国联证券 GUOLIAN SECURITIES

2019 年 05 月 16 日

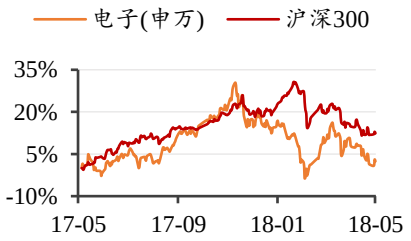
行业周期探底，把握结构性机会

电子行业

投资建议： 优异

上次建议： 优异

一年内行业相对大盘走势



投资要点：

➢ **营收增速回落，2019Q1企稳**

2018 年电子行业上市公司营业收入合计 9186 亿元，同比增长 20.36%。行业增速同比大幅下滑，我们认为其主要原因是电子行业处在新旧动能转换周期中，消费电子需求放缓，新应用仍在建设中，同时叠加中美贸易摩擦需求抑制。2019 年一季度电子行业营业收入 2164 亿元，同比增长 22.12%，初现企稳态势。我们预计随着 5G 建设的推进，电子行业将重获动能。

➢ **半导体自主可控势在必行**

受下游需求疲弱影响，半导体板块营收增速有所放缓，半导体行业进入周期下行。但我们认为长期来看国内半导体行业仍具备广阔的成长空间：一方面由于国家政策扶持，各类产业基金持续投入；另一方面自主可控，国产替代需求强烈，都促使半导体产业向国内转移。

➢ **创新带动电子制造回暖**

2018 年以来受智能机库存调整的影响，电子制造板块营收增速放缓。我们认为随着 5G 逐步商用，新应用的推广，各类终端数量将快速增长，电子制造行业营收增速将有所回升。

➢ **电子元件抗周期波动强**

电子元件作为电子行业的基础，抗周期波动能力强，也最能反应整个电子行业的景气度，电子元件行业增速自 18 年 1 季度以来持续增长，一方面由于原材料涨价及供需关系导致部分产品价格上涨，另一方面国内厂商扩产，产业持续向国内转移导致。

➢ **光学光电子供需关系仍未缓解**

光学光电子仍处于周期底部，行业供过于求情况为改善，导致价格持续下跌。我们认为未来随着 mini LED、超高清视频等应用兴起，供给过剩有望逐步缓解，带动行业回暖。

➢ **建议关注创新驱动及自主可控带来的机会**

对于 2019 年电子行业下半年投资思路：我们认为电子行业处在周期下行中，下半年随着 5G 的逐步商用，有望拉动行业需求，特别是对各类电子元件产品的需求，电子元件行业将持续向好。经过多年的技术积累，国内企业已不再是在中低端产品上红海厮杀的角色，已经在多个领域技术上与国外企业可以一决高下。

同时建议关注 5G 新应用、MiniLED、MicroLED、8K+5G 从需求侧带来的成长机会，无论是电子制造还是光学光电子都将受新应用拉动，行业见底回暖。同时贸易摩擦反复，中国作为全球最大的半导体消费市场，自主可控迫在眉睫，建议关注国产替代空间。

➢ **风险提示**

半导体国产替代进度不达预期，光学光电子新应用商用不达预期，消费电子出货量不达预期，电子元件价格波动剧烈，贸易摩擦反复，汇率大幅波动。

顾玮玮 分析师

执业证书编号：S0590519020001

电话：0510-85607670

邮箱：guww@glsc.com.cn

邵宽 研究助理

电话：0510-85607875

邮箱：shaok@glsc.com.cn

相关报告

1、《贸易摩擦反复，IC 税收优惠政策延续》《电子》

2、《大尺寸面板市占率剧增，国内厂商改变行业格局》

3、《Mini Led 引领新型显示，各大厂加大布局》《电子》

请务必阅读报告末页的重要声明

正文目录

1 2018 年电子行业营收增速回落，19 年 1 季度放缓 3
1.1 2018 营收增速回落，2019Q1 企稳 3
1.2 行业周期下行，整体盈利能力下滑 4
2 电子各子行业分析 6
2.1 半导体国产替代自主可控 6
2.2 电子制造 2019Q1 逐步回暖 7
2.3 电子元件抗周期波动能力强 10
2.4 光学光电子供需关系仍未缓解 12
3 电子行业投资策略 14
3.1 半导体关注自主可控国产替代 14
3.2 光学光电子关注新应用拉动需求端增长 14
3.3 电子制造关注新产品应用市场渗透率提升 14
3.4 电子元件关注 5G 落地拉动产品需求 14
4 风险提示 15

图表目录

图表 1：电子行业年度营收及增速 3
图表 2：电子行业季度营收及增速 3
图表 3：电子行业年度归母净利及增速 4
图表 4：电子行业季度归母净利及增速 4
图表 5：近年电子行业销售毛利率和净利率 4
图表 6：电子行业费用率情况 5
图表 7：电子行业存货周转天数 5
图表 8：半导体行业年度营收及增速 6
图表 9：半导体行业季度营收及增速 6
图表 10：半导体行业销售毛利率及净利率 6
图表 11：半导体行业在建工程（亿元） 7
图表 12：半导体行业存货周转天数 7
图表 18：电子制造行业年度营收及增速 8
图表 19：电子制造行业季度营收及增速 8
图表 20：电子制造行业销售毛利率及净利率 8
图表 21：电子制造行业在建工程（亿元） 9
图表 22：电子制造行业存货周转天数 9
图表 23：电子元件行业年度营收及增速 10
图表 24：电子元件行业季度营收及增速 10
图表 26：电子元件行业销售毛利率及净利率 10
图表 27：电子元件行业在建工程（亿元） 11
图表 28：电子元件行业存货周转天数 11
图表 13：光学光电子行业年度营收及增速 12
图表 14：光学光电子行业季度营收及增速 12
图表 15：光学光电子行业销售毛利率及净利率 12
图表 16：光学光电子行业在建工程（亿元） 13
图表 17：光学光电子行业存货周转天数 13

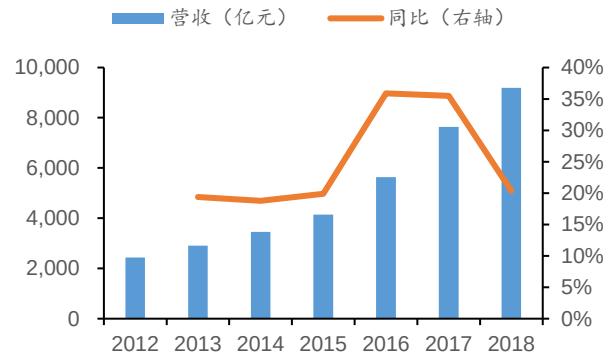
数据选择：我们选用申万行业分类中的电子一级行业作为分析对象，对 161 家电子行业上市公司（剔除海康威视、大华股份以及业绩异常波动个股）的业绩情况进行分析。

1 2018 年电子行业营收增速回落，19 年 1 季度放缓

1.1 2018 营收增速回落，2019Q1 企稳

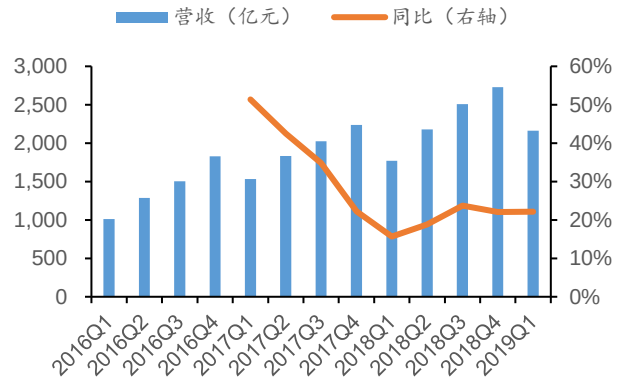
2018 年电子行业上市公司营业收入合计 9186.23 亿元，同比增长 20.36%。电子行业营收增速自 2017 年以来持续下滑，同比减少近 15 个 PCT。我们认为主要原因是电子行业处在新旧动能转换周期中，消费电子需求放缓，新应用仍在建设中，同时叠加中美贸易摩擦需求抑制。2019 年一季度电子行业营业收入 2163.50 亿元，同比增长 22.12%，增速相较 2018Q3 和 2018Q4 保持平稳，主要贡献自电子元件和电子制造板块。2019Q1 营收增长同比有所恢复，但仍在低位运行，电子行业仍处在周期底部。

图表 1：电子行业年度营收及增速



来源：Wind，国联证券研究所

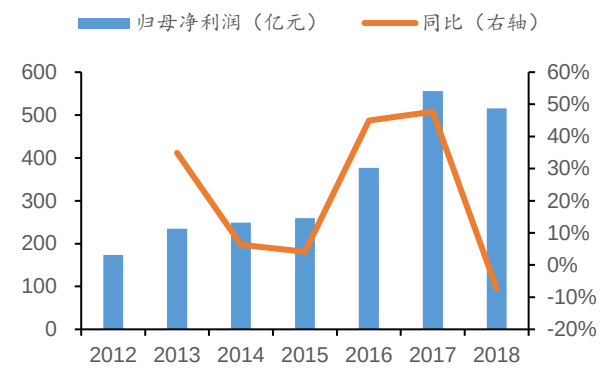
图表 2：电子行业季度营收及增速



来源：Wind，国联证券研究所

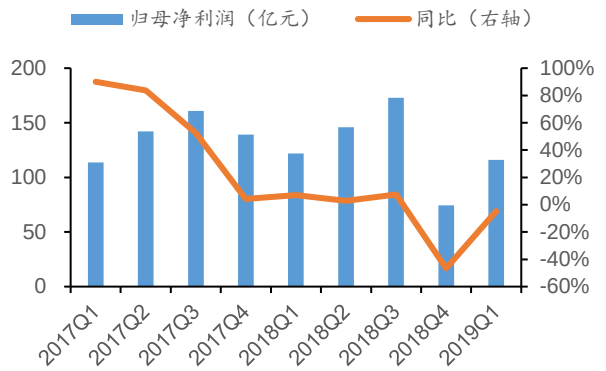
2018 年电子行业归属母公司股东净利润为 515.36 亿元，同比减少 7.31%。分拆季度来看，2018 年前三季度电子行业归母净利仍维持 2017 年 4 季度个位数的增速，2018 年四季度则下跌至-46.6%。到 2019 年 1 季度电子行业归母净利润达 115.95 亿元，同比下降 4.78%。我们认为电子行业业绩大幅下滑主要原因是行业需求低迷，竞争加剧，库存增加，以及带来的计提商誉影响。

图表 3：电子行业年度归母净利及增速



来源：Wind，国联证券研究所

图表 4：电子行业季度归母净利及增速

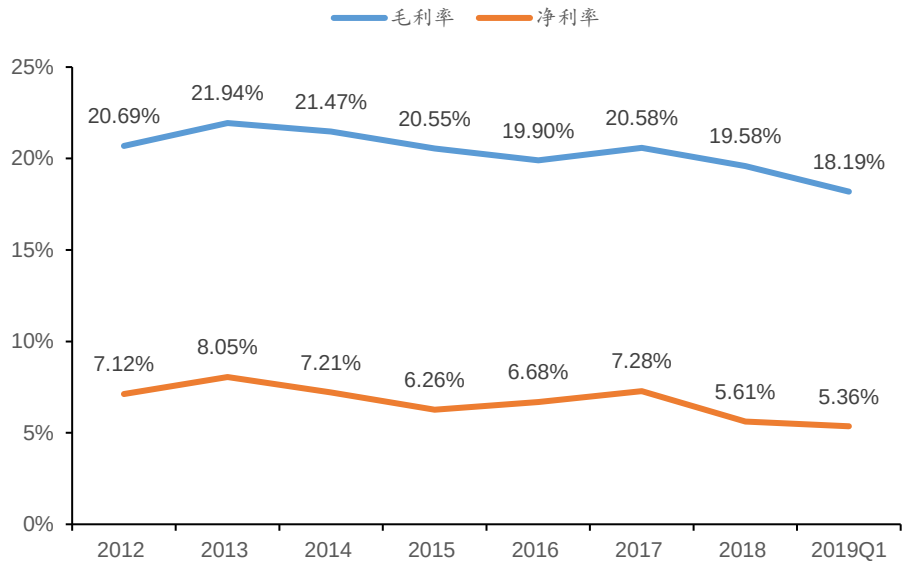


来源：Wind，国联证券研究所

1.2 行业周期下行，整体盈利能力下滑

电子行业 2018 年整体毛利率和净利率分别为 19.58%和 5.61%，较 2017 年分别下降 1 个基点和 1.67 个基点。我们认为 2018 年电子行业盈利能力下滑，主要受消费电子市场景气度下滑，以及面板、LED 等产品供过于求导致产品跌的价影响。2019 年 Q1 行业盈利水平则持续了 18 年的下滑态势，毛利率和净利率分别为 18.19%和 5.36%，同比下滑 1.62 和 1.51 个基点，但较去年四季度，降幅有所收窄。

图表 5：近年电子行业销售毛利率和净利率

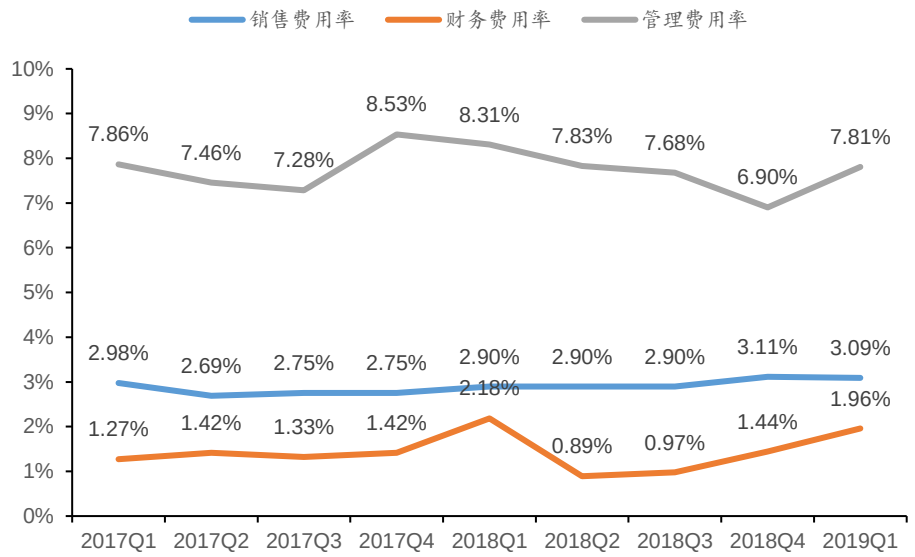


来源：Wind，国联证券研究所

从三费来看，2018 年管理费用率为 8.39%，同比提高 0.58 个基点，2019 年 1 季度管理费用率为 7.81%，同比下降 0.5 个基点。2018 年电子行业销售费用率为 2.96%同比上升 0.18 个基点，2019 年 1 季度销售费用率为 3.09%，同比提高 0.19 个基点。电子行业 2018 年财务费用率为 1.33%，同比下降 0.03 个基点，而 2019 年 1 季度为 1.96%，同比下降 0.22 个基点。管理费用的提升主要由于研发费用的提升，加大研发，

提升竞争实力成为行业当务之急。

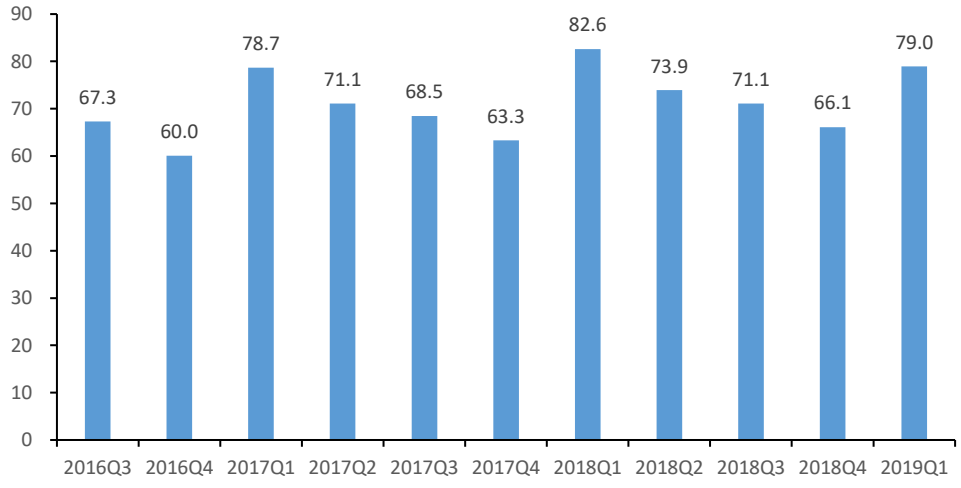
图表 6：电子行业费用率情况



来源：Wind，国联证券研究所

受到需求低迷，库存增加影响，2018 年行业存货周转天数为 67 天，同比提高 1.35 天。到 2019Q1 调整库存有好转，存活周转天数为 79 天，同比提高减少 3.6 天。

图表 7：电子行业存货周转天数



来源：Wind，国联证券研究所

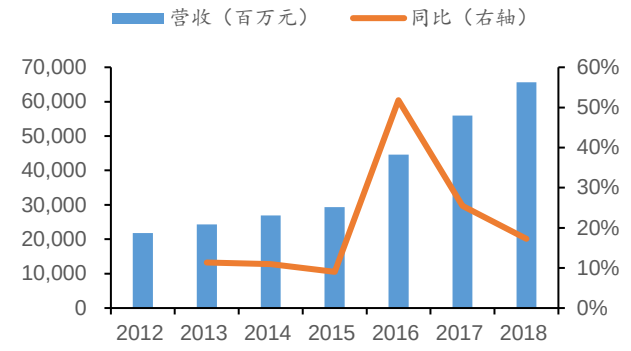
总结 2018 年电子行业的业绩，受电子行业整体需求疲弱，以及中美贸易摩擦抑制需求影响，电子板块上市公司总营收增速回落到 20%。而新增产能持续落地，部分产品供过于求导致价格大幅下跌，同时存货增加，资产减值大幅增长，行业整体盈利能力明显下滑。2019Q1 初现企稳态势，我们预计随着 5G 建设的推进，新应用的推广，电子行业需求有望逐步回暖，毛利和净利水平未来有望企稳修复。

2 电子各子行业分析

2.1 半导体国产替代自主可控

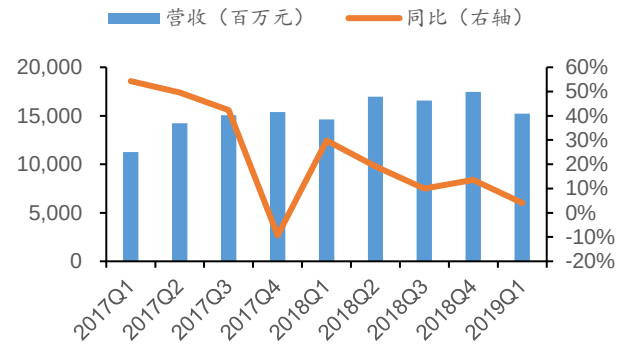
半导体行业 2018 年营收 656 亿元，同比增长 17.3%；2019 年 1 季度营收 152 亿元，同比增长 4.07%。受下游需求疲弱影响，半导体板块营收增速有所放缓，半导体行业处于周期下行。我们认为长期来看国内半导体行业仍具备广阔的成长空间：一方面由于国家政策扶持，各类产业基金持续投入；另一方面自主可控，国产替代需求强烈，都促使半导体产业向国内转移，推动国内半导体产业快速发展。

图表 8：半导体行业年度营收及增速



来源：Wind，国联证券研究所

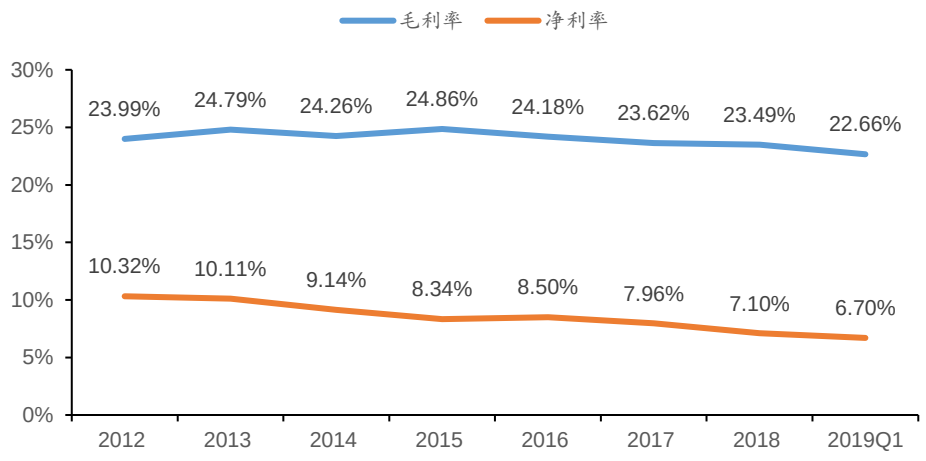
图表 9：半导体行业季度营收及增速



来源：Wind，国联证券研究所

从盈利能力看，2018 年半导体行业毛利率为 23.49%，同比下降 0.13 个基点，2019 年 1 季度毛利率为 22.66%，同比提高 0.7 个基点。2018 年半导体行业净利率为 7.10%，同比下降 0.86 个基点，2019 年 1 季度为 6.70%，同比增长 1.64 个基点。半导体行业盈利水平下滑主要受行业下行影响，我们认为随着 5G 建设的推进，将拉动行业需求，消化库存，有望在年底前回暖。

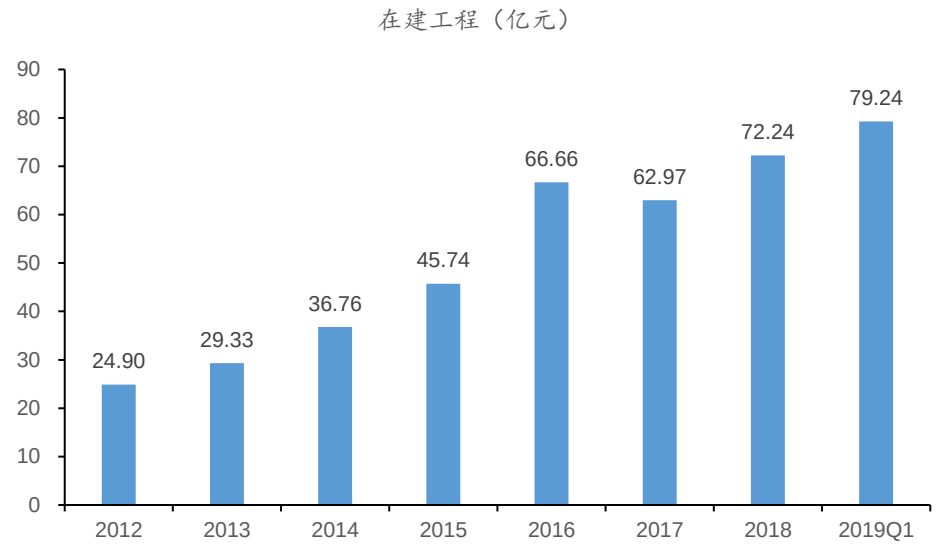
图表 10：半导体行业销售毛利率及净利率



来源：Wind，国联证券研究所

2018 年半导体行业在建工程为 72.24 亿元，同比上升 72.24%；2019 年 1 季度半导体行业在建工程为 79.24 亿元，同比上升 11.87%。受国家政策支持，国内半导体行业积极投资扩产，相关工程和设备厂商收益明显。

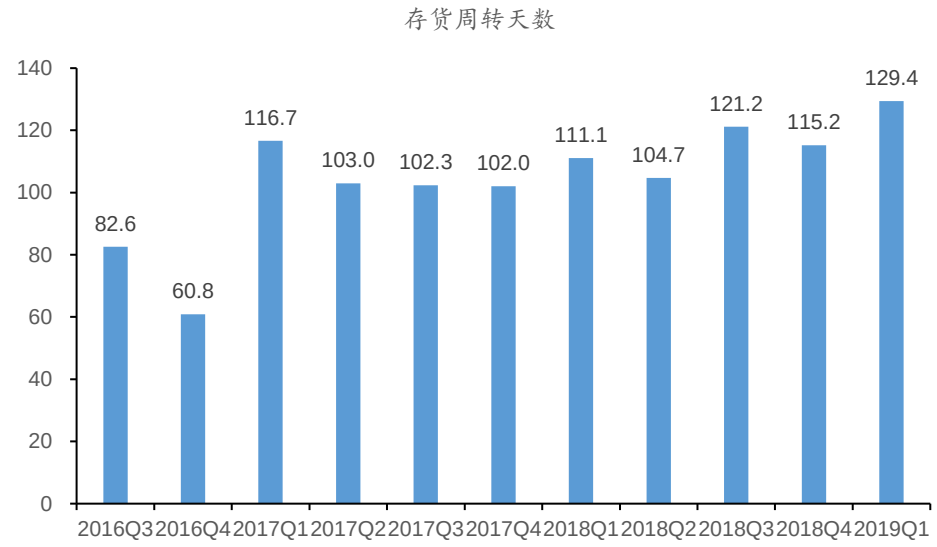
图表 11：半导体行业在建工程（亿元）



来源：Wind，国联证券研究所

半导体行业存货周转天数 2018 年为 112.1 天，同比 2017 年上升 8.2 天；2019 年 1 季度为 129.4 天，同比上升 18.3 天。半导体行业需求疲弱，库存水平提升，仍处于下行周期中。

图表 12：半导体行业存货周转天数



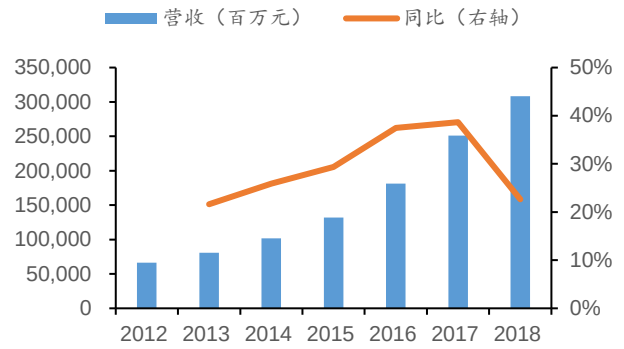
来源：Wind，国联证券研究所

2.2 电子制造 2019Q1 逐步回暖

电子制造行业 2018 年营收 3082 亿元，同比增长 22.65%；2019 年 1 季度营收

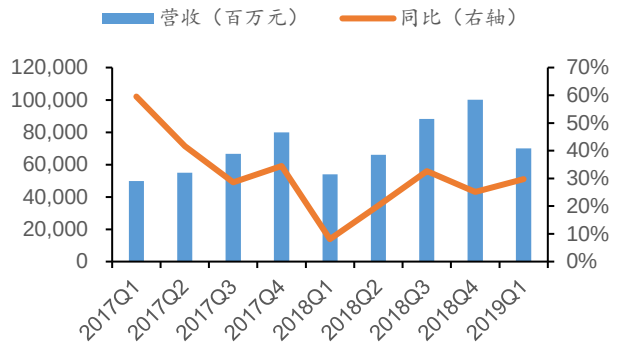
699.77 亿元，同比增长 29.7%（2018Q1 基数较低）。2018 年以来受智能机库存调整的影响，电子制造板块营收增速放缓。我们认为随着 5G 逐步商用，新应用的推广，各类终端数量将快速增长，电子制造行业营收增速将有所回升。

图表 13：电子制造行业年度营收及增速



来源：Wind，国联证券研究所

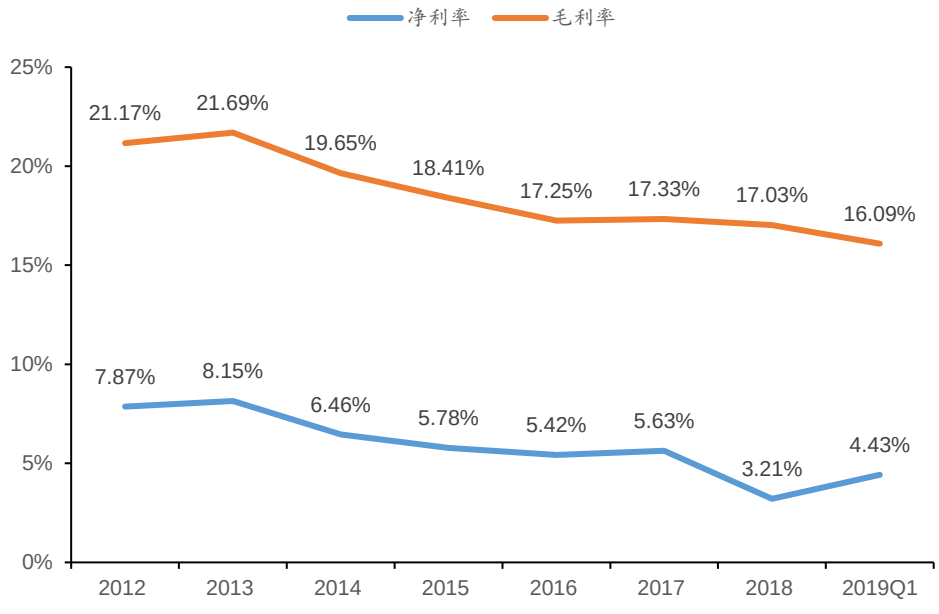
图表 14：电子制造行业季度营收及增速



来源：Wind，国联证券研究所

从盈利能力看，2018 年电子制造行业毛利率为 17.03%，同比下滑 0.3 个基点，2019 年 1 季度为 16.09%，同比下降 1.65 个基点。2018 年电子制造行业净利率为 3.21%，同比下降 2.42 个基点，2019 年 1 季度为 4.43%，同比下降 0.08 个基点。受新旧动能转换影响，电子制造行业创新乏力，消费电子库存增加，导致电子制造板块 2018 年盈利能力下降。随着 2019 年 Q1 库存调整告一段落，搭载 AI 功能、OLED 面板、无线充电、3D 识别等应用的新机型相继推出，智能机出货量有所回升。

图表 15：电子制造行业销售毛利率及净利率

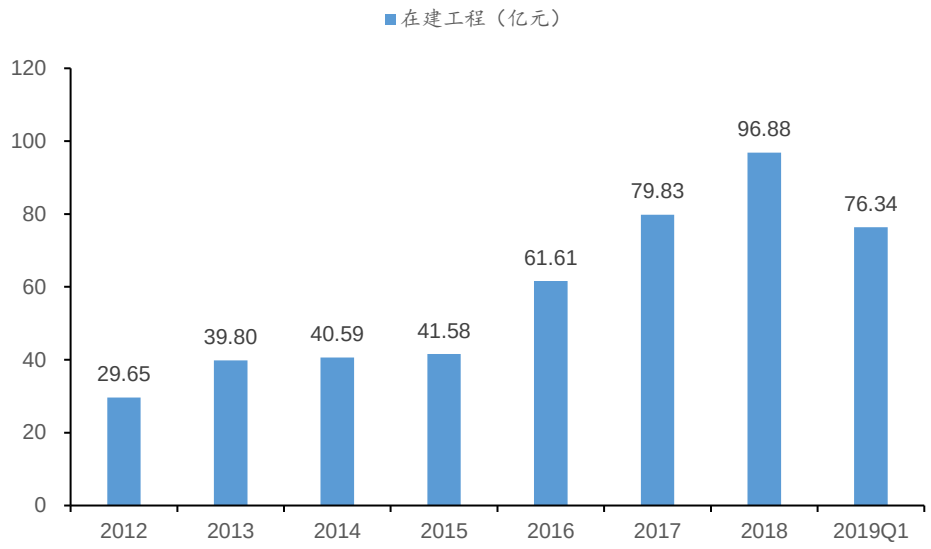


来源：Wind，国联证券研究所

2018 年电子制造行业在建工程为 96.88 亿元，同比提升 21.35%；2019 年 1 季度

电子制造行业在建工程为 76.34 亿元，同比减少 23.92%。电子制造行业 2016 年起在建工程大幅提升主要由于国产智能手机品牌的发展，导致智能手机产业链进一步向国内转移；随着需求疲弱，各厂扩产进度也有所放缓。

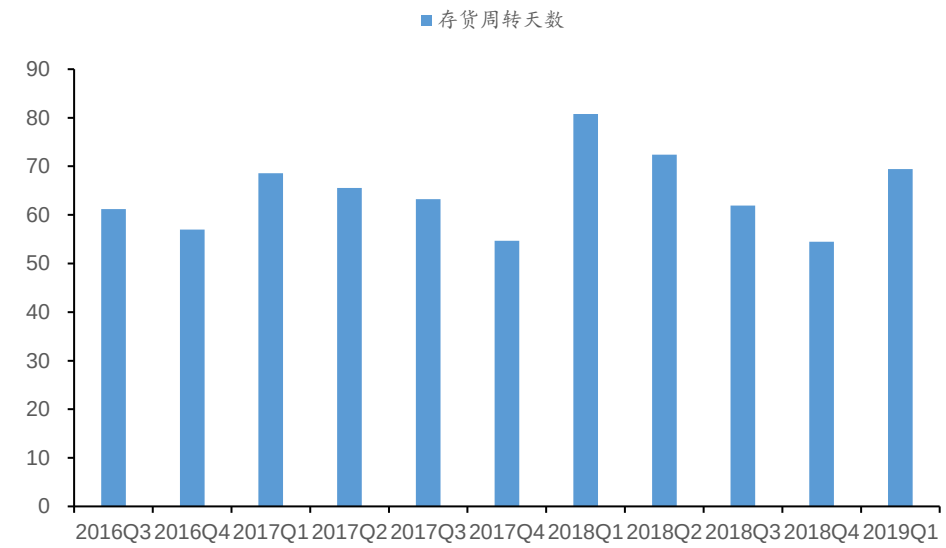
图表 16：电子制造行业在建工程（亿元）



来源：Wind，国联证券研究所

电子制造行业存货周转天数 2018 年为 63.3 天，同比 2017 年上升 1.2 天；2019 年 1 季度为 69.4 天，同比下降 11.3 天。电子制造行业由于创新有限，使得下游应用市场出货量低于预期，导致库存水平上升，至 2019Q1 存货天数虽然同比好转，但仍处于较高位置。

图表 17：电子制造行业存货周转天数

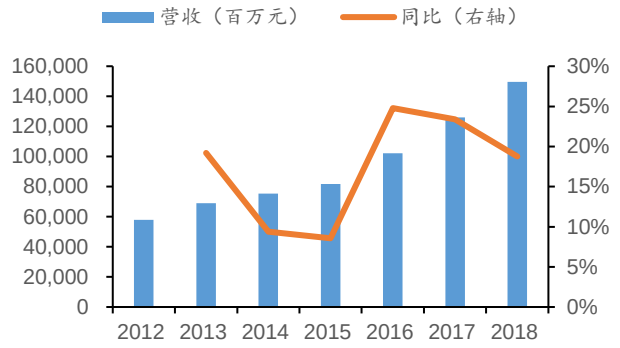


来源：Wind，国联证券研究所

2.3 电子元件抗周期波动能力强

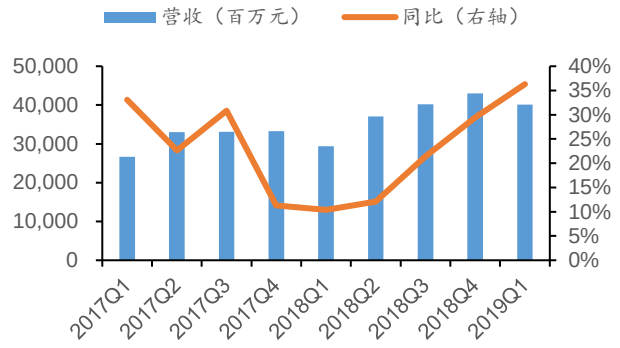
电子元件行业 2018 年营收 1496.7 亿元，同比增长 18.8%；2019 年 1 季度营收 400.9 亿元，同比增长 36.3%。电子元件包括被动元件、功率器件、印制电路板行业，这三类产品作为电子行业的基础，抗周期波动能力强，也最能反应整个电子行业的景气度，电子元件行业增速自 18 年 1 季度以来持续增长，一方面由于原材料涨价及供需关系导致部分产品价格上涨，另一方面国内厂商扩产，产业持续向国内转移导致。

图表 18：电子元件行业年度营收及增速



来源：Wind，国联证券研究所

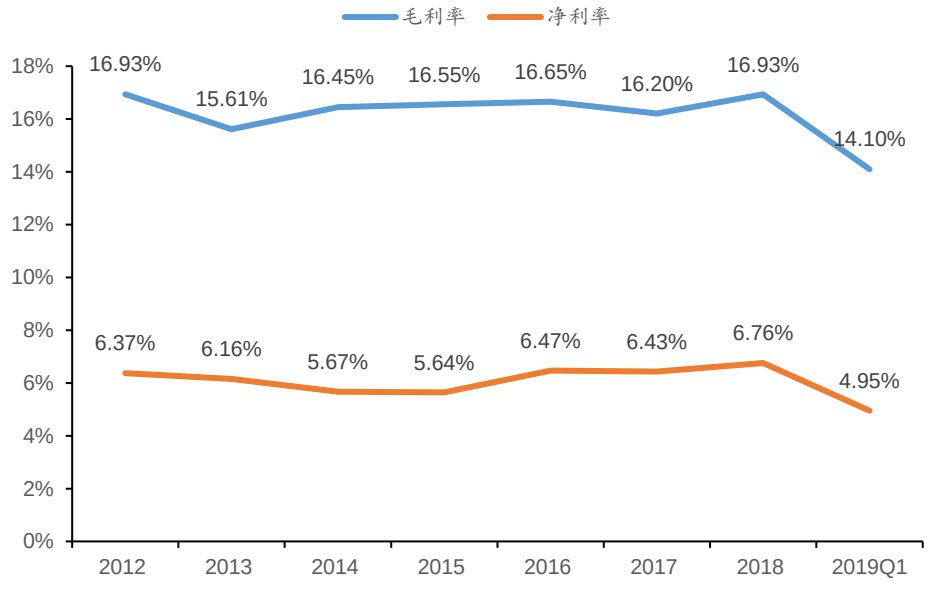
图表 19：电子元件行业季度营收及增速



来源：Wind，国联证券研究所

从盈利能力看，2018 年元件行业毛利率为 16.93%，同比上升 0.73 个基点，2019 年 1 季度为 14.10%，同比下降 2.98 个基点。2018 年元件行业净利率为 6.76%，同比上升 0.33 个基点，2019 年 1 季度为 4.95%，同比下降 1.29 个基点。电子元件 19 年 1 季度盈利水平大幅下滑，我们认为主要是行业需求放缓，产品价格自去年涨价之后有所回调。

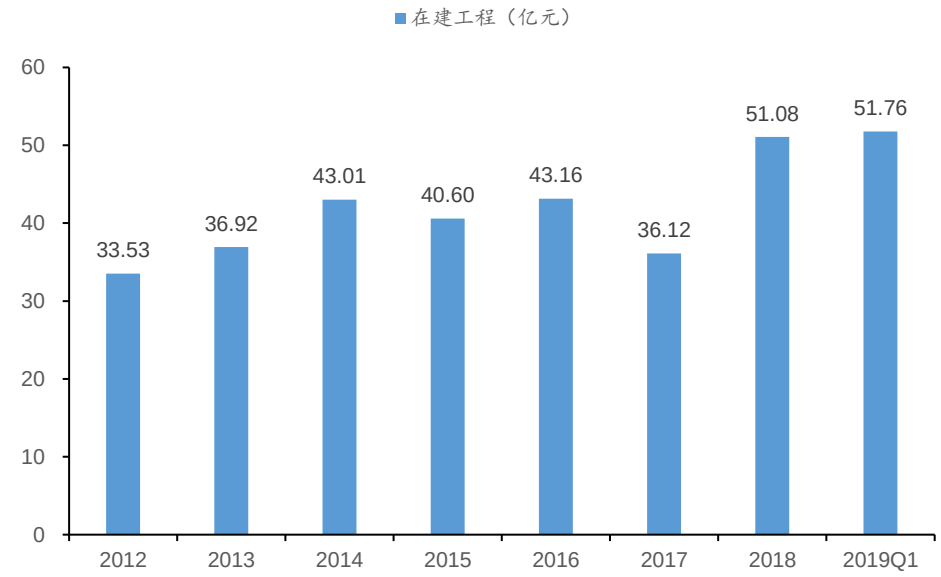
图表 20：电子元件行业销售毛利率及净利率



来源：Wind，国联证券研究所

2018 年元件行业在建工程为 51.08 亿元，同比提升 41.44%；2019 年 1 季度元件行业在建工程为 51.76 亿元，同比提升 27.7%。电子元件行业在建工程 2019 年持续扩产，表明行业供需关系良好，汽车电子、5G 通讯将拉动电子元件需求，产业持续向国内转移，加速高端产品的进口替代。

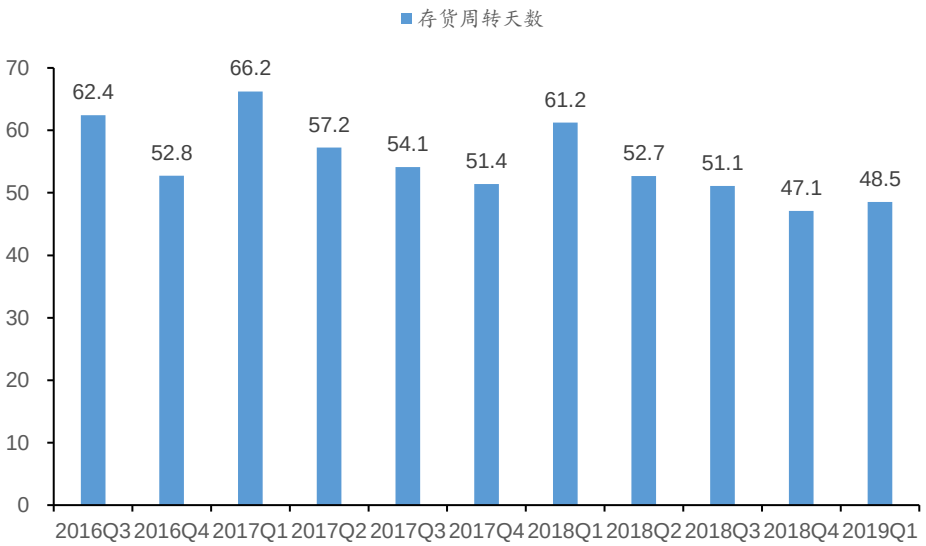
图表 21：电子元件行业在建工程（亿元）



来源：Wind，国联证券研究所

电子元件行业存货周转天数 2018 年为 51.3，比 2017 年下降 3.5 天；2019 年 1 季度为 88.8 天，同比下降 10.4 天。2018 年开始到 2019Q1 电子元件行业存货周转天数的下降表明行业供求关系良好，5G 时代的到来将加大对电子元件产品的需求。

图表 22：电子元件行业存货周转天数

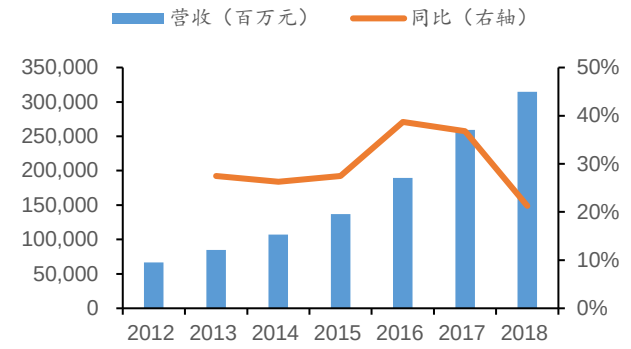


来源：Wind，国联证券研究所

2.4 光学光电子供需关系仍未缓解

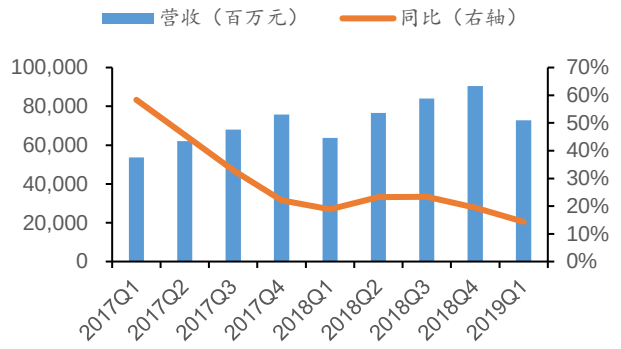
光学光电子行业 2018 年营收 3147 亿元，同比增长 21.3%；2019 年 1 季度营收 723.23 亿元，同比增长 14.3%。国内光学光电子行业 2019 年 1 季度营收增速持续放缓，行业整体仍处于周期下行中。

图表 23：光学光电子行业年度营收及增速



来源：Wind，国联证券研究所

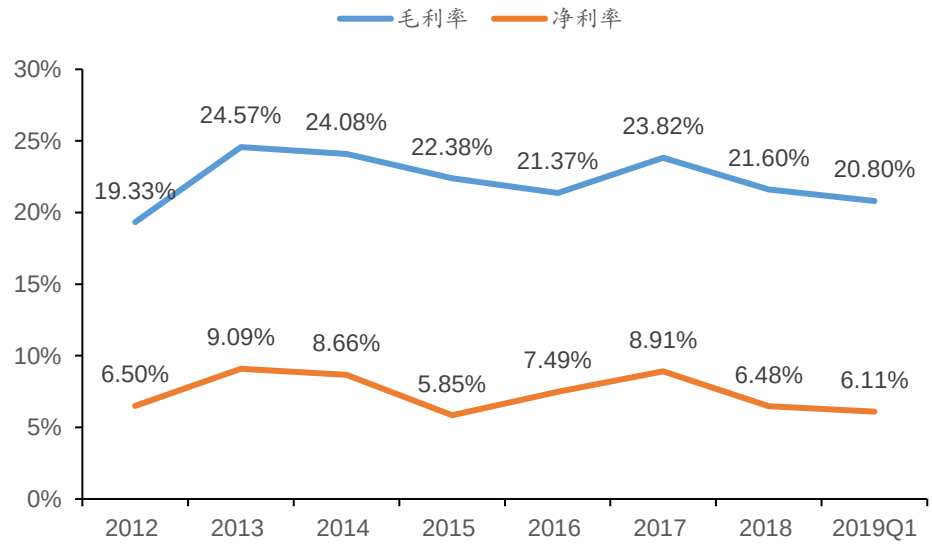
图表 24：光学光电子行业季度营收及增速



来源：Wind，国联证券研究所

从盈利能力看，2018 年光学光电子行业毛利率为 21.60，同比下降 2.22 个基点，2019 年 1 季度为 20.80%，同比下降 0.66 个基点。2018 年光学光电子行业净利率为 6.48%，同比下降 2.43 个基点，2019 年 1 季度为 6.11%，同比下降 3.27 个基点。可以看到光学光电子毛利率和净利率水平在 2018 年开始明显下降，主要原因一方面因为供过于求导致价格下跌，另一方面国内面板、LED、光学企业新扩产能导致折旧费用的提升。我们认为未来随着 mini LED、超高清视频等应用兴起，供给过剩有望逐步缓解，带来盈利能力的修复。

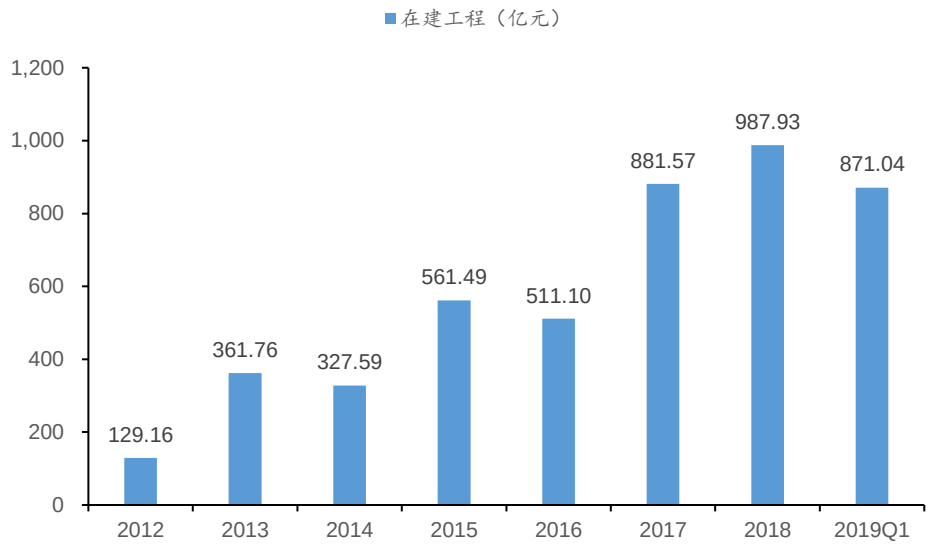
图表 25：光学光电子行业销售毛利率及净利率



来源：Wind，国联证券研究所

2018 年光学光电子行业在建工程为 987.93 亿元，同比上升 12.06%；2019 年 1 季度在建工程为 871.04 亿元，同比减少 14.58%。供过于求导致行业周期下行，盈利能力下滑，目前各厂谨慎扩产。

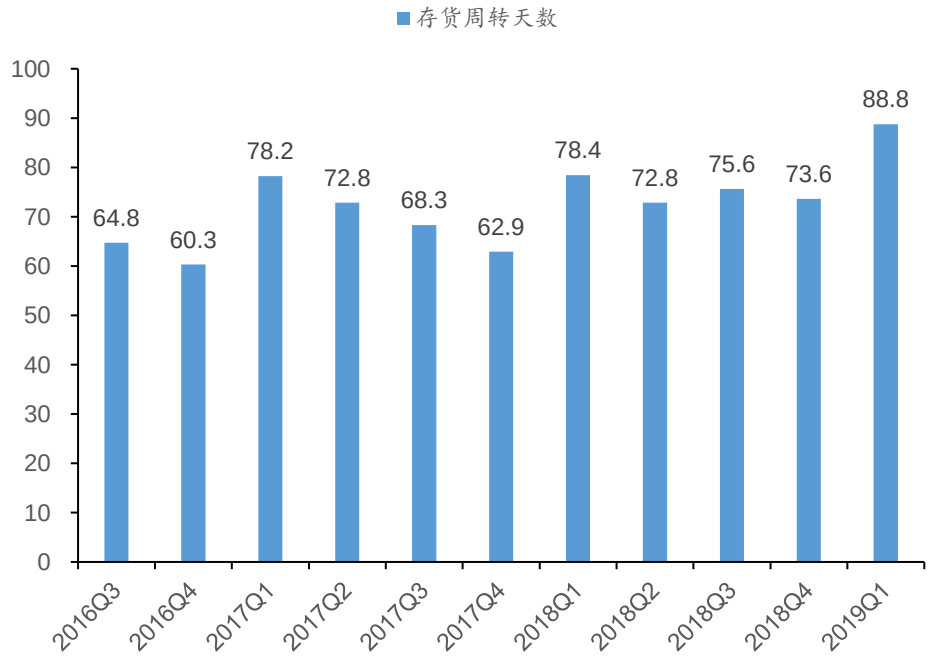
图表 26：光学光电子行业在建工程（亿元）



来源：Wind，国联证券研究所

光学光电子行业存货周转天数 2018 年为 73.7 天，同比 2017 年提高 4.7 天；2019 年 1 季度为 88.8 天，同比提高 10.4 天。光学光电子行业 19 年存货周转天数的再次大幅上升表明行业供需关系仍紧张，供过于求情况仍未缓解。

图表 27：光学光电子行业存货周转天数



来源：Wind，国联证券研究所

3 电子行业投资策略

3.1 半导体关注自主可控国产替代

对于 2019 年下半年半导体行业投资思路，我们认为半导体行业处在周期下行中，下半年随着 5G 的逐步商用，有望拉动行业需求。同时贸易摩擦反复，中国作为全球最大的半导体消费市场，自主可控，国产替代迫在眉睫，大基金二期即将出台，各级资本支持产业发展，中国集成电路产业得天时、地利、人和。建议关注：

纳思达(002180.SZ)：公司多年深耕布局打印领域，收购海外高端品牌“利盟”，托管大股东“奔图”，成为国内打印龙头。从芯片、耗材、打印机完全实现自主可控，国产替代，同时在芯片方面，公司立足耗材芯片，拓展打印机主控芯片及通用 MCU。

兆易创新（603986.SH）：公司是国内稀缺的存储芯片设计龙头，目前主要产品包括 NOR FLASH、NAND FLASH 以及 MCU，其中 NOR FLASH 全球市占率第五，广泛应用于消费电子、物联网终端、汽车电子及工业控制设备等各领域。同时公司立足现有存储和 MCU 业务，积极推进产业整合，布局市场广阔的 DRAM，未来有望填补国内该领域空白，逐步实现国产替代。

3.2 光学光电子关注新应用拉动需求端增长

对于 2019 年下半年光学光电子行业投资思路，我们认为光学光电子行业增长仍然需要新应用的拉动，随着 MiniLED、MicroLED、8K+5G 的逐步商用，行业有望迎来复苏。建议关注：

京东方 A（000725.SZ）：持续扩产和规模化经营为公司稳健发展提供支撑，此外在 OLED、物联网方面的布局有望为公司成长带来新动力。

三安光电(600703.SH)：全产业链布局和高品质产品保障公司拥有较高盈利水平，此外在化合物半导体、汽车电子和 MicroLED 方面的布局有望成为公司业务新增长点。

3.3 电子制造关注新产品应用市场渗透率提升

对于 2019 下半年电子制造行业投资思路，我们认为 5G 商用，催生诸多新的行业应用，从而拉动各类智能终端数量的大幅增长。建议关注：

环旭电子（601232.SH）：公司作为 EMS 行业领先企业，目前在国内产业中市场占有率排名第五。同时深耕 SiP 技术，与高通、中科曙光等大厂合作，在微小化集成电路方面提供技术。公司在海外的墨西哥等地设厂，未来还将计划在华南惠州以及东南亚地区设厂，以满足公司业务全球化需求。随着 5G 通讯、消费电子、汽车电子等产业的发展，公司未来成长可期。

歌尔股份（002241.SZ）：公司在声学零组件领域具备多年的积累，无线耳机渗透率的提升将继续推动公司增长；此外 VR 产品多点开花，Hearable 产品进展快速，七大产品线将相继发力。

3.4 电子元件关注 5G 落地拉动产品需求

对于 2019 年下半年电子元件行业投资思路，我们认为 5G 时代的到来，将大幅拉动各类电子元件产品的需求，电子元件行业将持续向好。经过多年的技术积累，国内企业已不再是在中低端产品上红海厮杀的角色，已经在多个领域技术上与国外企业可以一决高下。建议关注：

沪电股份（002463.SZ）：公司国内领先的中高端 PCB 厂商，主导产品为企业通讯市场板、中高阶汽车板。未来通信 PCB 市场将保持较快成长，需求量的提升主要源自大量 5G 通讯基站的建设。与此同时，技术要求和工艺难度的增加也将提升多层板产品的单位价值量。量价齐升的态势下，公司依托其在通讯板领域积累的技术、客户、规模等多方面优势，有望充分受益。

深南电路（002916.SZ）：公司专注于电子电路技术，形成了“3-In-One”业务布局。作为中国印制电路板行业龙头，公司 PCB 业务由游戏 PCB 起步，逐步向通讯行业和封装基板电子装联方向发展。公司产品应用以通信领域为主，占比达 60.63%，华为是公司第一大客户。公司深度参与 5G 产品研发，将享受 5G 红利。公司目前年产能约 170 万平米，随着无锡基地二期，南通基地产能的陆续释放，产能的爬坡将为 5G 需求增长提供保障。

扬杰科技（300373.SZ）：公司是国内半导体分立器件 IDM 领军企业。公司积极扩增 4 寸、6 寸晶圆产能，随着下游景气度的复苏，公司在产能爬升后有望产销两旺。产品布局方面，公司积极开拓 MOSFET、IGBT 等中高端器件，已实现量产数款中低压沟槽功率 MOSFET 产品。同时，公司近年来通过收购美国 MCC、台湾美微科、深圳美微科，以及成都青洋，进一步完善品牌运作战略和上游硅片的自主供应，强化自身 IDM 体系，有利于盈利能力的提升。

三环集团（300408.SZ）：公司掌握了陶瓷全制程能力，在粉体配方、成型、烧结的工艺领域尤为领先，使得公司在下游多个应用领域抢占了产业制高点。随着陶瓷外观件以及 MLCC 的放量，公司将替代日本企业获得成长空间。

4 风险提示

半导体国产替代进度不达预期，光学光电子新应用拓展不达预期，消费电子出货量不达预期，电子元件价格波动剧烈，贸易摩擦反复，汇率大幅波动。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为－10%～10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联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。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

分公司机构销售联系方式

无锡

国联证券股份有限公司研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话：021-38991500

传真：021-38571373

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810