



半导体自主化加速，先进封装龙头迎黄金机遇

长电科技(600584)

► 半导体自主化加速，封测龙头受益显著

华为海思加速自主化，华为芯片自给速度加快，依据 Bernstein Research 数据，2007 年海思营收仅为 2 亿美元，2018 年营收则为 75.73 亿美元，海思未来 3 年到 5 年营收可望维持较高成长速度，SEMI 官网信息指出，预计到 2023 年海思采购成本约 160 亿美元，其中封测成本约占采购成本 25%，即 2023 年海思封测订单市场空间可望达到 40 亿美元，长电科技作为国内封测龙头有望迎来黄金发展机遇。

► 创新长电，先进封装技术引领“后摩尔时代”

创新长电，积极布局先进封装工艺：长电科技包含了江阴基地、韩国基地、新加坡基地，积极布局 WLCSP/FoWLB/SiP/Bumping 等先进封装技术。原长电主要包含江阴 D3、滁州宿迁工厂以及长电先进；星科金朋包含江阴工厂（上海搬迁至江阴）、韩国工厂以及新加坡工厂；另外长电还在韩国设立了 JSCK，主要为品牌客户提供 SiP 封装产品。依据公司 2018 年年报，长电先进定位为高端封测产品，2018 年实现营收 24.54 亿元，星科金朋实现营收 11.69 亿美元，长电韩国 SiP 实现营收 7.89 亿美元。

投资建议

我们预计 2019~2021 年公司营收分别为 236.53 亿元、264.93 亿元、303.26 亿元，同比增速-0.85%、12.01%、14.47%；实现归属于母公司股东净利润分别为 4489 万元、4.85 亿元、11.80 亿元，同比增速 104.78%、979.62%、143.55%；对应每股 EPS 分别为 0.03 元、0.30 元、0.74 元。由于公司尚处于与星科金朋业务整合期，PE 估值方法不适用，我们采用 PS 估值方法，依据我们对全球半导体封测厂商统计（包含通富微电、华天科技、京元电子、欣邦科技、Amkor），目前半导体封测行业 PS 估值大约为 1.54，对应公司明年总市值为 407.99 亿元，则对应每股股价为 25.45 元，首次覆盖，给予买入评级。

风险提示

业务增长具有不确定性、整合不及预期、商誉减值、负债率过高导致财务费用增加等风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	23855.51	23856.49	23653.00	26493.00	30326.00
YoY	24.54%	0.00%	-0.85%	12.01%	14.47%
归母净利润(百万元)	343.35	-939.32	44.89	484.69	1180.43
YoY	222.89%	-373.58%	104.78%	979.62%	143.55%

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	25.45
最新收盘价:	18.61
股票代码:	600584
52 周最高价/最低价:	20.45/8.19
总市值(亿)	298.29
自由流通市值(亿)	183.23
自由流通股数(百万)	984.57



分析师：孙远峰

邮箱：sunyf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080005

分析师：王海维

邮箱：wanghw1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090003

相关研究

毛利率	11.71%	11.43%	11.43%	13.53%	15.06%
每股收益 (元)	0.21	-0.59	0.03	0.30	0.74
ROE	3.64%	-7.64%	0.38%	3.83%	8.54%
市盈率	93.60	-34.21	715.85	66.31	27.23

数据来源: Wind, 华西证券研究所

正文目录

1. 半导体自主化加速，封测龙头受益显著	4
2. 创新长电，先进封装技术引领“后摩尔时代”	5
3. 盈利预测	6
4. 风险提示	7

图表目录

图 1 2018 年全球 IC 设计公司营收排名（百万美元）	4
图 2 2007~2018 年华为海思营收（十亿美元）	4
表 1 2018 年全球封测厂商排名（单位：百万美元）	5
表 2 长电科技各基地营收及技术布局	7
表 3 长电科技盈利预测表	7
表 4 封测行业平均 PS（单位：亿元）	7

1. 半导体自主化加速，封测龙头受益显著

长电科技成立于1998年，2003年上市，公司的主营业务为集成电路、分立器件的封装与测试以及分立器件的芯片设计、制造；为海内外客户提供涵盖封装设计、焊锡凸块、针探、组装、测试、配送等一整套半导体封装测试解决方案。目前公司产品主要有 QFN/DFN、BGA/LGA、FCBGA/LGA、FCOL、SiP、WLCSP、Bumping、MEMS、Fan-out eWLB、POP、PiP 及传统封装 SOP、SOT、DIP、TO 等多个系列。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。2018年，公司实现主营业务收入 36.04 亿美元，位居全球半导体封测厂商第三名，国内厂商通富微电、华天科技也分别位列第 6 名和第 7 名，可见在半导体封测环节与国际厂商的差距已进一步缩小，伴随着国内半导体加速实现自主化，长电科技作为国内封测龙头有望受益显著。

表 1 2018 年全球封测厂商排名（单位：百万美元）

2018 年排名	公司	地区	2017 年	2018 年
1	日月光 ASE	中国台湾	5322	5250
2	安靠 Amkor	美国	4186	4316
3	长电科技 JCET	中国大陆	3561	3604
4	矽品精密 SPIL	中国台湾	2744	2899
5	力成科技 PTI	中国台湾	1924	2257
6	通富微电 TF	中国大陆	973	1087
7	华天科技 HUATIAN	中国大陆	1046	1071
8	联合科技 UATC	新加坡	786	788
9	京元电子 JYEC	中国台湾	635	690
10	欣邦 chipbond	中国台湾	594	621
前十大合计			21771	22583

资料来源：Yole，芯思想，华西证券研究所（其中日月光营收不包含矽品及 USI，现日月光与矽品已经合并）

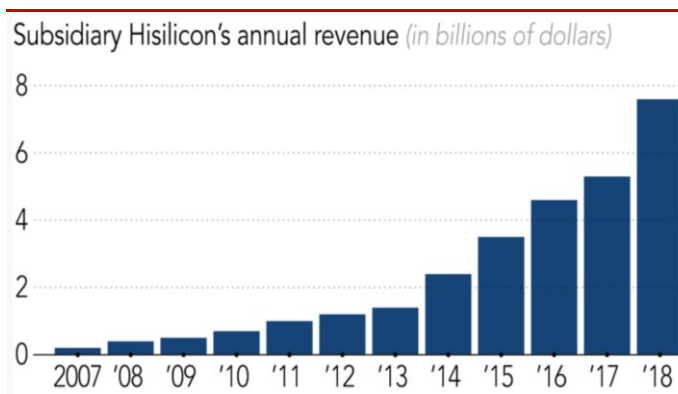
华为海思加速自主化，华为芯片自给速度加快，国内封测龙头厂商迎黄金机遇：依据 Bernstein Research 数据，2007 年海思营收仅为 2 亿美元，2018 年营收则为 75.73 亿美元，海思未来 3 年到 5 年营收可望维持较高成长速度。SEMI 官网信息指出，预计到 2023 年海思采购成本约 160 亿美元，其中封测成本约占采购成本 25%，即 2023 年海思封测订单市场空间可望达到 40 亿美元，长电科技作为封测龙头企业有望迎来黄金发展机遇。

图 1 2018 年全球 IC 设计公司营收排名（百万美元）

2018 Rank	Company	2017 (USD M)	2018 (USD M)	YoY (%)
1	Broadcom	18,824	21,754	15.6
2	Qualcomm	17,212	16,450	-4.4
3	Nvidia	9,714	11,716	20.6
4	MediaTek	7,826	7,894	0.9
5	Hisilicon	5,645	7,573	34.2
6	AMD	5,329	6,475	21.5
7	Marvell	2,409	2,931	21.7
8	Xilinx	2,476	2,904	17.3
9	Novatek	1,547	1,818	17.6
10	Realtek	1,370	1,519	10.9
Top 10 Total		72,351	81,034	12.0

资料来源：Digitimes，华西证券研究所整理

图 2 2007~2018 年华为海思营收（十亿美元）



资料来源：Bernstein Research，华西证券研究所整理

2. 创新长电，先进封装技术引领“后摩尔时代”

集成电路封装技术的演进主要为了符合终端系统产品的需求，为配合系统产品多任务、小体积的发展趋势，集成电路封装技术的演进方向即为高密度、高脚位、薄型化、小型化。集成电路封装技术的发展可分为四个阶段，第一阶段：插孔原件时代；第二阶段：表面贴装时代；第三阶段：面积阵列封装时代；第四阶段：高密度系统级封装时代。目前，全球半导体封装的主流正处在第三阶段的成熟期，FC、QFN、BGA 和 WLCSP 等主要封装技术进行大规模生产，部分产品已开始向第四阶段发展。

创新长电，积极布局先进封装工艺：长电科技包含了江阴基地、韩国基地、新加坡基地，积极布局 WLCSP/FoWLB/SiP/Bumping 等先进封装技术。原长电主要包含江阴 D3、滁州宿迁工厂以及长电先进；星科金朋包含江阴工厂（上海搬迁至江阴）、韩国工厂以及新加坡工厂；另外长电还在韩国设立了 JSCK，主要为品牌客户提供 SiP 封装产品。依据公司 2018 年年报，长电先进定位为高端封测产品，2018 年实现营收 24.54 亿元，星科金朋实现营收 11.69 亿美元，长电韩国 SiP 实现营收 7.89 亿美元。

表 2 长电科技各基地营收及技术布局

	工厂	封测技术	2018 年营收
原长电	江阴基地	D3, 集成电路中心, 中高端产品, 打线/FC/SiP 模组/PA 模组等	79.46 亿元
	滁州工厂	低成本封装基地, 江阴低毛利产品搬迁, 设备快到折旧期等做相对低端产品, 借助当地政府优惠政策和便宜的人工成本, 滁州和宿迁逐渐实现盈利。主要产品小信号/超小型分立器件/低端集成电路	
	宿迁工厂	宿迁从 2017 年开始盈利, 江阴中低端集成产品也搬过去布满产能, 目前在宿迁扩产	
	长电先进	先进封装, WLCSP+Bumping+FoWLB	
星科金朋	江阴厂	FCCSP+存储等	11.69 亿美元
	韩国厂	高端 FC, Bumping, SiP	
	新加坡厂	技术领先, eWLB 发展较快但客户订单无法持续	
JSCK	长电韩国	SiP	7.89 亿美元

资料来源：2018 年年报，华西证券研究所

集微网信息，11 月 15 日，绍兴市举行长电科技绍兴项目签约仪式。长电集成电路（绍兴）有限公司落户于越城区，总投资 80 亿元，将瞄准集成电路晶圆级先进制造技术的应用，为芯片设计和制造提供晶圆级先进封装产品。项目一期规划总面积 230 亩，建成后可形成 12 英寸晶圆级先进封装 48 万片的年产能。二期规划总面积 150 亩，以高端封装产品为研发和建设方向，打造国际一流水平的先进封装生产线。

随着国家集成电路产业基金成为公司的第一大股东，公司的治理结构得到了进一步完善，公司的综合实力也得到了进一步加强。依据公司 2019 年半年报，公司将继续抓好以下各项工作，力争完成董事会下达的任务目标：

- 1、继续深入推进星科金朋的整合，进一步梳理各项职能，减少冗余资源配置；
- 2、继续与重大战略客户紧密合作，确保新品研发和订单导入顺利进行；
- 3、继续优化全球生产布局，综合考虑各工厂产线利用率情况，对个别产线产能进行调配；
- 4、继续加强各项费用管控，向管理要效益；
- 5、继续围绕“做强长电，质量为本”的指导思想提升各工厂的质量管理能力，并建设以客户为中心的长电企业文化。

3. 盈利预测

长电科技对星科金朋的大收购已经过去，两家公司之间的业务整合正如火如荼地展开。长电科技根据自身的发展战略，在保持星科金朋相对独立和稳定的基础上，进行各项业务的加速整合。由于原先星科金朋存在一些经营管理、负债率过高等问题导致亏损，预计伴随着长电科技的顺利整合，有望逐渐提升盈利能力。

我们关键假设如下：

(1) 长电本部（包含长电先进、D3、星科金朋江阴合计 3 个工厂）：公司 2018 年年报指出，长电先进重点客户的新产品开发方面较大的突破，多个重要客户的新产品进入量产或者试量产；Fan-in 和 Fan-out ECP 进入批量生产；Bumping 智能化制造实现业内首个无人化量产应用的突破。我们预计随着进口替代订单的转移、国内 IC 设计公司步入加速发展期、先进封装产品的逐步放量：假设长电先进 2019~2021 年营收增速分别为 10%、15%、20%；长电江阴 D3 工厂 2019~2021 年营收增速分别为 10%、20%、20%；毛利率则由于新产品的导入、产能利用率的提升稳定增加；

(2) 长电滁州和长电宿迁：由于 2019 年出售自销分立器件业务，收入规划有所下降，预计长电滁州 2019~2021 年营收增速分别为-20%、-10%、0%；长电宿迁逐渐扩产布局部分中高端产品，预计长电宿迁 2019~2021 年营收增速分别为 5%、10%、10%；

(3) 星科金朋：星科金朋江阴工厂搬迁完成，有长电管理层进行管理，产品导入顺利，但星科金朋新加坡工厂则由于产能利用率相对偏低对星科金朋整体有一定拖累，韩国工厂则受益 SiP、高端 FC 及存储行业的逐渐复苏有望实现增长，综合预计星科金朋整体 2019~2021 年营收增速分别为-5%、10%、10%；同时假设毛利率逐渐提升至 10%左右；

(4) 长电韩国工厂：预计随着 TWS 耳机等对 SiP 封装需求的提升，公司拟导入国际客户其他智能终端产品以平滑上半年的弱周期，预计 2019~2021 年营收增速分别为-10%、10%、15%；

表 3 长电科技盈利预测表

亿元	2018 年	2019E	2020E	2021E
长电先进	24.54	26.99	31.04	37.25
YoY (%)		10%	15%	20%
毛利率 (%)		25%	26%	26.50%
长电本部	54.15	59.57	71.48	85.77
YoY (%)		10%	20%	20%
毛利率 (%)		10%	12%	14%
长电滁州	15.95	12.76	11.48	11.48
YoY (%)		-20%	-10%	0%
毛利率 (%)		20%	22%	25%
长电宿迁	9.36	9.83	10.81	11.89
YoY (%)		5%	10%	10%
毛利率 (%)		14%	14.50%	15%
星科金朋	81.76	77.67	85.44	93.98
YoY (%)		-5%	10%	10%
毛利率 (%)		5%	10%	11%
长电韩国	55.23	49.71	54.68	62.88
YoY (%)		-10%	10%	15%
毛利率 (%)		8%	12%	14%

合计营收 (亿元)	240.99	236.53	264.93	303.26
毛利率 (%)		11.43%	13.53%	15.06%

资料来源: Wind, 华西证券研究所 (2018 年由于韩国基地采用美元计价, 本表按照 1:7 汇率计算, 与实际年报数据有 2.43 亿元差额)

我们预计 2019~2021 年公司营收分别为 236.53 亿元、264.93 亿元、303.26 亿元, 同比增速-0.85%、12.01%、14.47%; 实现归属于母公司股东净利润分别为 4489 万元、4.85 亿元、11.80 亿元, 同比增速 104.78%、979.62%、143.55%; 对应每股 EPS 分别为 0.03 元、0.30 元、0.74 元。由于公司尚处于与星科金朋业务整合期, PE 估值方法不适用, 我们采用 PS 估值方法, 依据我们对全球半导体封测厂商统计 (包含通富微电、华天科技、京元电子、欣邦科技、Amkor), 目前半导体封测行业 PS 估值大约为 1.54, 对应公司明年总市值为 407.99 亿元, 则对应每股股价为 25.45 元, 首次覆盖, 给予买入评级。

表 4 封测行业平均 PS (单位: 亿元)

		总市值	2019 年营收预测	PS
002156.SZ	通富微电	132.91	80.63	1.65
002185.SZ	华天科技	147.69	85.75	1.72
2449.TW	京元电子	106.44	56.00	1.90
6147.TWO	欣邦科技	93.51	57.00	1.64
AMKR.O	艾马克技术	211.00	268.00	0.79
	均值			1.54

资料来源: Wind, 华西证券研究所 (总市值对应 2019 年 11 月 25 日收盘价, 中国台湾及美股盈利预测为前三季度营收/3*4 预测结果, 前三季度营收源自各公司公告, 日月光投控包含日月光/矽品/USI 无法单独计算各自 PS 未纳入统计范围)

4. 风险提示

我国集成电路产业发展有国家产业政策的支持, 有巨大的内需市场依托, 但集成电路市场智能手机、平板电脑, 以及诸多移动产品市场趋向成熟, 增长趋缓, 价格竞争日趋激烈, 5G、新一代虚拟现实、无人驾驶、工业机器人、物联网等市场还有待进一步成长, 公司业务增长存在不确定性; 公司面临国际经营环境改变、市场波动、汇率波动等风险; 对星科金朋在产品结构调整调整尚需进一步落实, 存在经营业绩波动的风险; 公司商誉存在减值的风险; 公司短期负债占比较高, 有一定的短期偿债风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	23856.49	23653.00	26493.00	30326.00	净利润	-926.64	44.45	479.89	1168.74
YoY (%)	0.00%	-0.85%	12.01%	14.47%	折旧和摊销	3096.64	3817.90	4599.63	5153.55
营业成本	21130.76	20949.46	22908.50	25758.90	营运资金变动	-993.58	1185.64	-231.79	-267.38
营业税金及附加	45.92	46.92	53.18	60.22	经营活动现金流	2509.19	5638.58	5505.81	6563.00
销售费用	285.37	354.80	450.38	576.19	资本开支	-4240.63	-4835.00	-4850.00	-3850.00
管理费用	1110.52	1182.65	1324.65	1485.97	投资	389.47	414.11	0.00	0.00
财务费用	1131.03	705.59	688.09	538.09	投资活动现金流	-3555.86	-4320.89	-4820.00	-3820.00
资产减值损失	546.92	0.00	0.00	0.00	股权募资	3599.32	0.00	0.00	0.00
投资收益	452.30	100.00	30.00	30.00	债务募资	2129.24	2500.00	-3000.00	-2000.00
营业利润	-803.84	38.99	420.95	1025.21	筹资活动现金流	3421.88	1206.56	-3282.18	-2538.09
营业外收支	-9.16	0.00	0.00	0.00	现金净流量	2375.22	2524.25	-2596.36	204.91
利润总额	-813.00	38.99	420.95	1025.21	主要财务指标				
所得税	113.64	-5.46	-58.93	-143.53	2018A	2019E	2020E	2021E	
净利润	-926.64	44.45	479.89	1168.74	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	-939.32	44.89	484.69	1180.43	营业收入增长率	0.00%	-0.85%	12.01%	14.47%
YoY (%)	-373.58%	104.78%	979.62%	143.55%	净利润增长率	-373.58%	104.78%	979.62%	143.55%
每股收益	-0.59	0.03	0.30	0.74	盈利能力 (%)				
资产负债表 (百万元)					毛利率	11.43%	11.43%	13.53%	15.06%
货币资金	4774.27	7298.51	4702.15	4907.06	净利率	-3.88%	0.19%	1.81%	3.85%
预付款项	197.36	185.63	201.58	229.51	总资产收益率 ROA	-2.73%	0.12%	1.32%	3.21%
存货	2273.58	2869.79	3389.20	3952.05	净资产收益率 ROE	-7.64%	0.38%	3.83%	8.54%
其他流动资产	3660.16	3810.38	4058.15	4567.46	偿债能力 (%)				
流动资产合计	10905.38	14164.32	12351.08	13656.09	流动比率	0.59	0.61	0.59	0.69
长期股权投资	190.37	194.17	194.17	194.17	速动比率	0.46	0.48	0.42	0.48
固定资产	16179.21	16429.81	15903.67	13828.62	现金比率	0.26	0.31	0.23	0.25
无形资产	635.19	616.69	593.19	564.69	资产负债率	64.29%	69.32%	65.60%	62.42%
非流动资产合计	23522.02	24140.01	24390.38	23086.82	经营效率 (%)				
资产合计	34427.40	38304.32	36741.45	36742.91	总资产周转率	0.73	0.65	0.71	0.83
短期借款	7128.70	10128.70	7128.70	5128.70	每股指标 (元)				
应付账款及票据	4819.98	5050.83	5334.86	5786.93	每股收益	-0.59	0.03	0.30	0.74
其他流动负债	6456.19	8145.68	8412.98	8793.62	每股净资产	7.67	7.33	7.89	8.62
流动负债合计	18404.88	23325.21	20876.54	19709.25	每股经营现金流	1.57	3.52	3.43	4.09
长期借款	2933.79	2433.79	2433.79	2433.79	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期负债	793.57	793.57	793.57	793.57	估值分析				
非流动负债合计	3727.36	3227.36	3227.36	3227.36	PE	-34.21	715.85	66.31	27.23
负债合计	22132.24	26552.57	24103.90	22936.61	PB	1.07	2.74	2.54	2.33
股本	1602.87	1602.87	1602.87	1602.87					
少数股东权益	2.94	2.50	-2.30	-13.99					
股东权益合计	12295.16	11751.76	12637.56	13806.30					
负债和股东权益合计	34427.40	38304.32	36741.45	36742.91					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

孙远峰：华西证券研究所副所长&电子行业首席分析师，哈尔滨工业大学工学学士，清华大学工学博士，近3年电子实业工作经验；2018年水晶球/金牛/IAMAC保险资产上榜分析师，2017年新财富入围/水晶球上榜分析师，2016年新财富上榜分析师，2013~2015年新财富上榜分析师团队核心成员。

王海维：华西证券研究所电子行业分析师，华东师范大学硕士，曾就职于安信证券，2019年8月加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属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。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。