

2019年7月1日

科创板询价报告之光峰科技
电子
建议询价区间：19.79-23.95 元/股
主要财务指标（单位：百万元）

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,386	2,063	2,818	3,612
(+/-)	72.0%	48.9%	36.6%	28.2%
营业利润	259	381	569	777
(+/-)	153.1%	47.2%	49.4%	36.6%
归属母公	177	289	449	626
净利润				
(+/-)	67.9%	63.4%	55.3%	39.4%
EPS (元)	0.46	0.64	0.99	1.39

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

● **公司是激光显示行业的技术领军者。**公司成立于2006年10月，在以创始人、董事长李屹博士为核心的研发团队的努力下，公司基于首创并不断升级的ALPD®荧光激光显示技术架构，打造了激光显示核心器件—激光光学引擎3，并将该核心器件与电影、电视、教育、展示等显示场景相结合，开发了众多激光显示产品及系统解决方案。2018年公司激光电视光机市场占有率超30%，居行业领导地位；激光商教投影机光机出货市场占有率为28%，位列全国前二。

● **公司营收净利快速增长，毛利率稳步提升。**2018年公司实现营业收入13.86亿元，同比增长72.01%，实现净利润2.12亿元，同比增长87.43%。公司销售业务毛利率分别为30.41%、36.34%和37.30%，呈现逐年上升的良好发展趋势。

● **公司拟募集10亿元用于三个项目。**本次拟募集资金投入“光峰科技总部研发中心”、“新一代激光显示产品研发及产业化”等项目，旨在通过打造更强大的技术研发人才队伍、改善综合研发环境，升级公司核心技术，并将基础核心技术研发成果应用到新一代激光显示产品中，持续提升公司市场竞争力。

● **公司估值及询价建议。**我们预测公司2019-2021年实现营业收入分别为20.63亿元、28.18亿元、36.12亿元；实现归属于母公司净利润分别为2.89亿元、4.49亿元、6.26亿元。公司产品集合了先进技术优势、产业化优势和市场领导者地位优势，在该领域已经成为技术领军者之一，加上所应用的行业整体增速较快，行业壁垒较高，上市公司数量极少，市场有望给予高估值。根据光峰科技所处行业的发展状况，公司的发展阶段及盈利水平，我们采取PE相对估值法对公司进行估值。除了文中提到的几家可比公司以外，我们还选取了电子设备和仪器行业平均估值作为参考。目前，可比公司股价对应2019年动态PE平均为37.4倍，我们认为光峰科技的合理估值为23.94元/股（IPO摊薄后），以上下10%得到合理估值区间为21.77-26.34元/股，假设申购收益率为10%，建议光峰科技的合理询价区间为19.79-23.95元/股。

● **风险提示：**景气度下行风险、技术更新换代风险、研发进度不达预期等等。

分析师：万蓉

执业证书编号：S1050511020001

电话：021-54967577

 邮箱：wanrong@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路750号

邮编：200030

电话：(86 21) 64339000

 网址：<http://www.cfsc.com.cn>

目录

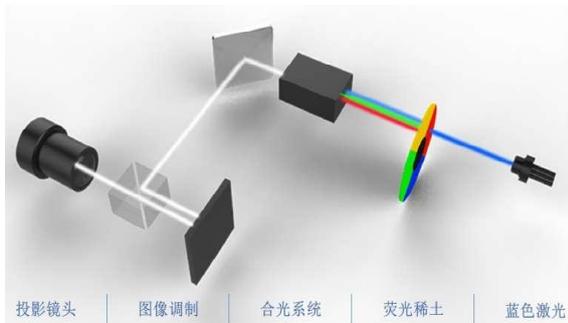
一、公司概况	3
1.公司简介	3
2.ALPD®技术大幅推进了激光显示的产业化进程	3
2.1 激光显示电影应用	3
2.2 激光显示电视应用	4
2.3 激光显示户外展示	5
3.主要客户	5
二、财务数据	6
三、股权结构及融资历程	7
四、对标公司估值	9
五、公司估值及询价建议	9
1.假设条件	9
2.公司估值及询价建议	10
六、风险提示	10
图表 1ALPD®技术架构示意图	3
图表 2 公司主要产品	3
图表 3 全球数字电影放映机销量预测（单位：台）	4
图表 4 中国历年影院荧幕数（块）	4
图表 5 奥维云网全球激光电视销量预测	4
图表 62018 年公司前五大客户	5
图表 7 公司主要战略合作伙伴	5
图表 82018 年公司营收划分（按产品）	6
图表 9 公司营收及净利润(2016-2018 年)	6
图表 10 近三年公司主要产品/业务毛利率	6
图表 11 公司股权结构	7
图表 12 公司成立以来历次股权转让及增资情况	7
图表 13 募集资金用途（单位：万元）	8
图表 14 相对经营类似业务的竞争对手及估值（截止 2019 年 6 月 30 日）	9
图表 15 相对经营类似业务的竞争对手及估值（截止 2019 年 6 月 30 日）	9
图表 16 公司盈利预测	11

一、公司概况

1. 公司简介

光峰科技是一家拥有原创技术、核心专利、核心器件研发制造能力的全球领先激光显示科技企业。公司成立于 2006 年 10 月，在以创始人、董事长李屹博士为核心的研发团队的努力下，于 2007 年成功研发了可商业化的基于蓝色激光的荧光激光显示技术，同时围绕该技术架构布局基础专利，并为该技术注册 ALPD® 商标。ALPD 即荧光激光显示技术。该技术具有高亮度、长寿命、宽色域、低能耗等优点，解决了传统显示技术在成本、效率、可靠性、散斑等方面的难题；在亮度、色域、能耗等方面更具有优势，目前市场规模在数百亿元以上，在当前显示领域中占据越来越重要的地位。

图表 1 ALPD® 技术架构示意图



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

图表 2 公司主要产品



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

2. ALPD® 技术大幅推进了激光显示的产业化进程

ALPD® 技术架构的推出改变了激光显示长期处于试验探索阶段的局面，大幅推进了激光显示进入普通人日常生活的产业化进程，突破了美欧日韩等国家与地区在先进显示技术上的全面领先地位。

基于首创并不断升级的 ALPD® 荧光激光显示技术架构，光峰科技将核心业务定位于激光光源、激光光机等核心显示器件的研发、制造、销售与租赁，现已发展成为国内最主要的激光显示核心器件研发制造商之一，打造了激光显示核心器件—激光光学引擎 3，并将该核心器件与电影、电视、教育、展示等显示场景相结合，开发了众多激光显示产品及系统解决方案。

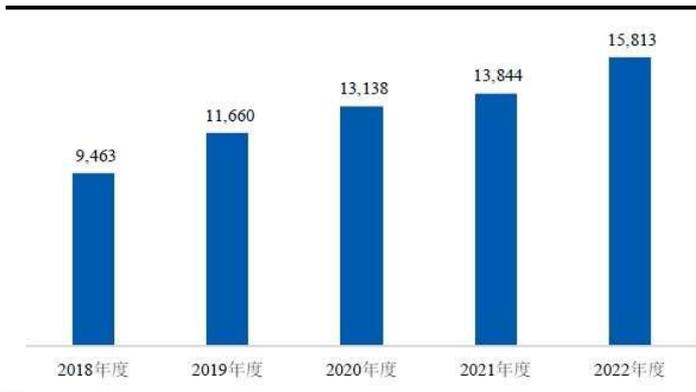
2.1 激光显示电影应用

过去电影的发展经历了数字化、3D 以及巨幕等放映技术的迅速发展，激光放映技术由于其高亮度、高画质、少维护的优点，已经逐渐成为电影放映技术发展的主流和必然趋势。相比于传统电影放映技术，激光显示技术催生新的电影行业商业模式—放映机分时租赁商业模式以及院线模式的小型化、自主化和多样化。

根据 Futuresource 数据，世界数字电影放映机市场 2018 年度销量为 9,463 台，至 2022 年度，出货量将预计增至 15,813 台，复合增长率为 13.70%。根据中国电影发行放映协会数据，激光电影放映技术经过近几年的快速发展，渗透率接近 40%。

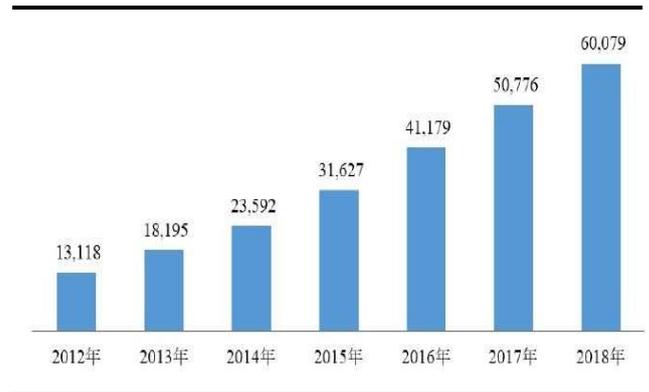
根据国家电影局数据，2017 年末全国银幕数为 50,776 块，2018 年银幕新增 9,303 块，同比增长 18.32%。

图表 3 全球数字电影放映机销量预测（单位：台）



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

图表 4 中国历年影院荧幕数（块）



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

2.2 激光显示电视应用

除了电影放映设备市场外，公司在激光电视市场以及商教投影机市场也占据了相当主要的市场地位。激光显示用于电视显示应用，天然具有高色域的光源优势，并在系统体积、尺寸、便携性以及大显示画面上具有无可取代的性能优势与价格优势。2013 年公司率先推出全球首款 100 英寸激光电视，在电视领域实现“中国创造、国际制造”。

图表 5 奥维云网全球激光电视销量预测



资料来源：AVC，公司招股说明书，华鑫证券研发部

根据奥维云网（AVC）最新数据显示，2018 年中国激光电视出货量规模为 16.4 万台，同比增长 130.99%，光峰科技激光电视光机市场占有率超 30%，居行业领导地位。并同时预测，我国激光电视 2021 年市场销量将达 73.5 万台，三年复合增长率可达 64.87%。在激光教育投影机市场，2018 年激光教育投影机全市场销售增长率 7.6%；光峰科技激光商教投影机光机出货市场占有率为 28%，位列全国前二。

2.3 激光显示户外展示

去年以来，文化旅游持续火爆，其背后是规模上千亿的灯光秀市场。2019年2月，光峰科技连续在央视春晚与故宫元宵夜两大热点活动上进行了激光投影表演，展示了公司在激光显示技术上的深厚积累。

据中国旅游研究院(文化和旅游部数据中心)测算，2019年春节期间，全国旅游接待总人数4.15亿人次，同比增长7.6%。其中参观博物馆的游客比例高达40.5%。文旅部数据中心发布的《中国旅游消费大数据报告2018》也显示，文化游成为热点，2018年国庆重点博物馆消费人次同比增长28.1%。

高工产研LED研究所(GGII)调研数据显示，受益于全球各个国家或地区政策推广支持，景观亮化市场规模不断提高，2017年全球景观亮化市场将达到2750亿元，其中中国市场规模达到680亿元，同比增长将近22%。中国已经成为全球最大的景观亮化市场，预计到2020年行业规模将达到近1000亿元。根据奥维云网(AVC)数据，2018年中国激光工程投影机出货量规模为4.2万台，同比增长23.53%。根据奥维云网(AVC)预测，我国激光工程投影机2021年市场销量将达8.1万台，三年复合增长率可达24.47%。

3.主要客户

2018年，公司前五大客户销售收入占比为50.49%。其中，来自于第一大客户小米通讯及其关联公司的收入占比为17.85%，巴可及其关联公司贡献了营收的12.53%。

图表 6 2018 年公司前五大客户

序号	客户名称	销售额 (万元)	占比
1	小米通讯及其关联公司	24,729.8	17.85%
2	BARCO NV 及其关联公司	17,368.8	12.53%
3	东方教育及其关联公司	13,826.1	9.98%
4	中影器材及其关联公司	9,054.7	6.53%
5	河南中富康数显有限公司	4,985.4	3.60%
合计		69,964.8	50.49%

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 7 公司主要战略合作伙伴



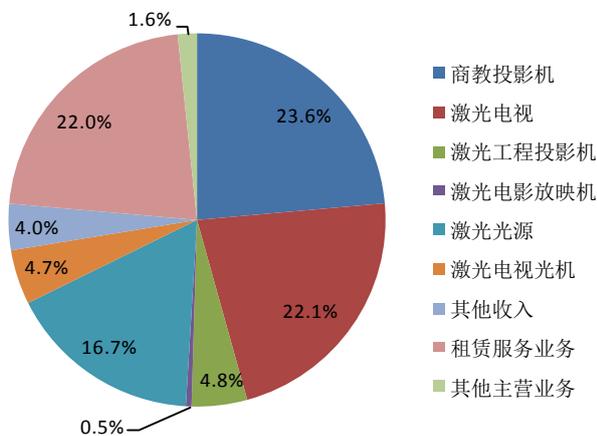
资料来源：Wind，华鑫证券研发部

二、财务数据

公司的核心技术 ALPD®是公司业务发展的基础，报告期内，除零配件收入之外，公司全部激光显示核心器件与整机产品均应用了公司激光显示核心技术，公司各类产品的快速发展与公司核心技术密切相关。

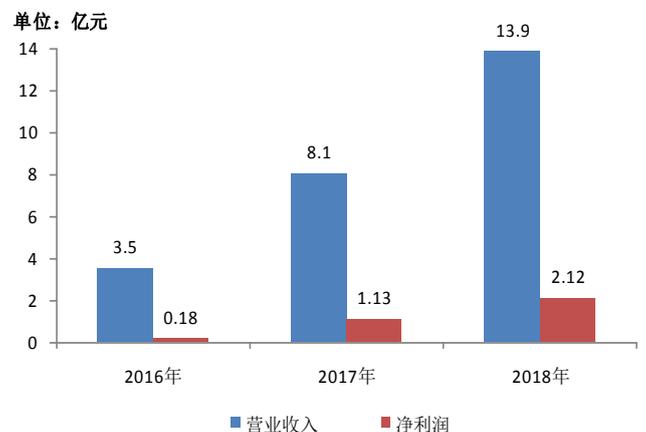
2016-2018年，公司营收和净利润保持了高速增长。2018年，公司实现营业收入13.86亿元，同比增长72.01%，实现净利润2.12亿元，同比增长87.43%。公司收入按产品划分，商教投影机3.27亿元，占23.6%，激光电视3.07亿元，占22.1%，租赁服务业务3.04亿元，占22.0%，激光光源2.32亿元，占16.70%。报告期内，核心技术产品或服务收入占营业收入的比例分别为96.61%、94.46%以及98.36%。

图表 8 2018 年公司营收划分（按产品）



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

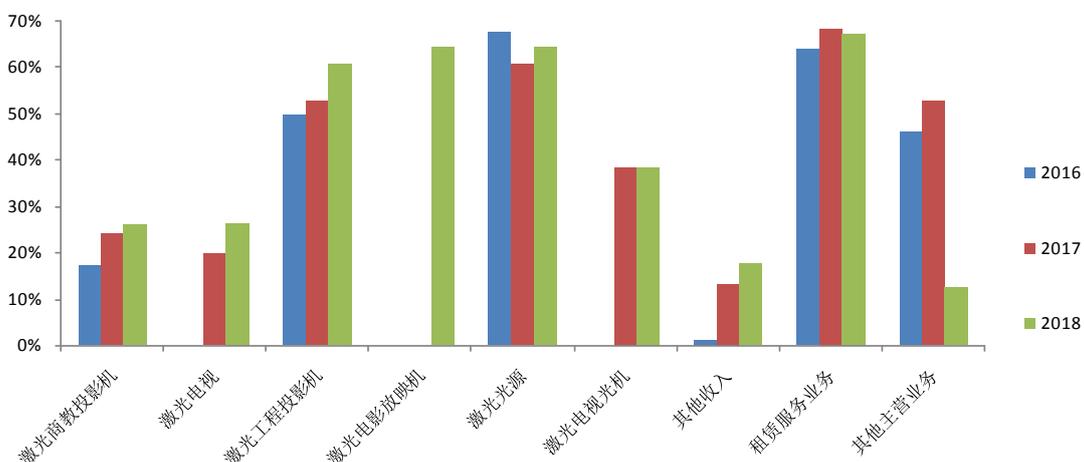
图表 9 公司营收及净利润(2016-2018 年)



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

报告期内，公司销售业务毛利率分别为30.41%、36.34%和37.30%，呈现逐年上升的良好发展趋势，主要系高毛利的激光光学引擎销售占比提高、激光商教投影机和激光电视毛利率的进一步提升。

图表 10 近三年公司产品/业务毛利率

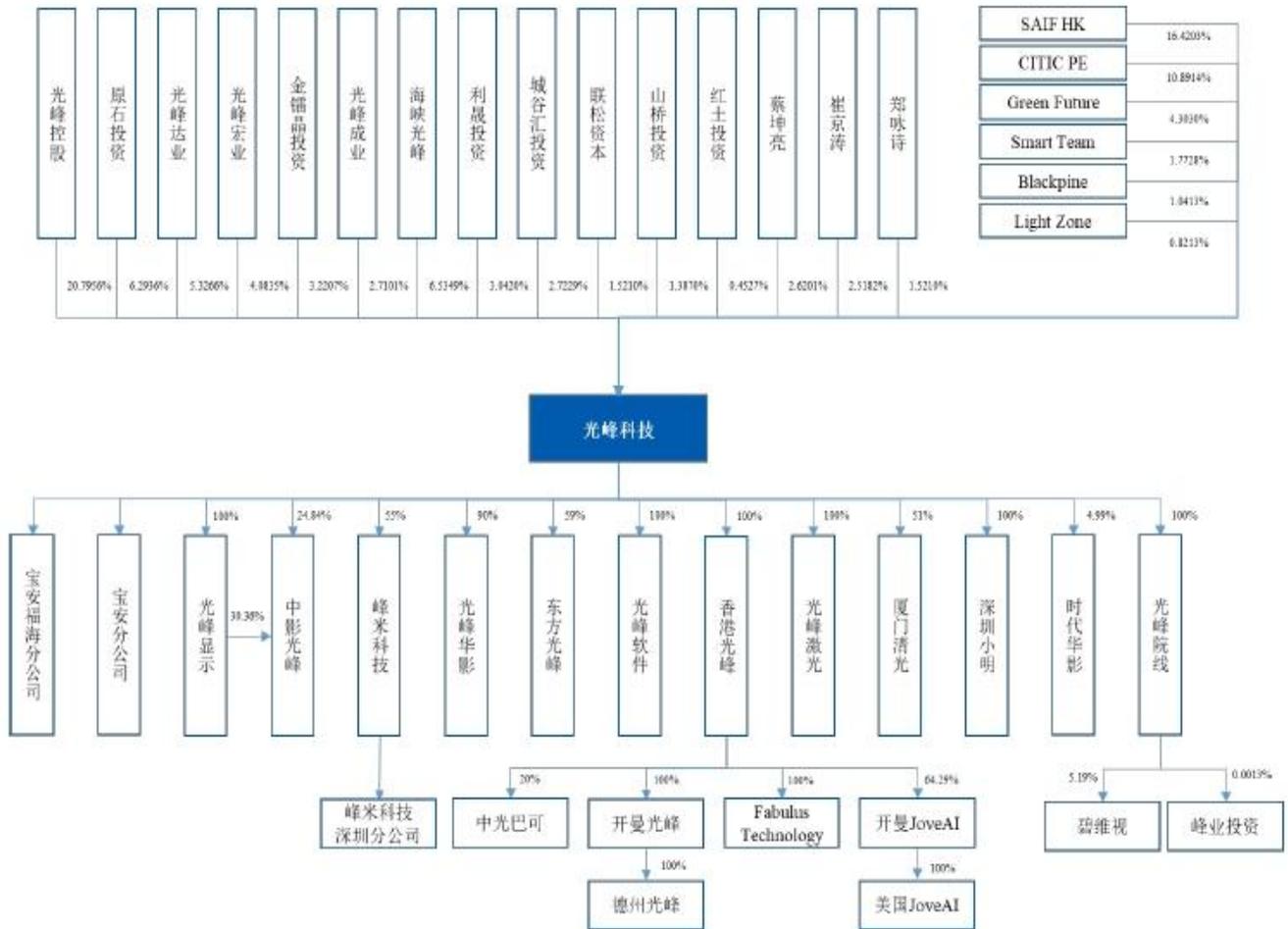


资料来源：Wind，华鑫证券研发部

三、股权结构及融资历程

截至本招股说明书签署日，公司控股股东为光峰控股，实际控制人为公司创始人、董事长李屹博士，公司的实际控制人为李屹，通过光峰控股、原石投资、光峰达业、光峰宏业、金镭晶投资和光峰成业等合计控制公司 42.4302%的股份；李屹之子通过 Blackpine 间接持有公司 0.2968%的股份。

图表 11 公司股权结构



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

公司自成立以来，经历多轮股权融资和股权转让，2018年5月最后一次股权转让每股价格为4.30元/股，对应公司估值为16.49亿元，历次股权变更历程如下图所示。

图表 12 公司成立以来历次股权转让及增资情况

时间	股本变动明细	估值
2006年8月6日有限公司设立	李屹和许颜正设立公司，注册资本为10万元。	-
2015年12月公司三次增资、两次转让	光峰科技注册资本增至1500万元。	1500万元
2016年12月第三次转让	李屹和许颜正所持股份全部转让给光峰控股	

2017年2月第四次增资	注册资本增加至9,249.70万元,新增出资额由光峰控股及新股东原石投资、光峰宏业、杨丽鸣、利晟投资、蔡坤亮、联松资本、大潮汕投资、山桥资本、邬建辉、珠西投资、红土投资以货币认缴	9249.70万元
2017年7月第五次增资及第四次转让	注册资本增加至22,560.55万元,新增出资额由全体原股东与新股东西塔科技、金锺晶投资、城谷汇投资、崔京涛以货币认缴;同意邬建辉将持有的149.03万元出资额(1.611%)以149.03万元的价格转让给光峰控股	22560.55万元
2017年9月第五次转让	同意西塔科技将持有的2,506.47万元出资额(对应光峰有限11.11%的股权)以1元的价格转让给海峡光峰	
2017年12月第六次增资	注册资本增加至35,272.93万元,新增出资额由新股东SAIF HK、CITIC PE、Green Future、Smart Team、Blackpine、Light Zone认缴	45854.81万元
2017年12月第六次转让	大潮汕投资将583.38万元出资额(1.6539%)以683万元的价格转让给郑咏诗;杨丽鸣将621万元出资额(1.7606%)以807.30万元的价格转让给Green Future;珠西投资将186.96万元出资额(0.5300%)以255万元的价格转让给Green Future。	
2018年2月第七次增资	注册资本增加至37,975.44万元,投资总额变更为45,777.14万元,新增出资额2,702.51万元由新股东光峰达业、光峰成业以货币认缴	
2018年5月第八次增资	注册资本增加至38,355.44万元,新增出资额380万元由光峰达业以货币认缴,增资价格为每1元出资额投资4.3元	16.49亿

注:增资估值为投后估值

资料来源:公司招股说明书,华鑫证券研发部

本次公司申请在科创板上市,拟募集资金10亿元人民币,投入“光峰科技总部研发中心”、“新一代激光显示产品研发及产业化”等项目,旨在通过打造更强大的技术研发人才队伍、改善综合研发环境,以持续升级公司核心技术,并将基础核心技术研究的成果应用到公司开发的新一代激光显示产品中,持续提升公司市场竞争力。

图表 13 募集资金用途(单位:万元)

序号	项目名称	总投资额(万元)	使用募集资金投入金额(万元)
1	新一代激光显示产品研发及产业化项目	31,300	31,300
2	光峰科技总部研发中心项目	28,400	28,400
3	信息化系统升级建设项目	7,000	7,000
4	补充流动资金	33,300	33,300
合计		100,000	100,000

资料来源:公司招股说明书,华鑫证券研发部

四、对标公司估值

公司主要从事激光显示核心器件及整机产品的研发、生产、销售与租赁。目前 A 股市场上无经营与公司业务完全相同的上市公司。从部分产品相似性角度，巴可（布鲁塞尔证券交易所）、IMAX（美国纳斯达克）、海信电器（上海证券交易所）与鸿合科技（中 A 股拟上市）这几家（拟）上市公司与公司可比。

除了以上几家公司，我们还选取了电子设备和仪器行业平均估值作为参考。目前，可比公司股价对应 2019 年动态 PE 平均为 37.4 倍。

图表 14 相对经营类似业务的竞争对手及估值（截止 2019 年 6 月 30 日）

代码	公司简称	上市地	股价 (元/股)	总市值 (RMB亿元)	EPS			PE		
					TTM	2019E	2020E	TTM	2019E	2020E
600060.SH	海信电器	中国	8.62	113	0.10	0.59	0.74	82.96	14.5	11.7
IMAX.N	IMAX CORP	美国	20.20	85	0.37			54.80		
BAR.BR	BARCO NV	比利时	185.00	189	6.03			32.25		
6758.T	索尼	日本	5,648.00	4,505	723.41			7.71		
6724.T	精工爱普生	日本	1,705.00	435	118.75			16.29		
882596.WI	电子设备和仪器指数	中国	4,299.16	0	142.24			30.22		
	平均值							37.4		

注：A 股以外的公司总市值单位是人民币，其余指标单位是当地货币
资料来源：Wind，华鑫证券研发部

五、公司估值及询价建议

1. 假设条件

1) 2019-2021 年公司各类主要产品收入增速如下：

图表 15 分类产品增速预测

	2019E	2020E	2021E
激光商教投影机增速	22.0%	20.0%	18.0%
激光电视增速	80.0%	50.0%	35.0%
激光工程投影机增速	20.0%	18.0%	15.0%
激光电影放映机增速	20.0%	15.0%	12.0%
激光光源增速	25.0%	22.0%	20.0%
激光电视光机增速	50.0%	35.0%	25.0%

资料来源：华鑫证券研发部

2) 公司销售费用、管理费用、研发费用等随着公司上市后规模的扩张增速有所加快，销售费用率随着公司知名度的不断提高，市场规模的扩大有所下降，管理费用率小幅上升；

- 3) 公司其他收入及利润、税率等其他影响因素基本保持稳定;
- 4) 公司本次发行股份数量为 6800 万股 (不考虑超额配售选择权)。

2. 公司估值及询价建议

虽然目前 A 股市场上无经营与公司业务完全相同的上市公司, 但公司产品集合了先进技术优势、产业化优势和市场领导者地位优势, 综合定价和毛利率相对较高。同时, 公司产品采取直销为主、经销为辅的销售模式, 租赁服务业务也是业内领先。根据知识产权出版社 2015 年 6 月出版的《产业专利分析报告(第 32 册)——新型显示》, 在荧光激光显示技术领域, 光峰科技“不仅专利申请量居于首位, 并具有核心专利, 改变了中国企业在新型显示领域一直处于追赶者的角色, 更可喜的是, 其实际上在该领域已经成为技术领军者之一。”公司被分类为电子设备和仪器子行业, 加上所应用的行业整体增速较快, 行业壁垒较高, 上市公司数量极少, 因此市场有望给予高估值。

根据光峰科技所处行业的发展状况, 公司的发展阶段及盈利水平, 我们采取 PE 相对估值法对公司进行估值。鉴于科创板的特点及定位, 预计公司上市之初具有充沛的流动性。综合各可比公司的估值情况, 我们认为可比公司股价对应 2019 年动态 PE 平均为 37.4 倍 (海外公司由于数据问题, 只能采用 TTM), 光峰科技的合理估值为 23.94 元/股 (IPO 摊薄后), 以上下 10% 得到合理估值区间为 21.77-26.34 元/股, 假设申购收益率为 10%, 建议光峰科技的合理询价区间为 19.79-23.95 元/股。

六、风险提示

景气度下行风险、技术更新换代风险、研发进度不达预期等等。

图表 16 公司盈利预测

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产:					营业收入	1,386	2,063	2,818	3,612
货币资金	484	1,107	1,277	1,570	营业成本	783	1,135	1,527	1,937
应收款	168	275	391	552	营业税金及附加	14	21	28	36
存货	325	441	573	699	销售费用	102	144	192	235
其他流动资产	68	68	68	68	管理费用	96	144	203	253
流动资产合计	1,045	1,891	2,309	2,889	财务费用	-3	12	-1	-3
非流动资产:					费用合计	195	301	393	485
可供出售金融资产	12	12	12	12	资产减值损失	20	30	41	52
固定资产+在建工程	431	551	648	723	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产+商誉	342	342	342	342	投资收益	0	0	0	0
其他非流动资产	243	243	243	243	营业利润	259	381	569	777
非流动资产合计	1,028	1,148	1,246	1,320	加: 营业外收入	1	0	0	0
资产总计	2,073	3,039	3,555	4,209	减: 营业外支出	2	0	0	0
流动负债:					利润总额	258	381	569	777
短期借款	124	124	124	124	所得税费用	47	57	85	117
应付账款、票据	203	284	373	457	净利润	212	324	484	661
其他流动负债	485	485	485	485	少数股东损益	35	35	35	35
流动负债合计	813	893	983	1,067	归母净利润	177	289	449	626
非流动负债:									
长期借款	403	0	0	0	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
其他非流动负债	30	30	30	30	成长性				
非流动负债合计	434	30	30	30	营业收入增长率	72.0%	48.9%	36.6%	28.2%
负债合计	1,247	924	1,014	1,097	营业利润增长率	153.1%	47.2%	49.4%	36.6%
所有者权益					归母净利润增长率	67.9%	63.4%	55.3%	39.4%
股本	384	452	452	452	总资产增长率	99.8%	46.6%	17.0%	18.4%
资本公积金	206	1,138	1,138	1,138	盈利能力				
未分配利润	113	369	746	1,251	毛利率	43.5%	45.0%	45.8%	46.4%
少数股东权益	111	111	111	111	营业利润率	18.7%	18.5%	20.2%	21.5%
所有者权益合计	827	2,115	2,541	3,112	三项费用/营收	14.1%	14.6%	14.0%	13.4%
负债和所有者权益	2,073	3,039	3,555	4,209	EBIT/销售收入	19.9%	19.3%	20.5%	21.7%
					净利润率	15.3%	15.7%	17.2%	18.3%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE	25.6%	15.3%	19.0%	21.2%
净利润	212	324	484	661	营运能力				
折旧与摊销	68	80	103	126	总资产周转率	66.8%	67.9%	79.3%	85.8%
财务费用	10	12	-1	-3	资产结构				
存货的减少	-211	-116	-131	-127	资产负债率	60.1%	30.4%	28.5%	26.1%
营运资本变化	29	-26	-27	-77	现金流质量				
其他非现金部分	10	0	0	0	经营净现金流/净利润	0.56	0.84	0.88	0.88
经营活动现金净流量	118	273	427	580	每股数据(元/股)				
投资活动现金净流量	-272	-200	-200	-200	每股收益	0.46	0.64	0.99	1.39
筹资活动现金净流量	523	550	-57	-87	每股净资产	2.16	4.68	5.63	6.89
现金流量净额	392	622	170	293					

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师简介

万蓉：英国赫尔大学，商业管理硕士。

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-)5%— (+)5%
4	减持	(-)15%— (-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(+86 21) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>