

半导体

证券研究报告
2019年05月27日

短期外部不确定因素扰动较多，自下而上关注公司变化的积极信号

投资评级
行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

作者

潘暕 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070005
panjian@tfzq.com
陈俊杰 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070009
chenjunjie@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《半导体-行业研究周报:半导体投资主线:并购/国产替代逻辑持续加强》 2019-05-20
- 《半导体-行业研究周报:虽迎逆风不改投资主线》 2019-05-12
- 《半导体-行业研究周报:财报季(半导体板块一季报总结)》 2019-05-05

我们每周对于半导体行业的思考进行梳理,从产业链上下游的交叉验证给予我们从多维度看待行业的视角和观点,并从中提炼出最契合投资主线的逻辑和判断。

回归到基本面的本源,从中长期维度上,扩张半导体行业成长的边界因子依然存在,下游应用端以 5G/新能源汽车/云服务器为主线,具化到中国大陆地区,我们认为“国产替代”是当下时点的板块逻辑,“国产替代”下的“成长性”优于“周期性”考虑。

科技创新引领的需求扩张:1 明确的“基建”需求——5G 建设和中国晶圆厂建设周期是两条明确的需求主线。2 中长期逻辑未改,供需关系仍然健康的 8 寸晶圆线相关产品;3 人工智能相关仍然是长期的主线方向,硬件方面的提供商从 GPU 一枝独秀转向 FPGA 崛起。4 在行业景气度下行周期时,收购是值得关注的主题,在国产替代主题加持下,我们认为以下标的值得重点关注:北方华创/闻泰科技/环旭电子/紫光国微/圣邦股份/兆易创新/长电科技/北京君正/上海复旦(港)/中芯国际(港)/ASM Pacific(港),建议关注:国科微

本周板块波动较大,主要系受中美贸易战谈判的不确定影响,我们认为,大陆半导体板块受到产业趋势和政策方向双重拉动的乘数效应是当前板块积聚向上动能的蓄力,贸易战的不确定影响造成板块的短期波动较大,但半导体板块中长期逻辑仍然未被破坏,科技股的向上成长弹性较强值得投资者在估值回归之后重点审视。

我们认为未来三年是:1.下游应用:出现 5G 等创新大周期;2.供给端:贸易战加速核心环节国产供应链崛起速度。两大背景下,我们看好低估值、业绩增长趋势明朗、受益创新+国产化崛起的核心标的,持续推荐优质核心资产。我们重点推荐:紫光国微(国产 FPGA)/圣邦股份(电源管理芯片)/长电科技(5G 芯片封测)/闻泰科技(拟收购分立器件龙头安世半导体)/环旭电子(5G SIP)/兆易创新(合肥长鑫进展顺利 DRAM 国产替代)

代工业本周资本市场方面的重要事件:5月24日晚,香港、美国两地上市的大陆晶圆代工公司中芯国际在香港证券交易所发布公告称,公司决定主动从纽约证券交易所退市,并撤销该等美国预托证券股份和相关普通股的注册。准确来讲,中芯国际并不是完全从美股退市,而是退到场外市场,不会影响交易,美国投资者可以继续持有或者在 OTC 市场进行相关交易。从中芯发布的公告看,该公司决定退出纽交所原因有二:(1) ADR(美国存托股份或美国存托凭证)交易量与其全球交易量相比较为有限;(2) 维持在纽交所上市、在美国证券交易委员会注册并遵守交易法的定期报告,以及相关义务所要承担行政负担和成本都过大

风险提示:半导体行业发展不及预期,中美贸易摩擦进一步加剧,5G 发展不及预期

主要观点

我们每周对于半导体行业的思考进行梳理，从产业链上下游的交叉验证给予我们从多维度看待行业的视角和观点，并从中提炼出最契合投资主线的逻辑和判断。

回归到基本面的本源，从中长期维度上，扩张半导体行业成长的边界因子依然存在，下游应用端以 5G/新能源汽车/云服务器为主线，具化到中国大陆地区，我们认为“国产替代”是当下时点的板块逻辑，“国产替代”下的“成长性”优于“周期性”考虑。

科技创新引领的需求扩张：1 明确的“基建”需求——5G 建设和中国晶圆厂建设周期是两条明确的需求主线。2 中长期逻辑未改，供需关系仍然健康的 8 寸晶圆线相关产品；3 人工智能相关仍然是长期的主线方向，硬件方面的提供商从 GPU 一枝独秀转向 FPGA 崛起。4 在行业景气度下行周期时，收购是值得关注的主题，在国产替代主题加持下，我们认为以下标的值得重点关注：北方华创/闻泰科技/环旭电子/紫光国微/圣邦股份/兆易创新/长电科技/北京君正/上海复旦（港）/中芯国际（港）/ASM Pacific（港），建议关注：国科微

本周板块波动较大，主要系受中美贸易战谈判的不确定影响，我们认为，大陆半导体板块受到产业趋势和政策方向双重拉动的乘数效应是当前板块积聚向上动能的蓄力，贸易战的不确定影响造成板块的短期波动较大，但半导体板块中长期逻辑仍然未被破坏，科技股的向上成长弹性较强值得投资者在估值回归之后重点审视。

我们认为未来三年是：1. 下游应用：出现 5G 等创新大周期；2. 供给端：贸易战加速核心环节国产供应链崛起速度。两大背景下，我们看好低估值、业绩增长趋势明朗、受益创新 + 国产化崛起的核心标的，持续推荐优质核心资产。我们重点推荐：紫光国微（国产 FPGA）/ 圣邦股份（电源管理芯片）/ 长电科技（5G 芯片封测）/ 闻泰科技（拟收购分立器件龙头安世半导体）/ 环旭电子（5G SiP）/ 兆易创新（合肥长鑫进展顺利 DRAM 国产替代）

代工业本周资本市场方面的重要事件：5 月 24 日晚，香港、美国两地上市的大陆晶圆代工公司中芯国际在香港证券交易所发布公告称，公司决定主动从纽约证券交易所退市，并撤销该等美国预托证券股份和相关普通股的注册。准确来讲，中芯国际并不是完全从美股退市，而是退到场外市场，不会影响交易，美国投资者可以继续持有或者在 OTC 市场进行相关交易。从中芯发布的公告看，该公司决定退出纽交所原因有二：（1）ADR（美国存托股份或美国存托凭证）交易量与其全球交易量相比较为有限；（2）维持在纽交所上市、在美国证券交易委员会注册并遵守交易法的定期报告，以及相关义务所要承担行政负担和成本都过大。

中芯国际申请宣布 ADR 从纽交所退市

5 月 24 日晚，香港、美国两地上市的中芯国际在香港证券交易所发布公告称，公司决定主动从纽约证券交易所退市，且已得到董事会批准。

图 1：中芯国际关于 ADR 退市公告



Semiconductor Manufacturing International Corporation

中芯國際集成電路製造有限公司*

(於開曼群島註冊成立之股份有限公司)

(股份代號：981)

海外監管公告

關於擬將美國預托證券股份從紐約證券交易所退市 和撤銷根據美國證券交易法之註冊及終止申報責任之公告

中芯國際集成電路製造有限公司(「中芯國際」或「本公司」；紐約證券交易所：SMI；香港聯合交易所：981)根據香港聯合交易所有限公司證券上市規則(「上市規則」)第13.10B條作此公告。

中芯國際今日宣佈，本公司已於二零一九年五月二十四日(美國東部時間)通知紐約證券交易所(「紐約證券交易所」)，本公司將根據一九三四年美國證券交易法(經修訂)(「交易法」)申請自願將其美國預托證券股份(「美國預托證券股份」)從紐約證券交易所退市，並撤銷該等美國預托證券股份和相關普通股的註冊。出於一些考慮因素，包括中芯國際美國預托證券股份的交易量與其全球交易量相比有限，以及為維持美國預托證券股份在紐約證券交易所上市及在美國證券交易委員會(「美國證券交

资料来源：Wind，中芯国际公司公告，天风证券研究所

按照计划，退市生效并达到撤销注册条件后，中芯将于今年6月14日前后向美国证交会递交表格15F。根据美国证券交易法，递交表格15F 90天内，撤销中芯国际在美国证交会的注册和终止其申报责任的申报就会生效。

但是中芯并不是完全从美股退市，而是退到场外市场，**不会影响交易，美国投资者可以继续持有或者在OTC市场进行相关交易。**

从中芯发布的公告看，该公司决定退出纽交所原因有二：(1) ADR(美国存托股份或美国存托凭证)交易量与其全球交易量相比较为有限；(2) 维持在纽交所上市、在美国证券交易委员会注册并遵守交易法的定期报告，以及相关义务所要承担行政负担和成本都过大。仅就目前来看，中芯主体其实是在港股，在ADR上市对公司财务方面的帮助确实有限。中芯国际分别于2004年3月17日、18日在美国纽约证券交易所和香港联合交易所上市。最近一个交易日，中芯国际在纽约证券交易所的收盘价为5.50美元，股本1.01亿，市值仅为5.55亿美元。自上市以来，中芯国际股价逐步走低，最低于2008年不足1美元。香港市场上，中芯国际总市值为425.22亿港元，远超纽约证券交易所。

表 1：2019Q1 全球前十大晶圆代工工业排名(百万美元)

排名	公司	2019Q1	2018Q1	同比
1	台积电	7028	8547	-17.8%
2	三星	2785	3253	-14.4%
3	格芯	1234	1513	-18.4%
4	联电	1058	1292	-18.1%
5	中芯	654	831	-21.3%
6	高塔半导体	310	313	-0.9%
7	力晶	251	341	-26.4%
8	世界先进	225	221	1.6%
9	华虹半导体	220	210	4.7%
10	东部高科	132	131	1.1%

资料来源：拓璞产业研究院，天风证券研究所

长电科技

2019年4月27日，根据长电科技公司公告，公司选举出了第七届董事会成员，中芯国际董事长周子学、中芯国际首席财务官高勇岗、产业基金副总裁张春生等当选公司非独立董事。公司第二大股东芯电半导体是中芯国际的全资子公司，本次董事会换届使得公司董事会结构更加符合公司长期发展利益，有利于公司与中芯国际协同发展。

一方面，中芯国际是大陆晶圆代工的老大，而长电稳居内地封测业榜首，两家公司强强联合，预计随着业务密切的来往，未来代工与封测的垂直整合，公司运作效率将得到大幅提升，成本控制效果显著，带来公司基本面的变化。

封测行业龙头，产业基金助力公司整合

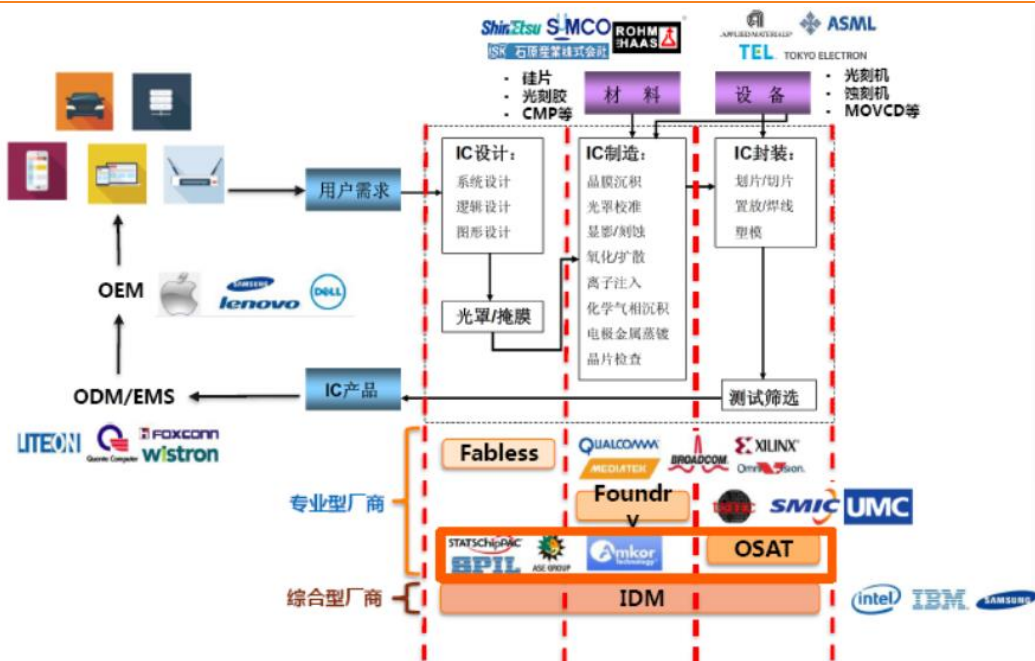
长电科技的前身是江阴长江电子实业有限公司，成立于1998年，后于2000年更名为长电科技。公司于2003年登陆A股市场，目前已经成为全球知名的集成电路封测企业。

公司专注于集成电路的封装测试，属于产业链环节末端。公司面向全球提供封装设计、产品开发及认证，以及从芯片中测、封装到成品测试及出货的全套专业生产服务。公司产品主要应用于计算机、网络通讯、消费电子及智能移动终端、工业自动化控制、电源管理、汽车电子等电子整机和智能化领域。

公司主要经营模式为根据客户要求提供专业的集成电路、分立器件封装测试服务以及根据市场需求情况自行加工销售分立器件封装测试产品。

公司具有广泛的技术积累和产品解决方案，包括有自主知识产权的 Fan-out eWLB、WLCSP、Bump、PoP、fcBGA、SiP、PA 等封装技术。

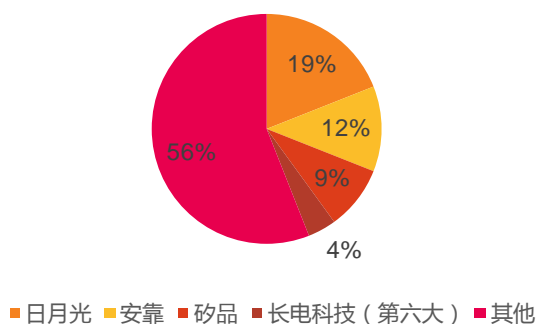
图 2：芯片行业模式示意图



资料来源：Wind、天风证券研究所

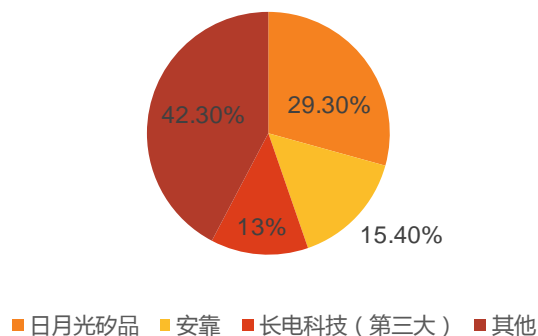
并购助力公司飞跃式发展。2014年12月，公司公告要与产业基金、芯电半导体共同要约收购封测行业排名第四的星科金朋；2015年8月，公司通过其控股境外子公司 JCET-SC 收购了星科金朋 100% 的股权。根据 Gartner 和芯思想的数据，公司作为 2013 年全球排名第六位的封测企业，一举收购了全球排名第四位的星科金朋，公司的全球排名也一举跃升至 2018 年的第三位。

图 3：2013 年全球封测行业市场占比



资料来源：Gartner、天风证券研究所

图 4：2018 年全球封测行业市场占比

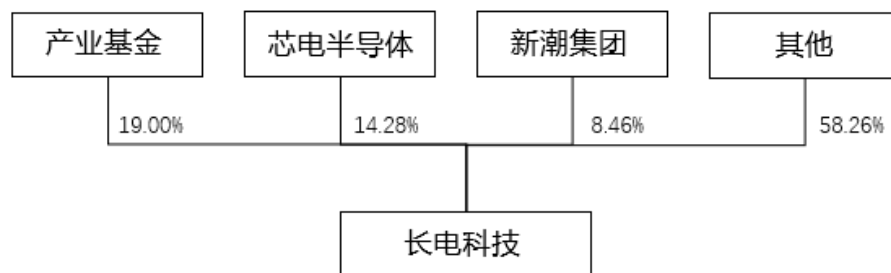


资料来源：芯思想、天风证券研究所

2016 年是收购后的第一年，根据公司公告，星科金朋全年贡献营业收入 78 亿元，而 2016 年原长电的营业收入为近 90 亿元，本次收购使得公司的营收规模接近翻倍。

2018 年 8 月，根据公司公告，公司完成定向增发 2.43 亿股，募集资金 35.95 亿元，定增完成后，产业基金、芯电半导体和新潮集团将成为公司的前三大股东，同时这也是产业基金第一次成为 A 股上市公司第一大股东。截至 2019 年一季度，公司前三大股东持股比例分别为 19.00%、14.28%和 8.46%。

图 5：定增后公司的股权结构



资料来源：Wind、天风证券研究所

根据公司公告，本次定增募集的资金中，将有 15.7 亿元投入通信封装项目，9.4 亿元投入物联网中道封装项目，同时有 10.8 亿元用来偿还 11.5 亿元的银行贷款，如果以年利率 6% 计算，本次定增将减少公司 6900 万每年的财务费用，改善公司财务状况，降低公司资产负债率。

表 1：公司定增募集资金用途

项目名称	总投资金额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)
年产 20 亿块通信用高密度集成电路及模块封装项目	173,492	157,000
通讯与物联网集成电路中道封装技术产业化项目	235,000	94,471.64
偿还银行贷款	115,000	108,000
合计	523,492	359,471.64

资料来源：Wind、天风证券研究所

在产业基金的入主后，预计将有助于公司和国家政策性银行例如国开行等的合作，例如享受额度及利率优惠等。从资产规模、国家战略地位等方面来看，公司已经成为国内的封测龙头企业，公司未来需要做的就是提升星科金朋的产能利用率、拓展新客户、置换高息债务来控制财务费用和负债率。整合过程可能会出现困难，但是一旦度过整合期，预计公司

将迎来高速成长期。

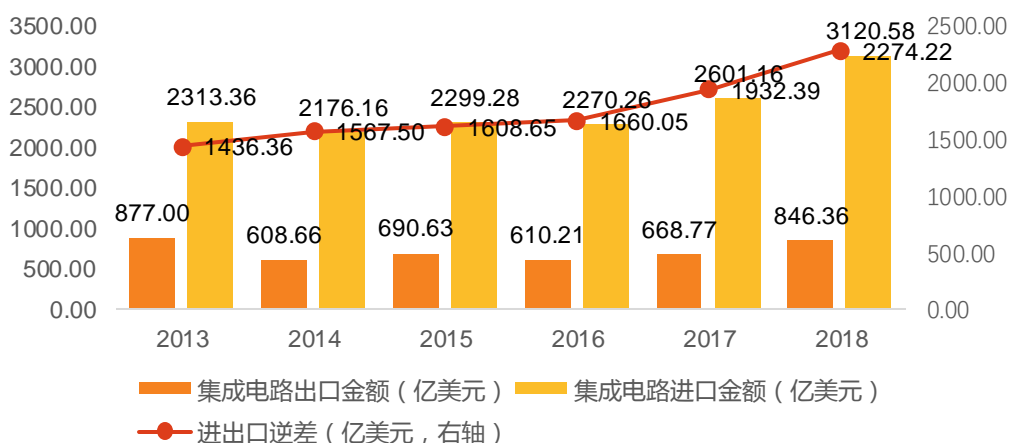
封测业承接“雁型模式”下的产业转移路线

产业转移遵循“雁型模式”。2010 开始，随着大陆智能手机品牌全球市场份额持续提升，催生了对半导体的强劲需求，加之国家对半导体行业的大力支持以及人才、技术、资本的产业环境不断成熟，全球半导体产业酝酿第三次产业转移，即向大陆转移趋势逐渐显现。

我国集成电路市场进出口逆差巨大。根据智研咨询的数据，我国集成电路市场需求接近全球 1/3，产值却不足全球 7%，整体自给率尚不足 20%，据智研咨询预测，2019 年我国集成电路供需缺口将进一步增长至 880 亿美元，具有极大市场空间。

我国政府对集成电路产业的高度重视，我国 IC 设计企业不断发展壮大、IC 制造业晶圆厂建厂潮涌起、封测行业迈进全球领先，集成电路领域国产化转移趋势逐步进行。

图 6：我国集成电路进出口及逆差情况



资料来源：Wind、天风证券研究所

产业转移，IC 封测先行。一般来说，集成电路产业按照增加值和技术难度的排序为 IC 设计 > IC 制造 > IC 封测，所以 IC 封测作为劳动密集型产业，也是产业转移浪潮中的先行者。

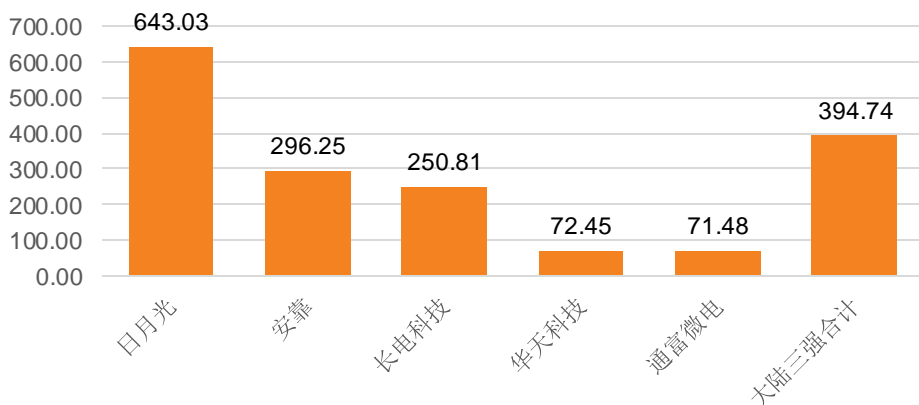
封测行业属于电子代工行业，具有明显的规模效应，因此近年全球封测行业并购事件接连不断。受惠于政策资金的大力扶持，我国封测企业也逐步开启海内外并购步伐，不断扩大公司规模，行业竞争力显著提升，我国封测行业也已经迈进全球领先水平。

长电科技具有 IC 封测国产替代逻辑

IC 封测的国产替代机会到来。在我国的集成电路产业链中，IC 设计和 IC 制造虽然在不断发展，但是和国际先进水平仍然有一定的差距，但是我国 IC 封测龙头企业已经迈进全球领先水平，主要体现在三个方面：

1. 国内 IC 封测龙头企业规模已经处于全球前列。IC 封测本质上是集成电路产业链中最难赚钱的行业，需要通过不断加大投资来赚取每一块钱上的边际增量，规模效应使得龙头企业增速快于小企业。我国 IC 封测龙头企业长电科技已经在规模上处于全球第三，而大陆三强合计规模也处于全球第二名的水平。

图 7：2018 年大陆封装企业营收（亿元）VS 国际巨头营收（亿元）



资料来源: Wind、天风证券研究所

2. IC封测企业在经过 M&A 之后, 优质的海外客户逐渐导入, 迎来了增单机会。我国的封装企业在完成重要的 M&A 之后 (长电科技收购星科金朋、华天科技收购 FCI, 通富微电收购 AMD 封装厂), 除了技术上的引进, 还借助收购赢得了 Tier1 的客户。

图 8: 国内 IC 封测龙头企业及其子公司旗下客户情况

长电科技	星科金朋	华天科技	FCI	通富微电	AMD
全志科技	ADI	Aptina	Freescle	Atmel	AMD
Atmel	AMD	BYD	Intersil	Fairchild	
Cypress	Atmel	Goodix	On Semi	Freescle	
大唐	Broadcom	Infineon	Vishay	士兰微	
Fairchild	Fairchild	瑞芯微		复旦微	
海思	Freescle	士兰微		Infineon	
华虹	Infineon	TI		联发科	
华大	Intersil	ZTE		On Semi	
联发科	LSI	FPC		RDA	
RDA	Marvel	兆易创新		Rohm	
瑞芯微	联发科	展讯		瑞昱	
复旦微	On Semi			瑞萨	
Skyworks	Qualcomm			TI	
展讯	Sandisk			Toshiba	
STM	STM				
TI	TI				

资料来源: 公司公告、天风证券研究所

3. 我国 IC 封测龙头企业先进封装技术掌握程度和国际巨头相比不遑多让。在 SiP、Bumping、FC、Fanout 等先进封装技术方面, 长电科技已经和国际巨头达到了相同水准。而根据研究机构 Yole 的报告, 在先进封装晶圆份额方面, 以 2017 年全球市场份额排名: 英特尔 12.4%、矽品 11.6%、长电科技 7.8% 位列第三, 长电科技在规模和技术上和国际巨头的差距越来越小, IC 封测的国产替代条件已经具备。

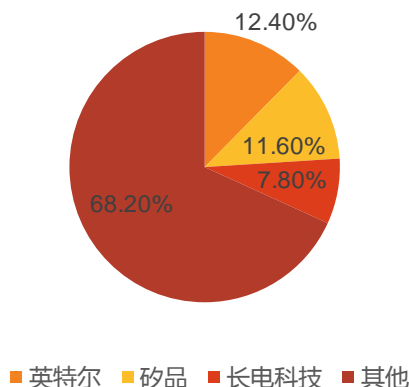
表 2: 大陆封装企业先进封装技术和国际巨头对比

	WLCSP	TSV	SiP	Bumping	FC	Fanout
日月光	有	有	有	有	有	有
矽品	有	有	有	有	有	有
安靠	有	有	有	有	有	有
长电科技	有	有	有	有	有	有

华天科技	有	有	有	有	有	有
通富微电	有			有	有	

资料来源：Wind、天风证券研究所

图 9：全球先进封装晶圆份额占比



资料来源：Yole、天风证券研究所

顺应行业发展趋势，公司积极布局先进封装

目前先进封装有两种发展方向，一种方向是增加封装内部的集成度，将多个 Die 封到一个封装内，以实现超越摩尔定律，即 SiP 封装。另一种方向是减小封装面积，使其接近芯片大小。主要的封装类型包括倒装封装（Flip-Chip），扇入型（Fan-In），扇外型（Fan-Out）封装。公司目前在两种方向的先进封装均有布局。

董事会换届，新董事会成员入驻，力助公司长期发展

2019 年 4 月 27 日，根据公司公告，公司选举出了第七届董事会成员，中芯国际董事长周子学、中芯国际首席财务官高勇岗、产业基金副总裁张春生等当选公司非独立董事。公司第二大股东芯电半导体是中芯国际的全资子公司，本次董事会换届使得公司董事会结构更加符合各方利益，有利于公司长期发展。

表 3：长电科技前六大股东（2019Q1）

排名	股东名称	持股比例
1	产业基金	19%
2	芯电半导体	14.28%
3	新潮科技	8.46%
4	兴业银行-兴全趋势投资混合基金	2.58%
5	无锡金投领航产业升级并购投资企业	2.09%
6	香港中央结算有限公司	2.02%

资料来源：wind，天风证券研究所

行情与个股

我们再次以全年的维度考虑，强调行业基本面的边际变化，行业主逻辑持续。

【再次强调半导体设备行业的强逻辑】中国集成电路产线的建设周期将会集中在 2018-2020 年释放。在投资周期中，能够充分享受本轮投资红利的是半导体设备公司。我们深入细拆了每个季度大陆地区的设备投资支出。判断中国大陆地区对于设备采购需求是未来行业投资主线。核心标的：北方华创/ASM Pacific/精测电子

【我们看好国内设计公司的成长。设计企业具有超越硅周期的成长路径，核心在于企业的赛道和所能看的清晰的发展轨迹】。我们看好“模拟赛道”和“整机商扶持企业”：1) 中国大陆电子下游整机商集聚效应催生上游半导体供应链本土化需求，以及工程师红利是大环境边际改善；2) 赛道逻辑在于超越硅周期；3) “高毛利”红利消散传导使得新进入者凭借低毛利改变市场格局获得市值成长，模拟企业的长期高毛利格局有可能在边际上转变；4) 拐点信号需要重视企业的研发投入边际变化，轻资产的设计公司无法直接以资产产生收益来直接量化未来的增长，而研发投入边际增长是看企业未来成长出现拐点的先行信号。核心推荐：圣邦股份（模拟龙头）/纳思达（整机商联盟+奔图）/兆易创新/闻泰科技/上海复旦，建议关注：韦尔股份

【多极应用驱动挹注营收，夯实我们看好代工主线逻辑】。我们正看到在多极应用驱动下，代工/封测业迎来新一轮营收挹注。这里面高性能计算芯片（FPGA/GPU/ASIC 等）是主要动能。落实到国内，我们建议关注制造/封测主线。龙头公司崛起的路径清晰。核心标的：中芯国际/华虹半导体/长电科技/华天科技，建议关注：晶瑞股份

【在中美贸易战之前从海外收购回来的优质资产在注入上市公司后，会提升整个半导体板块的公司质量，半导体的研究向头部公司集中会成为国内行业研究的趋势】，建议积极关注闻泰科技（发布预案收购安世半导体）/北京君正（发布预案收购北京硅成部分股权）/韦尔股份（拟收购豪威科技）

图 10：国内半导体公司一周表现

代码	名称	区间内涨幅 (%)					价格 (元)		
		1周内	2周内	1月内	3月内	年初至今	年内最高价	年内最低价	最新收盘价
600460.SH	士兰微	1.45	2.94	-0.94	34.87	94.33	20.25	7.97	15.78
002049.SZ	紫光国芯	6.82	11.77	7.84	18.88	56.32	51.26	28.30	45.11
300223.SZ	北京君正	19.57	22.54	4.47	23.88	52.38	35.58	17.73	27.81
300672.SZ	国科微	10.06	14.43	0.88	7.10	32.19	58.02	35.00	48.00
300661.SZ	圣邦股份	8.18	11.65	3.16	7.55	39.96	111.10	65.55	96.01
300613.SZ	富瀚微	3.49	10.92	-1.78	-12.42	7.18	128.30	81.55	96.30
300671.SZ	富满电子	0.85	9.14	14.85	16.13	34.01	24.29	13.90	22.97
600584.SH	长电科技	-5.63	22.45	-5.48	-10.99	59.22	16.99	8.04	13.12
603501.SH	韦尔股份	9.02	23.36	-19.12	7.72	49.54	62.89	27.62	43.95
603986.SH	兆易创新	13.55	23.44	-18.21	-8.74	30.81	119.03	57.55	81.52
300458.SZ	全志科技	6.09	12.00	-10.51	-8.98	1.35	27.00	18.25	20.27
603160.SH	汇顶科技	-0.24	4.87	-11.72	21.74	41.89	137.88	70.70	111.67
002185.SZ	华天科技	-5.28	8.25	0.39	-11.24	28.33	6.68	3.81	5.21
300327.SZ	中颖电子	-1.62	-0.30	-6.32	-9.79	20.24	27.38	17.60	21.92
002156.SZ	通富微电	-2.52	8.41	-7.11	-5.45	26.12	12.10	6.96	8.95
002180.SZ	纳思达	0.16	2.90	-9.98	-9.95	7.85	34.20	22.01	24.72
603005.SH	晶方科技	-0.94	15.18	-9.37	-10.20	9.38	24.45	14.35	17.90
002371.SZ	北方华创	4.51	7.55	4.08	23.49	74.31	83.00	37.50	65.82

资料来源：wind，天风证券研究所

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com