

恒铭达（002947）深度研究报告

从“小而美”到“大且强”

强推（首次）

目标价：86.7 元

当前价：52.97 元

- ❖ **优质客户覆盖广，下游终端覆盖全，目前已实现多个产品品类 0 到 1 的突破。**恒铭达客户覆盖面广，目前已经成为苹果/google/amazon 等国际大客户的核心模切供应商，产品实现了从平板电脑到手机再到手表/耳机等消费电子全品类覆盖。公司以做包装材料为主业出身，积极配合大客户进行模切类产品研发，顺利实现自身产品结构升级，现阶段重点发力模切领域，公司在功能性器件/防护产品/外观保护膜等诸多大品类实现了 0 到 1 的突破，未来有望在新赛道快速放量。
- ❖ **受大客户扶持重点发力模切行业，并持续导入优质客户。**得益于高质量的内部管理和产品交付能力，公司得到了大客户的高度认可。自 2018 年起公司受大客户扶持，大力发展模切业务，积极进行产能结构调整，配合大客户完成多款新品中精密功能件研发，持续导入高价值量料号，并稳步提升大客户业务份额。除大客户外，公司积极导入谷歌、亚马逊、微软等一线品牌客户，随着公司新产能基地的建成，公司综合竞争力有望进一步提升。
- ❖ **5G 换机浪潮下精密功能件市场量价齐升。**5G 换机潮一触即发，消费电子行业有望进入新一轮景气周期。**精密功能件市场量提升：**1.终端市场的复苏势必带动上游零部件出货量增加；2.新功能新技术的导入，精密功能件用量增加，以 OLED 屏幕为例，模切件用量约是 LCD 屏幕 3 倍。**价值量提升：**1.精密功能件对工艺要求水平提升；2.精密功能件叠加功能性应用，在其原有起到固定的基础上叠加屏蔽、散热、防水等功能。恒铭达深耕精密功能件领域多年，拥有最优质的客户/领先的研发积累，有望深度分享行业红利。
- ❖ **IPO 募投项目实施，产能释放缓解公司产能不足压力。**IPO 募投项目开展之前，公司受限于融资途径和产能瓶颈，产品客户主要面向中高端战略客户，而且产品型号较为集中，公司所生产和销售的消费电子产品种类、型号占手机、平板电脑、智能穿戴设备所需消费电子功能性器件及消费电子防护产品种类、型号总量的比重较低。此次募资主要用于产能扩张和自动化生产和检测设备采购，将大幅提升公司产能，而公司的业绩弹性较产量更大，随着公司新产能释放，公司有望进入高速成长期。
- ❖ **盈利预测：公司质地优质，行业口碑好，募投项目的实施将有效缓解一直困扰公司的产能问题，在大客户的重点培养下，公司营收体量有望进入快速扩张期；**我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别是 2.06 亿/3.51 亿/4.98 亿元。我们考虑到 5G 换机潮带来的利润弹性和公司扩产进度潜在超预期的可能，参考行业龙头领益智造和立讯精密估值情况，给出公司 2021 年市盈率 30 倍，目标股价 86.7 元，**首次覆盖给予“强推”评级。**
- ❖ **风险提示：**5G 发展不达预期；疫情影响；国际贸易摩擦；公司扩产进度不及预期。

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	585	721	1,172	1,641
同比增速(%)	16.8%	23.3%	62.6%	40.0%
归母净利润(百万)	166	206	351	498
同比增速(%)	31.6%	24.0%	70.7%	42.0%
每股盈利(元)	1.36	1.69	2.89	4.10
市盈率(倍)	39	31	18	13
市净率(倍)	5	5	4	3

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2020 年 06 月 01 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：耿琛

电话：0755-82755859

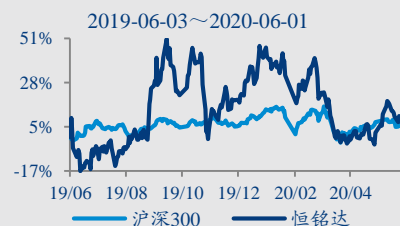
邮箱：gengchen@hcyjs.com

执业编号：S0360517100004

公司基本数据

总股本(万股)	12,151
已上市流通股(万股)	4,869
总市值(亿元)	64.36
流通市值(亿元)	25.79
资产负债率(%)	7.0
每股净资产(元)	10.3
12 个月内最高/最低价	67.52/34.78

市场表现对比图(近 12 个月)



投资主题

报告亮点

以恒铭达的主营业务为出发点，阐述了公司的发展历程，分析公司成长路径，剖析公司的投资价值。公司虽为后起之秀，但在其主营赛道竞争力十足，尤其在国产替代和 5G 终端换机浪潮中，有望凭借自身技术和成本管控优势，抢占市场份额。

投资逻辑

受大客户扶持重点发力模切行业，并持续导入优质客户。得益于高质量的内部管理和产品交付能力，公司得到了大客户的高度认可，自 2018 年起受大客户扶持，公司大力发展模切业务，随着公司产能结构调整，在大客户的份额和 ASP 稳步提升。除大客户外，公司积极导入谷歌、亚马逊、微软等一线品牌客户，随着公司新产能基地的建成，公司综合竞争力有望进一步提升。

5G 换机浪潮下精密功能件市场量价齐升。5G 换机潮一触即发，消费电子行业有望进入新一轮景气周期。**精密功能件市场量提升：**1.终端市场的复苏势必带动上游零组件出货量增加；2.新功能新技术的导入，精密功能件用量增加，以 OLED 屏幕为例，模切件用量约是 LCD 屏幕 3 倍。**价值量提升：**1.精密功能件对工艺要求水平提升；2.精密功能件叠加功能性应用，在其原有起到固定的基础上叠加屏蔽、散热、防水等功能。恒铭达深耕精密功能件领域多年，拥有优质的客户/领先的研发积累，有望深度分享行业红利。

目录

一、公司深度布局精密功能件，切入国际大客户核心供应链.....	5
（一）优质模切公司，成长潜力大.....	5
1、十年磨一剑，铸就恒铭达.....	5
2、公司股权集中，优秀管理层掌控公司发展.....	5
3、营收稳步增长，盈利能力处于行业领先水平.....	6
（二）优质赛道+核心大客户，公司发展前景广阔.....	7
二、5G 换机推动模切行业进入新一轮成长期，带动精密件需求增长.....	8
（一）5G 换机潮推动消费电子产业发展.....	8
1、透过 4G 换机周期历史，5G 手机渗透率有望于 2020H1 加速提升.....	8
2、5G 换机周期带动精密功能件市场成长.....	10
（二）公司模切产品品类齐全，扩产周期助力公司业绩进入加速释放期.....	16
1、公司技术储备深厚，模切产品构筑护城河.....	16
3、摆脱产能瓶颈，产能释放料将增厚业绩.....	19
三、盈利与投资建议.....	21
四、风险提示.....	21

图表目录

图表 1	公司发展历程.....	5
图表 2	荆氏家族为公司实际控制人.....	6
图表 3	2014-2019 年公司营收和归母净利均稳定增长.....	6
图表 4	2014 年以来，公司盈利能力不断增强.....	6
图表 5	2019 年公司业务构成，智能穿戴占比提升.....	7
图表 6	公司客户均为所在行业龙头，客户资源优质.....	7
图表 7	通讯技术向着高速率、低延时方向发展.....	8
图表 8	复盘 4G 成长史，5G 有望于 20H1 真正起步渗透，并于 21~22 年在主流国家呈加速替代趋势.....	9
图表 9	5G 渗透率有望在未来三年快速爬升.....	9
图表 10	自 2013 年苹果手机出货量占比维持在 15%.....	10
图表 11	下游行业发展促进精密结构件行业发展.....	10
图表 12	电磁屏蔽材料呈多样化发展.....	11
图表 13	电磁屏蔽材料市场规模预计 2021 年达到 28.79 亿美元.....	12
图表 14	高导热石墨烯膜是目前消费电子产品主要散热器件.....	12
图表 15	散热材料市场规模预计 2020 年达到 10.92 亿美元.....	13
图表 16	外观件、声学部件、内部电路板为智能手机防水方案三大重点.....	14
图表 17	IP68 智能手机防水性能接近顶级.....	14
图表 18	精密功能件类别和功能.....	15
图表 19	公司功能性器件主要功能.....	16
图表 20	精密功能件类别和功能.....	17
图表 21	公司高度重视研发投入，逐年稳增.....	18
图表 22	公司掌握了消费电子产品制造领域核心基础技术.....	18
图表 23	募投资金超过 70%用于产能扩张（建筑工程费和设备购置费）.....	19
图表 24	自动化生产设备全方位提升生产效率，节约用料.....	20
图表 25	固定资产周转率高位运行.....	20

一、公司深度布局精密功能件，切入国际大客户核心供应链

（一）优质模切公司，成长潜力大

1、十年磨一剑，铸就恒铭达

苏州恒铭达电子科技有限公司成立于 2011 年 7 月，现工厂坐落于江苏省昆山市。公司拥有全资子公司惠州恒铭达电子科技有限公司。公司是一家专业为消费电子产品提供高附加值精密功能性器件的科技型企业，拥有产品包括消费电子功能性器件，消费电子防护产品和消费电子保护膜，产品已广泛应用于手机、平板电脑、笔记本电脑、智能穿戴设备等消费电子产品及其组件。

公司经过近 10 年发展，已经成为国内颇具实力的消费电子器件公司，公司发展大致分为三个阶段：

第一阶段（2011 年---2015 年）。2011 年，恒铭达有限公司成立。此时昆山包材持有公司 51% 的股份，为公司的控股股东，荆世平持有 10%。这个阶段公司的经营战略以**自主开发为主**，主要客户为泰科、莫什、富士康、立讯精密等。公司主要供应消费电子功能性器件及消费电子防护产品。此时，公司的产品盈利能力稍弱、技术要求相对低。

第二阶段（2015 年---2017 年）。受产能制约影响，公司开始把产能转向能力盈利更强的终端品牌商指定产品，产品优先满足包括富士康、广达、和硕在内的战略中高端客户。此时的业务模式变为自主开发和终端品牌指定交易两类。

第三阶段（2017 年---至今）。公司产能开始扩张，对核心客户（富士康、和硕、广达、立讯精密）的销售收入开始增长，并且从 2017 年下半年开始开拓安费诺等重点客户。同时开始布局 5G 新一代通讯领域，积极拓展消费电子领域其他市场，成为谷歌、亚马逊、微软等国际知名客户的供应商。

图表 1 公司发展历程



资料来源：恒铭达招股书，华创证券

2、公司股权集中，优秀管理层掌控公司发展

根据公司 2019 年报披露，前十大股东持股占比 69.75%，其中荆世平、荆京平、夏琛均为荆氏家族成员，合计持有 47.45% 股份。荆氏家族为公司实际控制人，在公司发展过程中，起到决定作用，股权高度集中。


```

graph TD
    A[荆世平] -- 38.19% --> B[苏州恒铭达]
    A -- 1.98% --> C[深圳市恒世丰资产管理中心]
    A -- 6.58% --> D[深圳市恒世达投资有限公司]
    A -- 2.19% --> E[上海威企管理中心]
    A -- 3.15% --> F[深圳创投集团]
    A -- 1.98% --> G[常文光]
    A -- 2.86% --> H[海通开元投资]
    A -- 4.6% --> I[荆京平]
    A -- 5.06% --> J[夏琛]
    A -- 3.16% --> K[张猛]
    B -- 69.75% --> L[惠州恒铭达]
    L -- 100% --> M[惠州恒铭达]
  
```

股东名称	持股比例
荆世平	38.19%
深圳市恒世丰资产管理中心	1.98%
深圳市恒世达投资有限公司	6.58%
上海威企管理中心	2.19%
深圳创投集团	3.15%
常文光	1.98%
海通开元投资	2.86%
荆京平	4.6%
夏琛	5.06%
张猛	3.16%

苏州恒铭达持有惠州恒铭达 69.75% 股权。

惠州恒铭达持有惠州恒铭达 100% 股权。

管理层保持稳定，产业和行业经验丰富。公司董事长荆世平先生曾先后于香港大生公司、深圳市宝安区恒铭达包装印刷厂任职高管，2017 年起担任恒铭达董事长一职。总经理荆天平先生先后任职昆山包材董事和执行董事，2017 年任职恒铭达总经理。荆京平女士，博士学历，2014 年至今任惠州恒铭达总经理，2017 年 2 月至今任公司董事、董事会秘书。公司管理层自公司成立以来，一直保持稳定。

受益智能终端普及浪潮，公司营业总收入保持稳定增长态势。公司营业总收入从 2014 年 3.08 亿增长到 2019 年 5.85 亿，CAGR 为 11%，归属于母公司净利润从 0.81 亿元增长到 1.66 亿元，CAGR 为 13%。公司 2016 年到 2019 年净利率一直稳定增长，2016 年到 2018 年净利率分别为 20.86%/22.01%/25.17%/28.35%。**毛利率逐年提升且维持高位的原因在于：**公司一方面通过自主研发自动化设备水平，提升自动化率，降低人工成本；另一方面原材料端，规模化采购以及引入有竞争力的供应商降低原材料价格。

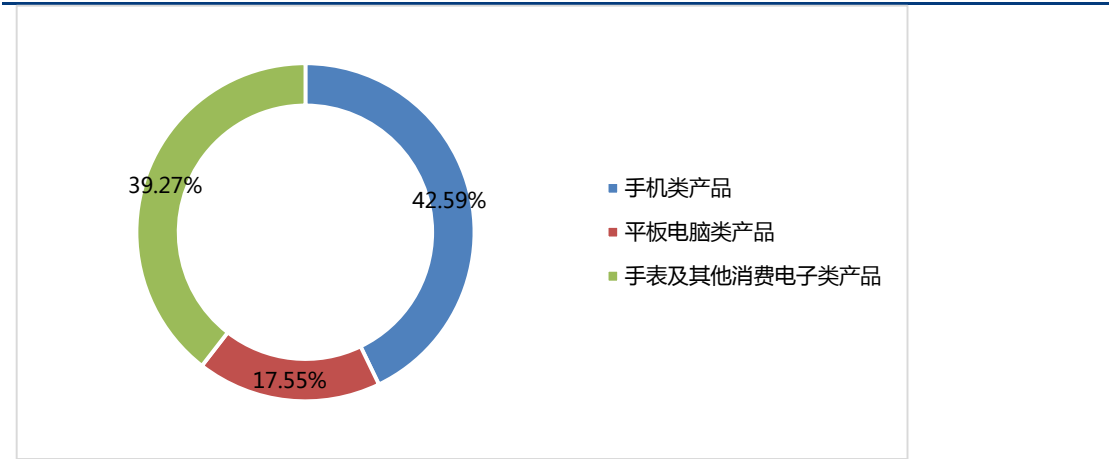
年份	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	营收 YoY %	归母净利润 YoY %
2014	4.4	0.4	20.0	50.0
2015	4.4	0.4	0.0	-40.0
2016	4.6	0.8	5.0	10.0
2017	5.8	0.9	25.0	0.0
2018	9.0	1.1	50.0	20.0
2019	11.8	1.3	30.0	0.0

年份	销售毛利率(%)	销售净利率(%)
2014	42.00	25.00
2015	34.00	20.00
2016	40.00	20.00
2017	47.00	21.00
2018	49.00	25.00
2019	50.00	28.00

6

公司营收结构不断优化，手机类产品贡献超过一半营收。2019 年，手机类营收 2.49 亿元，营收占比为 43%，是主要收入来源；手表及其他类电子产品营收 2.30 亿，营收占比为 39%；平板电脑类产品营收为 1.03 亿元，营收占比为 18%；手表及其他类电子产品营收 2.30 亿，营收占比为 39%，虽然占比不算突出但逐年提升，随着未来可穿戴智能产品的普及，该业务占比和营收有望持续增长。

图表 5 2019 年公司业务构成，智能穿戴占比提升



资料来源：恒铭达年报，华创证券

（二）优质赛道+核心大客户，公司发展前景广阔

深耕精密结构件，公司产品品类齐全。根据公司招股说明书披露，公司精密功能件产品已广泛应用于智能手机、平板电脑以及手表等可穿戴设备。按照使用功能划分，主要包括粘贴、固定、屏蔽、绝缘、缓冲、散热、防尘、防护等功能性器件，基本涵盖消费电子产品中精密功能件用料。

掌握优质客户资源，深度绑定以苹果为核心的客户。公司直接客户主要是消费电子产品终端品牌商上游产业链的制造服务商、组件生产商，根据招股说明书，前五大客户包括富士康、和硕、广达、安费诺、立讯精密等。产品最终应用于苹果、华为、小米等知名消费电子产品终端品牌商，其中供货给苹果的产品占公司营收合计超过 50%。2018 年公司成为苹果全球 200 家核心供应商，同年公司获得谷歌、亚马逊的合格供应商资格并顺利供货。公司和行业内高端客户深度合作，既能确保相对较高的利润率，也能推动公司研发创新能力不断进步。

未来产能释放，公司有望拓展更多客户。2019 年之前，公司受限于产能瓶颈，产品结构较为集中，客户群体集中在中高端客户，优先满足战略客户的需求。此次募集资金扩产后，公司销量将从两方面显著提升：（1）打入现有客户其他产品的供应链；（2）积极拓展其他客户，包括其他终端品牌商等。

图表 6 公司客户均为所在行业龙头，客户资源优质

类别	核心客户
终端品牌商	苹果、华为、VIVO、OPPO、小米、谷歌
消费电子产品制造服务商	富士康、和硕、广达、仁宝、伟创力
组件生产商	高通、联发科、立讯精密、淳华、嘉联益、莫仕、信维通信、瑞声科技、歌尔股份、安费诺

资料来源：恒铭达招股书，华创证券

二、5G 换机推动模切行业进入新一轮成长期，带动精密件需求增长

（一）5G 换机潮推动消费电子产业发展

1、透过 4G 换机周期历史，5G 手机渗透率有望于 2020H1 加速提升

三十年通讯技术历经 4 次升级，2020 年有望开启 5G 终端万物互联新时代。通讯技术从 1980s 至今已历经四代，先后实现模拟语音-数字语音-移动宽带-移动互联功能，5G 有望真正实现万物互联。

- 1G 网络模拟通信技术，代表产品大哥大。由于 1G 技术的限制，大哥大也只能进行语音传输，接打电话，同时有距离的限制。
- 2G 网络数字调制方式取代了模拟调制方式，代表产品诺基亚移动电话，诺基亚的 7110 是世界上第一款支持 GSM 的手机。进入 2G 时代后，手机也开始可以进行网上冲浪了，但依旧存在传输速率低，网络不稳定，维护成本高等缺点。
- 3G 网络以 CDMA 技术为主，代表性产品智能手机。3G 与 2G 的主要区别是在传输声音和数据的速度上的提升，它能够在全球范围内更好地实现无线漫游，并处理图像、音乐、视频流等多种媒体形式。
- 4G 网络以 OFD 技术为主，代表性产品安卓系和 ISO 系智能机。4G 传输速率更快，网络频谱宽，通信灵活度更高并且兼容性好。
- 5G 第五代移动通信网络，其峰值理论传输速度可达每秒 8 秒 1GB，比 4G 网络的传输速度快 10 倍以上。

图表 7 通讯技术向着高速率、低延时方向发展

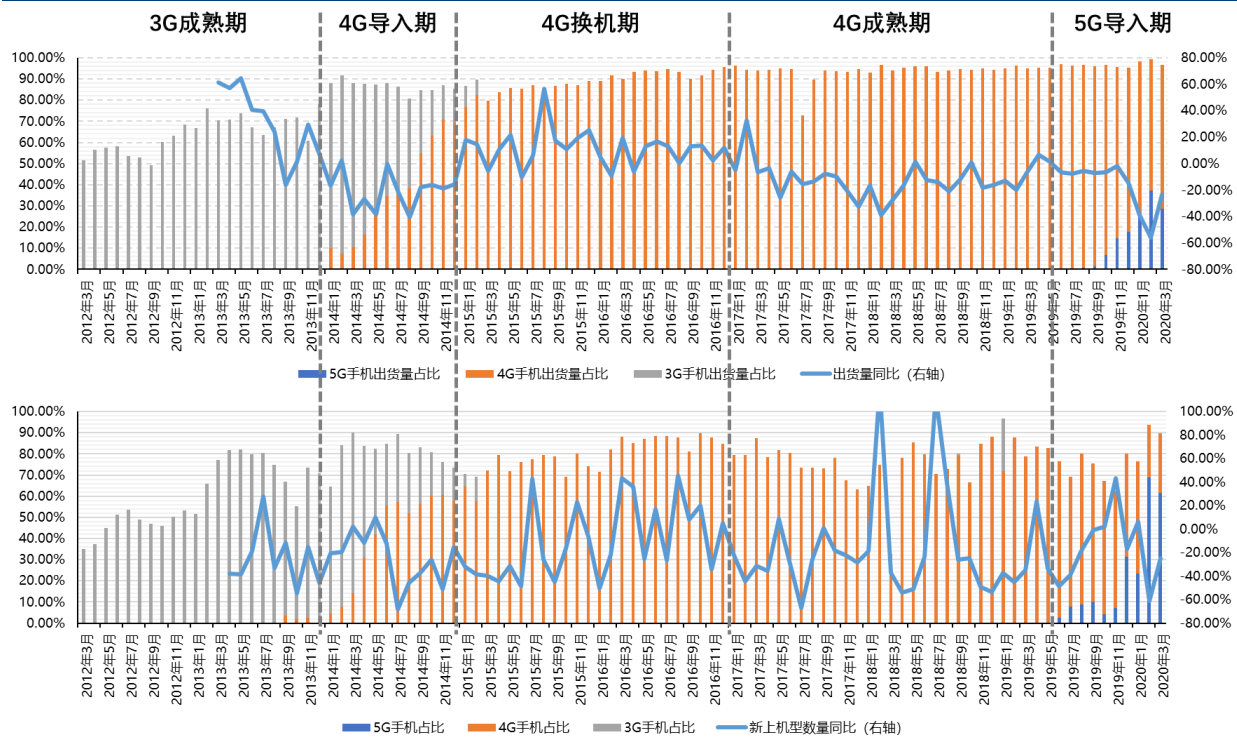
通讯网络时代	1G时代 1986-1994年	2G时代 1994-2007年	3G时代 2007-2013年	4G时代 2013-2020年	5G时代 2020~
服务内容	语音	语音、文字	语音、文字、网络	视频、影音、游戏	高速网络、云计算
技术介绍	1G网络通许以模拟调频、频分多址为主题技术，主要向客户提供模拟语音业务	2G网络以数字传输、时分多址或码分多址为主体技术。主要向用户提供数字语音业务和低速数据业务	3G网络以CDMA为主要技术，向用户提供2Mb/s到10Mb/s的多媒体业务。	4G网络采用OFD和多天线等新技术，将向用户提供100Mb/s至1Gb/s的数据速率	5G网络高速率（峰值速率大于20Gb/s，低时延（网络时延1ms），海量设备连接（满足1000亿量级的连接），低功耗

资料来源：电子发烧友，华创证券整理

复盘 4G 换机周期，我们判断 2020 年苹果与安卓手机阵营有望同步开启 5G 创新换机元年，并于 21 年继续量价维度渗透，3 年可见上行周期内产业趋势明确。

- 信通院数据表明 2014~2016 年间全球 4G 机型出货量占比从 70%提升至 90%+水平，后续基本平稳向上，受益于 4G 技术迭代及运营商策略，2014 年开始智能机市场明显复苏，进入 4G 智能机换机主旋律。同时，我们观察到国内智能机月出货量同比明显回升，仅 2015~2016 年间个别月份同比短期回落，2015 年 8 月同比增速甚至高达 50%+。两年间月平均增速维持 10%+水平，同时 4G 新机型发布总数达 2345 只，月均新发机型近 100 款，基本覆盖高中低端全价位，新发 4G 新机占比从 50%+稳步上升至 90%，基本实现对 3G 机型全替代。2017 年后，4G 换机潮开始衰退，2017H2 以来国内智能机出货量持续呈现下滑趋势，2018Q2 后月出货量跌幅逐步收窄，手机总体市场需求处于波动态势。复盘 4G 周期我们可以得知，随 5G 网络渗透，移动终端市场将于 20H1 后进入新一轮换机周期，带动消费电子上游元器件产业步入上行通道，并有望于 20H2~21H1 加速凸显。

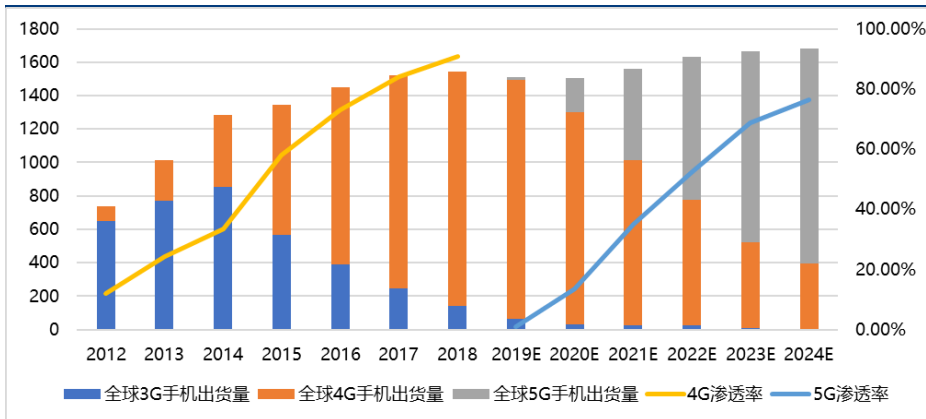
图表 8 复盘 4G 成长史，5G 有望于 20H1 真正起步渗透，并于 21~22 年在主流国家呈加速替代趋势



资料来源：中国信通院，华创证券整理

- 根据 Strategy Analytics 数据预测，2019~2025 年全球 5G 智能手机出货量将从 200 万台增加到 15 亿，年复合增长率为 201%；IDC 预测 2019 年全球智能手机出货量 13.9 亿台，5G 手机出货量仅占 0.5%；2023 年全球智能手机出货量 15.4 亿台，5G 手机出货量 4 亿台，占比 26%；Canalys 预测，2019 年至 2021 年 5G 手机出货量的渗透率有望从 1%增长到 51.4%。

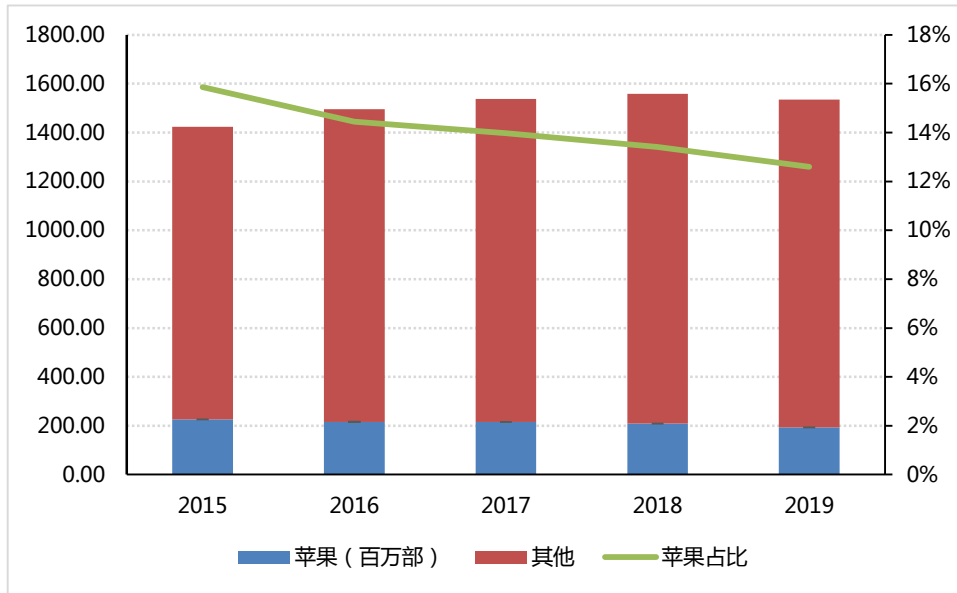
图表 9 5G 渗透率有望在未来三年快速爬升



资料来源：IDC，Canalys，华创证券

全球约有 40 亿手机存量用户，5G 推动智能机存量市场替换需求。根据 IDC 和苹果官方数据，我们测算 2019 年全球约有 40 亿手机存量用户，其中苹果累计近 10 亿存量 iPhone 用户，安卓阵营约 30 亿存量用户。5G 替换动力强劲，同时可穿戴新品依托存量渗透率，为供应链资产稼动率提供增量支撑。参考国内 3G~4G 换机周期渗透率，我们预估 20H1 起 5G 手机出货量和新机发布量将逐步攀升，直至 2023 年市场趋于饱和。

图表 10 自 2013 年苹果手机出货量占比维持在 15%

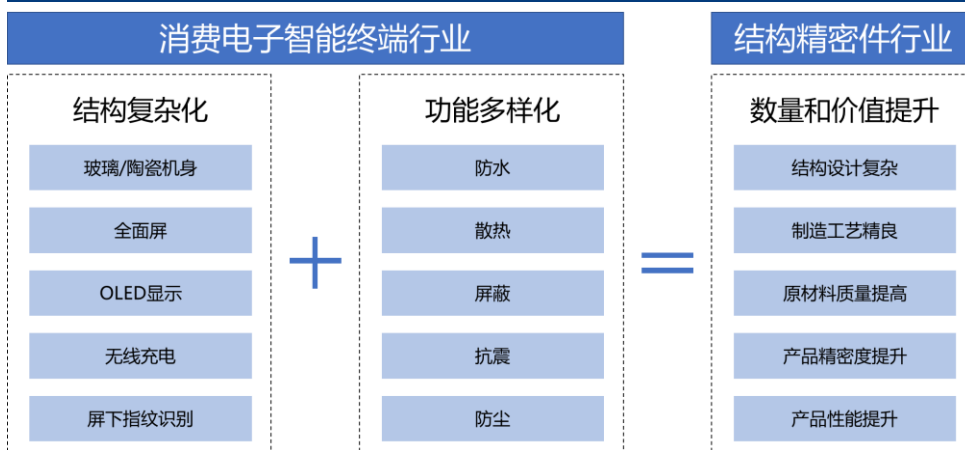


资料来源：IDC，华创证券

2、5G 换机周期带动精密功能件市场成长

智能终端硬件升级带动高性能精密功能件价值提升。智能终端逐步向轻薄化、便携化和高性能方向发展，这对产品内部组件的散热性、可靠性和耐疲劳性提出更高要求。尤其是 5G 背景下，对智能手机的传输速率、频率、信号强度等都有更高要求，这必将导致智能手机从核心芯片到射频器件、从机身材质到内部结构都会有新的升级。伴随智能终端硬件升级，精密功能器件的精密度和性能也需随之提升。高性能的精密功能件产品离不开先进的产品设计、成熟的生产工艺水平和优质的产品原材料，这势必会拉动精密功能件单品价值量的提升。

图表 11 下游行业发展促进精密结构件行业发展



资料来源：恒铭达招股书，华创证券

● 屏蔽材料

5G 毫米波提升电磁屏蔽器件性能要求。电磁屏蔽即利用屏蔽材料阻隔或衰减被屏蔽区域与外界的电磁能量传播。电磁屏蔽的作用原理是利用屏蔽体对电磁能流的反射、吸收和引导作用，其与屏蔽结构表面和屏蔽体内部产生的电荷、电流与极化现象密切相关。屏蔽按其原理分为电场屏蔽(静电屏蔽和交变电场屏蔽)、磁场屏蔽(低频磁场和高频磁场

屏蔽)和电磁场屏蔽(电磁波的屏蔽)。通常所说的电磁屏蔽是指对电场和磁场同时加以屏蔽。

手机内部芯片、传感器、发射器等精密元件对电磁波敏感,电磁屏蔽器件既能阻断外界电磁波对精密元器件的干扰,同时能防止精密元器件自身辐射的电磁波干扰其他设备。5G 技术使用的是高频频段信号,部分甚至位于毫米波频段,毫米波穿透力差,衰减大,覆盖能力会大幅度减弱。为确保 5G 网络良好使用,终端将会大量使用高质量的电磁屏蔽器件。目前,广泛应用的电磁屏蔽器件主要有导电塑料器件、导电硅胶、金属屏蔽器件、导电布衬垫、吸波器件等。智能手机集成化程度的提高,电磁屏蔽器件朝着高性能、轻量化方向发展,有的甚至兼顾元器件的散热功能。

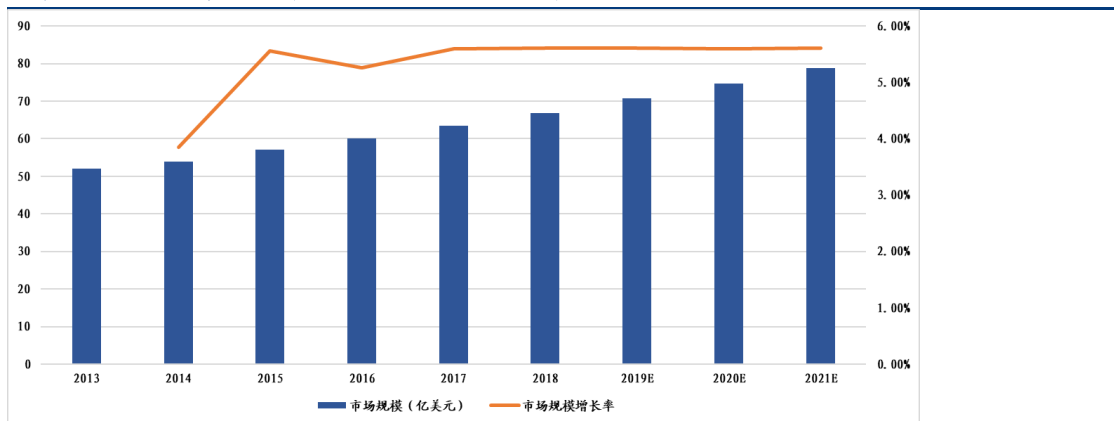
图表 12 电磁屏蔽材料呈多样化发展

名称	图片	功能	应用领域
导电布		电磁屏蔽,屏蔽范围在 100k-3GHz	通讯设备、计算机、手机终端、汽车电子、家用电器和其他领域
导电橡胶		密封和电磁屏蔽,屏蔽性能达 120dB (10GHz)	通讯设备、计算机、手机终端、汽车电子、家用电器和其他领域
导电泡棉		良好的电磁屏蔽性能、导电性能和阻燃性能	通讯设备、计算机、手机终端、汽车电子、家用电器和其他领域
导电涂料		使完全绝缘的非金属和非导电表面具有吸收、传导和衰减电磁波的特征,屏蔽电磁波干扰	通讯设备、计算机、手机终端、汽车电子、家用电器和其他领域
吸波材料		吸收电磁波、杂波抑制、抗电磁干扰、阻燃等	通讯设备、计算机、手机终端、汽车电子、家用电器和其他领域
导电屏蔽胶带		用于密封 EMI 屏蔽室,壳体和电子设备的接缝,缠绕电缆进行屏蔽,提供可靠的接地表面,对不能焊接的表面提供电接触几种电磁屏蔽材料	通讯设备、计算机、手机终端、汽车电子、家用电器和其他领域
金属屏蔽器件		宽频率的屏蔽性能,良好的导电、耐磨、可塑性和机械性能	适用于有电磁波干扰或者静电问题的电子设备,通讯设备、计算机、手机终端、汽车电子、家用电器和其他领域

资料来源: 广东江粉磁材股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易报告书, 华创证券

电磁屏蔽材料市场持续增长, 预计 2020 年可达 79 亿美元。根据 BCC Research 发布的数据, 2013 至 2016 年, 全球屏蔽市场规模从 52 亿美元增长至近 60 亿美元, 预计 2020 年达到 78.79 亿美元, 年复合增长率增长 5.6%。

图表 13 电磁屏蔽材料市场规模预计 2021 年达到 28.79 亿美元



资料来源：BCC Research，华创证券

● 散热材料

智能终端信号传输及运算能力升级，提升对导热器件性能要求。散热就是将发热部件产生的热量发散到空气中，其方式包括热传导、热对流和热辐射三种。目前所有的散热器都以热传导、热对流方式对芯片进行降温。根据热传导、热对流手段的不同，可以将散热器产品分为主动与被动两种方式。主动散热是由与发热体无关的能源参与进行强制散热，比如风扇、液冷中的水泵、相变制冷中的压缩机，其特点是效率高，但同时也需要其它能源的辅助。被动散热就是仅依靠发热体或散热片的自行发散来进行降温。目前手机终端、平板电脑等智能终端多采用被动散热方案，也有部分产品开发出主动散热功能。

电子产品的性能越来越强大，而集成程度和组装密度不断提高，导致其工作功耗和发热量的急剧增大，热量若不能及时导出，将会影响手机性能。手机散热性能的提升，为导热材料的发展提供了机会。手机散热方案多元化，主要包含石墨片、石墨膜、金属背板、导热凝胶、液冷技术（均热板）等，未来考虑多种方式结合或研发更多可行方向。

图表 14 高导热石墨烯膜是目前消费电子产品主要散热器件

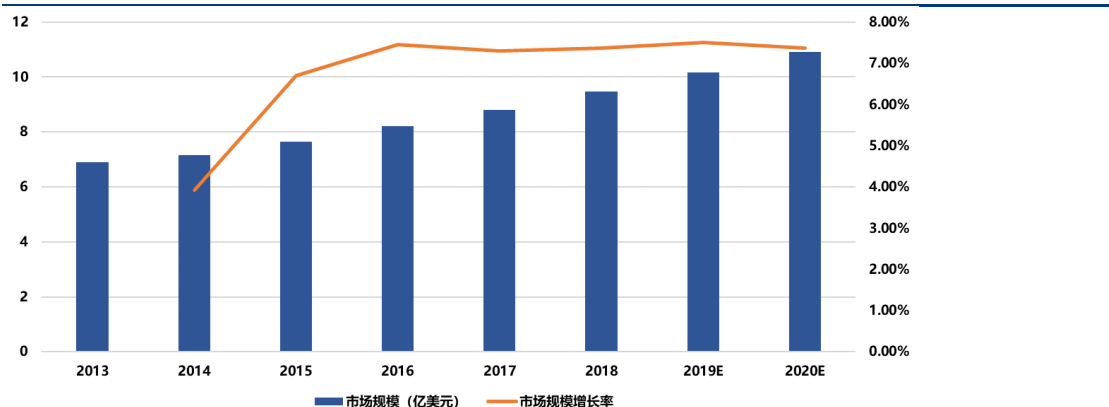
材料类别	图片	优点	应用领域
高导热石墨烯膜		一种超薄散热材料，拥有优异的导热性能，轻薄柔软，加工性及使用性极佳，本身也不会产生额外的电磁波干扰	适用于 LED 照明、移动设备、LCD、PDP、LED 电视、笔记本电脑、电源、投影仪、大型通信设备等
导热凝胶		以硅胶复合导热填料，经过搅拌、混合和封装制成的凝胶状导热材料，具有良好的亲和性、耐候性、耐高低温性以及绝缘性，同时可塑性强，能够满足不平整界面的填充，可以满足各种应用下的传热需求	适用于 LED 照明、移动设备、LCD、PDP、LED 电视、笔记本电脑、电源、投影仪、大型通信设备等

材料类别	图片	优点	应用领域
液冷热管散热		将充满液体的导热铜管顶点覆盖在手机处理器上，处理器运算产生热量时，热管中的液体就吸收热量气化，这些气体会通过热管到达手机顶端的散热区域降温凝结后再次回到处理器部分，周而复始从而进行有效散热	移动设备、笔记本电脑、投影仪、LED 电视大型通信设备等
导热硅胶片		良好的导热性能力、一定到柔韧性、优良的绝缘性和可压缩性	元器件表面与散热器

资料来源：恒铭达招股书，华创证券

全球散热材料市场预计 2020 年可达 10.92 亿美元，年复增长率达 7.40%。随着 5G 时代下游市场的快速发展，为散热材料产业带来巨大增量需求。根据 BCC Research 数据 2015 年全球散热材料市场规模 7.64 亿，预计 2020 年可达 10.92 亿美元，年复增长率 7.40%。

图表 15 散热材料市场规模预计 2020 年达到 10.92 亿美元

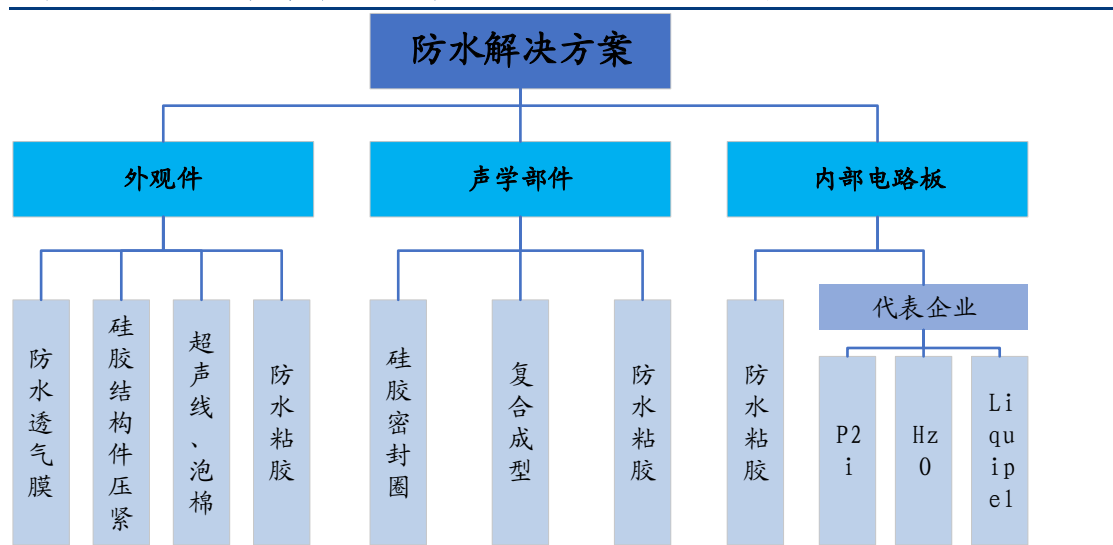


资料来源：BCC Research，华创证券

● 防水材料

手机防水性能的升级，提升防水材料需求。目前智能手机防水功能的实现主要采用两种方式：结构防水与镀膜防水，其中结构防水是基础，镀膜防水则发展迅速，是智能手机在实现防水功能的同时保持轻薄化的重要途径。智能手机的防水技术在不同的部位采用不同的隔离方案，在外观件在上以硅橡胶（圈、垫）密封、LSR 与金属复合成型和防水粘胶为主；声学部件防水以防水透气隔膜/专用塑料/超声波密封为主；内部电路板防水主要采用新型纳米涂料层。手机防水性能的提升对精密功能件的设计和制造提出了更高的要求，加大了精密功能件的价值量。

图表 16 外观件、声学部件、内部电路板为智能手机防水方案三大重点



资料来源：新浪财经，华创证券

智能手机防水性能已提升至 IP68。防水性能一直是众多手机品牌高端机型的卖点之一，自 2016 年苹果 iPhone7 和三星 Galaxy S7 edge 将手机防水防尘性能提升到 IP68 之后，索尼、小米、中兴、华为等手机品牌纷纷效仿，推出各自品牌高防水性能手机。

图表 17 IP68 智能手机防水性能接近顶级

等级	第一位数字-防尘	等级	第二位数字-防水	防水使用场景
IP0X	没有保护	IPX0	没有保护	无要求
IP1X	防止大的固体侵入	IPX1	水滴滴入到外壳无影响	防水滴
IP2X	防止中等大小的固体侵入	IPX2	当外壳倾斜到 15 度时水滴滴入无影响	防水滴
IP3X	防止小固体进入侵入	IPX3	水或雨水从 60 度角落到外壳上无影响	防雨
IP4X	防止大于 1mm 的固体进入	IPX4	液体由任何方向泼到外壳没有伤害影响	防溅
IP5X	防止有害的粉尘堆积	IPX5	用水冲洗无任何伤害	防喷流
IP6X	完全防止粉尘进入	IPX6	大浪的防水保护	耐水性
		IPX7	水下 1 米可浸泡 30 分钟	防浸
		IPX8	可长时间连续在水中使用的	潜水

资料来源：中关村手机网，华创证券

● 其他材料

除上述精密功能件外，精密功能件还包括单双面胶、保护膜、电磁屏蔽器件、导热器件、防尘网、绝缘片、标识产品、紧固件、功能按键等器件，实现通讯设备、计算机、手机、汽车电子等产品各功能模块或部件之间粘接、保护、防干扰、导热、防尘、绝缘、标识等功能。

图表 18 精密功能件类别和功能

材料类别	图片	功能	应用领域
单双面胶		早期单双面胶功能单一，主要用于替代传统金属螺丝起固定作用。随着智能终端轻薄化，加之新材料的应用，单双面胶不仅具有超强粘着力，同时还具有超薄、防水、减震等特性	通讯设备、计算机、手机终端、汽车电子、家用电器等领域
保护膜		是一种塑料薄膜，用途非常广泛，在计算机、手机、汽车电子等产品中主要起防尘、防刮、防爆、防眩等保护作用。随着智能手机、平板电脑等消费电子产品的普及，对保护膜的透光率、表面硬度、耐指纹等性能要求越来越高	
防尘网		防止外界灰尘进入设备内部，从而保持内部的清洁，使设备发生故障的概率减小，增加使用寿命。随着计算机、智能手机等电子产品的不断更新，防尘网种类也越来越丰富，目前主要有不织布、复纱网、过滤网、不锈钢网、尼龙网等类型的防尘网	
绝缘片		在计算机、手机、汽车电子等产品中主要用于隔离带电体，保护人体免受电击或防止低电压带电元器件受高电压元器件的影响。目前广泛使用的绝缘材料包括：合成橡胶绝缘材料、PET 绝缘材料、PP 绝缘材料、PC 绝缘材料、PVC 绝缘材料、陶瓷绝缘材料等	
标识产品		在通讯设备、计算机、手机、汽车电子等产品中主要用于标示产品名称、性能等相关信息。随着新材料、新技术的不断发展，各种具有防氧化、防水、防紫外线、耐高温等性能的材料和技术不断应用到标识产品中	
紧固件		是作紧固连接用且应用极为广泛的一类机械零件，主要包括螺栓、螺母、螺柱、垫圈等	

材料类别	图片	功能	应用领域
功能按键		是指通过物理按钮的形式达到特定功能的器件，如音量键、开关键、SIM 卡托、指纹环、指纹识别按键等	

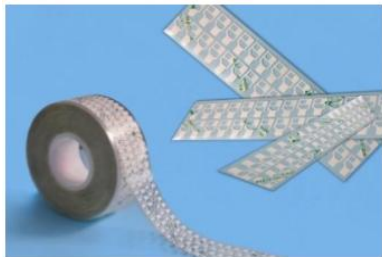
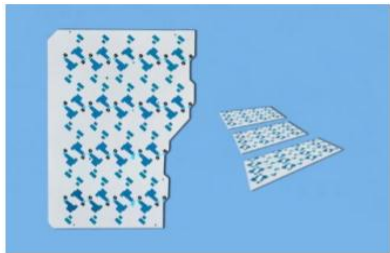
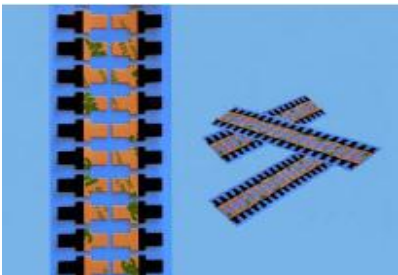
资料来源：广东江粉磁材股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易报告书，华创证券

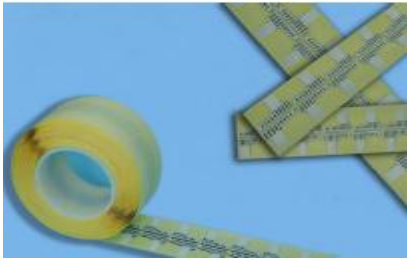
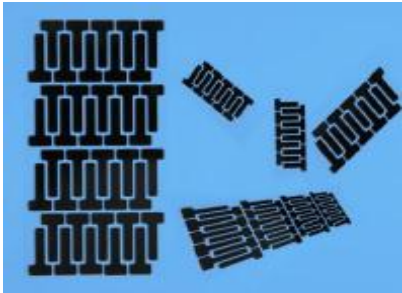
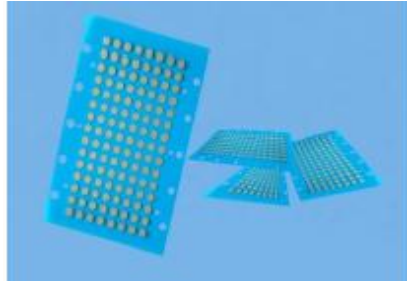
（二）公司模切产品品类齐全，扩产周期助力公司业绩进入加速释放期

1、公司技术储备深厚，模切产品构筑护城河

公司产品功能齐全，功能性器件用途广泛。消费电子产品功能性器件按照功能可以分为三大类：（1）粘贴、固定类功能性器件；（2）导电屏蔽类功能性器件；（3）绝缘类、缓冲类、散热类等功能性器件。

图表 19 公司功能性器件主要功能

重要功能类别	图片	功能
粘贴、固定类功能性器件		主要用于替代传统的铆钉、螺丝、卡簧等机械式固定器件，实现消费电子产品元器件之间的物理连接与固定，从而使产品更加轻薄，密合性更好。
导电屏蔽类功能性器件		能够隔离和消除电磁波对其它电子元器件产生干扰作用，以控制电场、磁场、电磁波由一个区域对另一个区域的感应和辐射，从而保证电子元器件的正常运行。
绝缘类功能性器件		绝缘类功能性器件能够在消费电子产品内部的电子元器件之间起到绝缘和隔离作用，可避免各器件发生短路、漏电、击穿故障，保证其正常功能的发挥

重要功能类别	图片	功能
缓冲类功能性器件		缓冲类功能性器件能够避免震动在消费电子产品各部件之间的传导，起到密封、隔音、吸收冲击能量、压缩填补空隙等作用
散热类功能性器件		散热类功能性器件具有散热效率高、占用空间小等特点，能够实现消费电子产品内部各元器件工作时产生的热量传递、扩散等功能，防止因电子元器件温度过高，影响正常功能及寿命
防尘类功能性器件		防尘类功能性器件具有良好的防尘性能，能够防止微小尘埃等异物通过喇叭、听筒等部位进入或接触消费电子产品内部元器件

资料来源：恒铭达招股书，华创证券

公司所生产的三大类消费电子产品核心工艺在于精密模切及贴合。公司目前产品主要涵盖消费电子功能性器件、防护产品、外盒保护膜等，影响着消费电子产品的内部和外观功能性构造设计，是消费电子生产中的重要一环。消费电子产品目前向着智能化、轻薄化、便携化、多功能化、集成化、高性能方向发展，对精密功能性器件及防护产品的微型化、集成化、高精密度、高可靠性提出了更高要求，技术加工难度增加。

消费电子防护产品和消费电子外盒保护膜本质相同，都是通过保护膜隔离内部器件达到保护目的。消费电子防护产品包括制程保护膜、零配件保护膜、裸机保护膜等，主要用于消费电子器件内部和零部件保护；而外盒保护膜主要是主要起到保护消费电子外盒的作用，包括手机外盒保护膜、手表外盒保护膜等。新型保护膜对于防静电和贴合精度要求更高，对于供应商的技术和工艺水平考验更高。

图表 20 精密功能件类别和功能

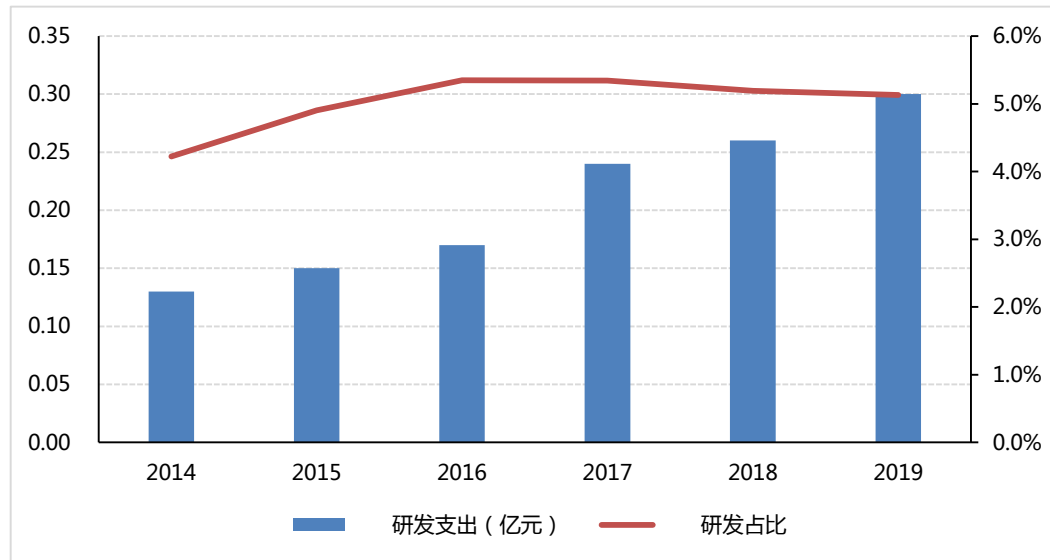
技术难度	具体描述
静电控制难度大	静电过大或者过小都会影响装配效果
平整度与贴合精准度高	需要较好的张力控制系统保持张力恒定
裁切精准度高	裁切过大会出现气泡和褶皱；裁切过小无法完整装配
表面防划伤控制	保护膜划伤在长度、宽度、数量、凹凸点等方面有严格标准

资料来源：恒铭达招股书，华创证券

模切行业具有较高技术壁垒，公司注重研发投入和工艺创新。根据 2019 年年报披露，公司研发人员数量 73 人，研发人员数量占比 10.58%。研发投入金额 3014 万元，研发投入占营收比例为 5.15%。2014 年到 2019 年，研发投入从

0.13 亿增长到 0.30 亿，研发投入逐年增长，公司重视研发能力建设，加快新产品开发工作。公司通过自主研发自动化设备，大大降低了设备采购成本。研发实力既带来了创新的工艺，也极大降低了公司采购设备成本。

图表 21 公司高度重视研发投入，逐年稳增



资料来源：wind，华创证券

得益于公司对于研发的持续投入，公司技术储备深厚。公司拥有 10 项发明专利，43 项实用新型专利及 4 项计算机软件著作权。掌握了与消费电子功能性器件、消费电子防护产品、消费电子外盒保护膜生产相关的高精度微分治具技术、快速精准双面贴膜技术、精准贴膜送料技术、可调节膜检测技术、通用五金连续模具技术、异形贴片的排料结构技术、快速精准撕膜技术、异步模切技术、多层精密贴合技术、高速定位成型技术等多项核心技术。此外，苹果对供应商的挑选极其严格，技术资质一般的公司难以介入其供应链，公司作为苹果 2018 年全球 200 家核心供应商，也是对公司研发和技术能力的高度认可，公司也是苹果重点扶持的国内供应商。公司深厚的技术储备和优质客户资源使得公司具备较高护城河，在未来的 5G 换机潮中将具备先发优势。

图表 22 公司掌握了消费电子产品制造领域核心基础技术

序号	技术名称	关键技术和功能特点
1	薄型导电泡棉的转贴结构技术	误差控制在正负 0.1mm
2	高精度微分治具技术	精确分切，公差较小，避免材料浪费
3	快速精准双面贴膜技术	机械自动化控制，采取多面、高精度贴合，提高了产品品质
4	精准贴膜送料技术	配以 CCD 校正机构，能够进行高速、高精度送料，避免了产品脏污、损坏，提高了生产效率、产品良率，降低了生产成本
5	可调节膜检测技术	通过 CCD 镜头观察机台上膜的质量和位置，满足对膜检测的各种要求，提高检测效率并减少人工成本
6	底膜压平装置技术	公司的底膜压平装置以机械操作替代人工手工操作，并采用真空吸取和旋转压爪配合使用的方式，能够使底膜迅速平整，贴膜过程更加精确，减少不良问题提升良率
7	通用五金连续模具技术	节约了大量模具开发成本
8	异形贴片的排料结构技术	异形贴片的排料结构设计合理，能够有效节省材料，提高原材料利用率，并能进行自动化生产，实现多组出料，提高了生产效率，降低了生产成本
9	快速精准撕膜技术	公司的快速精准撕膜机构动作快速连贯精准，撕膜贴膜效率大大提高；快速精准撕膜机构采用多种精准定位方式，使产品品质得到有效保证

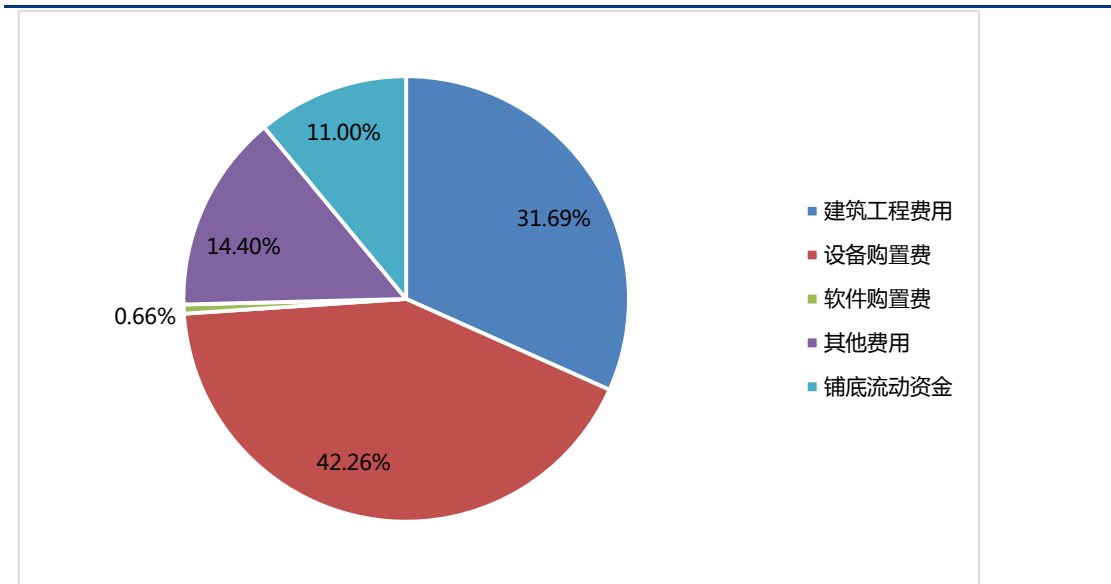
序号	技术名称	关键技术和功能特点
10	异步模切技术	异步模切工艺是模切、贴胶生产工艺的重大进步，可以降低价格相对较高的主材使用量，降低生产成本

资料来源：恒铭达招股书，华创证券

3、摆脱产能瓶颈，产能释放料将增厚业绩

募投资金主要用于电子材料与器件升级扩产，将助力公司扩产周期开启。本次公司共筹集资金净额 5.26 亿元。公司拟投资 3.87 亿元用于扩建生产车间，投资 1.01 亿元用于现有生产车间技术改造。通过上述新建生产车间和对老车间进行升级，购置先进的检测设备、生产设备等，公司将具备承接多样化、多品种、多规格产品的综合订单生产能力，提高产品生产效率，增强对于中高端客户订单需求的快速响应能力，满足终端客户日趋复杂和多元化的订单需求。

图表 23 募投资金超过 70%用于产能扩张（建筑工程费和设备购置费）



资料来源：恒铭达招股书，华创证券

公司产能规模有望倍增，公司大价值料号份额料将明显提升。IPO 募投项目开展之前，公司受限于融资途径和产能瓶颈，产品客户主要面向中高端战略客户，而且产品型号较为集中，公司所生产和销售的消费电子产品种类、型号占手机、平板电脑、平板电脑、智能穿戴设备所需消费电子功能性器件及消费电子防护产品种类、型号总量的比重较低。此次募资主要用于产能扩张和自动化生产和检测设备采购，将大幅提升公司产能，而公司的业绩弹性较产量更大，因此未来公司业绩有望保持高增速。同时也将提升公司产品在终端客户消费电子产品的占比，未来市场空间广阔。此外，在现有客户供应链中开拓其他品牌，也将带来巨大的增量市场空间。因此，公司营收体量有望进入快速扩张期。

公司将募投资金的 40%用于投资设备，将提升生产能力和设备自动化水平。公司此次募资购买的设备包括全自动电脑模切机、全自动检测设备等自动化设备。从传统的圆刀模切机升级到自动化生产设备，单位设备价值从均值 75 万元降低到 15 万元，操作工数量减少，人均产值提升。此外生产辅料消耗量也大大减少。自动化率的提升将降低人力成本，使得规模化生产的效率提高，从而提升毛利率水平。此次募资，对公司未来的产能和盈利能力都将有显著提高，未来 3 年内公司在产能释放完全后，有望成为行业黑马。

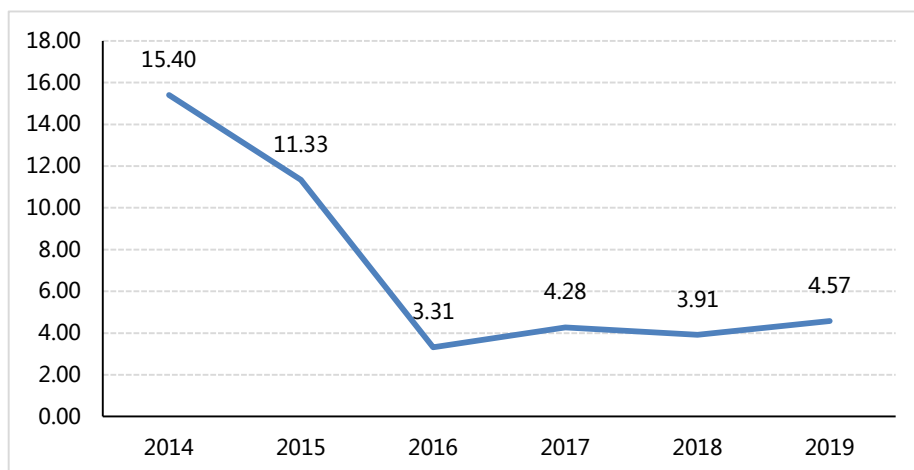
图表 24 自动化生产设备全方位提升生产效率，节约用料

项目	圆刀模切机	自动化生产设备
设备实例		
单位设备价值	均值约 75 万元	均值约 15 万元
需操作人员数量	2 人操作 1 台机器	2 人操作 3 台机器
两侧胶带工艺差异	<p>两侧胶带模切需同步模切、同步贴合胶带纵向耗用较大</p> <p>两侧胶带单位模切宽幅较大，胶带横向利用率较低</p>	<p>两侧胶带可进行同步模切、异步贴合胶带纵向耗用较少</p> <p>两侧胶带单位模切宽幅较小，胶带横向利用率较高</p>
上侧胶带工艺差异	上侧胶带为整条同步模切、异步贴合；胶带纵向损耗较大	上侧胶带为异步模切、异步贴合；胶带纵向损耗较小
托底硅胶保护膜及排废胶带差异	为保持工艺稳定，需耗用透明硅胶保护膜、排废胶带	无需耗用硅胶保护膜，无需耗用排废胶带
其他辅材工艺差异	因胶带耗用较多，与胶带贴合相关的辅料如轻剥离哑膜、蓝色离型膜等耗用面积同比较大	因胶带耗用较少，与胶带贴合相关的辅料如轻剥离哑膜、蓝色离型膜等耗用面积小

资料来源：恒铭达招股书，华创证券

截至 2019 年，公司固定资产合计 1.28 亿，参考公司历史上固定资产周转率，我们认为随着募投资金投资的厂房和设备等固定资产投入使用，未来固定资产周转率的不断提升和固定资产额持续增加，将助力公司营业收入实现快速增长。

图表 25 固定资产周转率高位运行



资料来源：wind，华创证券

三、盈利与投资建议

公司质地优质，行业口碑好，募投项目的实施将有效缓解一直困扰公司的产能问题，在大客户的重点培养下，公司营收体量有望进入快速扩张期；我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别是 2.06/3.51/4.98 亿元。我们考虑到 5G 换机潮带来的利润弹性和公司扩产进度潜在超预期的可能，参考行业龙头领益智造和立讯精密估值情况，给出公司 2021 年市盈率 30 倍，目标股价 86.7 元，**次覆盖给予“强推”评级。**

四、风险提示

疫情影响：新冠疫情对全球供给端和需求端造成破坏；

5G 换机潮进度低于预期：将影响公司精密件出货量，影响业务增长；

募投项目进展不及预期：公司新增产能和购买设备进度不及预期，影响公司产能投放，进而影响公司业绩增长。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	366	702	653	849
应收票据	1	1	2	3
应收账款	295	364	546	716
预付账款	2	2	4	5
存货	45	57	91	123
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	486	93	137	186
流动资产合计	1,195	1,219	1,433	1,882
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	128	278	507	733
在建工程	0	50	80	50
无形资产	13	22	31	41
其他非流动资产	20	18	20	18
非流动资产合计	161	368	638	842
资产合计	1,356	1,587	2,071	2,724
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	111	126	200	272
预收款项	0	0	0	0
合同负债	0	0	0	0
其他应付款	1	1	1	1
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	25	36	45	57
流动负债合计	137	163	246	330
长期借款	0	0	50	120
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	2	2	2	2
非流动负债合计	2	2	52	122
负债合计	139	165	298	452
归属母公司所有者权益	1,217	1,422	1,773	2,272
少数股东权益	0	0	0	0
所有者权益合计	1,217	1,422	1,773	2,272
负债和股东权益	1,356	1,587	2,071	2,724

现金流量表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	170	551	203	388
现金收益	176	217	381	558
存货影响	-8	-12	-34	-32
经营性应收影响	-30	-74	-189	-176
经营性应付影响	36	15	75	71
其他影响	-4	405	-30	-33
投资活动现金流	-503	-230	-312	-273
资本支出	-15	-224	-302	-263
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-488	-6	-10	-10
融资活动现金流	502	15	60	81
借款增加	0	0	50	70
股利及利息支付	-24	0	0	0
股东融资	534	0	0	0
其他影响	-8	15	10	11

利润表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	585	721	1,172	1,641
营业成本	293	350	557	755
税金及附加	5	7	12	16
销售费用	39	50	82	115
管理费用	37	61	88	123
研发费用	30	36	59	82
财务费用	-5	-4	-2	2
信用减值损失	-2	0	0	0
资产减值损失	-7	5	5	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	9	0	0	0
其他收益	4	2	3	3
营业利润	189	227	385	554
营业外收入	5	10	18	18
营业外支出	1	1	2	2
利润总额	193	236	401	570
所得税	27	30	50	72
净利润	166	206	351	498
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	166	206	351	498
NOPLAT	162	202	349	500
EPS(摊薄) (元)	1.36	1.69	2.89	4.10

主要财务比率

	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	16.8%	23.3%	62.6%	40.0%
EBIT 增长率	33.3%	23.5%	71.8%	43.3%
归母净利润增长率	31.6%	24.0%	70.7%	42.0%
获利能力				
毛利率	49.9%	51.5%	52.5%	54.0%
净利率	28.3%	28.5%	29.9%	30.4%
ROE	13.6%	14.5%	19.8%	21.9%
ROIC	15.3%	15.8%	21.1%	23.3%
偿债能力				
资产负债率	10.3%	10.4%	14.4%	16.6%
债务权益比	0.2%	0.2%	3.0%	5.4%
流动比率	872.3%	747.9%	582.5%	570.3%
速动比率	839.4%	712.9%	545.5%	533.0%
营运能力				
总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.6
应收账款周转天数	171	165	140	138
应付账款周转天数	115	122	106	113
存货周转天数	50	53	48	51
每股指标(元)				
每股收益	1.36	1.69	2.89	4.10
每股经营现金流	1.40	4.53	1.67	3.19
每股净资产	10.02	11.70	14.59	18.70
估值比率				
P/E	39	31	18	13
P/B	5	5	4	3
EV/EBITDA	60	49	28	19

资料来源：公司公告，华创证券预测

电子&海外科技组团队介绍

TMT 大组组长、首席电子分析师：耿琛

美国新墨西哥大学计算机硕士。曾任新加坡国立大计算机学院研究员，中投证券、中泰证券研究所电子分析师。2019 年带领团队获得新财富电子行业第五名，2016 年新财富电子行业第五名团队核心成员，2017 年加入华创证券研究所。

研究员：葛星甫

上海财经大学经济学硕士。2 年 TMT 研究经验。2019 年加入华创证券研究所。

助理研究员：岳阳

上海交通大学硕士。2019 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的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; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未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,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500