

京东方 A (000725) / 光学光电子

OLED 新引擎动力强劲, LCD 利基市场稳定增长

评级: 买入 (维持)

市场价格: 5.10

目标价格: 6.80

分析师: 郑震湘

执业证书编号: S0740517080001

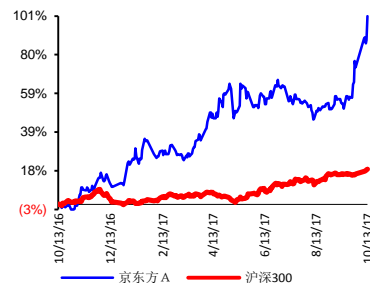
Email: zhengzx@r.qlzq.com

联系人: 周梦缘

Email: zhoumy@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	34,798
流通股本(百万股)	34,797
市价(元)	5.1
市值(百万元)	177,472
流通市值(百万元)	177,463

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	48,624	68,896	102,032	132,836	168,702
增长率 yoy%	32.1%	41.7%	48.1%	30.2%	27.0%
净利润	1636.3	1882.6	8469.4	12017.1	15703.6
增长率 yoy%	-36.1%	15.1%	349.9%	41.9%	30.7%
每股收益(元)	0.05	0.05	0.24	0.34	0.45
每股现金流量	0.30	0.29	0.39	0.76	0.71
净资产收益率	1.9%	1.6%	6.3%	8.1%	9.2%
P/E	109.6	95.2	21.2	14.9	11.4
PEG	-3.0	6.3	0.1	0.4	0.4
P/B	2.3	2.3	2.1	1.8	1.6

投资要点

- 与市场不同的观点:** 市场对于面板行业周期性及公司 OLED 产能释放节奏较为担忧, 经过我们详细测算, 我们认为, 这一轮面板行业景气周期将至少持续到 2018 年, 公司 LCD 业务在新产能投放与部分产线折旧完成的驱动下, 有望保持平稳增长; 公司成都 OLED 产线 5 月份已顺利点亮, 四季度有望开始逐步量产, 考虑到公司自 2011 年就开始建设 OLED 中试线, 积累了丰富的生产经验, 对于公司 OLED 产能释放节奏毋需担忧。
- OLED 产业趋势已经确立, 先发优势助力新引擎发力:** 随着苹果新品 Iphone X 采用 OLED 屏幕, 产业趋势进一步明确, 同时柔性 OLED 屏幕在全面屏设计上的独特优势, 将进一步助力 OLED 需求爆发。回顾历史来看, 公司在 LCD 时代, 通过多轮逆周期投资, 持续加码, 带来了公司今日的行业地位, 在 OLED 领域, 公司自 2011 年即已开始建设中试线, 目前紧追韩企, 比 LCD 时代卡位领先许多, 未来受益于行业需求持续爆发, 顺周期大笔投入(成都产线已经点亮, 绵阳产线已经开工), 将大幅缩短产品盈利所需时间, 我们预计自 2018 年开始, 公司 OLED 产品有望开始批量出货, 成为公司新的增长引擎。
- 大尺寸 LCD 景气度持续, 产能释放助力平稳增长:** 受益于电视面板大尺寸趋势, 全球 LCD 面板需求 2017-18 年有望保持 5% 左右年均增速, 而供给侧, 2017 年内仅三条产线投产, 考虑投产到满产需要半年左右周期, 全年有效产能增速幅度将低于 5%, 全年行业景气度有望维持。2018 年后, 虽然有多条 10.5 代线投产, 但参考行业发展规律来看, 高世代投产后将驱动电视面板大尺寸化趋势进一步加速, 有助于新增产能消化, 行业层面有望继续保持平稳。公司 2017-18 年将新增两条大尺寸 LCD 面板产线, 满产后对应收入超过 300 亿元, 同时公司合肥与北京 2 条产线折旧陆续结束, 预计年均减少折旧超过 20 亿元, 助推盈利能力上行, 带动公司 LCD 面板业务利润保持平稳增长。
- 投资建议:** OLED 产能释放点燃公司新引擎, LCD 业务受益于新产线投产及部分产线折旧结束, 平稳增长可期, 我们预计公司 2017/18/19 年净利润为 85/120/157 亿元, 增速为 350%/42%/31%, EPS 为 0.24/0.34/0.45 元, 当前股价对应 2017/18/19 年 PE 为 19.4/15.2/11.6X, 结合同类公司估值及公司业绩增速, 给予公司 2018 年 20 倍估值, 目标价 6.8 元, “买入”评级。

风险提示: LCD 面板尺寸价格超预期下滑, OLED 产品量产进度低预期。

内容目录

一、OLED 替代趋势确立，京东方卡位优势明显	- 3 -
1.1 中小尺寸 OLED 优势凸显，苹果入局强化产业趋势	- 3 -
1.2 京东方 OLED 先发优势明显，有望成为公司重要增长极	- 4 -
二、大尺寸 LCD 市场持续景气，产能释放利基市场稳增长	- 8 -
三、投资建议：目标价 6.8 元，“买入”评级	- 9 -
四、风险提示	- 10 -

图表目录

图表 1: OLED 相对于 LCD 结构更为简洁	- 3 -
图表 2: OLED 具备多重优势	- 3 -
图表 3: 搭载 OLED 屏幕的机型数量大幅增长	- 4 -
图表 4: iPhone X 采用的即使柔性 OLED 屏幕	- 4 -
图表 5: 公司主要产品为盖板玻璃，目前逐步向金属加工领域拓展	- 4 -
图表 6: 2009 年国内面板产业占比较低	- 5 -
图表 7: 2017 年国内面板行业产能将超过韩国	- 5 -
图表 8: 预计 2020 年全球 OLED 出货量将超过 2000 万平米/年	- 5 -
图表 9: 京东方在 OLED 多年积淀，即将开花结果	- 6 -
图表 10: 京东方在 OLED 专利数量位居国内首位	- 6 -
图表 11: 蒸镀为 OLED 面板核心工艺环节	- 7 -
图表 12: 蒸镀原理示意图	- 7 -
图表 13: 电视平均尺寸持续增长	- 8 -
图表 14: 全球 LCD 面板需求仍将保持平稳增长	- 8 -
图表 15: 新产能投放叠加部分产线折旧结束，公司 LCD 业务有望平稳增长	- 9 -
图表 16: 可比公司估值列表	- 10 -

一、OLED 替代趋势确立，京东方卡位优势明显

1.1 中小尺寸 OLED 优势凸显，苹果入局强化产业趋势

- **OLED 是继 LCD 后下一代显示技术，相较于 LCD 结构更为简洁。**OLED 是自发光，相对于 LCD 而言省去了背光模组，同时 OLED 采用将发光材料蒸镀到 TFT 背板上，与 LCD 两层玻璃夹住液晶相比，结构上也更简单。

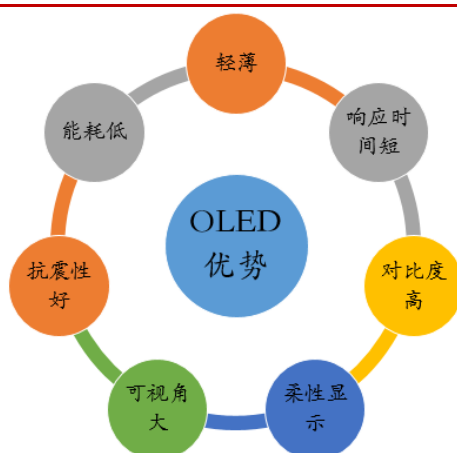
图表 1: OLED 相对于 LCD 结构更为简洁



资料来源：中泰证券研究所

- **OLED 具备轻薄、省电、高对比度等多重优势。**与 LCD 相比，OLED 具备以下多重优势：1) 更轻薄，最低可做到 1mm 左右，远低于 LCD 显示模组；2) 可视角更大；3) 对比度更高；4) 刷新频率高响应时间短；5) 能够在不同材料上制造，可以实现柔性显示；6) 发光效率高，能耗低；7) 固态结构，抗震性更好等。

图表 2: OLED 具备多重优势

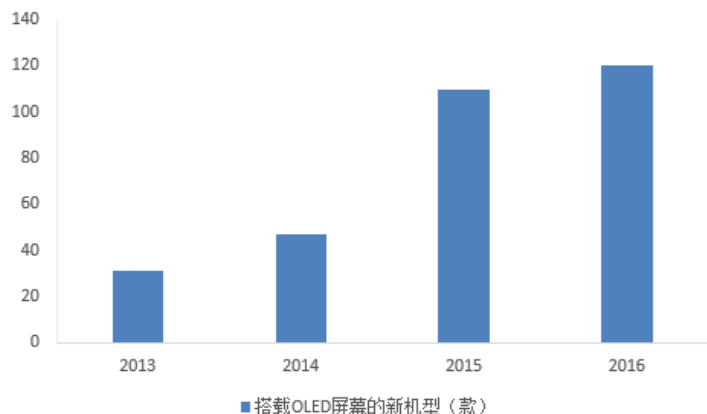


资料来源：中泰证券研究所

- **Iphone X 采用 OLED 屏，进一步强化产业趋势。**自三星推出 OLED 屏后，经过近十年的发展，下游客户认可度快速提升，从 ZOL 统计数据来看，2016 年以来采用 OLED 屏幕的机型数量快速增加，尤其是苹果新品 iPhone X 放弃使用多年的 IPS 屏，转而使用柔性 OLED 屏幕，进一步强化了产业趋势。此外，在全面屏大趋势下，柔性 OLED 屏幕加工更为容

易，随着产能释放，将逐步成为中高端机型标配，进一步助推 OLED 加速替代。

图表 3: 搭载 OLED 屏幕的机型数量大幅增长



资料来源: ZOL、中泰证券研究所

图表 4: Iphone X 采用的即使柔性 OLED 屏幕

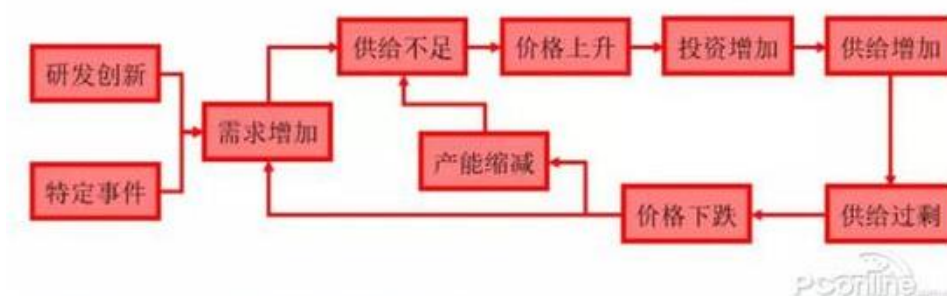


资料来源: 苹果新品发布会、中泰证券研究所

1.2 京东方 OLED 先发优势明显，有望成为公司重要增长极

- **LCD 行业存在明显周期性。**从历史来看，LCD 产业存在液晶周期，比如当某尺寸屏幕满足了市场需求之后，面板企业都会蜂拥而至，开始投资生产这一尺寸的液晶面板，很快就供过于求，各家利润骤减甚至陷入亏损。但是面板价格下跌带来的高性价比又让液晶显示的应用范围迅速扩大，又导致产能不足价格上涨，企业再次投资扩产。

图表 5: 公司主要产品为盖板玻璃，目前逐步向金属加工领域拓展

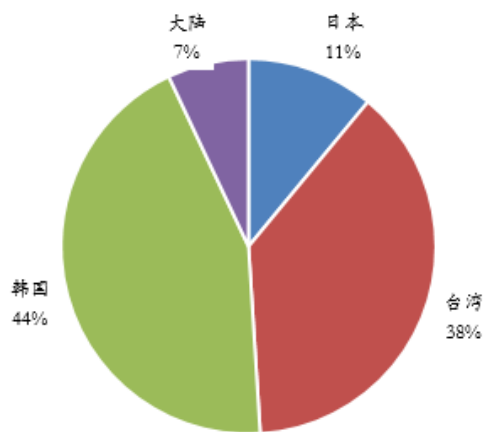


资料来源: 中泰证券研究所

- **京东方数轮逆周期投资，成就今日地位。**LCD 显示屏最先由美国公司发明，但商业化应用则是由日本厂商完成，在 90 年代初期基本垄断了全球面板攻击。因为液晶周期的存在，行业在 90 年代中期进入周期性低谷，日本企业因为没有深刻意识到行业规律，开始裁员、减产，与此同时此时的韩国企业则将“被裁”的日本工程师招于麾下，开始疯狂投资更高世代的液晶面板，当更大面板的需求被创造时，日本企业已经跟不上产业节奏，份额逐步下滑。在韩国成功经验的引领下，台湾及大陆厂

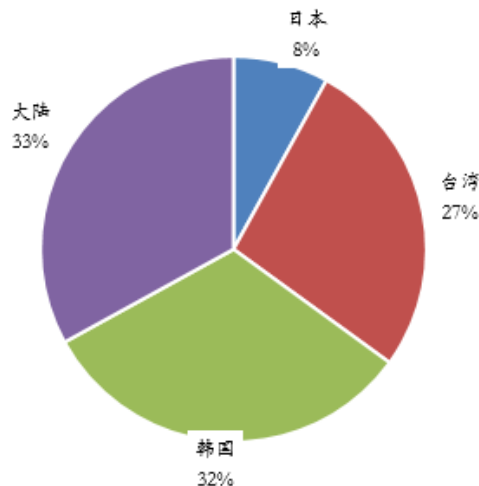
商通过数轮逆周期投资,已经成为行业重要参与者,其中京东方自 2003 年开始大规模投资面板产线,历经十余载洗礼,已成为行业龙头之一,并带动国内面板行业与韩国和台湾三分天下。

图表 6: 2009 年国内面板产业占比较低



资料来源: ZOL、中泰证券研究所

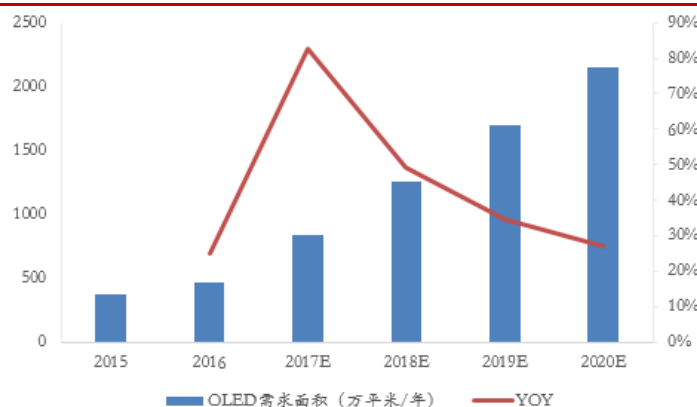
图表 7: 2017 年国内面板行业产能将超过韩国



资料来源: 苹果新品发布会、中泰证券研究所

- **智能手机带动 OLED 需求持续爆发。**中小尺寸 OLED 替代趋势明确,在智能手机应用带动下, HIS 等机构预计 2020 年全球 OLED 出货面积将超过 2000 万平米,是 2016 年 440 万平米的 5 倍左右,年均复合增速接近 40%。

图表 8: 预计 2020 年全球 OLED 出货量将超过 2000 万平米/年

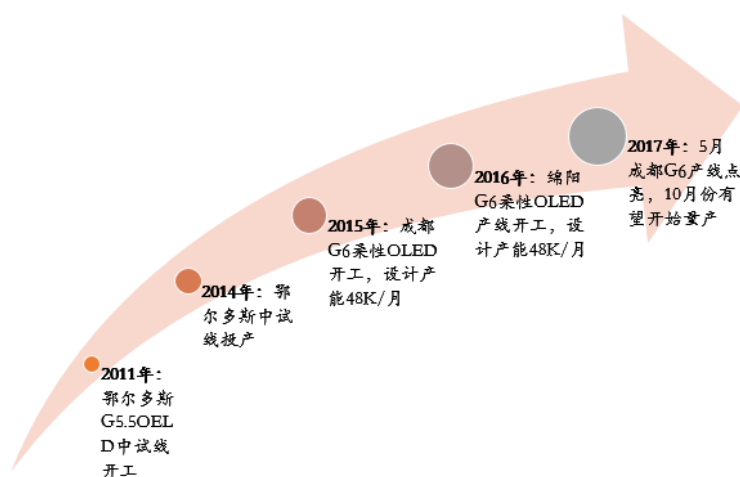


资料来源: HIS, 中泰证券研究所

- **京东方 OLED 卡位优势优于 LCD 时代, 量产驱动业绩高速增长。**公司很早就开始了 OLED 技术储备, 2009 年, 公司在北京建设京东方先进技术实验室一期工程, 并使得 LTPS 背板和柔性 OLED 核心技术取得关键突破, 目前在 OLED 领域专利数量位居全球前列, 远远优于当年 LCD 面板起步时期。2014 年公司在鄂尔多斯 5.5 代中试线投产, 积累了丰富的生产经验, 2015 年在成都建设了一条月产 48K 基板的 6 代柔性 OLED 产线, 2016 年又在绵阳开工一条月产 48K 基本的 6 代柔性 OLED 产线, 总产能

将达到 96K/月,其中成都产线已于 5 月份点亮,计划 10 月份开始量产。考虑到公司已经提前锁定 3 台 Tokki 蒸镀设备,在核心设备方面得到保证,有助于公司后续产能扩张。因此,我们认为,公司在 OLED 时代,无论是技术储备还是产能建设节奏,都较 LCD 时代更为有利,同时未来几年 OLED 需求饱满,顺周期将进一步加速公司产能释放。我们预计自 2018 年开始,公司 OLED 产品将成为公司业绩增长的强劲引擎,到 2020 年两条产线均投入量产后,对应手机面板出货量有望接近 2 亿片,届时按照 40 美金单价计算,对应收入将接近 500 亿元。

图表 9: 京东方在 OLED 多年积淀,即将开花结果



资料来源:公司官网,中泰证券研究所

1) 京东方 OLED 专利技术储备丰富,为量产保驾护航。OLED 的商业化应用三星是核心推动者,因此在相关领域的专利储备数量也远远领先其它厂商。但随着国内厂商积极布局,差距正在逐渐缩小,以京东方为例,近年来不断加大 OLED 领域研发投入,目前公司 OLED 领域专利数量位居国内厂商首位,充分体现了公司在 OLED 领域的技术积淀,可为后续量产保驾护航。

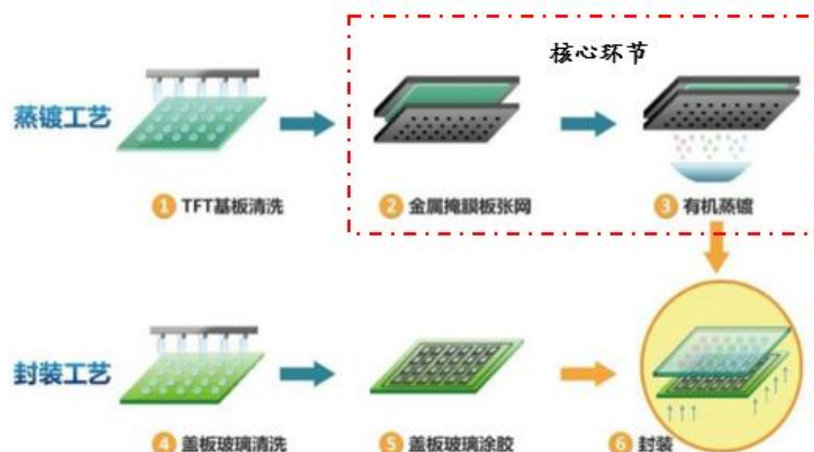
图表 10: 京东方在 OLED 专利数量位居国内首位

OLED国内外重点公司专利检索结果						
公司	CN	US	EP	WO	JP	合计
三星	1832	4211	1511	72	2732	10358
LG	836	1488	616	269	596	3805
奇美联创	664	642	8	2	76	1392
友达光电	128	181	8	0	99	416
京东方	424	12	6	43	6	491
天马微电子	89	3	0	5	0	97
华星光电	78	38	1	42	11	159
维信诺	277	17	7	2		314

资料来源:工信部,中泰证券研究所

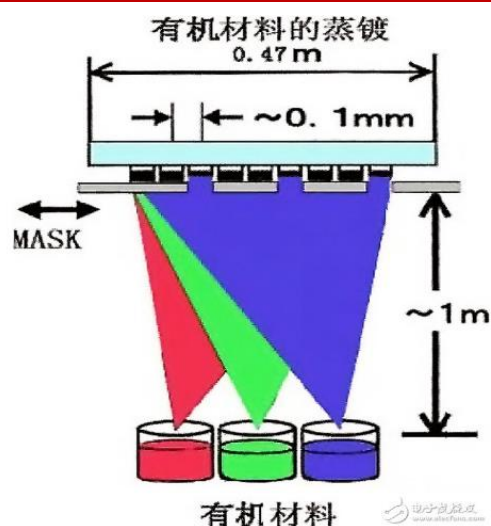
2) 蒸镀机为 OLED 核心设备。OLED 面板生产过程中，有机发光体真空蒸镀制程是最核心的生产环节，对后续产品的分辨率与良率起着决定性作用。蒸镀制程是将红、蓝、绿三色像素点，通过电子束轰击加热和激光加热等方法，使得真空腔体内的有机物分子蒸发，然后让这些分子以薄膜的形式凝聚在温度较低的基层上，整个工艺流程中最核心的即为蒸镀设备。

图表 11：蒸镀为 OLED 面板核心工艺环节



资料来源：电子发烧友，中泰证券研究所

图表 12：蒸镀原理示意图



资料来源：电子发烧友，中泰证券研究所

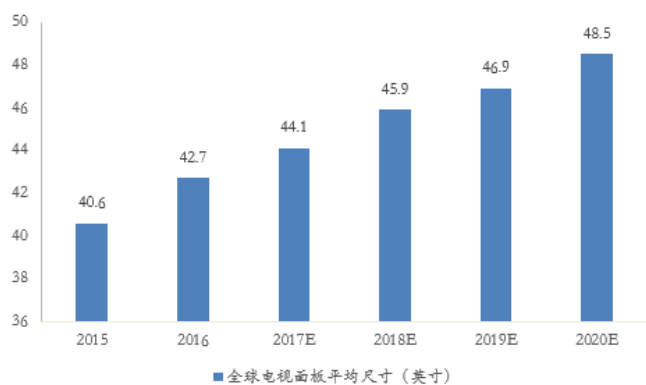
公司提前锁定 Tokki 蒸镀机资源为扩产打下坚实基础。目前蒸镀设备供应商中，Cannon Tokki 已经过三星多年验证，相较于 Sunic、SFA 等新进入者而言，优势明显。由于 Tokki 产能有限，虽然经过连续扩产，目前年产能由 2015 年的 3 套提升至 2017 年的 7 套（5 套给三星、一套给 LGD、一套给京东方），但在下游扩产周期内，供需缺口大，因此能否拿到 Tokki 蒸镀设备将在很大程度上影响 OLED 面板厂商的量产进

度。成都京东方 OLED 产线设计产能 48K/月，需要 3 台蒸镀设备，目前京东方完成 Tokki 3 台蒸镀设备预定，其中一台已经到位，相较于其它厂商领先优势明显。

二、大尺寸 LCD 市场持续景气，产能释放利基市场稳增长

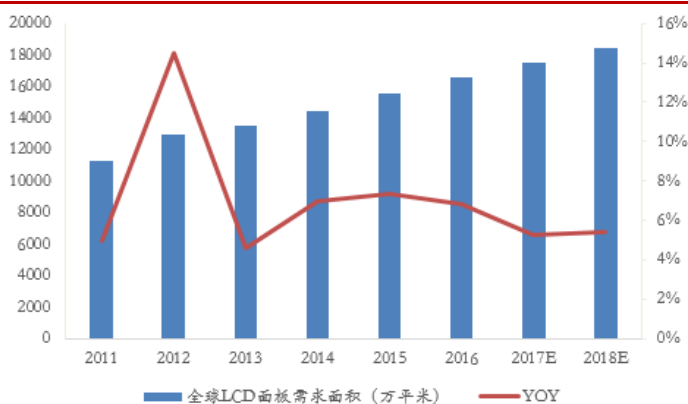
- **电视大尺寸化趋势驱动 LCD 面板需求平稳增长。**参考群智咨询的数据来看，虽然 2016 年电视面板出货数量略有下降，但在尺寸大型化趋势带动下，电视面板出货量同比大幅增长 8%。考虑到目前 50 寸以上大尺寸渗透率还很低，未来伴随电视面板大尺寸化持续推进，预期 2017 年全球面板平均面积将继续成长。参考群创咨询数据来看，预计 2017-18 年全球 LCD 面板需求量仍将保持 5% 左右的年均增速。

图表 13：电视平均尺寸持续增长



资料来源：群创咨询、中泰证券研究所

图表 14：全球 LCD 面板需求仍将保持平稳增长



资料来源：群创咨询、中泰证券研究所

- **产能增加有限，行业景气度有望维持。**2017 年市场新增产能来自京东方福州 8.5 代线、群创 8.6 代线及惠科光电的 8.5 代线，考虑到量产到满产需要半年左右时间周期，预计全年有效产能增幅低于 5%，供需格局依然较好。2018 年后主要增加的产能主要为京东方合肥 10.5 代线，华星光电 11 代线、夏普 10.5 代线、中电熊猫 2 条 8.5 代线及惠科光电的另外一条 8.5 代线，产能增加幅度略高于 2017 年，但考虑到 10.5 代线世代线的大规模投产，将进一步刺激大尺寸面板需求，有望带动大尺寸面板需求超预期，总体来看，我们认为产业景气度至少有望维持到 2018 年。
- **公司产能持续投放叠加部分产线折旧结束，有望充分受益于行业景气周期。**公司 2017-18 年将有两条产线陆续投产，分别是福州 8.5 代线及合肥 10.5 代线，满产后两条产线有望增加收入 300 亿元以上，带动公司收入平稳增长。同时公司合肥一条 6 代线及北京 8.5 代线在 2017 年与 2018 年分别计提完折旧，其中合肥与北京产线，年均折旧额在 12、20 亿元左右，有助于公司未来盈利能力上行。总体来看，我们预计公司 LCD 业务未来有望保持平稳增长。

图表 15: 新产能投放叠加部分产线折旧结束, 公司 LCD 业务有望平稳增长

福州8.5代线, 12万片/月, 满产对应收入150亿左右

合肥10.5代线, 9万片/月, 满产对应收入180亿左右

• 2017-18年投产产线

合肥6代线, 年折旧额预计8亿左右

北京10.5代线, 年折旧额预计15亿左右

• 折旧即将结束产线

资料来源: 中泰证券研究所

三、投资建议: 目标价 6.8 元, “买入”评级

- **OLED 产业趋势已经确立, 先发优势助力新引擎发力:** 随着苹果新品 iPhone X 采用 OLED 屏幕, 产业趋势进一步明显, 同时柔性 OLED 屏幕在全面屏设计上的独特优势, 将进一步助力 OLED 需求爆发。回顾历史来看, 公司在 LCD 时代, 通过多轮逆周期投资, 持续加码, 带来了公司今日的行业地位, 在 OLED 领域, 公司自 2011 年即已开始建设中试线, 目前紧追韩企, 比 LCD 时代卡位领先许多, 未来受益于行业需求持续爆发, 顺周期大笔投入 (成都产线已经点亮, 绵阳产线已经开工), 将大幅缩短产品盈利所需周期, 我们预计自 2018 年开始, 公司 OLED 产品有望开始批量出货, 成为公司新的增长引擎。
- **大尺寸 LCD 景气度持续, 产能释放助力平稳增长:** 受益于电视面板大尺寸趋势, 全球 LCD 面板需求 2017-18 年有望保持 5% 左右年均增速, 而供给侧, 2017 年内仅三条产线投产, 考虑投产到满产需要半年左右周期, 全年有效产能增速幅度将低于 5%, 全年行业景气度有望维持。2018 年后, 虽然有多条 10.5 代线投产, 但参考行业发展规律来看, 高世代投产后将驱动电视面板大尺寸化趋势进一步加速, 有助于新增产能消化, 行业层面有望继续保持平稳。公司 2017-18 年将新增两条大尺寸 LCD 面板产线, 满产后对应收入超过 300 亿元, 同时公司合肥与北京 2 条产线折旧陆续结束, 预计年均减少折旧超过 20 亿元, 助推盈利能力上行, 带动公司 LCD 面板业务利润保持平稳增长。
- **投资建议:** OLED 产能释放点燃公司新引擎, LCD 业务受益于新产线投产及部分产线折旧结束, 平稳增长可期, 我们预计公司 2017/18/19 年净利润为 85/120/157 亿元, 增速为 35%/41%/31%, EPS 为 0.24/0.34/0.45 元, 当前股价对应 2017/18/19 年 PE 为 19.4/15.2/11.6X, 结合同类公司估值及公司业绩增速, 给予公司 2018 年 20 倍估值, 目标价 6.8 元, “买入”评级。

图表 16: 可比公司估值列表

公司	2016	2017E	2018E	2019E
深天马 A	44	32	22	18
东旭光电	42	35	24	19
长信科技	61	28	20	15
平均 PE	49	32	22	17

来源: Wind, 中泰证券研究所 (估值数据取自 Wind 一致预期)

四、风险提示

- **LCD 面板尺寸价格超预期下滑。**电视尺寸大型化趋势低于预期, 导致面板需求面积降低, 使得面板价格出现超预期下降。
- **OLED 产品量产进度低预期。**公司成都 OLED 产线有望于四季度开始量产, 如果后续量产进度低预期, 将拖累公司 OLED 业务表现。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	91042	121577	125837	147280	营业收入	68896	102032	132836	168702
货币资金	58153	75599	66598	65989	营业成本	56586	76278	99873	127338
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	459	633	821	1071
应收账款	16192	19828	26465	35343	销售费用	1984	2804	3347	4184
其他应收款	903	1528	1784	2335	管理费用	5618	8183	9737	12180
存货	7833	11573	17349	27692	财务费用	2299	3447	4135	4592
非流动资产	114093	130224	152973	172170	资产减值损失	1594	1390	1450	1478
可供出售金融资产	623	866	833	916	公允价值变动	0	0	0	0
长期股权投资	1356	2034	2441	2685	投资收益	151	117	152	140
投资性房地产	1193	0	0	0	营业利润	505	9415	13625	17998
固定资产	69948	91336	111130	128295	营业外收入	2086	1358	1509	2038
在建工程	33008	26504	28252	29126	营业外支出	79	46	49	58
油气资产	0	0	0	0	利润总额	2512	10726	15084	19978
无形资产	3137	3428	3768	4156	所得税	467	1849	2546	3360
资产总计	205135	251801	278810	319450	净利润	2045	8877	12538	16618
流动负债	41440	80356	90477	108007	少数股东损益	163	408	521	914
短期借款	4917	30184	25206	28548	归属母公司净利润	1883	8469	12017	15704
应付票据	640	744	996	1317	EPS(元)	0.05	0.24	0.34	0.45
应付账款	13836	18648	24740	31269					
其他	22047	30781	39536	46872	主要财务比率				
非流动负债	71679	71293	76696	84243	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
长期借款	49885	51165	54815	61467	成长性				
其他	21794	20127	21881	22776	营业收入增长率	41.7%	48.1%	30.2%	27.0%
负债合计	113119	151648	167173	192250	营业利润增长率	-47.0%	1763.2%	44.7%	32.1%
股本	35153	35153	35153	35153	净利润增长率	15.1%	349.9%	41.9%	30.7%
资本公积	39031	39031	39031	39031					
未分配利润	4011	11117	21360	35039	盈利能力				
少数股东权益	13316	13724	14245	15159	毛利率	17.9%	25.2%	24.8%	24.5%
股东权益合计	92016	100153	111637	127200	净利率	2.7%	8.3%	9.0%	9.3%
负债及权益合计	205135	251801	278810	319450	ROE	2.4%	9.8%	12.3%	14.0%
现金流量表					偿债能力				
单位:百万元					资产负债率	55.1%	60.2%	60.0%	60.2%
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	流动比率	2.20	1.51	1.39	1.36
净利润	2045	8469	12017	15704	速动比率	1.98	1.35	1.17	1.07
折旧和摊销	10043	5402	8762	12268					
资产减值准备	1594	773	838	1539	营运能力				
无形资产摊销	330	286	304	307	资产周转率	38.5%	44.7%	50.1%	56.4%
公允价值变动损失	0	0	0	0	应收帐款周转率	563.2%	564.3%	571.0%	543.6%
财务费用	3055	3447	4135	4592					
投资损失	-151	-117	-152	-140					
少数股东损益	163	408	521	914	每股资料(元)				
营运资金的变动	-5709	765	248	9973	每股收益	0.05	0.24	0.34	0.45
经营活动产生现金流量	10073	13607	26751	24975	每股经营现金	0.29	0.39	0.76	0.71
投资活动产生现金流量	-24495	-20218	-30847	-30885	每股净资产	2.24	2.46	2.77	3.19
融资活动产生现金流量	26141	24056	-4904	5301					
现金净变动	13172	17446	-9001	-609	估值比率(倍)				
现金的期初余额	36183	58153	75599	66598	PB1 -	9.3	2.1	1.8	1.6
现金的期末余额	49355	75599	66598	65989	PB	2.3	2.1	1.8	1.6

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。