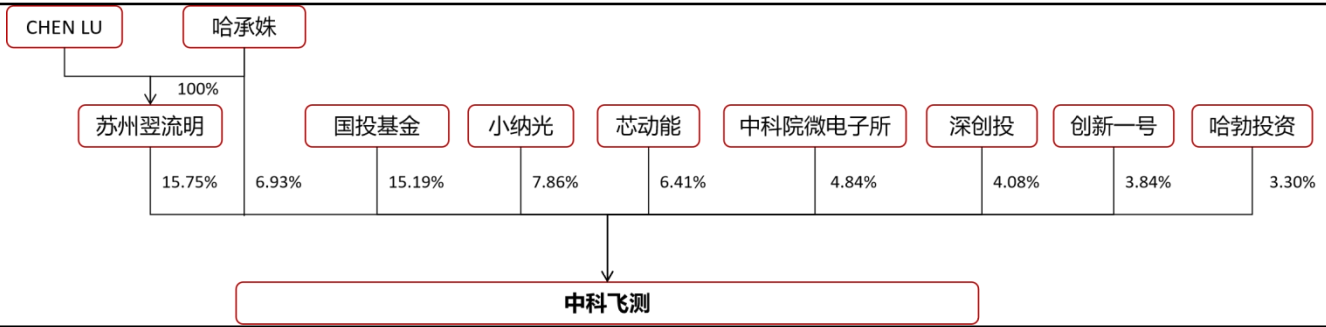


资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

● 股权结构及核心技术团队

截至 2023 年 4 月 27 日, 实际控制人 CHEN LU、哈承姝通过苏州翌流明持有公司 15.75% 的股份, 苏州翌流明为小纳光 (持股 7.86%) 执行事务合伙人, 同时, 哈承姝直接持有公司 6.93% 股份。两位实际控制人合计持有公司 30.54% 的股份。公司经历了五轮融资, 投资人包括深创投、中芯国际、哈勃投资等机构。

图表 11. 公司股权结构 (截至 2023 年 4 月 27 日)



资料来源：公司招股说明书，东亚前海证券研究所

公司的核心技术人员稳定，均有中科院微电子所任职背景，具有深厚的资质和专业积累。公司与中科院微电子研究所合作深入，截至 2022 年 12 月 31 日，公司共有研发人员 324 人，占公司员工人数 43.03%。

图表 12. 核心技术团队

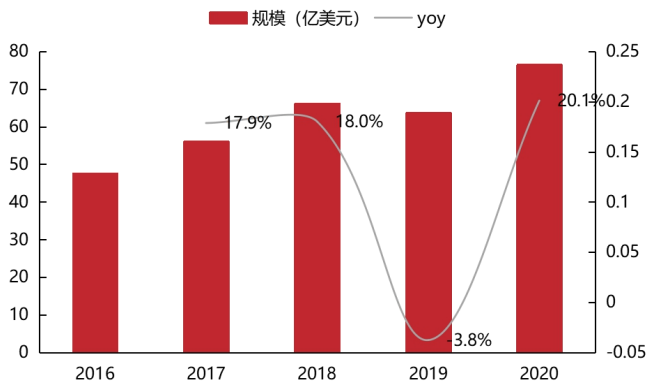
序号	姓名	任职情况	背景经历
1	陈鲁	董事长	1977年生，中国国籍，毕业于中国科学技术大学少年班，物理学专业学士学位；美国布朗大学物理学专业，博士研究生学位。2003年11月至2005年10月，任Rudolph Technologies（现创新科技）系统科学家；2005年11月至2010年2月，任科磊半导体资深科学家；2010年3月至2016年8月，任中科院微电子所研究员、博士生导师；2014年12月至2017年5月，任公司董事兼总经理；2017年5月至2022年10月，任公司董事长兼总经理；2022年10月至今，任公司董事长。
2	黄有为	首席科学家	1983年生，中国国籍，无永久境外居留权，毕业于北京理工大学光学工程专业，博士研究生学历。2010年9月至2012年7月，任清华大学博士后；2012年9月至2016年2月，任中科院微电子所助理研究员；2016年2月至2016年6月，任北京中航智科技有限公司研发工程师；2016年6月至今，任公司首席科学家。
3	杨乐	首席科学家	1985年生，中国国籍，无永久境外居留权，毕业于中国科学院长春光学精密机械与物理研究所光学工程专业，博士研究生学历。2012年7月至2020年2月，历任中科院微电子所助理研究员、高级工程师；2015年3月至今，任公司首席科学家。

资料来源：招股说明书，东亚前海证券研究所

2. 行业：海外龙头寡头垄断，国内企业力求突破

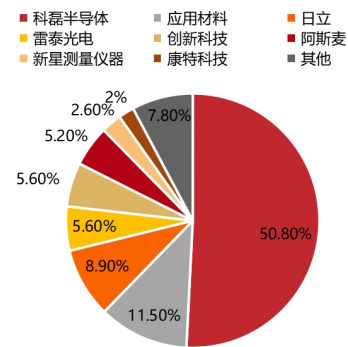
根据 VLSI Research 的统计，2020 年全球半导体检测和量测设备市场规模达 76.5 亿美元，2016-2020 年市场规模年复合增长率为 12.6%。2020 年我国大陆半导体检测与量测设备市场规模约 21 亿美元，占全球规模的 27.4%，2016-2020 年市场规模 CAGR 达 24.3%。目前行业整体呈现国外设备企业垄断的格局，2020 年科磊半导体份额占全球 50.8%，前五大公司均来自美国和日本，合计占比超 80%。我国半导体检测与量测设备的国产化率较低，2020 年科磊占据我国 54.8% 的市场规模。

图表 13. 全球半导体检测和量测设备市场规模



资料来源：VLSI Research，东亚前海证券研究所

图表 14. 全球半导体检测和量测设备格局 (2020)



资料来源：VLSI Research，东亚前海证券研究所

在全球半导体检测和量测设备中，检测设备包括无图形晶圆缺陷检测设备、图形晶圆缺陷检测设备、掩膜检

测设备等；量测设备占比为 33.5%，包括三维形貌量测设备、薄膜膜厚度量测设备（晶圆介质薄膜量测设备）、套刻精度量测设备、关键尺寸量测设备、掩膜量测设备等。公司产品线目前已涵盖的设备对应的市场份额占全部检测和量测设备市场规模的 27.2%，正在积极研发纳米图形晶圆缺陷检测设备、晶圆金属薄膜量测设备等其他型号的设备，其对应的市场份额约为 25%。

图表 15. 22 年各检测及量测设备占全球总销售额比例

	设备类型	占全球总销售额比例	销售额 (亿美元)
检测设备	纳米图形晶圆缺陷检测设备	24.70%	18.9
	掩膜版缺陷检测设备	11.30%	8.6
	无图形晶圆缺陷检测设备	9.70%	7.4
	图形晶圆缺陷检测设备	6.30%	4.8
	电子束缺陷检测设备	5.70%	4.4
	电子束缺陷复查设备	4.90%	3.8
量测设备	关键尺寸量测设备	10.20%	7.8
	电子束关键尺寸量测设备	8.10%	6.2
	套刻精度量测设备	7.30%	5.6
	晶圆介质薄膜量测设备	3.00%	2.3
	X光量测设备	2.20%	1.7
	掩膜版关键尺寸量测设备	1.30%	1
	三维形貌量测设备	0.90%	0.7
	晶圆金属薄膜量测设备	0.50%	0.4
其他	3.90%	2.9	
合计		76.5	

资料来源：招股说明书，东亚前海证券研究所

从我国竞争格局来看，国外竞争对手在我国半导体检测和量测设备市场中处于寡头垄断地位，本土企业整体份额较低。公司主要的国内竞争对手为上海睿励和上海精测，根据公司招股说明书，2020 年公司在内陆市场市占率约为 1.74%，上海睿励和上海精测在中国大陆的市场占有率分别为 0.15%和 0.42%，整体份额较小。

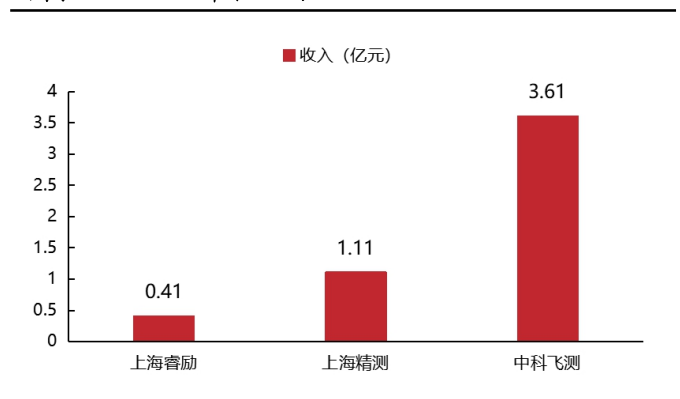
公司目前的业务规模、制程工艺先进性及产品线覆盖广度较海外企业仍有一定差距，但与国内企业相比，当前公司业务规模、客户接受度领先于国内同行可比公司。国际巨头普遍能够覆盖 2Xnm 以下制程，先进产品已经应用在 7nm 以下制程。公司产品主要应用于国内 28nm 及以上制程产线。公司已有多台设备在 28nm 产线通过验收，另有对应 1Xnm 产线的 SPRUCE-900 型号设备正在研发中，对应 2Xnm 以下产线的 DRAGONBLOOD-600 型号设备正在产线进行验证，并已取得两家客户的订单。从国内主流厂商招投标结果来看，2021 年公开招标前道检测及量测设备 185 台，公司中标设备 14 台，国内主要竞争对手中标设备 1 台，体现公司在本土市场中较有一定的竞争优势。

图表 16. 国内主流厂商招投标情况

客户名称	公司中标数量 (个)	公司中标占比
中芯绍兴	2	12.50%
上海芯物科技有限公司	3	60.00%
上海新硅聚合半导体有限公	1	33.33%
浙江创芯集成电路有限公司	4	44.44%
上海积塔半导体有限公司	1	9.09%
苏州工业园区纳米产业技术研究院有限公司	1	100.00%
其他	2	1.43%
合计	14	7.57%

资料来源：招股说明书，东亚前海证券研究所

图表 17. 2021 年收入对比



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

目前半导体不断向先进制程发展，未来随着产品制程步骤越来越多，生产成本呈指数级提升。为保证晶圆良

品率，对集成电路生产过程中的质量控制需求将越来越大。未来检测和量测设备需在灵敏度、准确性、稳定性、吞吐量等指标上进一步提升，保证每道工序均落在容许的工艺窗口内，保证整条生产线平稳连续的运行。公司作为国内半导体质量控制设备领先企业，凭借优质的客户资源、长期的技术积累和本地化快速响应的服务能力，有望充分受益于半导体产业向大陆转移趋势，以及国家政策大力支持下半导体设备行业的快速发展。

3. 募投项目：专注于提升在半导体质量控制设备领域实力

公司本次募集资金合计约 10 亿元，主要继续投向半导体质量控制设备领域，并拟对研发中心进行升级建设。截至 2023 年 5 月，公司拥有发明专利 72 项，承担了多个国家级、省市级重点研发任务，且随多年的技术储备，目前已拥有深紫外成像扫描技术、高精度多模式干涉量测技术和基于参考区域对比的缺陷识别算法技术等一系列核心技术。公司较强的研发能力为募投项目的推进提供保障。同时，公司在无图形晶圆缺陷检测设备、图形晶圆缺陷检测设备、三维形貌量测设备、薄膜膜厚度量测设备和 3D 曲面玻璃量测设备等，多个系列设备已实现量产并开拓了中芯国际、长江存储、士兰集科、长电科技、华天科技、通富微电等下游客户，形成口碑积累，有利于为后续产能的消化及新客户开拓提供一定的市场背书。

图表 18. 公司募投项目

序号	项目名称	项目投资总额(亿元)	拟使用募集资金金额 (亿元)
1	高端半导体质量控制设备产业化项目	3.09	3.08
2	研发中心升级建设项目	1.46	1.42
3	补充流动资金	5.50	5.50
	合计	10.05	10.00

资料来源：招股说明书，东亚前海证券研究所

4. 风险提示

技术研发不及预期：公司处于技术和资金密集型行业，需要持续加大研发投入，若研发进度不及预期，可能对公司经营带来不利影响。

市场开拓不及预期：公司与全球头部公司相比，在技术及规模上仍有一定差距，若国产替代进程缓慢或下游客户接受程度较弱，可能影响公司的收入增速。

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	509.24	757.79	1039.30	1307.67
%同比增速	41.24%	48.81%	37.15%	25.82%
营业成本	261.38	387.41	527.36	658.55
毛利	247.85	370.39	511.94	649.12
%营业收入	48.67%	48.88%	49.26%	49.64%
税金及附加	0.87	1.29	1.77	2.22
%营业收入	0.17%	0.17%	0.17%	0.17%
销售费用	53.78	75.78	93.54	104.61
%营业收入	10.56%	10.00%	9.00%	8.00%
管理费用	60.05	83.36	109.13	130.77
%营业收入	11.79%	11.00%	10.50%	10.00%
研发费用	205.75	269.02	353.36	431.53
%营业收入	40.40%	35.50%	34.00%	33.00%
财务费用	-0.46	3.55	3.93	1.61
%营业收入	-0.09%	0.47%	0.38%	0.12%
资产减值损失	-13.70	-10.00	-10.00	-10.00
信用减值损失	-1.76	0.00	0.00	0.00
其他收益	99.85	98.51	135.11	170.00
投资收益	0.56	0.83	1.14	1.44
净敞口套期收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	-0.09	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	0.27	0.00	0.00	0.00
营业利润	12.99	26.74	76.46	139.81
%营业收入	2.55%	3.53%	7.36%	10.69%
营业外收支	-1.10	0.00	0.00	0.00
利润总额	11.89	26.74	76.46	139.81
%营业收入	2.34%	3.53%	7.36%	10.69%
所得税费用	0.15	0.34	1.07	2.10
净利润	11.74	26.40	75.39	137.71
%营业收入	2.31%	3.48%	7.25%	10.53%
归属于母公司的净利润	11.74	26.40	75.39	137.71
%同比增速	-78.02%	124.81%	185.58%	82.66%
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元/股)	0.05	0.11	0.31	0.57

基本指标	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	0.05	0.11	0.31	0.57
BVPS	2.37	2.48	2.79	3.37
PE	472.00	214.54	75.13	41.13
PEG	—	1.72	0.40	0.50
PB	9.96	9.51	8.44	7.01
EV/EBITDA	126.84	88.95	47.71	30.54
ROE	2%	4%	11%	17%

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	240	215	370	437
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	144	214	248	297
存货	861	850	887	1105
预付账款	51	58	79	99
其他流动资产	114	106	117	130
流动资产合计	1410	1444	1701	2068
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	109	95	79	60
无形资产	35	35	35	35
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	0	0	0	0
其他非流动资产	98	98	98	98
资产总计	1652	1672	1913	2262
短期借款	165	165	165	165
应付票据及应付账款	164	277	294	365
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	44	62	79	92
应交税费	13	23	42	65
其他流动负债	588	440	552	656
流动负债合计	973	966	1132	1343
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	110	110	110	110
负债合计	1083	1077	1242	1453
归属于母公司的所有者权益	569	595	671	808
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	569	595	671	808
负债及股东权益	1652	1672	1913	2262

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	67	-9	171	83
投资	40	0	0	0
资本性支出	-117	-10	-10	-10
其他	1	1	1	1
投资活动现金流净额	-76	-9	-9	-9
债权融资	-142	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加(减少)	207	0	0	0
筹资成本	-6	-7	-7	-7
其他	-20	0	0	0
筹资活动现金流净额	39	-7	-7	-7

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

彭琦，近20年电子行业从业经验。曾担任intel和泰科电子等美资半导体和元器件公司市场和战略等相关工作。2010年起在券商从事电子和半导体行业证券研究工作，期间多次获得水晶球，IAMAC，金牛奖以及新财富相关奖项。后在大型PE和对冲基金有近4年买方经历。于2022年6月加入东亚前海担任电子行业首席分析师。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>