

本报告的主要看点：

1. 从我国半导体产业的发展历史梳理了外延式并购对于半导体产业发展的推动作用。
2. 我们认为在 A 股半导体行业公司未来在 2019 和 2020 年商誉减值风险不高，因为半导体公司的业绩承诺完成度较高，而且商誉减值占净利润比值较小。
3. 结合国内和国外对于行业并购政策的分析和解读，我们认为国内半导体行业发展的下半场将进入以自主发展为主的新阶段。

从并购发展之路看 A 股半导体公司的商誉风险

基本结论

- **国内半导体行业通过外延式并购完成原始积累。**2014 年以后，我国半导体产业开始加速发展，通过海外并购的方式，在封装测试领域凭借资本投入优势和劳动力的比较优势形成了全球范围内具有竞争力的 5 大封测企业，在芯片设计领域，紫光集团携手国家产业基金进行多次产业并购，形成了在存储芯片和通讯芯片领域的核心竞争力，我们认为海外并购成为半导体产业发展初期最重要的推动力。
- **半导体板块商誉规模约 215 亿，在电子板块中占比为 20%。**截止至 2018 年 3 季度，A 股半导体公司商誉总规模约为 215 亿，在 2012 年和 2015-2016 年分别出现了两次商誉增长的高峰，2017 年出现首次下降后在 2018 年触底回升。相对于整个电子板块，半导体板块的商誉占比较小，仅为整个电子产业的商誉规模的 20%。
- **半导体行业发生商誉减值公司数量较少，业绩承诺完成度较高。**2010-2017 年间发生商誉减值的公司数量并不多，从 2018 年来看半导体公司业绩承诺完成度较高，即使随着行业内公司发生商誉减值的数量在增长，但是商誉减值部分占净利润比例仅为 0.4% 左右，因此我们认为在 A 股半导体行业公司未来在 2019 和 2020 年商誉减值风险不高。
- **半导体产业发展的下半场：自主发展正当时。**虽然美国和欧美开始对我国科技企业出海并购出台限制性政策，但是巨大的下游需求成为半导体产业继续快速发展的推动力，而且我国在半导体全产业链的发展相对均衡，具备完整的半导体产业链，叠加在国家大基金入主核心半导体公司之后积极引导各个环节的协同发展的优势，我们认为下阶段我国半导体产业自主发展将成为主旋律。
- **虽然并购能够加速企业的发展，但是在商誉减值监管趋严的背景下商誉规模过高的公司在行业下行周期中达不到业绩承诺而发生减值的风险也较大，建议警惕目前行业中商誉规模/净资产较大的企业：**纳思达（170%），国民技术（37%），台基股份（35%），欧比特（23%），紫光国微（21%），长电科技（20%）
- **风险提示：**
 - 1) 半导体产业衰退幅度超过预期，造成 A 股半导体产业在 2018 年和 2019 年承诺业绩不达预期，商誉减值大幅降低企业盈利水平。
 - 2) 中美贸易摩擦进一步升级，我国半导体产业的发展进程被严重拖累。
 - 3) 作为半导体下游的电子产品需求大幅下滑，例如智能手机手机、汽车电子和智能家居的需求大幅下滑。

范彬泰 联系人
fanbintai@gjzq.com.cn

樊志远 分析师 SAC 执业编号：S1130518070003
(8621)61038318
fanzhiyuan@gjzq.com.cn

内容目录

一、半导体产业发展的上半场：外延并购扩张之路	3
1.1 2014年以后中国半导体产业加速崛起	3
1.2 并购式扩张造就国内三大封测巨头	3
1.3 紫光系的并购之路	4
二、A股半导体企业商誉面面观	4
2.1 半导体板块商誉存量规模已达 215 亿	4
2.2 半导体行业中商誉占净资产比例前十的公司	6
三、商誉减值规模分析	7
3.1 2013 年和 2017 年迎来商誉减值高峰期	7
3.2 商誉减值对于企业净利润影响有限	7
四、半导体行业公司业绩承诺分析	9
4.1 A 股半导体行业公司业绩承诺到期数量及结构分布	9
4.2 A 股半导体行业公司的“一诺千金”	9
五、中国半导体发展的下半场：自主发展正当时	10
5.1 国内并购监管松绑，国外限制加强	10
5.2 全球最大的电子产品消费市场成为自主发展的基础	10
5.3 完整的半导体产业链配套助力产业升级	10
5.5 半导体产业发展的下半场：自主发展正当时	12

图表目录

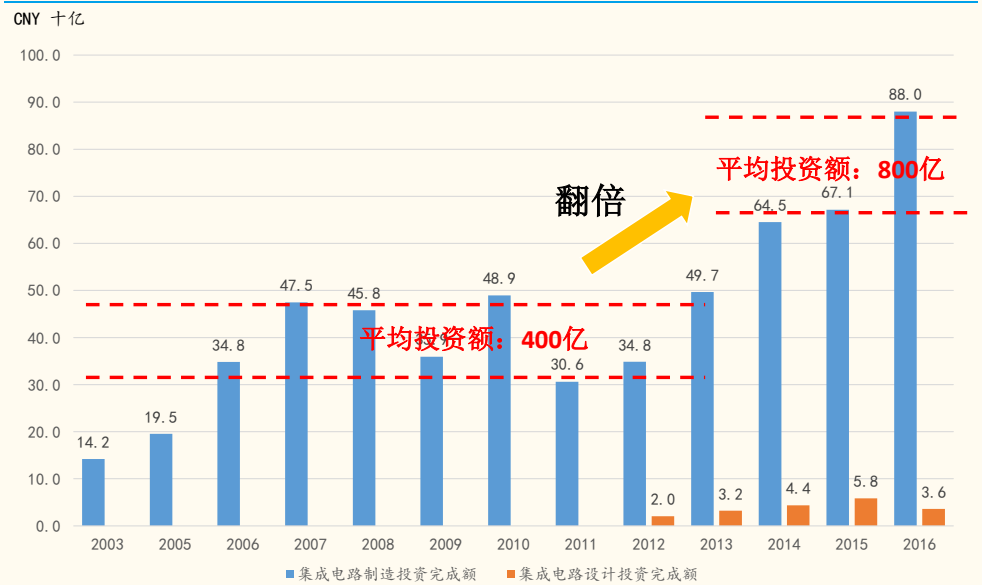
图表 1：集成电路制造和集成电路设计投资额	3
图表 2：国内封测企业的并购发展历程	4
图表 3：紫光系并购发展历程	4
图表 4：2010-3Q18 A 股半导体企业商誉规模（百万）及增速	5
图表 5：A 股半导体企业商誉中位数及最大值变化情况（百万）	5
图表 6：2010-2018 年 A 股半导体公司中年度商誉最大的企业	6
图表 7：3Q18SW 电子细分板块的商誉规模（百万）	6
图表 8：3Q18SW 电子细分板块的商誉占比	6
图表 9：3Q18 半导体行业公司商誉/净资产比例（%）	7
图表 10：2010-2017 半导体行业商誉减值的公司数量及占比	7
图表 11：2010-2017 半导体行业商誉减值总规模及占净利润的比值	8
图表 12：2017 年发生商誉减值的 5 家公司及占净利润比例（百万）	8
图表 13：A 股半导体公司业绩承诺到期数量	9
图表 14：2014-2015 年 A 股半导体行业并购公司平均业绩承诺完成度	9
图表 15：国内半导体产业链各环节龙头企业	11
图表 16：大基金在半导体产业链的投资布局情况	11

一、半导体产业发展的上半场：外延并购扩张之路

1.1 2014年以后中国半导体产业加速崛起

我国半导体产业从 2014 年以后开始加速发展，从 wind 统计的集成电路制造投资额作为观测指标可以发现，2014 年以后我国在集成电路领域的投资额从过去平均每年 400 亿左右的投入实现了翻倍，达到 800 亿左右，标志着无论是社会资本还是国家政策都开始向这个领域倾斜。由于我国在半导体领域的基础较为薄弱，所以在行业发展之初大部分的制造技术和工艺还是通过中外合资办厂开始逐步积累起来的。从日本、韩国和中国台湾的半导体产业转移的历史也可以发现，这些国家和地区最初也是开始从技术要求较低、对于劳动力比较优势要求比较大的行业的封装测试环节开始启蒙，直至形成全产业链的协同发展并逐步成为全球半导体产业强国，实现整个经济产业结构的升级，也能够最终跨越了中等收入陷阱的魔咒。我们认为现阶段我国集成电路的发展也承担了国家实现经济结构升级调整的重任，只有通过封装测试、晶圆制造、芯片设计以及半导体材料和设备厂商各个环节的协同发展才能实现半导体产业的做大做强。

图表 1：集成电路制造和集成电路设计投资额

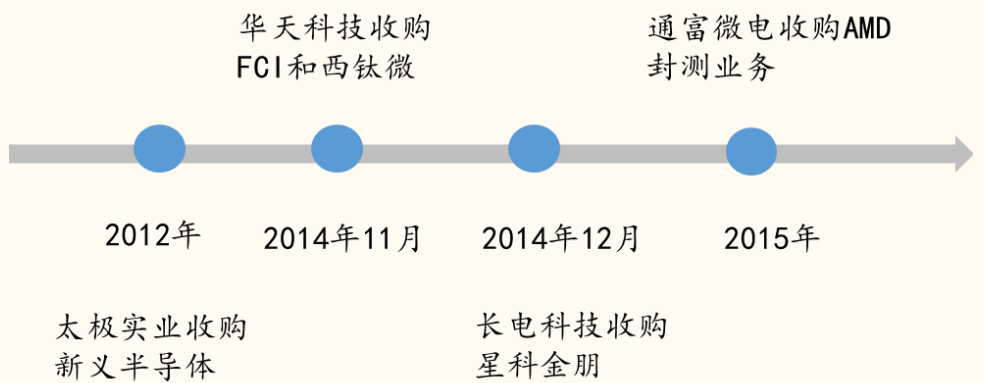


来源：wind，国金证券研究所

1.2 并购式扩张造就国内三大封测巨头

对比日本、韩国和中国台湾等地区的半导体产业发展历史，我们发现技术门槛较低、更依赖资金投入和劳动力比较优势的封装测试环节都是这些地区最先发展起来的优势领域。目前我国在封测行业也形成了长电科技、华天科技、通富微电、晶方科技以及太极实业为行业领头羊的市场竞争格局，而且外延式并购扩张对我国在封测领域实现弯道超车起到了决定性的作用。2014 年 11 月和 12 月华天科技先后收购了 FCI 和西钛微电子，率先跨入国际封测大厂的行列。2014 年 12 月长电科技携手大基金以 47.8 亿收购了当时全球排名第四位的新加坡封测巨头星科金朋，奠定了今日国内封测行业的龙头地位。次年 10 月通富微电和国家集成电路基金联手将全球半导体大厂超微半导体（AMD）位于新加坡的封测代工厂收入囊中，一跃成为如今全球排名第六的封测巨头。通过并购实现快速扩张后，如今我国封测企业不仅在技术和规模上不输国际大厂，而且依托中国快速成长的半导体产业，我们预计未来三年国内封测行业的复合增速也远高于国际厂商的两倍以上。此外几家国内封测厂商虽然毛利率水平偏低，但是营业利润率，净资产收益率和折旧前利润率和国际大厂的差距以及缩小至 5% 以内。

图表 2：国内封测企业的并购发展历程



来源：公司公告，国金证券研究所

1.3 紫光系的并购之路

不仅在封装测试行业通过并购实现了行业的快速发展，作为国内芯片设计领域的龙头紫光集团同样借助并购的力量推动国内 IC 设计产业实现跨越式发展。紫光集团于 2013 年收购展讯通信，次年 2014 年收购锐迪科，并于 2016 年将两者整合为紫光展锐。凭借紫光展锐在移动通信基带芯片、射频芯片、物联网芯片、电视芯片、图像传感器芯片等领域的核心技术，紫光集团成为国内芯片设计的龙头企业。2016 年，紫光国芯与武汉新芯公司合并，在武汉成立了长江存储，正式进入存储器芯片制造领域，肩负起国内存储器芯片领域从零突破的重任。2017 年 3 月紫光再下一城，从台湾南茂科技手中购得其子公司上海宏茂 54.98%，成功布局存储封测领域，可以说并购的力量让紫光集团在半导体领域的版图迅速扩大，成为国内的“三星电子”。

图表 3：紫光系并购发展历程



来源：公司公告，国金证券研究所

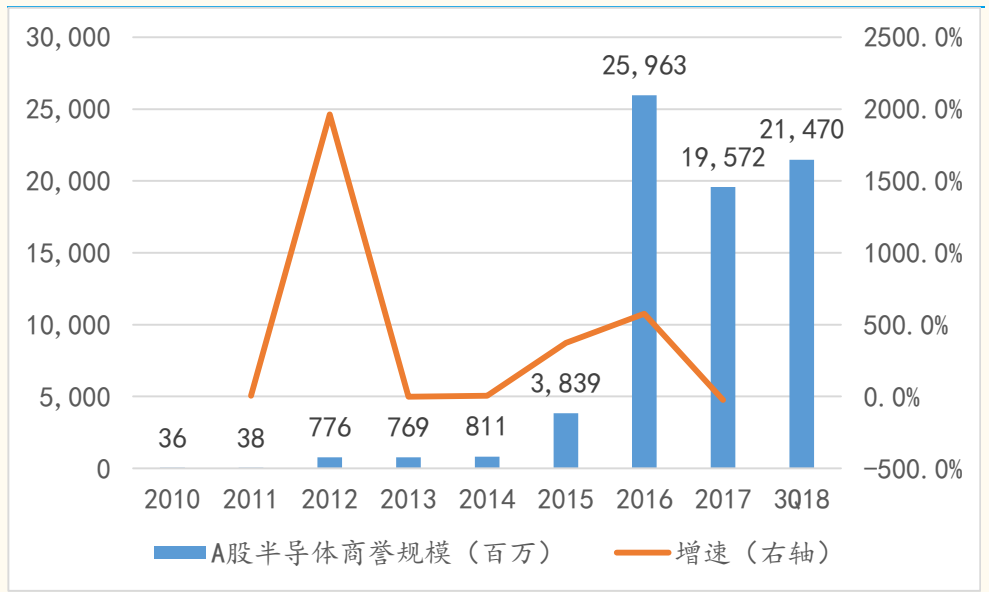
二、A股半导体企业商誉面面观

半导体产业的发展之初依靠积极的外延并购发展自然产生较多的商誉，近期证监会发布了企业商誉减值风险提示公告，要求在上市公司在商誉减值的测试、评估、审计等方面进一步规范，减少企业对于商誉减值的随意性，说明监管层开始加强对于上市公司商誉减值的管理和规范，接下来我们以半导体板块中的公司作为样本分析整个半导体行业内企业的商誉减值风险水平。

2.1 半导体板块商誉存量规模已达 215 亿

截止 2018 年 3 季度，A 股半导体企业的商誉总和约为 215 亿，从图表 4 可以发现在 2010 年至 2018 年半导体行业经历两轮大的并购潮，第一次发生在 2012 年，商誉规模增同比激增了 20 倍，第二次行业大规模并购发生在 2015-2016 期间，整个行业的商誉在 2015 年和 2016 年先后大幅上涨了 374%和 576%。从绝对值来看，2016 年半导体公司的商誉规模达到顶峰，2017 年开始下降，降幅接近 25%，也是商誉规模呈现首次下降，不过到了 2018 年三季度行业整体商誉规模重新回到上升阶段。

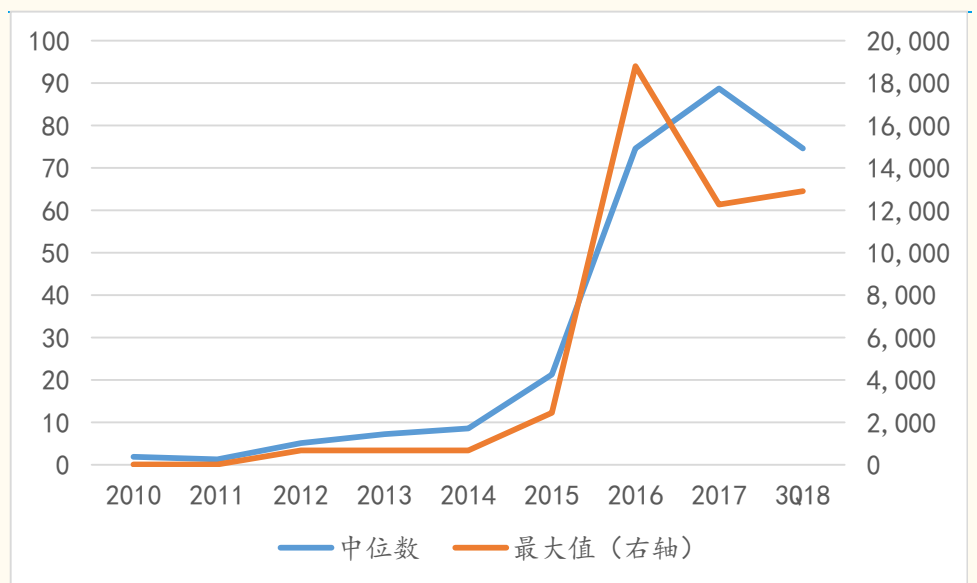
图表 4：2010-3Q18 A 股半导体企业商誉规模（百万）及增速



来源：wind，国金证券研究所

从行业商誉增加的中位数和最大值来看，二者呈现出同样的“指数增长”趋势，行业商誉规模的中位数和最大值均在 2016 年出现了指数级攀升，我们认为主要原因是 2016 年行业并购数量大幅增长所致。

图表 5：A 股半导体企业商誉中位数及最大值变化情况（百万）



来源：wind，国金证券研究所

我们统计了从 2010 年至 2018 年 8 年间 A 股半导体行业中商誉最高的公司先后为：大港股份（2010-2011），紫光国微（2012-2014），长电科技（2015）和纳思达（2016-3Q18）。长电科技是国内的封测龙头，紫光系则担负起国内存储器拓荒的重任，长电科技和紫光集团借助并购一方面实现了自身的快速发展，另一方面也推动了国内半导体产业的快速成熟。2016 年以后，纳思达先后进行了多次并购成为行业商誉最高的企业。

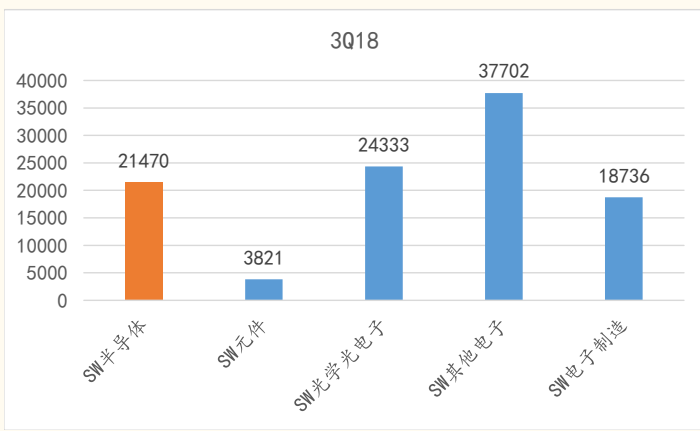
图表 6：2010-2018 年 A 股半导体公司中年度商誉最大的企业

证券简称	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	3Q18
纳思达						38	18,810	12,279	12,901
长电科技						2,462	2,665	2,511	2,643
国民技术			55	55	55	55	55	55	1,082
通富微电							1,097	996	1,072
紫光国微			686	686	686	807	807	807	807
欧比特						230	752	752	752
大港股份	24	24	24	9	9	9	580	580	580

来源：wind，国金证券研究所

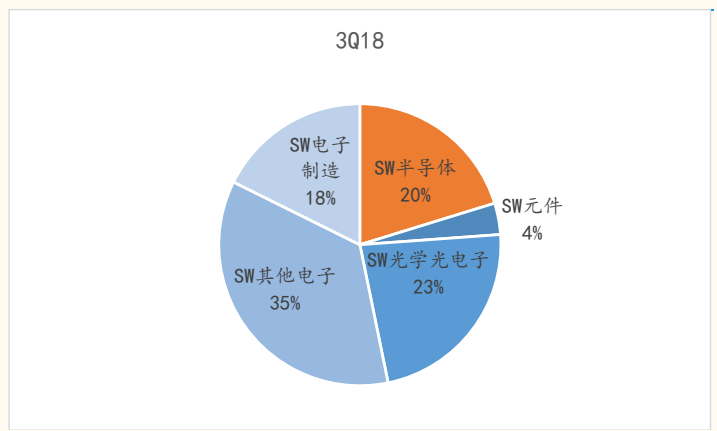
半导体属于整个电子板块的细分行业，国金证券策略组专题报告《商誉减值，一把“达摩克利斯之剑”》中，对于 A 股电子行业在 3Q18 的商誉规模测算达到 869.64 亿元，半导体板块的商誉占整个电子产业的商誉估值约为 20%。以整个 A 股高达 1.45 万亿的商誉规模来看，半导体板块的商誉仅占不到 1.5%，相对影响较小的板块。

图表 7：3Q18SW 电子细分板块的商誉规模（百万）



来源：wind，国金证券研究所

图表 8：3Q18SW 电子细分板块的商誉占比

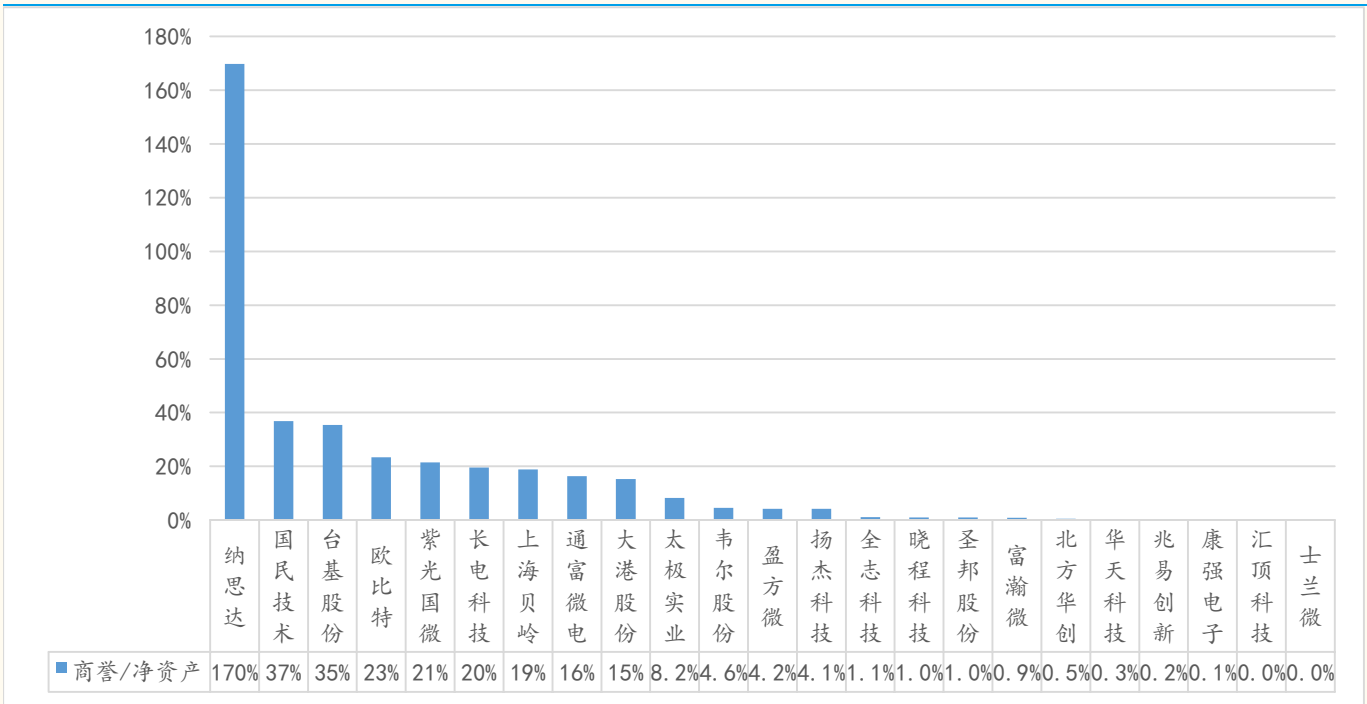


来源：wind，国金证券研究所

2.2 半导体行业中商誉占净资产比例前十的公司

参照 SW 半导体指数中 33 家企业作为观测样本，截止 2018 年三季度，A 股半导体行业中含有商誉的企业一共有 23 家，占比约为 70%，按照企业商誉占净资产的比例进行统计，我们发现排在前十的企业依次是纳思达（170%），国民技术（37%），台基股份（35%），欧比特（23%），紫光国微（21%），长电科技（20%），上海贝岭（19%），通富微电（16%），大港股份（15%）和太极实业（8.2%）。其中占比最大的纳思达的商誉甚至远超过净资产数额，大幅商誉增长源于公司在 2016 年收购打印行业贵族 lenmark 而产生的巨额商誉，近两年随着商誉大幅减值也使得公司经营数据不容乐观。排名第二的国民技术由于是在收购斯诺实业产生的巨额商誉，紫光国微和长电科技近几年收购动作较为频繁也积累了较高的商誉。

图表 9：3Q18 半导体行业公司商誉/净资产比例 (%)



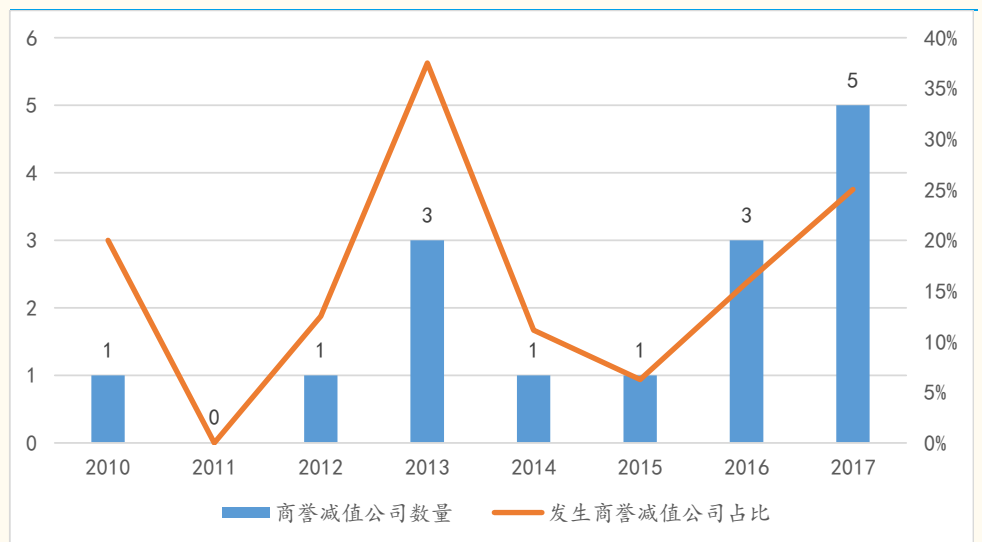
来源：wind，国金证券研究所

三、商誉减值规模分析

3.1 2013 年和 2017 年迎来商誉减值高峰期

虽然半导体产业由于借助并购实现快速发展的同时积累的较大的商誉规模，而且整个行业中含有商誉的公司占比达到 70%，但是我们发现从 2010-2017 年间发生商誉减值的公司数量并不多。在 2013 年和 2017 年迎来两次减值小高峰，主要原因在于这两个峰值年份之前都是商誉高增长的阶段，因此我们认为在商誉增长达到高峰的时候，次年商誉减值的风险也是显著提升。

图表 10：2010-2017 半导体行业商誉减值的公司数量及占比



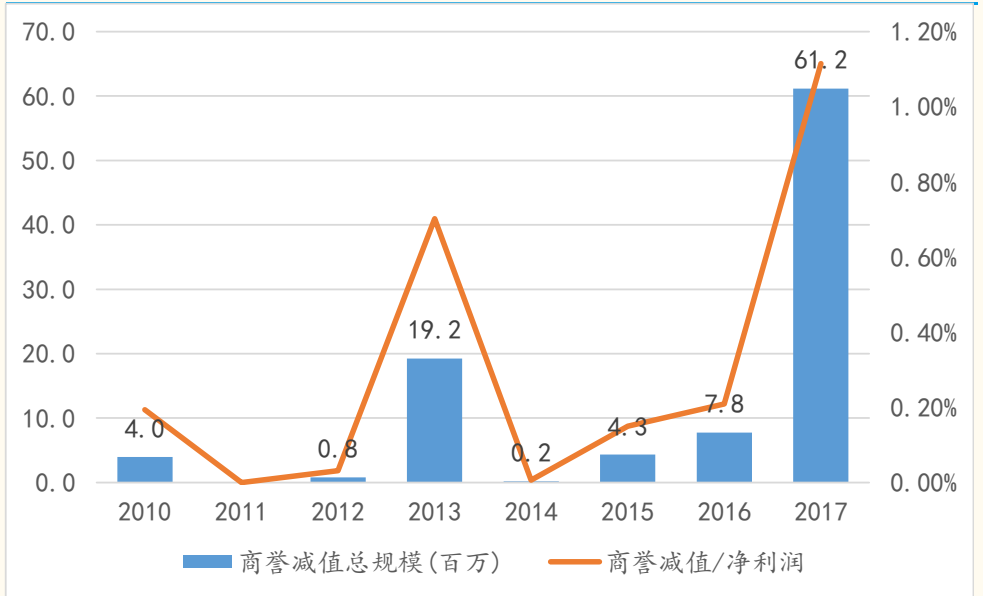
来源：wind，国金证券研究所

3.2 商誉减值对于企业净利润影响有限

2017 年半导体行业商誉减值总规模大幅增长接近 7 倍，达到 6120 万的历史新

高，商誉减值总规模的两个高峰与商誉减值公司数量的高峰相对应，均发生在2013年和2017年，相比于2017年中小板和创业板商誉占净利润的比例高达3.56%和15.28%而言，半导体板块公司的商誉减值占比相对较低。即使在2017年商誉减值的高峰也只有1.1%左右，整体来看和主板市场中0.42%的商誉减值比例接近，属于商誉减值风险较低的板块。

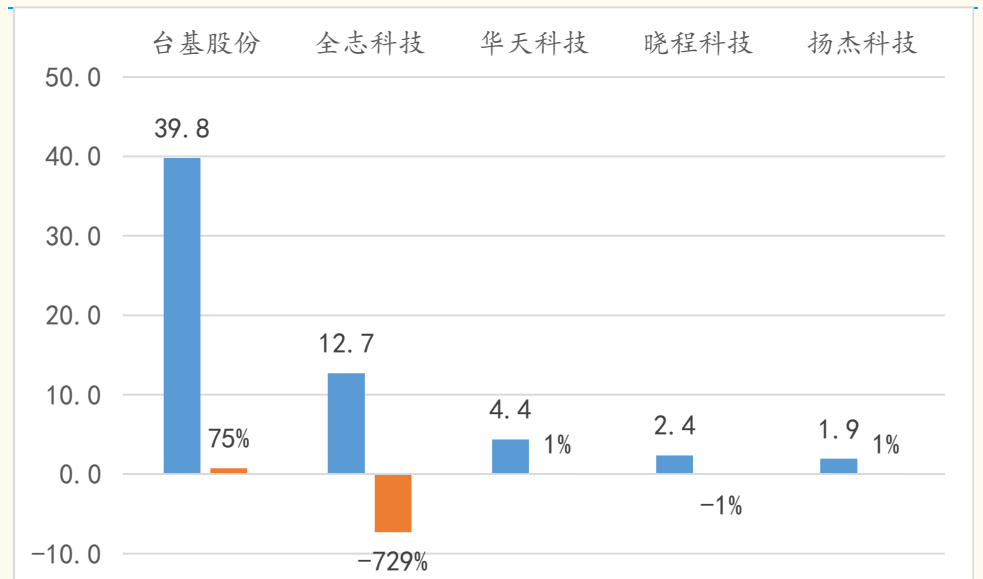
图表 11: 2010-2017 半导体行业商誉减值总规模及占净利润的比值



来源: wind, 国金证券研究所

随着行业商誉的累积，行业内公司发生商誉减值的数量也在增长，以2017年作为观测窗口，我们发现2017年A股半导体行业一共有5家企业发生商誉减值，其中商誉减值规模最大的是台基股份，减值规模接近4000万，占当年净利润的比例高达75%，减值风险最高。其次是全志科技减值数额高达1300万，巨额的资产减值也拖累公司的净利润转负。国内封测大厂华天科技的商誉减值达到440万，但是占总体净利润的比例仅有1%，而国内功率半导体龙头扬杰科技也有200万左右的减值，同样占净利润比例也只有1%，风险较低。

图表 12: 2017 年发生商誉减值的 5 家公司及占净利润比例 (百万)



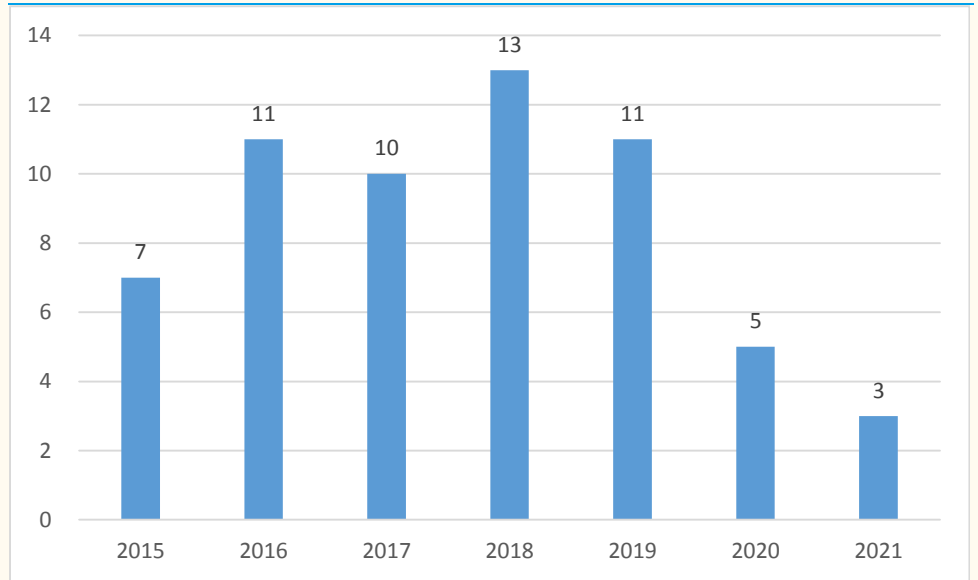
来源: wind, 国金证券研究所

四、半导体行业公司业绩承诺分析

4.1 A股半导体行业公司业绩承诺到期数量及结构分布

2018年半导体行业公司的业绩承诺到期数量较2017年仍有增长。在半导体行业发生并购重组的高峰时期是在2012年和2016年，所以2018年公司业绩承诺的到期数仍然较大。随着2018年下半年半导体产业进入下行周期，大量的业绩承诺如果无法兑现，在商誉减值测试监管政策趋严的背景下，A股半导体公司发生较大商誉减值的风险依然不容小觑。

图表 13：A股半导体公司业绩承诺到期数量

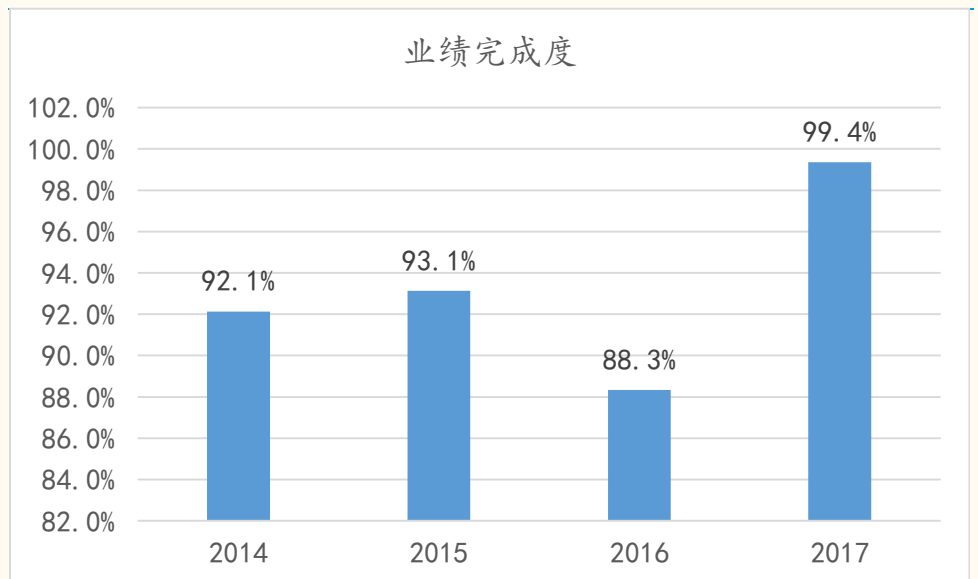


来源：wind，国金证券研究所

4.2 A股半导体行业公司的“一诺千金”

2017年半导体行业高景气，公司业绩承诺完成度接近100%。2017年半导体行业在服务器市场和加密货币的旺盛需求刺激下，整个产业呈现高增长态势，2017年半导体行业内公司的平均业绩承诺完成度几乎达到100%。但是我们预计在2018年行业景气度下降的背景下，A股半导体行业的业绩承诺完成度存在较大的下滑风险。

图表 14：2014-2015年A股半导体行业并购公司平均业绩承诺完成度



来源：wind，国金证券研究所

总结

通过前文的分析可以看出半导体产业发展之初虽然并购较多，但是发生减值损失的企业占比还是较少，而且即使有所减值，但是占到净利润的比例也不大，所以我们认为目前 A 股半导体公司的减值风险相对较低。

五、中国半导体发展的下半场：自主发展正当时

5.1 国内并购监管松绑，国外限制加强

虽然国内对于行业并购的政策开始放松，但是国外对我国企业出海并购的限制日益加重。近日美国贸易代表办公室（USTR）发布了一份报告更新了其关于中国有关技术转让、知识产权和创新的行为、政策和做法的 301 调查信息。在这份报告中，美国政府强调了中国加大对于美国高科技新兴企业的投资可能造成的威胁，而且美方指控中国风险投资公司在美国的投资在向中国进行技术转移中发挥了重要作用。不仅美国开始警惕中国海外投资的步伐，而且欧盟也开始释放同样的信号。欧盟首次草拟条例，要在全欧盟范围内阻止可能威胁到国家安全的外国投资项目。我们认为在中美贸易战持续加剧的背景下，我国企业在半导体等的尖端科技领域进行并购海外遇到的阻力将会空前提升，而且未来通过海外并购在高端制造和新兴科技产业实现弯道超车的机会将越来越少。

5.2 全球最大的电子产品消费市场成为自主发展的基础

虽然通过海外并购的发展道路愈发艰难，但是我们认为中国半导体的产业发展的下半场需要通过自主发展提升产业的竞争力。半导体产业的本质是电子产品上游的高科技制造业，而我国是全球最大的电子产品消费市场和全球最大的电子产品制造基地，无论是每年出货量高达 15 亿台手机，3.5 亿台 PC、数亿台家电产品，还是未来即将在国内出现爆发式增长的物联网，汽车电子以及人工智能等新的电子产品应用需求，这些因素都成为推动我国半导体产业发展的新的驱动力。我们预计中国半导体市场占全球的份额将从 2017 年的 50% 增加至 2025 年的 60%。从国内指纹芯片汇顶科技发展来看，随着国内手机品牌在全球智能手机市场的占有率大比例提升之后，国产指纹识别芯片在市场上的占有率迅速提升，成为全球领先的传感芯片企业。相信未来在家电领域的 MCU 厂商和电动车领域的功率半导体厂商都将随着国内的家电市场和电动车品牌在全球市场的提升而实现自主发展的目标。

5.3 完整的半导体产业链配套助力产业升级

除了巨大的电子产品制造基地和全球最大的电子消费品市场，我国在半导体全产业链的发展相对均衡，具备完整的半导体产业链。在半导体产业链最核心的制造环节，主打先进制程工艺的中芯国际和成熟制程工艺的华虹半导体已经进入全球前十大代工厂的行列，在下游的封测环节已经形成以长电科技，通富微电和华天科技为代表的逻辑封测厂和以太极实业为代表的存储芯片封测厂。随着中下游环节在产业链的竞争力逐渐提升，上游环节也取得了长足的进步。在无晶圆设计领域，华为海思和紫光展锐已经成为国内通讯芯片领域的引领者，在物联网和车用电子领域大放异彩的 MCU 行业龙头华大半导体和兆易创新逐步打破国际巨头的垄断，实现了 32bit 等在工控和车用领域的 MCU 产品的突破。并购北京豪威科技的韦尔股份和自主创新发展的汇顶科技在传感器芯片领域有着强大的技术研发能力。此外在设备和材料领域由于国家 02 科技专项的提前布局，几乎所有的关键材料和制造设备我国都能够实现国产化技术的积累，避免了半导体产业的发展进程被国际企业限制的窘境。

图表 15：国内半导体产业链各环节龙头企业

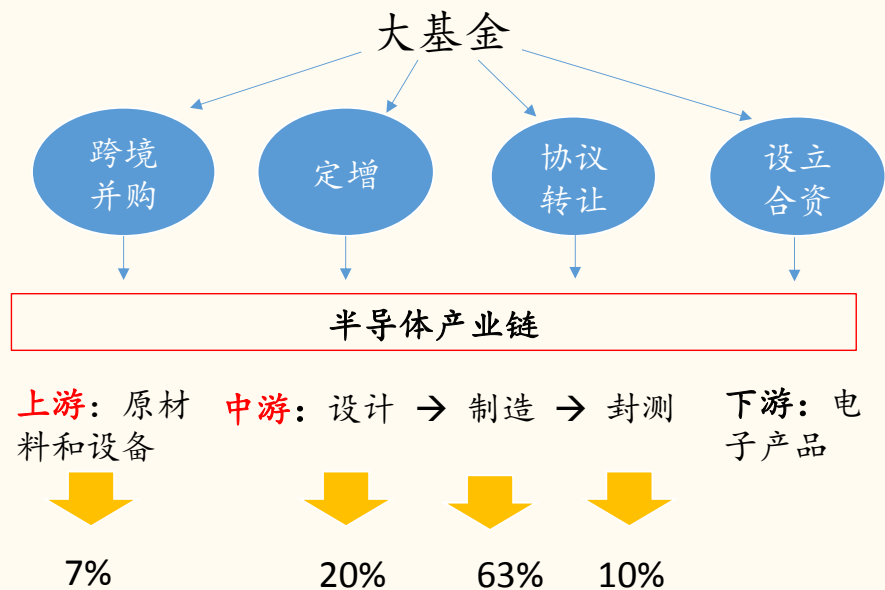
半导体上游			半导体中游	半导体下游
材料	设备	设计	制造	封测
大硅片—新昇半导体，中环股份 光刻胶—苏州瑞红 溅射靶材—江丰电子 抛光垫—鼎龙股份 抛光液—安集微电子 电子气体—中船重工 湿电子化学品—江化微	光刻机—上海微电子 蚀刻机—北方华创，中电科 氧化炉—北方华创 离子注入机，CMP 抛光机—中电科 清洗机—盛美半导体	存储芯片—长江存储，合肥长鑫 MCU—华大半导体，兆易创新 传感器芯片—韦尔股份，汇顶科技 通讯芯片—华为海思，紫光展锐	先进制程 中芯国际 成熟制程 华虹半导体	传统逻辑封测 长电科技 华天科技 通富微电 晶圆级逻辑封测 晶方科技 存储封测 太极实业

来源：公司公告，国金证券研究所

5.4 大基金的穿针引线促进产业链协同发展

大基金第一期募集资金为 1387 亿元，截止到 2017 年底大基金累计持有 A 股或 H 股共 24 家上市公司，投资范围涵盖 IC 产业上、下游。制造、设计、封测、设备材料等产业链各环节投资比重分别是 63%、20%、10%、7%。具体从产业链不同环节分析，制造环节投资比重最高，因为这个环节是对于资金需求量最大，技术门槛最高的行业，此外大基金对于国内主要的 5 家封测企业已经全部投资，通过大基金的穿针引线，产业链的协同效应可以大幅提升，例如晶圆制造厂和封测厂的联系可以更加紧密。

图表 16：大基金在半导体产业链的投资布局情况



来源：公司公告官网等公开资料整理，国金证券研究所

5.5 半导体产业发展的下半场：自主发展正当时

虽然政府监管层面开始放松对于行业并购重组的限制并且出现积极鼓励行业并购的信号，但是国际环境对我国半导体企业出海并购并不乐观。中美贸易摩擦加剧的背景下美国政府开始警惕中国海外投资的步伐，而且欧盟也开始释放同样的信号，欧盟计划首次草拟条例，要在全欧盟范围内阻止可能威胁到国家安全的外国投资项目。我国半导体产业通过外延式并购完成了初期的技术积累，我们认为在我国集成电路发展的下半场很难再通过海外并购的发展模式实现进一步的突破，自主发展将成为下一个阶段发展的核心。由于我国是全球电子产品制造基地也是全球最大的电子产品消费市场，巨大的下游需求成为半导体产业快速发展的推动力，而且我国在半导体全产业链的发展相对均衡，具备完整的半导体产业链，叠加在国家大基金入主核心半导体公司之后积极引导各个环节的协同发展的优势，我们认为下个阶段我国半导体产业自主发展将成为主旋律。

风险提示：

- 1) 半导体产业衰退幅度超过预期，造成 A 股半导体产业在 2018 年和 2019 年承诺业绩不达预期，商誉减值大幅降低企业盈利水平。
- 2) 中美贸易摩擦进一步升级，我国半导体产业的发展进程被严重拖累。
- 3) 作为半导体下游的电子产品需求大幅下滑，例如智能手机手机、汽车电子和智能家居的需求大幅下滑。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应对本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道4001号

时代金融中心7GH