

从行业发展周期的角度选择中小市值公司

黄金小票系列之二

研究结论

● 从行业发展周期的角度看如何选择中小市值公司

以机构为主导的价值投资理念将会持续引领市场，但这不一定是以绝对大市值为主的风格，而是会逐步扩散至其他细分领域和公司。截止 6 月 21 日，A 股有 4355 家公司，其中市值在 500 亿以下的有在上市公司约 4068 家。其中不乏有诸多中小市值公司业绩成长较快；也有一些企业正在从低谷复苏，景气反转可期，但这份业绩增长是否有持续性，是否真实，公司终局是否在行业中还有一席之地，种种疑虑使投资者无法对这些中小市值公司建立长期信心。我们认为，从行业自上而下选择是有效的第一步。我们以产业生命周期理论作为基础框架，行业发展周期有四个阶段：导入期，成长期，成熟期和衰退期。对于处于成长行业的中小市值公司，应该对其终局的不确定性给与更高的容忍度，注重其在行业成长期内是否可以享受到行业的红利。而对处于成熟行业的中小市值公司，则需要用更严苛的标准来选择，注重其是否有独特的竞争优势可以脱颖而出。

● 成长行业中寻找能享受行业红利的公司

我们认为处在成长期的行业是最值得关注的。行业景气成长的前期，行业的市场总量在不断扩大，龙头企业在快速扩张的同时，行业的中小企业同样是面临着快速发展的机遇，其中往往存在能充分享受到行业红利而成为大市值公司。我们总结了适用于初步筛选成长行业的几个特征：行业增速开始大幅提升；未来行业的市场容量比较大，天花板较高；竞争者较多，行业集中度还没有明显提升；用户的需求特征比较明朗；行业具备一定的壁垒，但没有特别高；行业主要技术在一段时间内没有出现颠覆性技术的预期。目前比较典型处于成长期的大板块行业有新能源、医药、消费（食品饮料、医疗美容等细分赛道）、军工和科技（半导体等国产替代方向）。

● 成熟行业中寻找有竞争优势的公司

成熟行业里的需求增长速度有限，但普遍处于集中度提升的环境，龙头通过竞争优势获得增长的来源普遍是份额的提升和格局稳定后的盈利能力提升。传统行业里的中小市值公司最值得关注的是细分领域龙头，由于细分领域整体市场规模相对较小，龙头仍然市值较小，行业格局仍然分散，龙头如果具备独特的竞争优势，是具备进一步扩张份额的能力的，从而获得了成长性。

● 推荐关注黄金组合

重点关注处于高成长行业的公司，新能源车行业的石大胜华(603026，买入)、中科电气(300035，买入)、鹏辉能源(300438，买入)；光伏行业的海优新材(688680，买入)；消费行业的珀莱雅(603605，买入)；军工行业的钢研高纳(300034，买入)、中航电测(300114，买入)；医药行业的佰仁医疗(688198，买入)；电子行业的晶晨股份(688099，买入)、纳思达(002180，买入)；有色行业的永兴材料(002756，买入)（锂资源）；汽车行业的新泉股份(603179，买入)。在相对成熟的行业中，重点关注具备竞争优势的细分领域龙头，化工行业的海利尔(603639，买入)；公用事业行业的伟明环保(603568，买入)；建筑建材行业的苏博特(603916，买入)和石英股份(603688，买入)。

风险提示

● 经济复苏不及预期



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告发布日期

2021 年 06 月 28 日

证券分析师

张书铭

021-63325888*5152

zhangshuming@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517080001

证券分析师

薛俊

021-63325888*6005

xuejun@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860515100002

证券分析师

蒋晨龙

021-63325888*6073

jiangchenlong@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517100004

香港证监会牌照：BQP133

相关报告

中小市值公司战略性配置时机来临：——黄 2021-03-04
金小票系列之一

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

目 录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 从行业角度选择优秀的中小市值公司..... | 6 |
| 行业处于成长期和成熟期的主要特征..... | 6 |
| 行业成长期的特征 | 6 |
| 房地产行业成长期 1998-2009 | 7 |
| 特征总结 | 7 |
| 上市公司财务指标 | 8 |
| 行业上市公司市值表现 | 9 |
| 白酒行业成长期 2005-2012..... | 9 |
| 特征总结 | 10 |
| 上市公司财务指标 | 11 |
| 行业上市公司市值表现 | 11 |
| 汽车行业成长期 2000-2010..... | 12 |
| 特征总结 | 12 |
| 上市公司财务指标 | 14 |
| 行业上市公司市值表现 | 14 |
| 行业成熟期的特征 | 15 |
| 煤炭行业正处于成熟期 2012-至今 | 15 |
| 成长行业中寻找能享受行业红利的公司 | 17 |
| 成熟行业中寻找有竞争优势的公司 | 18 |
| 推荐关注黄金组合 | 18 |
| 黄金组合标的介绍 | 19 |
| 钢研高纳：对标 PCC，内生外延打造高温合金产业航母 | 19 |
| 纳思达：打印核心技术稀缺标的，“芯”业务快速增长 | 19 |
| 苏博特：减水剂行业龙头，进入高速成长期 | 20 |
| 石英股份：享受光伏行业红利，半导体业务快速放量 | 20 |
| 晶晨股份：音视频编解码 SoC 芯片领跑者，新应用空间广阔 | 21 |
| 海利尔：新产品拓展将打开公司成长空间 | 21 |

| | |
|---------------------------------------|-----------|
| 伟明环保：项目逐步投产将奠定业绩增长的基础，优秀的管理能力打造高盈利性 | 22 |
| 佰仁医疗：但行好事莫问前程，国产动物源性植介入平台崛起 | 23 |
| 新泉股份：拓展新客户、单车价值量提升，盈利有望实现快速增长 | 23 |
| 石大胜华：积极拥抱新能源，电池级溶剂行业地位领先 | 23 |
| 中科电气：锂电负极材料新秀——新产能、新客户叠加新工艺，带动负极盈利提升 | 24 |
| 鹏辉能源：小动力业务发力，低估值锂电综合供应商迎业绩拐点 | 24 |
| 中航电测：数字化转型推动经营效益稳步提升，看好 21 年增长提速 | 25 |
| 珀莱雅：20 年线上表现亮眼，21 年多品牌孵化与大单品战略有望进一步强化 | 26 |
| 海优新材：坚定卡位光伏胶膜确定性赛道 | 26 |
| 永兴材料：新材料、新能源双主业并驾齐驱 | 27 |
| 风险提示 | 28 |
| 经济复苏不及预期 | 28 |
| 货币政策收紧超预期 | 28 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1：产业发展的四个阶段..... | 6 |
| 图 2：1987-2020 年商品房销售面积及增速..... | 7 |
| 图 3：1987-2019 年商品房销售收入及增速..... | 7 |
| 图 4：1987-2020 年我国城镇化率..... | 8 |
| 图 5：房地产行业集中度提升..... | 8 |
| 图 6：2000-2020 年房地产上市公司营业收入总和及增速..... | 8 |
| 图 7：2000-2020 年房地产上市公司扣非净利润总和及增速..... | 8 |
| 图 8：1995-2020 年房地产行业平均 ROE 走势..... | 9 |
| 图 9：1995-2020 年房地产行业平均毛利率走势..... | 9 |
| 图 10：2009 年前 10 名市值与 1998 年市值对比（不计算 98 年末上市公司）..... | 9 |
| 图 11：1998-2009 年房地产公司市值中位数和平均数（不计算 98 年末上市公司）..... | 9 |
| 图 12：2000-2020 年白酒行业总产量及增速..... | 10 |
| 图 13：2000-2020 年白酒行业总收入及增速..... | 10 |
| 图 14：2005 年中国与世界各国人均饮酒量（升/人）..... | 10 |
| 图 15：2004-2020 年白酒行业集中度..... | 10 |
| 图 16：2005-2012 年白酒上市公司营业收入总和及增速..... | 11 |
| 图 17：2005-2012 年白酒上市公司扣非净利润总和及增速..... | 11 |
| 图 18：2005-2012 年白酒行业平均 ROE 走势..... | 11 |
| 图 19：2005-2012 年白酒行业平均毛利率走势..... | 11 |
| 图 20：2012 年前 50%市值与 2005 年市值对比（不计算 05 年末上市公司）..... | 12 |
| 图 21：2005-2012 年白酒行业市值中位数和平均数（不计算 05 年末上市公司）..... | 12 |
| 图 22：2000-2020 年汽车产量及增速..... | 13 |
| 图 23：2000-2020 年汽车行业收入及增速..... | 13 |
| 图 24：中日美 2000 和 2020 年人均汽车保有量对比..... | 13 |
| 图 25：1999-2020 年汽车制造企业单位数..... | 13 |
| 图 26：2000-2010 年汽车上市公司营业收入总和及增速..... | 14 |
| 图 27：2000-2010 年汽车上市公司扣非净利润总和及增速..... | 14 |
| 图 28：2000-2010 年汽车行业 ROE 中位数走势..... | 14 |
| 图 29：2000-2010 年汽车行业平均毛利率走势..... | 14 |
| 图 30：2010 年前 10 名市值与 2000 年市值对比（不计算 00 年末上市公司）..... | 15 |
| 图 31：2005-2012 年白酒行业市值中位数和平均数（不计算 05 年末上市公司）..... | 15 |
| 图 32：2000-2020 年煤炭（中信）行业总收入及增速（不计算 2000 年末上市公司）..... | 16 |
| 图 33：2010-2019 年我国能源消费结构..... | 16 |

| | |
|---|----|
| 图 34：2020 年前 10 市值与 2012 年市值对比（不计算 12 年未上市公司） | 16 |
| 图 35：2012-2020 年煤炭行业市值中位数和平均数（不计算 12 年未上市公司） | 16 |
| 图 36：2011-2020 年中国集成电路行业供需平衡走势 | 17 |
| 图 37：2018-2021 年我国新能源车销量（季度） | 17 |
| 图 38：我国军工发展进入新阶段 | 18 |
| 图 39：各地区居民最终消费占 GDP 比例（%） | 18 |
| 图 40：黄金组合（数据截止至 6 月 22 日，其中*号的为第一批组合标的） | 27 |

从行业角度选择优秀的中小市值公司

我们在第一篇中小市值报告里分析结论中认为，以机构为主导的价值投资理念将会持续引领市场，但这不一定是以绝对大市值为主的风格，而是会逐步扩散至其他细分领域和公司。在此投资理念下，股东价值长期终将会向企业价值收敛。当下，通过研究分析中小市值公司，挖掘投资价值将会有较高的回报率。截止 6 月 21 日，A 股有 4355 家公司，其中市值在 500 亿以下的有在上市公司约 4068 家。其中不乏有诸多中小市值公司业绩成长较快；也有一些企业正在从低谷复苏，景气反转可期，但这份业绩增长是否有持续性，是否真实，公司终局是否在行业中还有一席之地，种种疑虑使投资者无法对这些中小市值公司建立长期信心。我们认为，从行业自上而下选择是有效的第一步。对于处于成长行业的中小市值公司，应该对其终局的不确定性给与更高的容忍度，注重其在行业成长期内是否可以享受到行业的红利。而对处于成熟行业的中小市值公司，则需要用更严苛的标准来选择，注重其是否有独特的竞争优势可以脱颖而出。

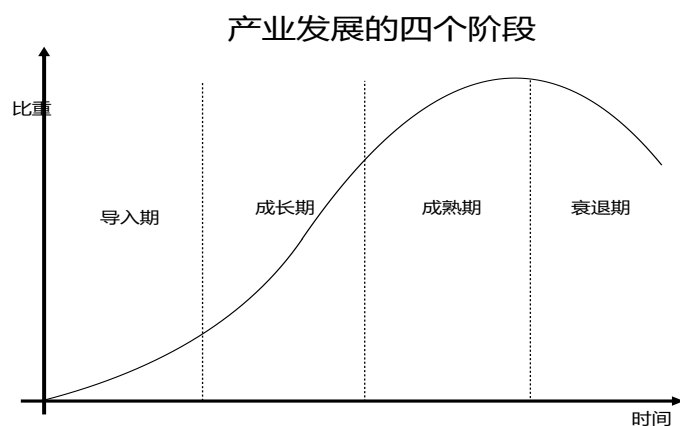
行业处于成长期和成熟期的主要特征

我们以产业生命周期理论作为基础框架，产业生命周期是从产品生命周期的研究演变而来，该研究适用于大多数行业。产业生命周期表现具备阶段性特征：

1. 导入期，企业数量少，集中度较高，技术不成熟，产品品种单一，质量较低且不稳定，进入壁垒低，竞争程度弱。
2. 成长期，大量厂商进入，产业集中度较低，需求迅速增大，利润迅速增长，进入壁垒相对导入期提升，相对成熟期较低，竞争压力较大。
3. 成熟期，产业集中度高，出现一定程度的垄断，技术比较成熟，产品差异化小，产品质量较高，需求增长明显放缓，价格弹性减弱，进入壁垒高，主要为规模壁垒，持续时间较长。
4. 衰退期，厂商数量减少，需求减少，新产品和替代品大量出现，产业整体竞争力下降。

我们认为值得重点关注处在成长期和成熟期的行业，我们通过总结主要量化特征和定性分析来识别行业所处的阶段。

图 1：产业发展的四个阶段



数据来源：东方证券研究所

行业成长期的特征

我们通过复盘经历过成长期的房地产和白酒行业，对主要特征进行总结。我们发现进入成长期最显著的特征就是行业增速大幅提升；未来行业的市场容量比较大，天花板较高；成长期内竞争者较多，当竞争者相较初期显著减少，往往代表着行业开始进入成熟期；用户的需求比较明朗，意味着企业可以从容根据用户需求去发展，不会因为用户需求的变化而丧失优势；具备一定的壁垒，但不足以抵挡新入者，随着行业越来越成熟，壁垒会越来越高；行业技术趋于定型，行业技术更迭如果处于快速变化且变化巨大的情况下，那行业需求很容易被后来者颠覆或者说产品被新技术替代，就无法形成成长期。

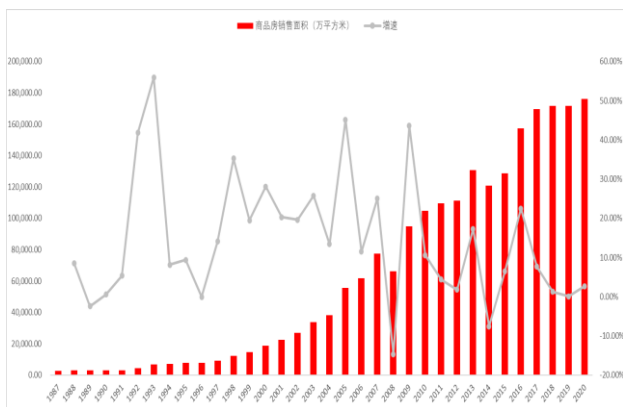
成长期内，上市公司收入和净利润复合增速较快，ROE 和毛利率提升显著，但规律性不明显，市值涨幅明显，跑赢同期指数，绝对龙头强者恒强，中小市值公司也跑出佼佼者。

房地产行业成长期 1998-2009

特征总结

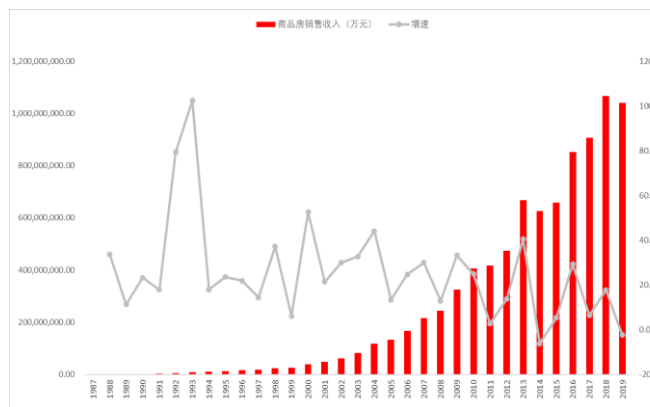
特征一：行业增长率开始大幅提升。房地产行业目前已经从成长期进入成熟期，而我们认为成长期是从 1998 年房改开始的，那一年起房地产成为新经济增长点，直到 2010 年出台严厉的国十条、房企再融资受限以及限购限贷政策首次推出，政策开始转向。若将 1998-2009 年定义为成长期，我们从房屋销售面积增速可以看出，1998 年-2009 年中，除了金融危机的 2008 年，其他年份的增长速度均维持在较高水平，也就是说行业增长率从成长期开始出现连续的高增长。

图 2：1987-2020 年商品房销售面积（万平方米）及增速



数据来源：Wind 东方证券研究所

图 3：1987-2019 年商品房销售收入（万元）及增速



数据来源：Wind 东方证券研究所

特征二：市场容量和潜力巨大。房地产行业的核心需求是来自城镇化，若将城镇化率 100% 假定为房地产行业的天花板，1998 年城镇化率仅 33%，站在 1998 年的角度向后看，具备非常大的空间和潜力。

特征三：产品和竞争者数量较多。房地产行业在成长期竞争者较多，行业集中度持续提升是房地产业从成长期走向成熟期的特征，2009 年时 CR20 仅占不到 12%，可以说竞争者较多，进入成熟期后，快速提升到了 2020 年的 38%，许多企业不断被挤出这个行业。

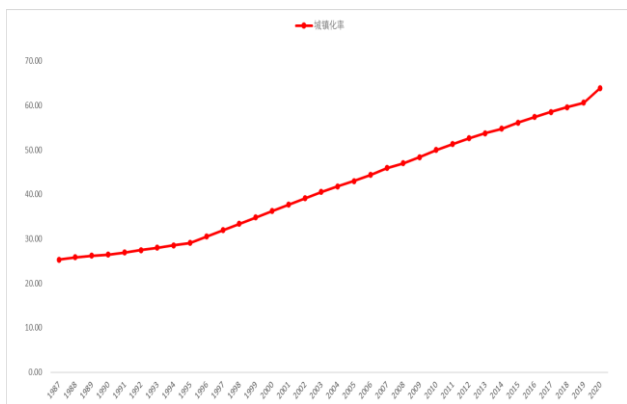
特征四：成长期内用户需求趋势明朗。房地产行业的需求特点也较为明确，为新增的城镇居民提供住房，解决住房短缺问题，趋势上则是提升住房条件，用户需求的明朗化可以让企业发展方向明确。

特征五：具备壁垒，但不足以阻挡新入者。房地产的进入壁垒最主要的是土地获取，资金获取壁垒，这些壁垒从成长期进入成熟期后，是在逐渐提升的，开始阻挡住没有能力的企业进入的同时也在淘

汰存量企业，这也是成熟期集中度提升的一个原因。

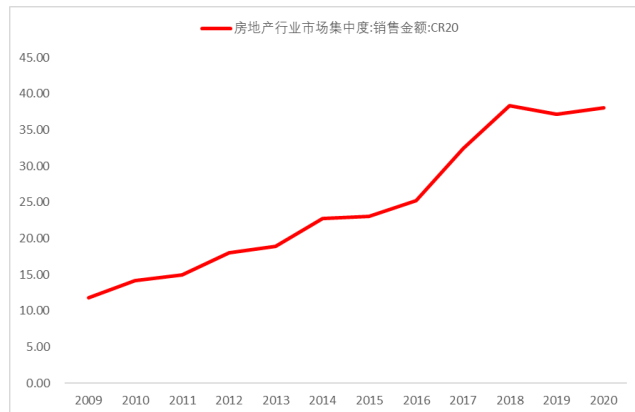
特征六：技术发展稳定。房地产行业在成长期内不存在技术大幅度创新颠覆的情况，房地产行业不会因为出现技术革新而发生行业发展逻辑的变化。

图 4：1987-2020 年我国城镇化率



数据来源：Wind 东方证券研究所

图 5：房地产行业集中度提升

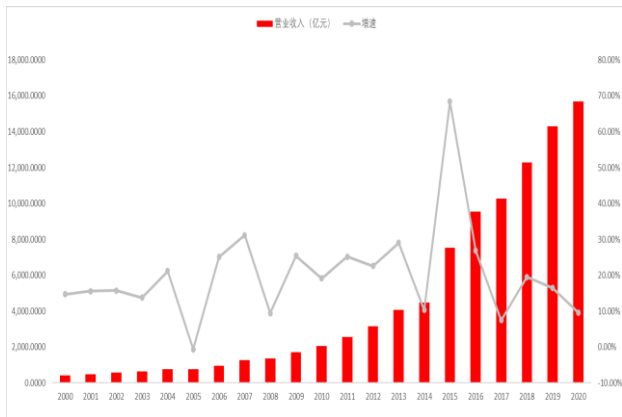


数据来源：Wind 东方证券研究所

上市公司财务指标

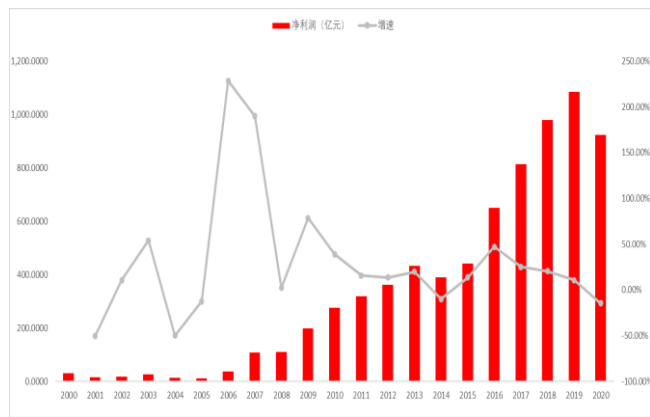
房地产行业上市公司 2000-2009 年扣非净利润（98-99 年扣非净利润数据不可得）复合增长率为 23.15%，收入复合增速 17%，利润增长快于收入增长。ROE（平均）的平均数从 1998 年的 8.07% 下降到 2006 年的 -3.57%，随后提升到 2009 年的 13.33%，ROE 水平趋势呈现前低后高。毛利率趋势呈现前低后高，从 1998 年的 29.56% 下滑到 2006 年的 25.44%，然后开始逐年提升到 2009 年的 38.05%。

图 6：2000-2020 年房地产上市公司营业收入总和及增速



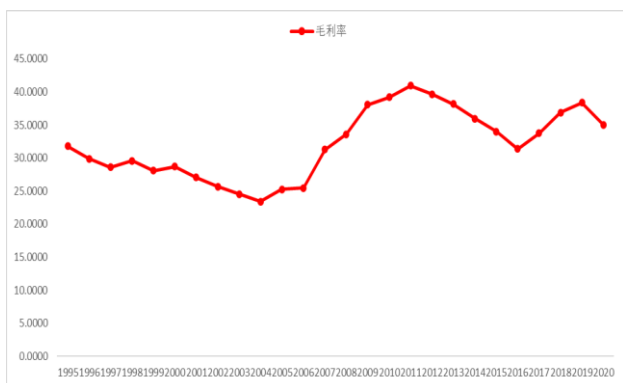
数据来源：Wind 东方证券研究所

图 7：2000-2020 年房地产上市公司扣非净利润总和及增速



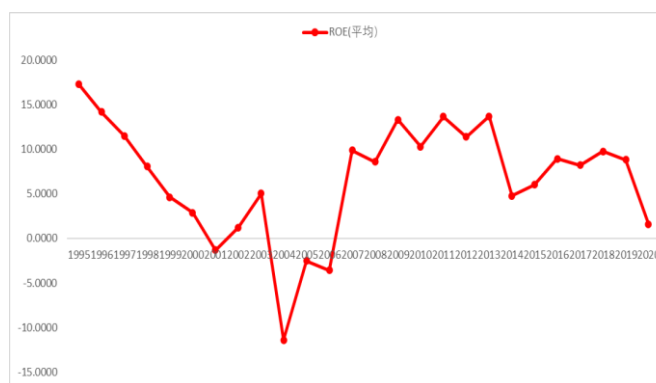
数据来源：Wind 东方证券研究所

图 8：1995-2020 年房地产行业平均 ROE 走势



数据来源：Wind 东方证券研究所

图 9：1995-2020 年房地产行业平均毛利率走势



数据来源：Wind 东方证券研究所

行业上市公司市值表现

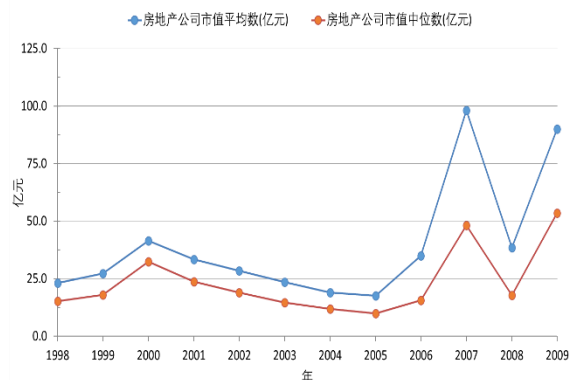
在房地产行业经历过成长期后，将样本限定在上市公司的范围内，我们从整体行业市值看，行业所有公司都受益行业成长，不考虑 1998 年末上市的企业，行业市值中位数从 15.29 亿上升到 53.47 亿，增长 3.5 倍，市值平均数从 23 亿上升到 90 亿，增长 3.9 倍，同期上证指数涨幅为 2.86 倍，具备超额收益。我们发现成长起来成为巨头的公司并不是当时行业里市值最大的，1998 年上市公司市值排名前 10 的公司里仅两家在 2009 年仍然保留在前 10 的行列（不计算后续新上市的公司），万科、华侨城、泛海控股、金融街、苏宁环球、大悦城、张江高科等公司均从当时的中小市值公司成长为大公司，其中万科从不到 35 亿成长到超千亿，华侨城从 32 亿成长到超 500 亿，其中涨幅最小的张江高科也从 30 亿成长到近 200 亿市值。从营业收入角度分析，1998 年营收前十的房企到 2009 年仅剩两家，其中万科作为营收上的龙头，仍然保持了龙头地位。

图 10：2009 年前 10 名市值与 1998 年市值对比（不计算 98 年末上市公司）

| 证券简称 | 1998年底总市值(亿元) | 2009年底总市值(亿元) |
|------|---------------|---------------|
| 万科A | 34.879 | 1159.0887 |
| 华侨城A | 32.1408 | 533.554 |
| 陆家嘴 | 156.9584 | 410.4461 |
| 泛海控股 | 24.9758 | 324.3876 |
| 金融街 | 6.2009 | 300.9711 |
| 城投控股 | 115.462 | 290.2494 |
| 苏宁环球 | 18.0863 | 233.4348 |
| 大悦城 | 32.3614 | 203.6821 |
| 张江高科 | 30.6491 | 199.3163 |
| 世茂股份 | 13.9786 | 195.0212 |

数据来源：Wind 东方证券研究所

图 11：1998-2009 年房地产公司市值中位数和平均数（亿元，不计算 98 年末上市公司）



数据来源：Wind 东方证券研究所

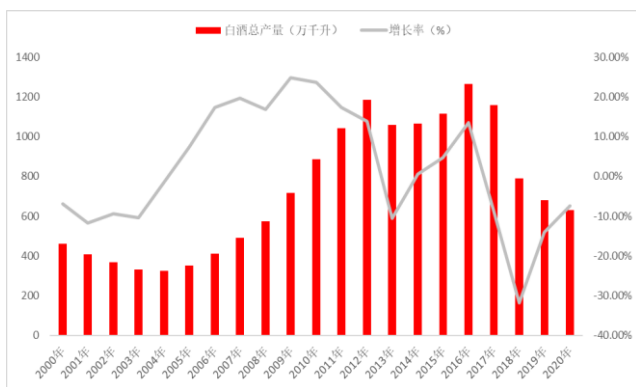
白酒行业成长期 2005-2012

白酒行业拥有悠久的历史文化，经历过几次成长期，我们从最近一次白酒行业的成长阶段分析。

特征总结

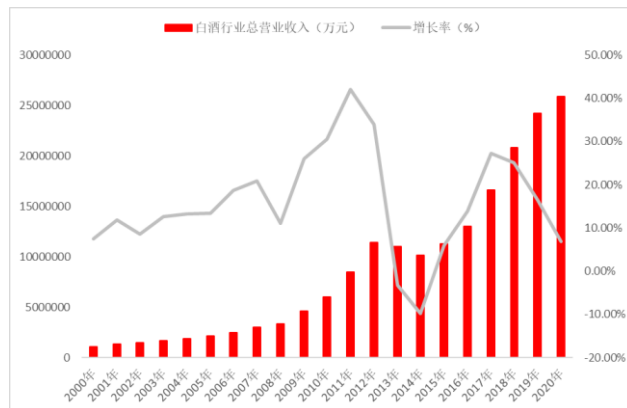
特征一：行业增长率开始大幅提升。白酒行业 2005-2012 年总收入增长迅猛，复合增长率达到 27%。从产量角度看，2005-2012 年产量也相对往年大幅增长，复合增长率达 19%。用上帝视角看 12 年后，产量增速开始下滑后，有过短暂回升，随后便开始下滑，整个行业需求结束增长。

图 12：2000-2020 年白酒行业总产量及增速



数据来源：Wind 东方证券研究所

图 13：2000-2020 年白酒行业总收入及增速

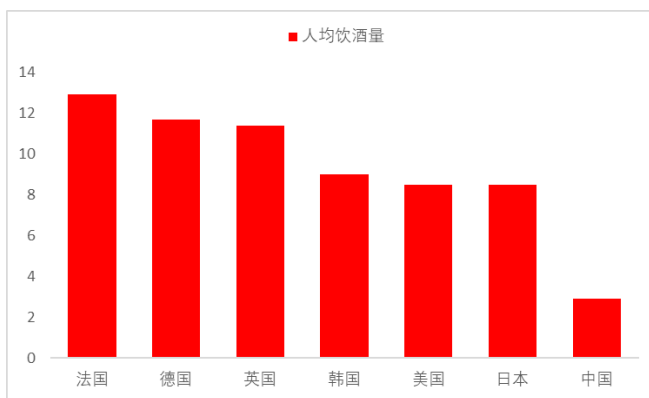


数据来源：Wind 东方证券研究所

特征二：市场容量和潜力较大。站在 2005 年的时点，中国人均饮酒量与全球主要发达国家相比，仍然处在较低的位置，我国经济发展仍处在高速发展时期，随着经济水平上升，人均饮酒量有望向发达国家靠拢，从这一角度看，2005 年的白酒行业未来仍然具备较大潜力，人均年饮酒量有三倍的提升空间。

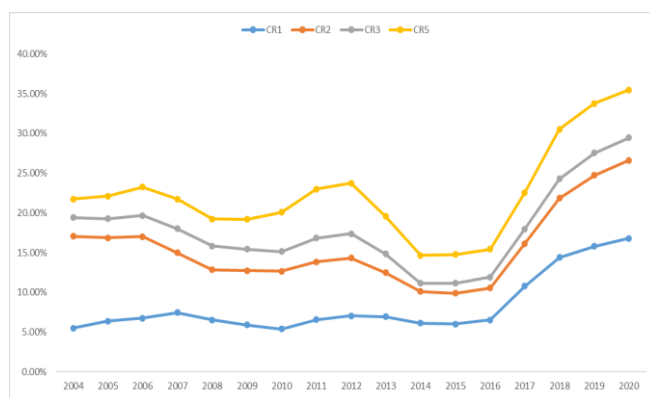
特征三：产品和竞争者数量较多。05-12 年行业全面增长，高中低端都表现出大幅增长，白酒行业集中度没有显著变化。CR5 收入占比从 2005 年的 22.12% 增长到 2012 年的 23.74%，市场集中度较低。但目前行业进入成熟期后，CR5 已经到达 35.48%，呈现出成熟期市场集中度提升的特征。

图 14：2005 年中国与世界各国年人均饮酒量（升/人）



数据来源：OECD 东方证券研究所

图 15：2004-2020 年白酒行业集中度



数据来源：Wind 国家统计局 东方证券研究所

特征四：成长期内用户需求趋势明朗。我国经济发展速度处于较快时期，2009 年我国实施了积极的财政和货币政策，扩大了投资计划，商务消费消费需求旺盛。随着八项规定等一系列限制消费的政策出台后，这一需求趋势结束。

特征五：具备壁垒，但不足以阻挡新入者。白酒的著名品牌都包含着历史和人文底蕴，品牌壁垒较强。其次成熟的工艺技术及人才对白酒的生产环节影响较大，也形成了制造壁垒。此外，制曲、酿

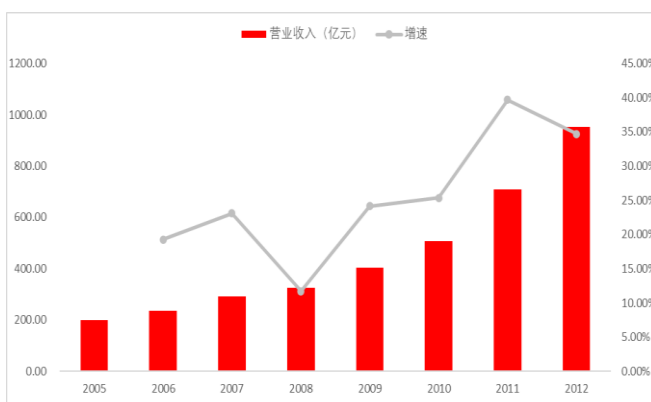
酒、储存老熟等环节需要适宜的气候、土壤和水资源条件，也形成了地理壁垒。品牌建立的销售渠道也会形成壁垒，并随着时间加固。虽然白酒企业具备较强的品牌、制造和渠道壁垒，但在成长期，造酒企业出现较快增长。

特征六：技术趋于定型。白酒行业酿造技术历史悠久，成长期内没有发生技术方面的巨大变化。

上市公司财务指标

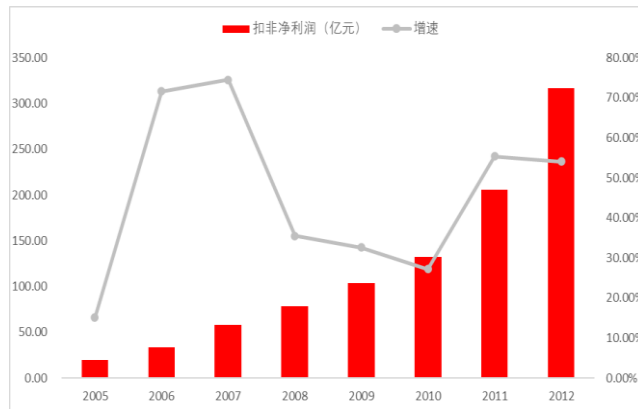
成长期内，上市公司整体扣非净利润增速维持在较高水平，复合增长率达 49%。收入复合增速 25%，利润增长快于收入增长。ROE（平均）的平均数从 2005 年的 3.08% 提升到 2012 年的 26.57%，ROE 水平几乎每年提升。毛利率同样呈现逐年上升趋势，从 2005 年的 46.07% 提升到 2012 年的 65.02%。

图 16：2005-2012 年白酒上市公司营业收入总和及增速



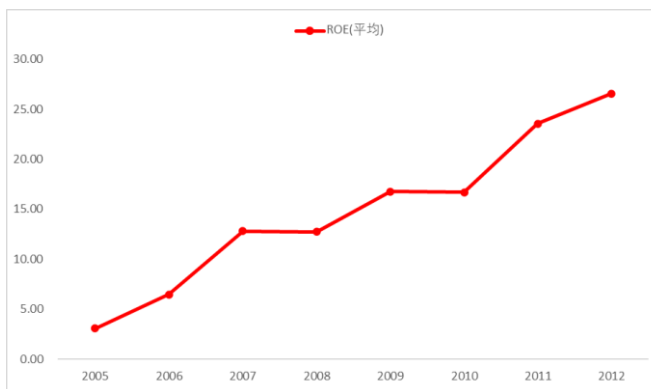
数据来源：Wind 东方证券研究所

图 17：2005-2012 年白酒上市公司扣非净利润总和及增速



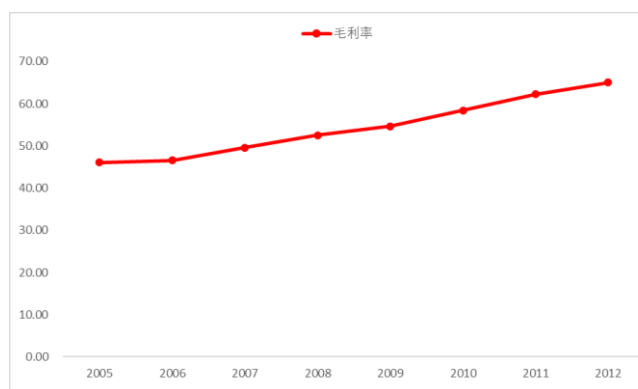
数据来源：Wind 东方证券研究所

图 18：2005-2012 年白酒行业平均 ROE 走势 (%)



数据来源：Wind 东方证券研究所

图 19：2005-2012 年白酒行业平均毛利率走势 (%)



数据来源：Wind 东方证券研究所

行业上市公司市值表现

在白酒行业经历过成长期后，将样本限定在上市公司的范围内，我们从整体行业市值看，行业所有

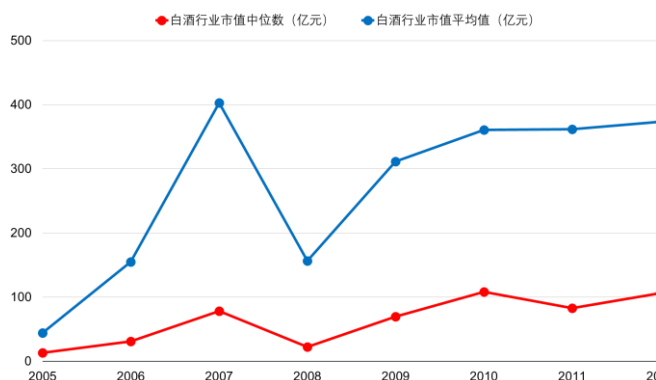
公司都受益行业成长，不考虑 2005 年末上市的企业，行业市值中位数从 13.21 亿上升到 106.58 亿，增长 8.07 倍，市值平均数从 44.46 亿上升到 373.39 亿，增长 8.40 倍，同期上证指数涨幅为 1.95 倍，超额收益非常大。2005 年上市公司市值排名前 50% 的公司里高端品牌形成的优势稳固，在 2012 年前 4 名高端白酒企业座次不变，贵州茅台涨幅 9.08 倍、五粮液涨幅 4.44 倍、泸州老窖涨幅 12.56 倍和山西汾酒涨幅 9.38 倍，而后几名均发生显著变化，古井贡酒（涨幅 17.90 倍）、金种子酒（涨幅 15.84 倍）和酒鬼酒（涨幅 11.47 倍）分别占据了水井坊（涨幅 3.70 倍）、伊力特（涨幅 3.78 倍）和顺鑫农业（涨幅 3.43 倍）的位置。从营业收入角度分析，泸州老窖、贵州茅台和山西汾酒复合增速领先，涨幅领先的古井贡酒和酒鬼酒复合增速与行业龙头接近，整体看，市值增长与业绩匹配。

图 20：2012 年前 50% 市值与 2005 年市值对比（不计 05 年末上市公司）

| 证券简称 | 2005 年市值 (亿元) | 2012 年市值 (亿元) |
|------|---------------|---------------|
| 贵州茅台 | 215.28 | 2170.00 |
| 五粮液 | 196.85 | 1071.60 |
| 泸州老窖 | 36.52 | 494.99 |
| 山西汾酒 | 34.76 | 360.71 |
| 古井贡酒 | 8.27 | 156.36 |
| 金种子酒 | 6.34 | 106.76 |
| 酒鬼酒 | 8.55 | 106.58 |

数据来源：Wind 东方证券研究所

图 21：2005-2012 年白酒行业市值中位数和平均数（亿元，不计 05 年末上市公司）



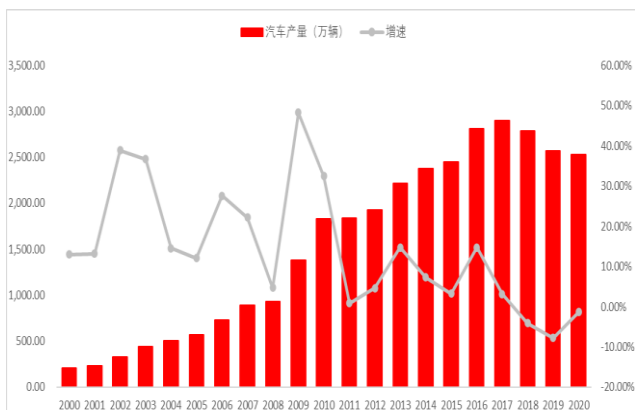
数据来源：Wind 东方证券研究所

汽车行业成长期 2000-2010

特征总结

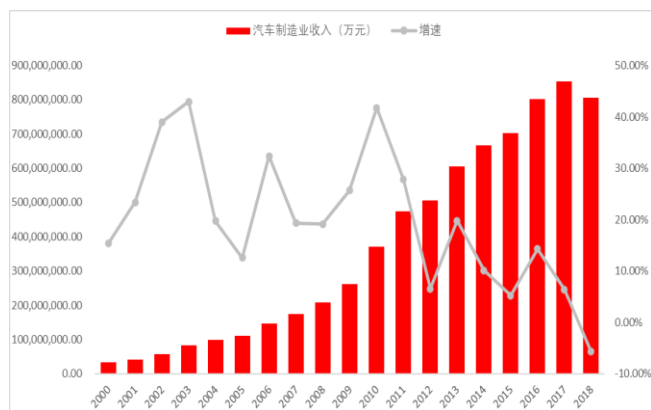
特征一：行业增长率开始大幅提升。2000-2010 年汽车产销量高速增长，复合增长率 24.33%，除 08 年金融危机影响外，其余年份均保持两位数增速。同样，汽车制造业收入同样经历了高速增长，2000-2010 年复合增长率 27.18%。入世的影响、消费能力的释放、购置税减征、汽车下乡、燃油税政策、四万亿投资等政策影响贯穿了汽车行业的成长期。

图 22：2000-2020 年汽车产量及增速



数据来源：Wind 东方证券研究所

图 23：2000-2020 年汽车行业收入及增速

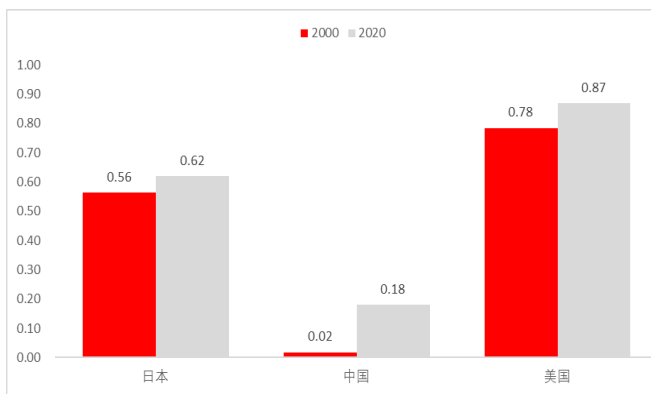


数据来源：Wind 东方证券研究所

特征二：市场容量和潜力巨大。站在 2000 年的视角看，我国人均汽车保有量仅 0.02，远低于国外水平。从后视镜角度看，2000 年我国汽车行业市场容量和潜力巨大，人均保有量 10 年内增长了 9 倍。

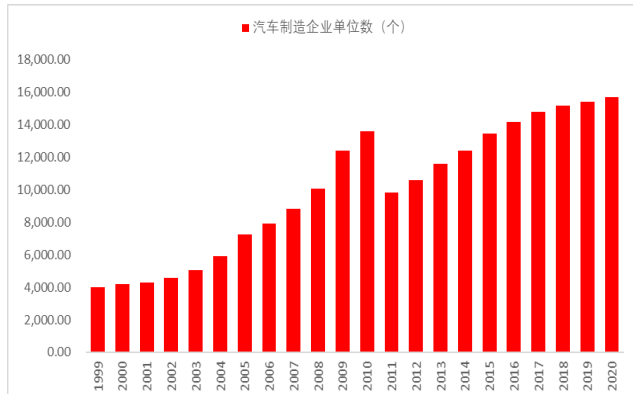
特征三：产品和竞争者数量较多。2000 年以后，随着汽车需求的快速增长，汽车制造企业也快速增长。汽车制造企业从 2000 年的 4188 家增长到 2010 年的 13600 家。

图 24：中日美 2000 和 2020 年人均汽车保有量对比



数据来源：Wind 东方证券研究所

图 25：1999-2020 年汽车制造企业单位数



数据来源：Wind 东方证券研究所

特征四：成长期内用户需求趋势明朗。2000-2010 年期间我国居民消费水平不断提高，轿车进入普通家庭，汽车消费欲望增强，需求趋势明确。

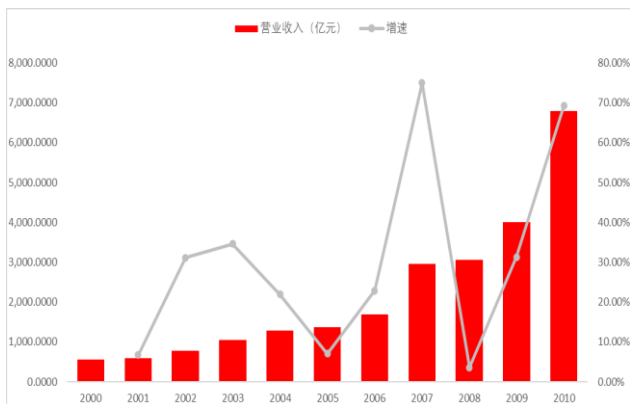
特征五：具备壁垒，但不足以阻挡新入者。汽车行业是重资产投入行业，具备较大资金壁垒，但资金壁垒无法阻止新入者。

特征六：技术发展稳定。国际巨头汽车制造技术在 2000-2010 年发展稳定，国产企业始终处于追赶状态，技术发展可见性强，没有出现颠覆性变革。

上市公司财务指标

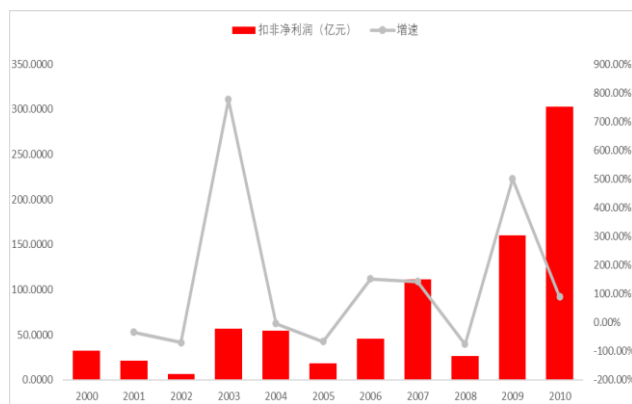
成长期内，上市公司整体扣非净利润增速水平较高，复合增长率达 25%。收入复合增速 28%，利润增长低于收入增长。ROE（平均）值由于平均数出现较大负值，所以采用中位数，中位数从 2000 年的 10.51% 降低到 2010 年的 9.56%，ROE 水平波动较大，总体不高。行业平均毛利率同样呈现逐年下降趋势，从 2000 年的 21.24 降低到 2010 年的 18.47%。

图 26：2000-2010 年汽车上市公司营业收入总和及增速



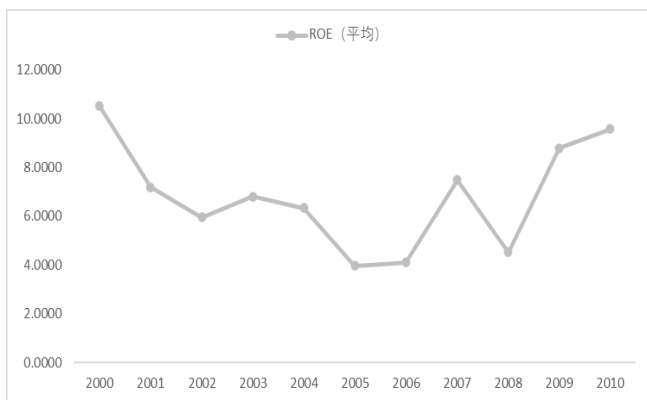
数据来源：Wind 东方证券研究所

图 27：2000-2010 年汽车上市公司扣非净利润总和及增速



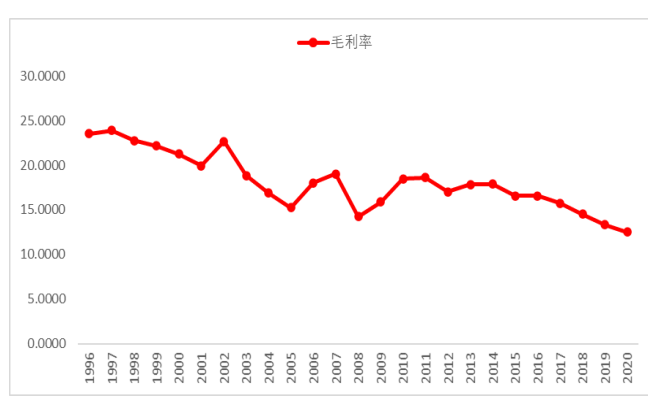
数据来源：Wind 东方证券研究所

图 28：2000-2010 年汽车行业 ROE 中位数走势(%)



数据来源：Wind 东方证券研究所

图 29：2000-2010 年汽车行业平均毛利率走势(%)



数据来源：Wind 东方证券研究所

行业上市公司市值表现

在汽车行业经历过成长期后，将样本限定在上市公司的范围内，我们从整体行业市值看，行业所有公司都受益行业成长，不考虑 2000 年末上市的企业，行业市值中位数从 35.67 亿上升到 52.83 亿，增长 1.48 倍，市值平均数从 42.61 亿上升到 113.45 亿，增长 2.66 倍，同期上证指数涨幅为 1.35 倍，具备超额收益。2000 年上市公司市值排名前 10 的公司里，一半公司仍然在十年后保持在前十名，其中龙头上汽集团地位稳固，市值从 2000 年的 172 亿增长到 2010 年的 1357 亿，增长近 8 倍，涨幅板块第一。福田汽车、华域汽车、江铃汽车、宇通客车、中国重汽等涨幅居前。从营业收

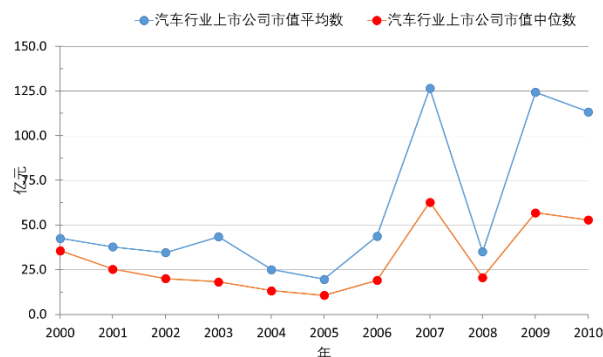
入角度分析，泸州老窖、贵州茅台和山西汾酒复合增速领先，涨幅领先的古井贡酒和酒鬼酒复合增速与行业龙头接近，市值增长与业绩匹配。从扣非净利润增长看，中国重汽、江铃汽车、福田汽车、上汽集团、华域汽车、宇通客车均排列在前位，整体看与市值涨幅大致匹配。

图 30：2010 年前 10 名市值与 2000 年市值对比（不计算 00 年末上市公司）

| 证券简称 | 2000 年底总市值(亿元) | 2010 年底总市值(亿元) |
|------|----------------|----------------|
| 上汽集团 | 171.78 | 1356.79 |
| 华域汽车 | 46.83 | 263.74 |
| 一汽解放 | 105.30 | 261.21 |
| 福田汽车 | 36.99 | 256.11 |
| 江铃汽车 | 44.05 | 208.80 |
| 福耀玻璃 | 58.08 | 205.51 |
| 长安汽车 | 68.64 | 197.84 |
| 威孚高科 | 49.24 | 195.63 |
| 万向钱潮 | 44.41 | 169.74 |
| 中国铁物 | 105.72 | 130.01 |

数据来源：Wind 东方证券研究所

图 31：2005-2012 年白酒行业市值中位数和平均数（亿元，不计算 05 年末上市公司）



数据来源：Wind 东方证券研究所

行业成熟期的特征

我们通过复盘正处于成熟期的煤炭行业，对主要特征进行总结。我们发现进入成熟期最显著的特征就是行业增速较长期降低；行业未来的空间或者说空间的想象力有限；行业集中度较高；，新产品和产品新用途较少，行业进入壁垒较高。当下上市公司中行业较多正处于成熟期，也有处在成长期和成熟期交界处，如有色、化工、机械、汽车、轻工、纺织服装、环保、公用事业等。各行业成熟阶段不同，差异较大，除非已经完全进入成熟期，成长和成熟期特征会同时存在。

煤炭行业正处于成熟期 2012-至今

特征一：增速较低或呈现周期性。煤炭行业曾经历过一段成长期，2003-2011 年，行业增长较快，直到进入 2012-2015 年，行业开始增速放缓，随后在 2016-至今年迎来供给侧结构性改革，上市公司收入开始重新增长。

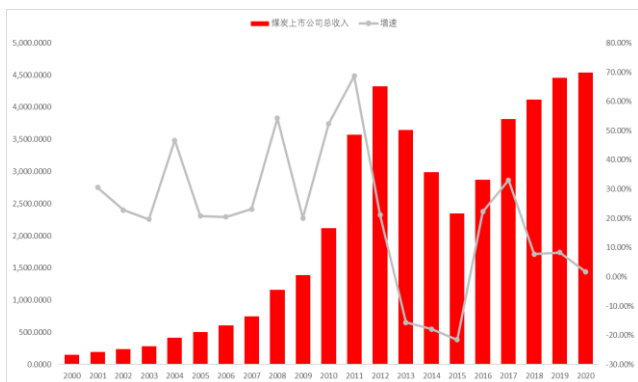
特征二：行业整体需求呈现向下趋势。在碳中和背景下，我国煤炭能源消费占比将逐年下降，最终大部分能源需求会被清洁能源替代，行业整体需求将呈现向下趋势，根据总书记提出的“2030 年前实现二氧化碳排放达到峰值、2060 年前实现碳中和”的目标，煤炭需求预计在 2030 年达到顶峰。

特征三：行业集中度提升。煤炭行业有显著的集中度提升趋势，煤炭开采和洗选业的企业单位数从 2012 年的 7,790 家下降到 2020 年的 4245 家，其中供给侧改革产生了一定影响，但在尚未开始供给侧改革的 14-15 年已经开始呈现下降趋势，体现了成熟行业集中度逐渐提升的特征。

特征四：行业开始形成规模壁垒。煤炭企业也正在进行战略性重组，不断构筑规模壁垒。2020 年，神华集团与国电集团合并重组为国家能源投资集团，山东能源与兖矿集团联合重组成立新山东能源集团，中煤能源兼并重组国投、保利和中铁等企业的煤矿板块，山西省战略重组成立晋能控股集团和集团，甘肃省、贵州省、辽宁省分别重组成立甘肃能源化工投资集团、盘江煤电集团、辽宁省

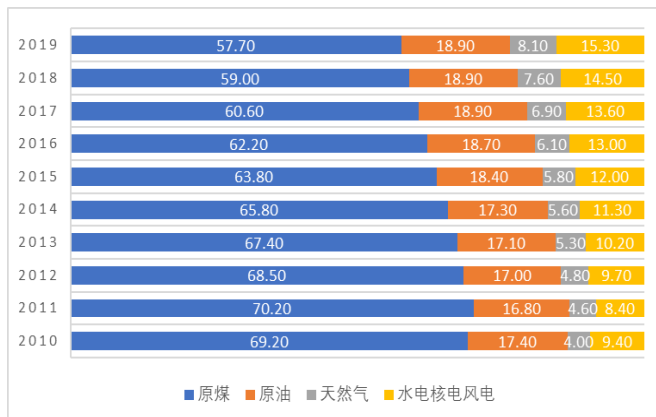
能源集团。到“十四五”末期，我国煤矿数量将压缩至 4000 处左右，建成千万吨级矿井（露天）65 处、产能近 10 亿吨/年，培育 3 至 5 家具有全球竞争力的世界一流煤炭企业，推动企业兼并重组，组建 10 家年产亿吨级煤炭企业。

图 32：2000-2020 年煤炭（中信）行业总收入及增速（亿元，不计入 2000 年末上市公司）



数据来源：Wind 东方证券研究所

图 33：2010-2019 年我国能源消费结构



数据来源：Wind 东方证券研究所

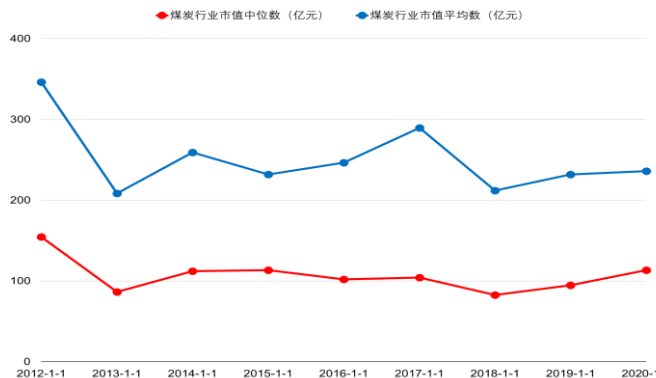
成熟期行业公司市值表现：当前煤炭行业在成熟期内，将样本限定在上市公司的范围内，我们从整体行业市值看，行业公司大部分呈现下滑，不考虑 2012 年末上市的企业，行业市值中位数从 154.65 亿下降到 113.56 亿，下降 26.6%，市值平均数从 346.59 亿下降到 236.20 亿，下降 31.85%，同期上证指数涨幅为 53%，大幅跑输。2012 年上市公司市值排名前 10 的公司里，近一半发生变化，行业前三保持不变，中国神华、中煤能源和兖州煤业市值分别下滑 33.78%、51.03%和 46.55%，新晋入前十的永泰能源、美锦能源、淮北矿业、露天煤业和山煤国际分别涨了 79.00%、1771%、1189%、18.07%和-16.36%，由于增发股本影响，按前复权价计算下，永泰能源涨幅为负，美锦能源涨幅为 249%，露天煤业涨幅为 1.1%，淮北矿业涨幅 84.65%。从营业收入和扣非净利润角度分析，复合增速均靠前的只有淮北矿业和美锦能源，市值涨幅与业绩匹配。

图 34：2020 年前 10 市值与 2012 年市值对比（不计入 12 年末上市公司）

| 证券简称 | 2012年底总市值(亿元) | 2020年底总市值(亿元) |
|------|---------------|---------------|
| 中国神华 | 5116.05 | 3387.65 |
| 中煤能源 | 996.06 | 487.80 |
| 兖州煤业 | 743.19 | 397.22 |
| 永泰能源 | 503.71 | 297.72 |
| 美锦能源 | 438.33 | 272.42 |
| 淮北矿业 | 349.45 | 243.12 |
| 山西焦煤 | 319.87 | 231.05 |
| 露天煤业 | 281.69 | 210.22 |
| 潞安环能 | 246.13 | 194.44 |
| 山煤国际 | 231.79 | 168.71 |

数据来源：Wind 东方证券研究所

图 35：2012-2020 年煤炭行业市值中位数和平均数（亿元，不计入 12 年末上市公司）



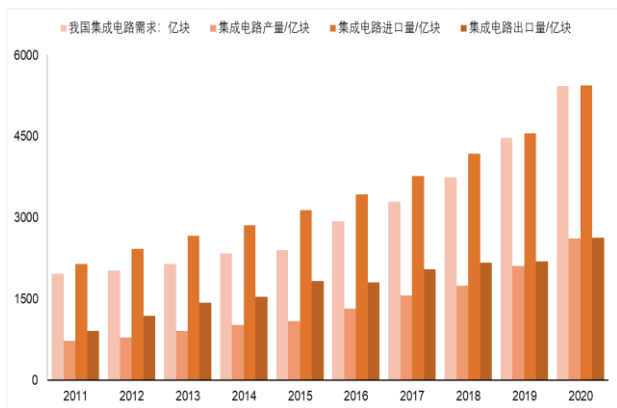
数据来源：Wind 东方证券研究所

成长行业中寻找能享受行业红利的公司

我们认为处在成长期的行业是最值得关注的。行业景气成长的前期，行业的市场总量在不断扩大，龙头企业在快速扩张的同时，行业的中小企业同样是面临着快速发展的机遇，其中往往存在能充分享受到行业红利而成为大市值公司。我们总结了适用于初步筛选成长行业的几个特征：行业增速开始大幅提升；未来行业的市场容量比较大，天花板较高；竞争者较多，行业集中度还没有明显提升；用户的需求特征比较明朗；行业具备一定的壁垒，但没有特别高；行业主要技术在一段时间内没有出现颠覆性技术的预期。

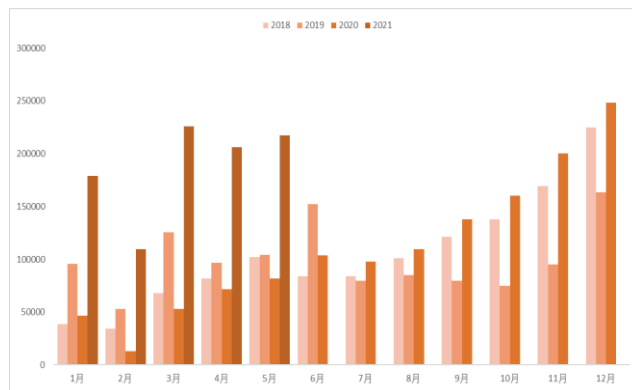
目前比较典型处于成长期的大板块行业有新能源、医药、消费（食品饮料、医疗美容等细分赛道）、军工和科技（半导体等国产替代方向）。在这些成长行业中，我们认为当下，新能源车行业的成长性和爆发力最强，季度销售数据开启大幅增长，未来空间方面看，离整体替代燃油车的天花板仍然有很大的距离。此外，我们认为半导体行业景气度高且空间较大，集成电路需求过去 5 年均实现两位数以上增长，同时在行业整体也具有较大的国产替代空间，国内自主供应集成电路仍然占比较小，未来空间较大。2021 年将是国防建设由提“质”转入上“量”的大周期元年，如何确保上“量”是十四五的主旋律，在“量”的推动下产业格局也将迎来深刻变化，应当重视主机厂供应商管理模式转变以及各层级国产替代所带来的产业链机遇。医药行业是一个不缺少需求的行业，尤其是中国，是一个难得的大市场。老龄化方面，中国已经步入老龄化社会，老龄化的增加直接带来了更多的医疗需求，在支付能力方面，我国已经建立了完善的基本医保体系，居民消费水平也在不断提高，值得关注医疗器械、医疗服务等细分赛道。消费支出作为经济增长的主要驱动要素，长期来看在国民经济中的占比缓慢提升，是消费品长牛趋势的宏观环境，消费行业中细分赛道涵盖范围极广，随着消费升级和内循环战略的推进，新的消费业态正在不断崛起，永不缺乏具备成长性的企业。

图 36：2011-2020 年中国集成电路行业供需平衡走势



数据来源：Wind 东方证券研究所

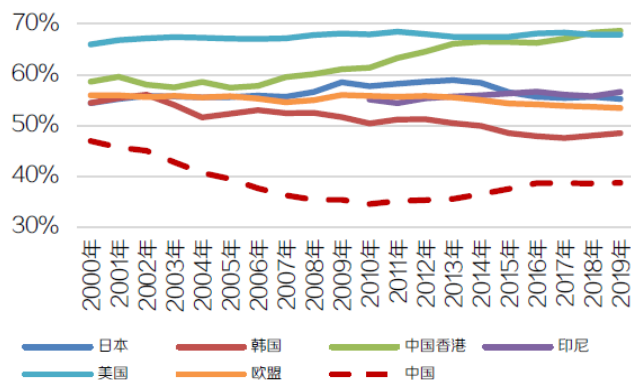
图 37：2018-2021 年我国新能源车销量（季度）



数据来源：Wind 东方证券研究所

图 38：我国军工发展进入新阶段


数据来源：东方证券军工团队 2021 年策略报告 东方证券研究所

图 39：各地区居民最终消费占 GDP 比例（%）


数据来源：东方证券社服与食品团队 2021 年策略报告 东方证券研究所

成熟行业中寻找有竞争优势的公司

我们把成熟行业定义为产业发展处在成熟期的行业。相对成长行业来说，正处于成熟期的行业较多，周期（有色，化工，机械等）、汽车、轻工、纺织服装、环保等行业是比较典型的成熟行业，也就是相对传统的行业。根据我们 21 年策略报告中阐述的，周期（有色，化工，机械等）、汽车、轻工是我们预期 2021 年业绩改善弹性较大、且估值适中的传统行业。其他我们认为值得关注的传统行业有纺织服装、环保和食品饮料等。结合一季报显示，分别以 2019 和 2020 年为基础，2021 年均实现高增长的传统行业排序为有色金属、基础化工、轻工制造、钢铁、机械，基本符合我们去年底的判断。再通过 21-23 年的预期净利润复合增速看，传统行业普遍增速不低，其中汽车、基础化工、纺织服装、机械、轻工、有色、非银、通信、石油石化、家电、建材、商贸零售、交通运输都在 10% 以上，所以我们应该保持对传统行业的关注度。

受益经济复苏，以顺周期为主的传统行业一季度增长较高，虽然 21-23 年预期利润增速也不低，但经济复苏持续的力度和长度确定性不明朗，2021 年中国 GDP 增速也有前高后低的预期，但这并不改顺周期行业全年业绩有底，估值相对适中的情况。传统赛道虽然不具备成长行业的优势，但其中具备竞争优势的公司在具备确定成长空间的情况下是仍然具有成长价值。

传统行业里的需求增长速度有限，但普遍处于集中度提升的环境，龙头通过竞争优势获得增长的来源普遍是份额的提升和格局稳定后的盈利能力提升。传统行业里的中小市值公司最值得关注的是细分领域龙头，由于细分领域整体市场规模相对较小，龙头仍然市值较小，行业格局仍然分散，龙头如果具备独特的竞争优势，是具备进一步扩张份额的能力的，从而获得了成长性。此外，传统行业中，也存在通过培育起竞争优势，在红海中杀出重围欲成为细分领域龙头的优秀企业。

推荐关注黄金组合

通过自上而下的选择，我们重点关注处于高成长行业的中小市值公司，新能源车行业的石大胜华、中科电气、鹏辉能源；光伏行业的海优新材；消费行业的珀莱雅；军工行业的钢研高纳和中航电测；医药行业的佰仁医疗；电子行业的晶晨股份和纳思达；有色行业的永兴材料（锂资源）；汽车行业的新泉股份。

此外，在相对成熟的行业中，我们重点关注具备竞争优势的细分领域龙头，化工行业的海利尔；公

用事业行业的伟明环保；建筑建材行业的苏博特和石英股份。

黄金组合标的介绍

钢研高纳：对标 PCC，内生外延打造高温合金产业航母

国内军用高温合金龙头，技术积累雄厚拥有较高的产业壁垒。公司背靠钢研集团，是其高温合金产业化上市平台，在领域内有雄厚的技术积累和科研底蕴。公司在航空航天及舰船用发动机高温合金领域竞争优势突出，多型号高温合金产品均享有较高的市占率，其中行业用量最大的牌号 GH4169 市占率稳居国内第一，航天发动机用高温合金及精铸件市占率分别达 30% 和 90%，粉末高温合金市占率 60%。发动机用高温合金由于研发难度大、试错成本高、应用周期长，因此具有较高的壁垒，行业仅个别参与者有序竞争。

需求释放叠加国产替代，航发产业迎来快速增长，宇航高温合金赛道优质。高温合金作为影响航发性能的关键材料，用量占比达 40~60%，且伴随技术进步单机价值量稳步提升。近年来我军新一代装备陆续亮相并进入批量列装阶段，同时海外进口发动机数量明显减少，航发产业进入高增长阶段。此外，2000 年后列装的大批量航发进入大修周期叠加上游原材料的进口替代和单机价值量的持续提升，进一步加快了高温合金产业的需求增速。叠加航发国际转包需求扩张，预期国内宇航领域高温合金市场有望保持长期快速增长。

瘦身健体聚焦核心主业，股权激励绑定核心利益。16、17 年是公司发展低谷期，一方面受客户订单及原材料价格波动影响，公司营收增长低于预期；另一方面，子公司海德和广亨出现业务亏损，对公司业绩形成一定冲击。17 年开始公司逐步降低对广亨和海德的持股比例，实施低效亏损资产的清理退出。18 年公司并购新力通切入景气上行的高温合金离心铸造市场。19 年子公司德凯投资建设轻质合金熔模铸造基地，强化航发产业布局。同年，公司推行了新一期股权激励（解禁要求业绩复合增速 20%），充分调动员工积极性，助力瘦身健体效应有效释放，公司整体经营状况渐入佳境。

纳思达：打印核心技术稀缺标的，“芯”业务快速增长

国内打印行业龙头，打破海外垄断格局：通过内生外延，纳思达完成从零部件、芯片、耗材到打印设备，以及打印管理服务的完整产业链布局。利盟+奔图已经成为全球前五大激光打印机生产厂商，也是唯一突破国外巨头打印机技术垄断的国内厂商，同时其在通用耗材和通用耗材芯片领域是全球龙头。受益于国内对信息安全可控的需求，公司有望迎来高速发展期。

打印机双品牌布局协同效应初步显现，通用耗材和耗材芯片稳坐龙头：在打印机业务，利盟和奔图分别定位中高端和中低端，并在产品、客户、研发、供应链和销售渠道多维度形成协同效应。打印机商业模式类似于“剃须刀+刀片”模式，打印机利润较低，原装耗材利润丰厚，原装耗材销量随着打印机保有量的增长而快速增长，增强公司盈利能力。公司通用耗材芯片布局早、实力强，能够快速破解新型号打印机，领先于同行推出产品，享受芯片引入初期的高回报。公司耗材芯片毛利率高于同行，市占率高达 61%。芯片的强势也保证了公司通用耗材 40% 份额的领先地位，毛利率高于同行。

切入 IoT 芯片新蓝海，大基金助力发展：公司在芯片设计领域已经积累了近 20 年的经验，2017 年开始 IoT 芯片研发，逐渐形成独具特色的 IoT 芯片产品。公司已经成为专业的工业级通用微控制器、低功耗蓝牙芯片及工业物联网 SoC-eSE 大安全芯片产品和方案提供商。2020 年 12 月，纳思达全资子公司艾派克以投后 190 亿元估值、增资和转让混合的方式引进国家集成电路大基金二期 15 亿元战略投资（同时引入其他投资者总计募集 32 亿元），纳思达仍持有艾派克 85% 以上的股权，大基金一期早在 2015 年就以定增方式买入公司约 5 亿元股权，两期大基金入股体现了公司芯片技术实力和战略地位。

苏博特：减水剂行业龙头，进入高速增长期

行业缓慢增长，集中度加速提升。减水剂市场规模约 350 亿，目前进入缓慢增长期，随着预拌混凝土渗透率以及机制砂占比的提升，预计减水剂需求有望维持 3% 的增长。行业整体格局相对分散，目前初步形成双龙头格局。受环保影响，小企业逐渐退出，此外，随着骨料质量下降，下游客户更依赖龙头企业的技术/服务能力，导致行业集中度提升加快，CR3 在 15-17/17-19 年分别提升 3.4/6.2pct，趋势有望延续。随着骨料质量降低以及适用性更强的第三代减水剂占比提升，行业定制化属性增强，技术服务需求增加，行业定价有望从成本加成模式逐渐转向“产品+服务”模式，行业周期性弱化。

技术/成本优势明显，全国性布局提升竞争力。公司产品性能/技术服务更优，导致工程业务占比比较高，而工程业务单价更高，支撑公司整体高均价，19 年公司减水剂吨均价 2272 元，高出垒知约 12%。公司是行业唯一一家具备聚醚单体合成能力的企业，自产聚醚可提升产品研发能力，同时降低原材料成本，19 年公司减水剂吨成本 1199 元，低于垒知约 15%。公司母液生产基地相对集中，运输费用率高出垒知约 5pct，随着产能全国性布局的不断完善，运输费用率有望下降，且可提高响应速度增强保供能力，加快市占率提升。

减水剂产能快速扩张，功能性材料加速成长。为打破产能瓶颈，公司 10 月份投产泰州 19.2 万吨母液，规划 21 年投产大英 7.5 万吨母液，全部投产后公司高性能减水剂母液产能可达 54.1 万吨，较 2019 年末增长 97.4%。由于持续的研发投入，近几年公司孵化出较多功能性材料新产品并迅速放量，功能性材料收入增速明显加快，13-16/16-19 年收入 CAGR+4.6%/59.8%。随着品类进一步丰富以及应用不断推广，功能性材料高增长趋势有望延续。

石英股份：享受光伏行业红利，半导体业务快速放量

光伏用高纯石英砂需求即将爆发，公司将充分享受行业红利。基于更低的价格和稳定的质量，高纯石英砂国产替代进程加快，公司已进入隆基绿能/晶澳等主流光伏组件厂或其上游的供应链体系，且供货量逐步放大。由于 N 型光伏电池具备更高的转化效率，P 型单晶将逐渐转向 N 型单晶，这一变化将导致所需坩埚增加，对应高纯石英砂需求量增加。中性假设下，我们估算需求将从 20 年 4 万吨增长至 23 年 9.7 万吨，而公司募投的 2 万吨高纯石英砂产能有望在 21 年底投产，将充分受益。目前公司 1.5 万吨产能通过技改可生产 2 万吨，但由于需求快速增长，导致供不应求，单价已小幅上涨。

半导体订单有望放量，电子级生产线稳步投放。公司已通过 TEL 扩散/LAM 刻蚀认证，AMAT 认证也取得阶段性进展，对应半导体订单已逐步放量。预计 21-23 年半导体石英材料销量 825/1575/2775 吨，YoY+120%/91%/76%。公司募投的 6000 吨电子级项目（共 18 条线）已投产 6 条线，预计 21H2/22 年还将分别投产 4/6 条线。为保证质量，半导体设备商将指定原材料和生产线生产。在新产能通过认证后，半导体放量指日可待。受小厂无序竞争影响，太阳能制品单价持续承压，不排除公司继续降价，但对整体业绩影响有限。

特种光源应用领域不断扩大，新产品研发加快。公司积极加大特种光源应用领域的开发，目前农用植物生长灯/固化灯/杀菌灯/半导体清洗灯等特种光源对光源业务有所拉动。此外，LED 照明对传统光源市场冲击已接近尾声，预计光源业务增速有望回升。在新产品研发上，公司自主研发的透明熔融石英/乳白不透明石英/黑色不透明石英，预计 21H2 有望实现批量供应。

晶晨股份：音视频编解码 SoC 芯片领跑者，新应用空间广阔

编解码芯片领跑者，强研发赋能产品竞争力：音视频编解码芯片或 IP 广泛应用于机顶盒、电视、摄像头、汽车等不同领域，是智慧视频物联网的核心。晶晨的音视频编解码 SoC 芯片技术领先，700 多位研发人员数量在 A 股 IC 设计公司排名前五，研发投入占营收比重一直在 15% 以上，形成了公司 12nm 先进制程和 5TOPS 强大终端 AI 算力的技术优势。晶晨是小米、TCL、谷歌、阿里、亚马逊等公司的重要供应商，并获得 TCL、小米等客户的战略入股。晶晨已在机顶盒和电视市场形成了并驾齐驱的竞争力，SoC 芯片出货量从 16 年的 3600 万增长到 19 年的 9000 万颗，CAGR 超过 35%。

现有业务持续增长：1) 机顶盒 SoC：晶晨在国内市场已充分证明自身的技术和市场优势，在国外市场与运营商及亚马逊、谷歌等操作系统公司合作顺利，有望在博通被反垄断限制的机遇下大幅提升份额。2) 电视 SoC：晶晨是国内极少数供应商，有望在国产化背景下扩大在 TCL、小米、创维等客户的份额，增加出货量。显示效果和智能化升级提升 SoC 芯片价值量。显示效果是电视的最核心性能，像素、刷新率、对比度等显示效果指标持续提升，对编解码 SoC 芯片的运算性能提出更高的要求。编解码 SoC 芯片将数据转换为显示内容，也可以提升显示的效果。通过强大的运算能力，编解码 SoC 芯片可以实现 MEMC 运动补偿、超分算法 SR、分区控光 LD 等功能。语音交互、体感控制等智能化升级也提升 SoC 单价。

拓展核心技术的新应用：晶晨的连接芯片已小批量出货，形成“SoC+连接芯片”全面布局，WiFi 蓝牙芯片有望与 SoC 主芯片形成 1:1 配套销售模式，借助近亿颗 SoC 年出货量的基础迎来快速放量，成为新增长点。晶晨正把编解码 SoC 芯片拓展至智能音箱、摄像头、汽车等领域，视频编解码芯片在汽车的娱乐等各个屏幕有广泛应用，也是 ADAS 的重要构成，晶晨与海外客户深入合作，也有望与控股股东华域形成协同效应。

海利尔：新产品拓展将打开公司成长空间

海利尔是我国原药-制剂一体化布局的农药龙头，盈利能力和成长性行业领先，但公司被市场有所

低估，尤其是丙硫菌唑产品将打开重要成长空间，具体如下：

公司盈利能力和成长性被低估：公司原药和制剂板块互补的格局保障了盈利稳定性，近 5 年毛利率在 30%以上，长期高于农药上市公司 70%的企业，近 5 年扣除现金 ROIC 平均在 25%，位于同行第 3。并且公司规模在不断成长，现有在建工程和平度新基地一期规划总投入相对现有固定资产有望翻倍，跳出了我们前期报告所探讨的农药行业因进入政策壁垒和品类分散度带来的规模瓶颈，公司在盈利能力稳健的基础上，继续成长的能动性很强。然而公司 PB 在行业内处于中下水平，存在明显的预期差。

丙硫菌唑打开成长窗口期：丙硫菌唑是全球第二大畅销杀菌剂，销售额近 8 亿美元，广泛用于谷物、大豆、油菜等作物，在欧美和拉美有很好的市场基础。产品在中国专利于 15 年过期，但过去因为安全性争议直至 19 年才首次批准国内企业登记，公司作为国内首登企业将迎来广泛的蓝海市场。一方面有望承接海外原药产能向国内转移；另一方面丙硫菌唑对国内小麦赤霉病的抗药性问题带来强效解决方案，全国小麦种植面积约 3.6 亿亩，单剂有效成分最佳用量为 13.5 克/亩次，以一季施用两次计算，仅小麦病害防治需求可达 9700 吨以上。目前国内丙硫菌唑制剂的登记数仅 3 个，与同样 15 年过期的吡唑醚菌酯制剂 500 以上的登记数有很大差距，蕴含着终端市场拓展的机会。且由于 2025 年之前丙硫菌唑仍处于国内新农药保护期，新进入者的登记资金和时间成本极高，新增供给压力较小，公司最具有先发优势。远期可转债项目还将丰富畅销原药品类，进一步提升原药-制剂一体化优势

伟明环保：项目逐步投产将奠定业绩增长的基础，优秀的管理能力打造高盈利性

业务清晰，内生成长动力强：公司是生活垃圾焚烧运营领域的民营龙头公司，2015 年上市后，围绕原有的生活垃圾焚烧的核心业务的基础上，业务逐渐延伸到餐厨垃圾处理、污泥处理、垃圾清运等领域，2015-2019 年公司收入由 6.75 亿元增长至 20.38 亿元，归母净利润由 2.91 亿元增长至 9.74 亿元。

在建项目规模大，未来三年业绩确定性强：截至 2020 年末，公司在手垃圾焚烧项目总计 3.7 万吨/日（其中已投运 1.7 万吨/日，在建 1.2 万吨/日，筹建 0.8 万吨/日）；餐厨垃圾处理运营项目 1880 吨/日，处于在建阶段的项目 1420 吨/日；垃圾收运领域已经形成 4670 吨/日的生活垃圾清运和 1333 吨/日的餐厨垃圾收运规模。公司具备较强的市场开拓能力，到 2025 年有望形成 5 万吨/日的垃圾焚烧运营规模。

公司员工激励到位，治理结构优秀：公司已经实施两期员工持股计划和一期股权激励，涵盖绝大部分中层及以上技术和管理人员，管理团队深耕行业近 20 年，是真正实现全产业链投资管理的公司，能自主完成炉排炉生产，电控集成，渗滤液和烟气处理，配套的非标设备的加工，因此在保证较高的吨垃圾上网电量（约为 303 千瓦时/吨）的前提下，投资成本显著低于同行。

公司的管理费用和财务费用控制得当，资产负债率约为 40%，扣除预计负债后，公司有息负债处于较低水平。最近 4 年 ROE 维持在 20%以上。

佰仁医疗:但行好事莫问前程, 国产动物源性植介入平台崛地而起

公司是一家专注于动物源性组织植介入器械的平台企业, 抗钙化技术是公司核心技术。公司从创立之初便专注于动物源性组织在人体植介入领域, 目前共有 13 个产品上市, 其中有 6 项产品是国内首创。其中, 对组织材料的处理能力是公司最核心的技术, 我们认为这也是决定组织材料在人体内能否长期应用的关键。公司在组织材料处理尤其在抗钙化 KnowHow 的技术方面, 具有很高的技术壁垒, 也正是源自于公司的核心技术, 使得公司多个领域延伸, 如补片领域, 先天性心脏病领域, 公司将逐步成为动物源性组织植介入器械的平台企业。

公司有望成为国内瓣膜行业高成长最大的受益者。受益于 1、国内机械瓣向生物瓣转换; 2、进口替代; 公司外科生物瓣处于快速放量, 除此之外, 公司介入瓣即将进入临床, 我们认为瓣膜的核心是膜耐久性, 即真正抗钙化处理能力的企业才能真正的在瓣膜市场领域脱颖而出, 公司的外科生物瓣(牛心包)已经拥有长达 10 年乃至 15 年以上的随访跟踪数据, 充分证明了其耐久度的情况, 目前处于快速放量期, 且长期看, 这一优势有望进一步在公司的介入瓣领域体现, 公司有望在心脏瓣膜领域脱颖而出。

多个重磅品种陆续上市, 前景值得期待。公司的牛心包材料又可延伸至多个软组织修复领域。成熟赛道如脑膜补片, 疝补片; 创新赛道如血管补片, 眼科补片, 均为国内首创。1) 血管补片, 对应 CEA 手术, 为国际国内颈动脉狭窄“金标准”, 美国每年 CEA 手术对应使用补片 4.5w 片, 中国尚未有产品上市, 公司作为独家潜力巨大。2) 眼科补片, 主要用于病理性近视患者。国内存量病理性近视患者约 3000 万, 由于眼轴不可逆的延伸约 30 万人致盲/年, 目前国内没有产品上市, 公司眼科补片为国内首创, 公司有望独享该市场份额, 前景值得期待。

新泉股份: 拓展新客户、单车价值量提升, 盈利有望实现快速增长

从单车价值量看, 内饰件中仪表板、方向盘、门内护板单车价值量较高。除座椅外, 内饰件单车价值量合计约在 4400-5000 元之间。考虑乘用车销量增速及年降, 预计 2025 年在 1000 亿元左右; 2025 年全球内饰件(不含座椅)市场规模 2575 亿元左右。公司可通过性价比优势, 从自主客户逐步拓展至合资和外资客户, 从而快速提升市占率。公司单车价值量不断提升, 促进毛利率提高。

公司从自主拓展到合资配套, 进入特斯拉及大众配套体系。公司已经与特斯拉达成合作意向, 获得特斯拉内饰定点项目。未来随着特斯拉销量规模提升, 公司有望增加新的盈利来源。根据大众官网, 预计 2023 年大众中国区 MEB 电动汽车销量规划 100 万辆, 2025 年将超过 150 万辆, 公司内饰件产品取得了上汽大众 NEO 新车型项目定点, 预计未来上汽大众新车型配套也将是盈利增长点。

布局完善, 产能扩张保障未来盈利增长。受制于产能不足和区域因素, 公司计划扩建新基地。据测算, 新建生产基地达产后, 相比 2019 年收入增长 137%左右, 预计实际中实现的收入有望高于公司规划收入, 产能扩张保障盈利增长。

石大胜华: 积极拥抱新能源, 电池级溶剂行业地位领先

电池级溶剂行业：格局优异，长期增长空间广阔。（1）与偏大宗的工业级溶剂不同，电池级溶剂生产难度极高，有能力从事的企业数量较少，主流溶剂无论是 DMC、EC 还是 EMC，龙头企业占比都在 40%左右，CR2 都在 50%-70%左右，因此行业格局较为优异；（2）展望未来，跟随锂电池及电解液需求增长的步伐，到 2025 年电池级溶剂需求有望达 112 万吨，约为目前需求的四倍，长期增长空间广阔。

需求旺盛下电池级溶剂价格坚挺，产业链盈利非常可观。目前下游电解液需求旺盛，支撑电池级溶剂价格维持高位，无论是 PO（环氧丙烷）还是 EO（环氧乙烷）路线，产业链盈利都十分可观。从趋势来看，核心的电池级 DMC 价格差走势创出四年历史新高；前端的 EC 价格差有明显抬升，后端的 DEC、DMC 价格差基本也与 DMC 趋同，因此行业整体盈利处于较高水平。

石大胜华为电池级溶剂行业龙头企业，全产业链布局优势明显。公司布局电池级溶剂全产业链，涵盖主流五大品种，同时掌握上游环氧丙烷原料，已切入国内外主流电解液企业，国内市场份额领先。在下游需求旺盛、产业链盈利可观情形下，公司电池级溶剂新产能将陆续释放并带来一定盈利弹性，长期来看，随着公司积极转向新能源，传统化工占比持续下降，未来有望保持较高的利润中枢，叠加其他的锂电相关材料布局，未来有望成为锂电产业链核心公司。

中科电气：锂电负极材料新秀——新产能、新客户叠加新工艺，带动负极盈利提升

磁电装备行业龙头，锂电负极材料新秀。公司是国内磁电行业龙头，受制于行业趋于成熟，于 2017 年通过收购星城石墨战略布局负极材料，并不断完善负极产业链，目前负极材料已成为公司业绩主要贡献点，同时随着石墨化自给产能不断投放，公司负极材料盈利水平有望持续改善。

负极材料空间大格局优，公司不断扩建新产能、开拓新客户。（1）负极材料将受益于全球锂电池的发展而进入增长快车道，未来五年行业复合增速至少在 21%以上，而供给端全球负极产能不断向中国转移，国内负极材料企业前期广阔；（2）公司加速产能扩张，到 2022 年有望超过 5 万吨，相比 2018 年增长 3 倍以上，打破现有产能瓶颈；（3）公司聚焦大客户战略，不断优化客户结构，已有客户包括比亚迪、宁德时代、SKI、亿纬、星恒等，潜在重点拓展客户包括中航锂电、孚能、捷威等，而现有客户+潜在客户未来对负极材料的新增需求超过 27 万吨，相较公司 2019 年出货量仍有较大空间。

负极材料价格相对稳定，而石墨化自给将有助于公司降本增效。（1）价格端：负极石墨材料在锂电池中成本占比较低，而客户粘性大，因而降价压力较小；（2）成本端：原材料和石墨化加工是负极的主要成本，随着格瑞特二期 1 万吨石墨化项目、四川集能石墨化项目逐渐投产，公司石墨化自给能力将有所提升，进而显著降低公司外协加工成本；（3）工艺领先：格瑞特石墨化采用方形坩埚，相比传统圆形坩埚每吨石墨化可以节省保温料 1 吨、电阻料 0.6 吨，合计平均成本节省约 2720 元/吨，格瑞特 2 万吨石墨化项目全投产后相比行业有望带来近 5400 万元的成本节约。

鹏辉能源：小动力业务发力，低估值锂电综合供应商迎业绩拐点

公司是国内唯二全品类锂电池综合服务商，主要业务覆盖消费电池（3C、TWS、ETC、电子烟等）、小动力电池（两轮车、换电运营和电动工具）、车用动力电池（方形铁锂、软包三元）和储能电池（基站后备电源、商业储能、海外家庭储能）。

供货爱玛、TTI 和欧洲家储，在谈滴滴换电和华为储能，公司小动力和储能潜力巨大。公司 2020 年以来持续调整业务结构，小动力领域迅速扩张，已经给爱玛和 TTI 批量供货，TTI 贡献收入 2 亿左右，21Q1 小动力收入比重提升至 32%。储能业务降低低毛利客户供货比例，切入欧洲家庭储能，价格和利润更高，Q1 收入比重提升至 18%。消费电池业务占比降至 34%，车用动力收入占比下降至 14%，公司产品销售结构更健康。

过往客户坏账计提充分，业绩迎拐点。公司以往客户回款出现问题，过去三年累计计提知豆、众泰、东风、伊卡等客户应收款坏账金额分别 8200 万、1.87 亿和 1.95 亿。21 年 Q1 计提 2400 万，目前应收款风险敞口 3000 万元。公司在 2019 年开始改革销售策略，注重客户质量，应收款问题得到有效控制，2021 年业绩大幅改善。

中航电测：数字化转型推动经营效益稳步提升，看好 21 年增长提速

年报航空军品业务同比+31.20%，盈利能力稳步提升。公司实现营收 17.60 亿元，其中航空军品 4.01 亿元（+31.20%），智能交通 5.25 亿元（+10.35%），传感控制 7.88 亿元（+9.07%）。航空军品大幅增长，主要系子公司汉一零一和母公司军品生产任务增长较快所致。报告期内公司毛利率稳步提升 0.40pct 至 38.89%，期间费用率下降 0.71pct 至 22.52%，其中管理/销售/财务/研发费用率同比-0.87/-0.90/+0.18/+0.89pct，毛利率和期间费用率共同向好下使得利润端增速高于营收端，净利率提升 1.16pct 至 14.92%。

预付款和存货双双大幅增长，生产任务重备货充足。公司报告期末预付款项 0.29 亿元，较期初增长 23.53%，主要系公司为满足订单增长及生产需求所致；期末存货 5.93 亿元，较期初增长 26.36%，主要系子公司汉一零一科研生产及新品订单大幅增加，为满足生产交付要求，采购储备的原材料、自制半成品、完工的库存商品均有增加所致。

军民业务持续取得突破，数字化转型顺利推进。1）公司某型驾驶舱控制分系统助力重点机型首飞成功；某型直升机吊挂投放系统和方舱及无人吊挂投放系统两型重大项目完成预研阶段验收，无人吊挂投放系统填补了国内空白，进一步巩固了公司在吊挂投放系统的领先地位 2）公司紧盯智慧物流行业发展趋势，攻克技术难题，购置智能测控园区土地，成为国内掌握高速动态分拣技术的主流系统集成供应商 3）建成公司首条自主规划设计的自动化生产线，一线生产人员降幅近 40%，为建立“智能工厂”奠定坚实基础。

珀莱雅：20 年线上表现亮眼，21 年多品牌孵化与大单品战略有望进一步强化

20 年公司营收与归母净利润分别同比增长 20%和 21%，疫情影响下收入和盈利均保持快速增长，其中 20 年第四季度单季收入和盈利分别增长 40%与 25%，20 年拟每股分红 0.72 元。21 年一季度收入与盈利同比增长 49%与 41%，对比 19 年一季度增长 41%与 21%。

分渠道来看，20 年公司电商收入同比增长 59%，占比进一步提升至 70%，其中直营增长 80%。预计 21Q1 电商总收入增长 100%以上；受疫情冲击，20 年公司线下收入下降 23%，其中日化渠道和其他渠道分别下降 19%和 33%，21Q1 受跨境代理品牌线下渠道营收减少影响，预计线下收入有所下降。分品牌看，珀莱雅品牌 20 年收入增长 12%，销售占比下降至 80%，其他品牌 20 年收入增长 75%，跨境品牌代理收入增长 44%；分品类看，彩妆品类 20 年收入增长 182%，收入占比约 12%，精华占比约 10%，进一步迈向多品牌、多品类美妆集团。

20 年公司毛利率同比略微下滑 0.4pct，但可比口径（扣除运费影响）提升 3.15pct（高毛利精华占比提升贡献）；20 年公司期间费用率基本持平，围绕新品推广与品牌宣传费用的增加使得公司销售费用率同比上升 0.74pct，其中形象宣传推广费率增加 5.82PCT，总体净利润率保持在 12%左右。全年公司经营性现金流净额上升 41%，存货周转天数同比增加 12 天，应收账款周转天数增加 2 天。

20 年公司产品驱动升级成效显著，大单品策略提升品牌形象，也带动了客单价和毛利率的增加。孵化品牌方面，彩妆品牌彩棠 20 年实现收入 1.21 亿，今年将陆续有新品推出；CORRECTORS 科瑞肤定位高端功能性护肤，对标修丽可，今年 2 月上线天猫旗舰店，有望成为公司中期的潜在增长点。

上市以来公司充分享受了美妆行业增长与电商红利，灵活的运营机制与激励方式保障了公司人才梯队建设和长期健康的可持续发展。19 年至今公司多品牌矩阵和大单品运营日益娴熟，为更长期的规模增长打开空间。

海优新材：坚定卡位光伏胶膜确定性赛道

光伏胶膜后起之秀，近 7 年营收、净利润 CAGR 分别为 39%、38%，随着光伏需求持续增长，依靠产品研发和精益运营获得发展空间，上市后进一步助力快速发展和盈利能力提升。

碳中和迎光伏大发展，胶膜为最确定性赛道。在“碳中和”目标、清洁能源转型及绿色复苏的推动下，光伏需求增长确定，其中光伏胶膜是相对光伏其它环节更为确定的赛道，技术演进有序（新技术的适配）格局相对稳定，与装机正相关，预计 2025 年全球光伏胶膜需求 38 亿平方米，2019-2025 年 CAGR 达 17%。

供应链多元化需求下，后起之秀拐点来临。过往胶膜赛道一超多强格局，但组件厂基于供应链考虑，有意保持格局多元化，优质二线龙头崭露头角。2016-2018 行业价格战淘汰很多中小对手，但公司凭借研发和效率仍然保持扩产节奏。下阶段，我们认为随着公司上市融资，减少资金成本，提升运营效率，盈利水平与行业龙头相近，不断实现份额的扩大。

深度绑定龙头客户，坚定市场份额目标。1）研发效率高：2020H1 研发费用率 4%，创始人（交大高分子专业）主管研发，及时跟随技术变化；2）扩产迅速，2021-2022 年市占率目标 18%、

25%，前六大组件厂预计 2021 年扩 85GW，公司围绕大客户基地进行轻资产布局（与政府合作厂房等）；3）提升盈利能力：随着公司上市融资和规模优势逐步建立，通过减少代销代采+补充运营资金缩小净利率差异，不断提升盈利能力。

永兴材料：新材料、新能源双主业并驾齐驱

新材料+新能源，打造双主业发展新格局。公司于 15 年上市，为国内不锈钢棒线材龙头，于 18 年完成云母提锂全产业链布局。公司 16 年起盈利能力受油气景气叠加产品结构升级驱动整体提升，偿债能力和现金流维持合理水平。19 年营收实现正增长，净利润受商誉和应收账款减值影响同比下滑。

不锈钢主业：不锈钢长材市占率第二，提质增量、进口替代锚定未来增速。公司以生产奥氏体不锈钢、奥氏体-铁素体双相不锈钢棒线材为主，不锈钢长材市占率连续三年位列行业第二位。公司具备短流程炼钢产能 35 万吨，伴随熔炼系统改造升级，未来三年销量复合增长率为 5.9%。公司努力实现高端不锈钢领域研发高效转化，伴随进口替代加速，毛利率有望进一步提高。

锂电新能源：云母提锂一体化流程具产业链生产优势，产能尚有 2 倍空间。公司已完成采矿、选矿、碳酸锂生产到废渣回收的全产业链布局。独创复合盐低温焙烧与固氟技术融合工艺，有效解决传统云母提锂工艺杂质离子较高和 HF 腐蚀问题，并通过副产品回收大幅降低生产成本。一期 1 万吨电池级碳酸锂项即将全部投产，二期尚有 2 倍产能空间。

图 40：黄金组合（数据截止至 6 月 22 日的 Wind 一致预期，其中*号的为第一批组合标的）

| 公司 | 代码 | 净利润预测（亿元） | | | 对应估值 | | | 公司市值（亿元） |
|-------|--------|-----------|-------|-------|--------|--------|--------|----------|
| | | 2021E | 2022E | 2023E | 2021E | 2022E | 2023E | |
| 新泉股份 | 603179 | 3.94 | 5.51 | 6.87 | 32.83 | 23.49 | 18.83 | 129.32 |
| *晶晨股份 | 688099 | 6.13 | 9.22 | 11.96 | 70.48 | 46.89 | 36.12 | 432.09 |
| 海利尔 | 603639 | 3.71 | 5.44 | 8.48 | 16.54 | 11.28 | 7.24 | 61.37 |
| 珀莱雅 | 603605 | 5.98 | 7.40 | 9.01 | 62.79 | 50.73 | 41.64 | 375.30 |
| 伟明环保 | 603568 | 16.18 | 19.87 | 23.31 | 17.24 | 14.04 | 11.97 | 278.96 |
| 佰仁医疗 | 688198 | 0.64 | 1.17 | 1.62 | 309.99 | 170.80 | 122.67 | 199.01 |
| 中科电气 | 300035 | 3.10 | 4.61 | 6.40 | 47.12 | 31.75 | 22.85 | 146.20 |
| 苏博特 | 603916 | 5.79 | 7.28 | 8.86 | 15.43 | 12.28 | 10.09 | 89.40 |
| 纳思达 | 002180 | 8.91 | 12.34 | 17.63 | 39.93 | 28.83 | 20.18 | 355.68 |
| *钢研高纳 | 300034 | 2.72 | 3.61 | 4.77 | 56.95 | 42.92 | 32.47 | 154.96 |
| 海优新材 | 688680 | 4.13 | 6.06 | 7.63 | 41.60 | 28.37 | 22.51 | 171.82 |
| 中航电测 | 300114 | 3.51 | 4.34 | 5.37 | 25.39 | 20.50 | 16.57 | 89.03 |
| 永兴材料 | 002756 | 7.34 | 10.67 | 15.41 | 34.46 | 23.71 | 16.41 | 252.91 |
| 石大胜华 | 603026 | 6.58 | 8.25 | 9.96 | 42.63 | 34.01 | 28.19 | 280.71 |
| 石英股份 | 603688 | 2.42 | 3.37 | 4.19 | 33.53 | 24.05 | 19.32 | 80.97 |
| 鹏辉能源 | 300438 | 3.44 | 4.61 | 6.11 | 27.30 | 20.39 | 15.37 | 93.89 |

数据来源：Wind 东方证券研究所

风险提示

经济复苏不及预期

经济复苏不及预期，可能会影响中小市值公司盈利基本面复苏

货币政策收紧超预期

流动性的变化对估值影响较大。随着经济修复和通胀预期持续回升，全球央行货币政策存在超预期收紧的可能性

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn