

先进制程+多技术平台研发进展顺利，业绩拐点已现

投资要点

- **事件:** 公司发布2023年半年报, 2023H1实现收入29.7亿元, 同比-50.4%; 归母净利润-0.44亿元, 同比-101.7%; 扣非归母净利润-1.5亿元, 同比-105.7%。其中Q2实现收入18.8亿元, 同比-40.8%, 环比+72.5%; 归母净利润2.9亿元, 同比-78.3%, 环比+186.8%; 环比扭亏为盈, 业绩拐点已现。
- **积极拓展 DDIC、CIS、PMIC 等技术平台, 业绩环比修复显著。** 公司立足于晶圆代工领域, 在上半年全球经济低迷, 智能手机、笔记本电脑等消费电子市场下滑、供应链持续调整库存的大环境下, 业绩环比修复显著。公司以 DDIC、CIS、PMIC、MCU 为主轴, 积极拓展逻辑等技术平台, 量产制程节点覆盖 150nm-55nm。1) 分应用产品来看, 报告期内公司 DDIC/CIS/PMIC/MCU 营收分别占比 87.8%/4.1%/5.8%/1.4%; DDIC 占比较高, 主要系 2023H1 公司整体产能利用率不饱和, Q2 以来 DDIC 行业需求复苏明显。2) 从制程节点来看, 55nm/90nm/110nm/150nm 分别实现营收 1.4/14.8/9.4/4.0 亿元, 分别占比 4.8%/49.9%/31.7%/13.6%。3) 费用率方面, 23H1 公司销售/管理/研发费用率分别为 0.8%/4.3%/16.9%, 分别同比+0.3/+1.7/+10.3pp。
- **持续加强研发储备长期动能, 55nm TDDI 产品实现大规模量产。** 公司重视研发, 多个项目进展顺利; 2023H1, 公司研发费用为 5.0 亿元, 同比增长 27.5%。报告期内, 公司 40nm 高压 OLED 平台开发取得重大成果, 平台原件效能与良率已符合目标, 具备向客户提供产品设计及流片的能力, 预计本年度将建置产能已满足客户需要; 55nm 铜制程平台及 145nm 低功耗高速显示驱动平台的研发已如期完成; 55nm TDDI 产品于报告期内实现大规模量产, 目前该产品产能达到满载状态, 且已成功进入 LCD 面板及智能手机市场, 预计本年度公司将持续提升 55nm 产能, 进一步增强拓宽市场的竞争力。此外, 公司车用 110nm 显示驱动芯片已通过公司客户的汽车 12.8 英寸显示屏总成可靠性测试, 加快推动公司产品向汽车市场领域拓展。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 23-25 年归母净利润分别为 5.0/14.9/25.3 亿元。考虑公司作为 DDIC 代工龙头企业, 有望率先受益于显示面板终端设备需求修复带来的市场扩容, 以及公司持续加强研发, 多元布局 MCU/CIS/PMIC 领域有望开辟新增长曲线, 我们给予公司 2024 年 30 倍 PE, 对应目标价 22.2 元, 首次覆盖予以“买入”评级。
- **风险提示。** 客户集中度较高、制程节点技术研发滞后、产能扩张不及预期、产品应用领域单一等风险。

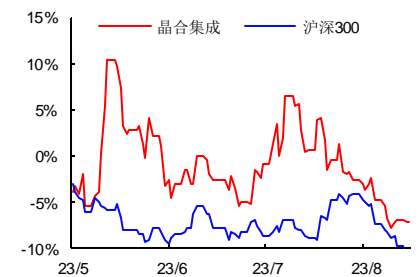
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10050.95	8098.92	12700.53	16721.93
增长率	85.13%	-19.42%	56.82%	31.66%
归属母公司净利润(百万元)	3045.43	495.15	1487.59	2526.09
增长率	76.16%	-83.74%	200.43%	69.81%
每股收益EPS(元)	1.52	0.25	0.74	1.26
净资产收益率 ROE	17.49%	1.81%	5.17%	8.12%
PE	12	71	24	14
PB	2.68	1.50	1.42	1.29

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 王谋
执业证号: S1250521050001
电话: 0755-23617478
邮箱: wangmou@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: Wind

基础数据

总股本(亿股)	20.06
流通 A 股(亿股)	3.49
52 周内股价区间(元)	17.53-23.86
总市值(亿元)	377.15
总资产(亿元)	481.70
每股净资产(元)	11.38

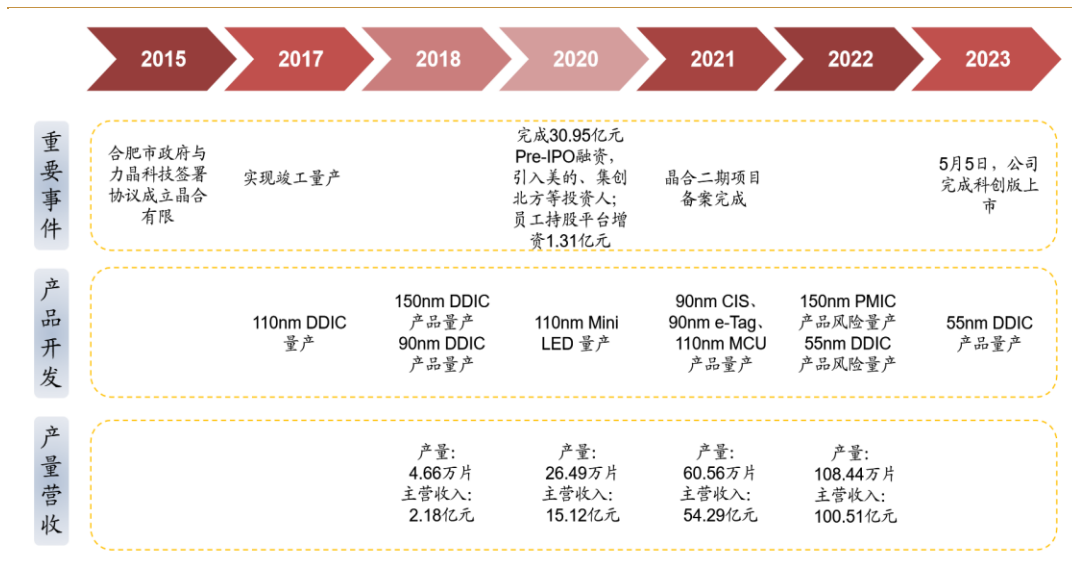
相关研究

1 DDIC 代工龙头，业绩环比修复显著

1.1 公司基本情况：公司为 DDIC 代工龙头企业

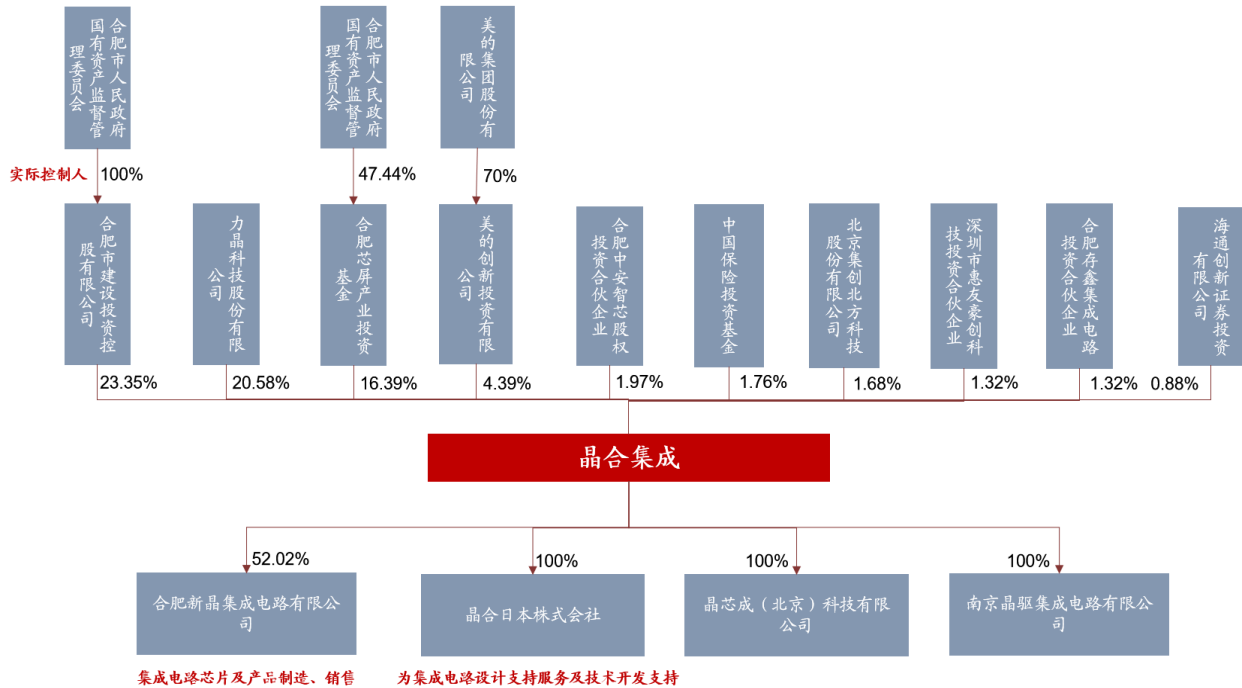
晶合集成成立于 2015 年，主要从事 12 英寸晶圆代工业务，致力于研发并应用先进的工艺为客户提供多种制程节点、不同工艺平台的晶圆代工服务。目前，公司已经实现 150nm 至 90nm 制程节点的 12 英寸晶圆代工平台的量产，并正在进行 55nm 制程节点的 12 英寸晶圆代工平台的风险量产。公司所代工的产品主要为面板显示驱动芯片，该类芯片被广泛应用于液晶面板领域，包括电视、显示屏、笔记本电脑、平板电脑、手机、智能穿戴设备等产品中。根据 Chiplnsights 统计显示，截至 2022 年底，公司为中国大陆 12 英寸晶圆代工产能第三大的纯晶圆代工企业。

图 1：公司发展沿革



数据来源：公司招股说明书，公司公告，西南证券整理

公司实控人为合肥国资委，股权结构稳定。截至 2023 年 5 月，公司实际控制人为合肥市人民政府国有资产监督管理委员会；第一大股东合肥市建设投资控股有限公司直接持股公司 23.4%，并通过合肥芯屏产业投资基金间接持股公司 7.8%，合计持股比例达 31.2%；第二大股东为力晶科技股份有限公司，持股占比为 20.6%；合肥芯屏产业投资基金、美的创新投资有限公司及合肥中安智芯股权投资合伙企业分别持股占比 16.4%/4.4%/2.0%，位居第三/四/五位。其中，合肥市建设投资控股有限公司实控人为合肥市人民政府国有资产监督管理委员会，美的创新投资有限公司为美的集团股份有限公司下属企业。背靠国资+上市公司，公司股权结构稳定。

图 2：公司股权结构


数据来源：Wind，西南证券整理，截至2023/08

2023年5月，公司首次公开发行A股普通股股票5.0亿股，募集资金99.6亿元，用于投资先进工艺平台研发项目、基地厂房及厂务设施收购项目。公司高级管理人员及核心员工通过战略配售资产管理计划参与本次发行，战略配售发行数量为1.5亿股，占初始发行数量的30%，充分激励员工积极性。

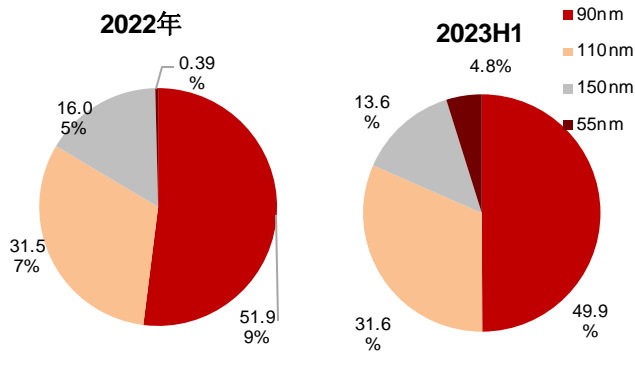
1.2 公司业绩：业绩短期承压触底，环比修复显著

公司主要从事12英寸晶圆代工业务，代工服务的制程节点主要为90nm、110nm、150nm及55nm；2023年，55nm制程已实现量产。

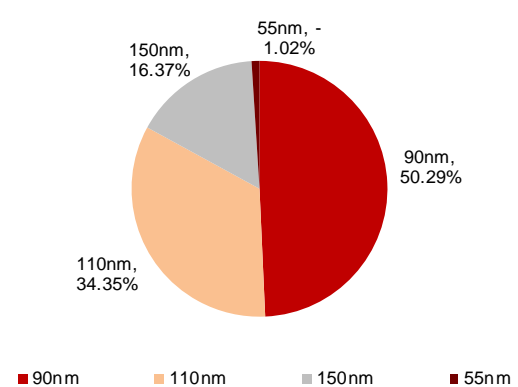
从营收结构来看，1) 2022年，90nm晶圆实现营收52.1亿元，同比增长71.8%，贡献52.0%的收入，为公司主要收入来源；110nm晶圆实现营收31.7亿元，同比增长139.2%，收入占比为31.6%；150nm晶圆实现营收16.1亿元，同比增长51.2%，收入占比16.1%；55nm晶圆实现营收0.4亿元，占比收入0.4%。

2) 23H1，90nm晶圆实现营收14.7亿元，贡献50.0%的收入，为公司主要收入来源；110nm晶圆实现营收9.4亿元，收入占比为31.6%；150nm晶圆实现营收4.0亿元，收入占比13.6%；55nm晶圆于2023年实现大规模量产，23H1实现营收1.4亿元，占比收入4.8%。

从毛利结构来看，2022年，90nm晶圆生产业务贡献毛利23.3亿元，毛利占比50.3%；110nm晶圆生产业务贡献毛利15.9亿元，毛利占比34.4%；150nm晶圆生产业务、55nm晶圆生产业务分别贡献毛利7.6/-0.5亿元，分别占比16.4%/-1.0%。

图 3：公司 2022 年及 23H1 主营业务结构


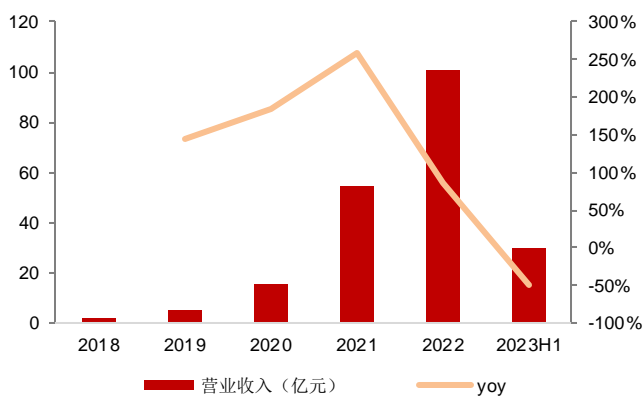
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 4：公司 2022 年主营业务毛利占比


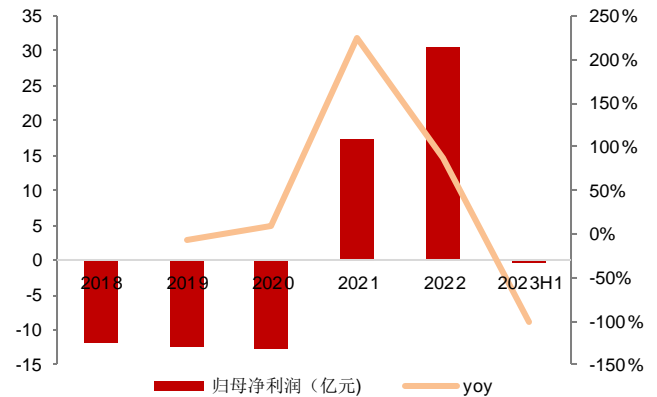
数据来源：Wind, 西南证券整理

营收增长强劲，利润端扭亏为盈。2018-2022 年，公司营业收入由 2.2 亿元飞速攀升至 100.5 亿元，期间复合增长率高达 160.6%。2022 年，公司营业收入为 100.5 亿元，同比增长 85.1%。利润端方面，公司于 2021 年实现扭亏为盈，2018-2022 年归母净利润由 -11.9 亿元增长至 30.5 亿元。公司营收规模持续快速扩张，主要系：1) 全球显示面板市场规模快速增长；2) 公司产能的稳健提升；3) 公司加码研发，持续创新技术。

23H1 业绩受行业周期性波动影响，未来有望逐步复苏。2023 年上半年，公司实现营收 29.7 亿元，同比减少 50.4%，主要系半导体行业整体景气度下降，智能手机、消费电子等需求下行。23H1 公司实现归母净利润 -0.4 亿元，同比下降 101.68%，主要系公司持续加大研发投入，研发费用较上年同期增长 27.5%。公司业绩受行业整体需求变化及周期性波动影响，因产能利用率不足等原因导致业绩不佳，未来随着行业整体需求的恢复，公司业绩有望逐步复苏。

图 5：公司 2018-2023H1 营业收入情况及增速


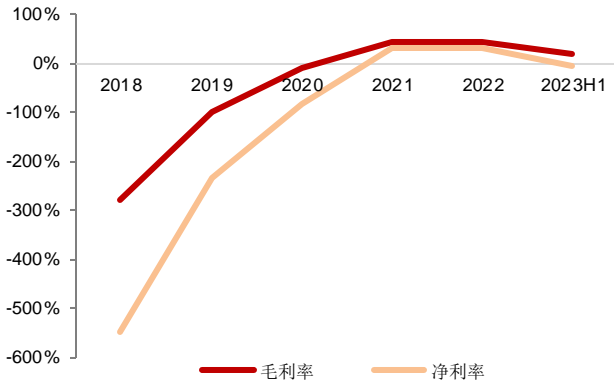
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 6：公司 2018-2023H1 归母净利润情况及增速


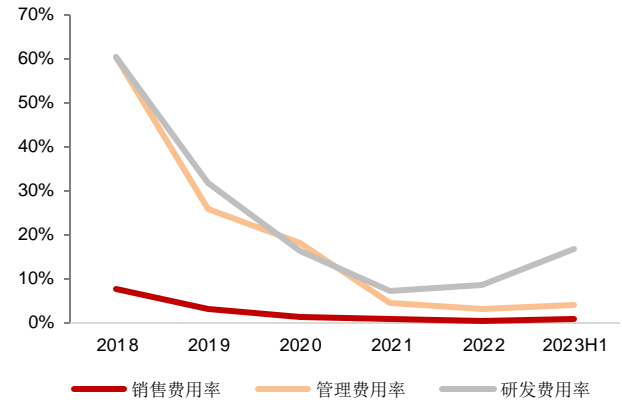
数据来源：Wind, 西南证券整理

1) 利润率方面：2018-2022 年，公司毛利率由 -276.6% 上升至 46.2%，呈快速改善趋势。公司早期毛利率为负，主要系公司持续追加生产设备等资本性投入以满足产能扩充的需求，导致固定成本规模较高；同时在初期产能爬坡、产销规模相对有限的情况下产品单位成本较高。随着公司产品产销规模增长，单位成本快速下降，2021 年毛利率转负为正，并达到较高水平，为 45.1%。23H1 公司毛利率/净利率分别为 18.2%/-4.1%，单 Q2 毛利率/净利率分别为 24.1%/13.6%，较 Q1 修复显著。

2) 费用率方面：由于公司营收增长迅速，费用率逐步优化。2022年，公司销售/管理/研发费用率分别为0.6%/2.9%/8.5%。其中，研发费用为8.6亿元，同比增长116.1%，主要系公司高度重视产品研发及技术创新，不断提高研发投入规模并持续推动工艺技术的改善及先进制程产品的开发。23H1，公司销售/管理/研发费用率分别为0.84%/4.26%/16.92%；研发费用达5.0亿元，同比增长27.3%，主要系公司持续加大研发投入、研发设备折旧以及无形资产摊销增加所致。

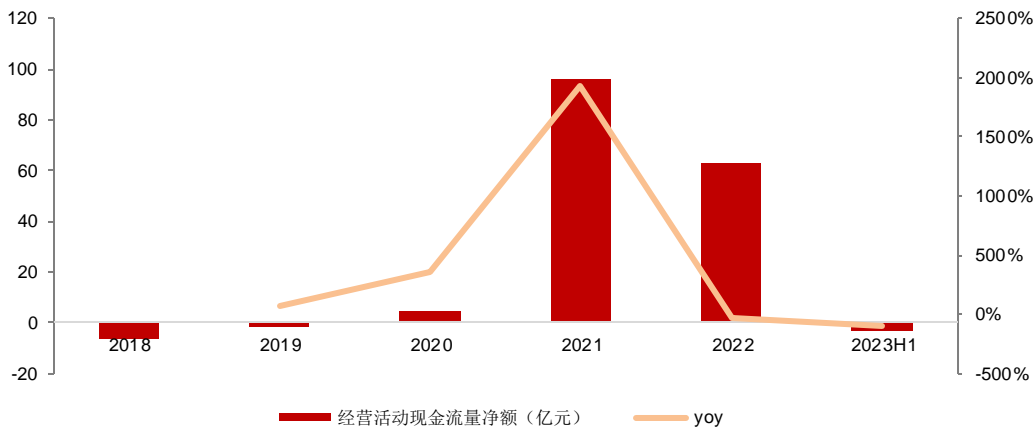
图 7：公司 2018-2023H1 毛利率及净利率情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 8：公司 2018-2022 费用率情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

经营活动现金流改善显著。2018-2021年，公司经营活动现金流量净额从-6.5亿元增长至95.7亿元，公司产能逐步释放助推销售收入快速增长，使销售商品、提供劳务收到的现金同步增长。2022年，公司经营活动现金流量净额为62.8亿元，同比下降34.4%。23H1，公司经营活动现金流净额为-3.0亿元，主要系受市场景气度影响，报告期内营收降低，销售商品、提供劳务收到的现金减少以及产能保证金到期返还所致。未来随着公司营收及毛利率的稳健增长，公司具备可持续的经营性先进流入能力。同时，本次公开发行后，公司净资产将进一步增加，偿债能力进一步提高。随着募集资金的逐步投入，公司研发能力得到提升，核心竞争优势更加突出，使得公司处于良性的可持续增长状态，为公司未来发展奠定基础。

图 9：2018-2023H1 公司经营活动现金流量净额及增速


数据来源：Wind, 西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：90nm。90nm 制程类产品为公司主要收入来源。作为 DDIC 类产品的主流制程之一，公司持续进行相关技术研发创新，90nm CIS、E-Tag 等产品逐步进入量产阶段，未来有望贡献业绩增量，公司产品结构也将进一步多元化。此外，随着大、中尺寸面板终端产品显示技术的逐步成熟，其所需的 90nm 及以上制程 DDIC 需求有望保持增长；公司产能扩充计划充沛，工艺平台不断丰富，我们预计公司 2023-2025 年期间 90nm 制程类产品销量逐年同比 -11.0%/+31.0%/+11.0%，价格逐年同比 -15.0%/+10.0%/+5.0%，毛利率分别为 28.0%/30.0%/32.0%。

假设 2：110nm。受益于 110nm DDIC 类产品销售规模的快速上升，公司 110nm 制程类产品出货量也保持增长态势，近三年年均复合增长率为 179% 左右。从行业整体来看，大、中尺寸面板终端产品所需的成熟制程类 DDIC 芯片数量较多，有望进一步推动公司产品销量。2023 年 5 月，公司宣布其 110nm 面板驱动芯片已于近期完成汽车 12.8 英寸显示屏总成可靠性测试，未来量产有望为公司贡献业绩增量。在市场终端设备需求快速增长及公司产能稳步释放的趋势下，我们预计公司未来三年销量增速分别为 -12.0%/+44.5%/+20.0%，价格逐年同比 -11.0%/+10.0%/+10.0%，毛利率分别为 28.0%/30.0%/32.0%。

假设 3：150nm。150nm 制程产品主要为 DDIC 产品，应用于电视、台式电脑等终端设备。随着公司产能逐步释放，以及电视、电脑市场需求的逐步复苏，150nm 制程产品整体呈快速上升趋势，我们预计 2023-2025 年期间 150nm 制程类产品销量逐年同比增长 +12.0%/+33.0%/+20.0%，价格增速分别为 -14.0%/+10.0%/+10.0%，毛利率分别为 30.0%/35.0%/35.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
90nm	收入	5212.4	3968.5	5715.2	6688.8
	增速	71.8%	-23.9%	44.0%	17.0%
	毛利率	44.6%	28.0%	30.0%	32.0%
110nm	收入	3165.1	2470.2	3937.2	5183.8
	增速	139.2%	-22.0%	59.4%	31.7%
	毛利率	50.2%	28.0%	30.0%	32.0%
150nm	收入	1608.9	1214.8	1778.1	2341.1
	增速	51.2%	-24.5%	46.4%	31.7%
	毛利率	47.0%	30.0%	35.0%	35.0%
55nm	收入	39.1	404.9	1016.0	1839.4
	增速	78387.5%	934.9%	150.9%	81.0%
	毛利率	-121.0%	10.0%	15.0%	17.0%
其他业务	收入	25.45	40.5	254.0	668.9
	增速	211.9%	59.1%	527.3%	163.3%
	毛利率	66.1%	5.0%	10.0%	15.0%

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
合计	收入	10050.9	8098.9	12700.5	16721.9
	增速	85.1%	-19.4%	56.8%	31.7%
	毛利率	46.2%	26.8%	28.4%	29.4%

数据来源：Wind，西南证券

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 81.0 亿元 (-19.4%)、127.0 亿元 (+56.8%) 和 167.2 亿元 (+31.7%)，归母净利润分别为 5.0 亿元 (-83.7%)、14.9 亿元 (+200.4%)、25.3 亿元 (+69.8%)，EPS 分别为 0.25 元、0.74 元、1.26 元，对应 PE 分别为 71 倍、24 倍、14 倍。

综合考虑业务范围，我们选取了晶圆代工行业两家上市公司作为估值参考，分别是中芯国际及华润微。2 家公司 24 年平均 PE 为 34 倍。公司作为 DDIC 代工龙头企业，未来有望率先受益于显示面板终端设备高需求量所带来的市场扩容；公司产能稳步释放，保障业绩健康增长；募投资金研发先进制程工艺平台技术有望助力国产化进程的加速。基于以上分析，我们给予公司 2024 年 30 倍 PE，对应目标价 22.2 元，首次覆盖予以“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS				PE (倍)			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
688981.SH	中芯国际	1916.98	48.30	1.53	0.76	1.05	1.38	27	63	45	35
688396.SH	华润微	730.14	55.31	1.98	2.12	2.49	2.90	27	26	22	19
平均值								27	45	34	27

数据来源：Wind，西南证券整理，截至 2022/8/25

3 风险提示

1) 客户集中度较高风险：2019-2020 年，公司前五大客户的销售收入合计分别为 13.6/38.1/60.9 亿元，分别占比 89.8%/70.1%/60.6%，客户集中度较高。公司与主要客户维持长期业务往来，并于部分客户签署了长期框架协议，若公司无法持续深化与现有主要客户的合作关系与规模，同时无法有效开拓新客户资源并转化为收入，将可能对其经营业绩产生不利影响。

2) 制程节点技术研发滞后风险：晶圆代工行业技术更新迭代较快，研发周期长。公司目前已实现 150nm-55nm 制程节点量产，但部分行业领先企业已达 5nm、14nm 等制程节点，与公司存在差距。公司拟进一步研发更先进制程，包括 40nm/28nm 等技术研发难度不断增加，对工艺、设备、原材料、研发人员的要求进一步提升。若无法及时完成相关技术平台的研发以响应市场需求，将可能对公司市场竞争力造成不利影响。

3) 产能扩张不及预期风险：2022 年，公司产能为 126 万片，若公司产能无法稳步释放以满足客户及下游市场旺盛需求，将可能动摇其显示驱动领域龙头地位，从而对公司经营业绩产生不利影响。

4) 产品应用领域单一风险：公司主要向客户提供 DDIC 及其他工艺平台的晶圆代工服务，其应用领域主要为面板显示驱动芯片领域。2019-2022 年，DDIC 晶圆代工服务形成的收入合计分别为 14.8/46.8/71.4 亿元，占主营业务收入的比例分别为 98.2%/86.3%/71.2%，

产品应用领域较为单一。晶圆代工客户对技术迭代和产品多元化的要求日益提高，公司近年来持续加大研发投入，主要用于 55nm/40nm/28nm 等更先进制程的研发，以及 CIS、MCU、PMIC 等其他产品技术平台拓展。若公司在面板显示驱动领域客户订单流失或议价能力下降，且未能及时完成 CIS、MCU 的扩产和 PMIC 等其他技术平台的研发及量产工作，无法在短时间内形成多元化产品应用领域结构，则可能对公司经营业绩造成不利影响。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	10050.95	8098.92	12700.53	16721.93	净利润	3156.20	513.16	1541.69	2617.96
营业成本	5411.48	5925.57	9093.58	11807.36	折旧与摊销	2643.84	1431.33	1431.33	1431.33
营业税金及附加	23.28	29.81	41.28	115.38	财务费用	69.09	555.06	452.11	433.39
销售费用	59.74	61.47	88.83	117.35	资产减值损失	-306.61	0.00	0.00	0.00
管理费用	294.92	1052.86	1524.06	1672.19	经营营运资本变动	-1245.02	841.70	3828.97	2990.16
财务费用	69.09	555.06	452.11	433.39	其他	1962.55	-31.92	-29.43	-32.20
资产减值损失	-306.61	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	6280.03	3309.33	7224.67	7440.65
投资收益	3.69	30.00	30.00	30.00	资本支出	-3167.37	-2000.00	-4500.00	-2500.00
公允价值变动损益	3.63	1.81	2.72	2.27	其他	-5298.28	31.81	32.72	32.27
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-8465.65	-1968.19	-4467.28	-2467.73
营业利润	3142.14	505.96	1533.39	2608.53	短期借款	-2225.31	-27.07	-15.00	-15.00
其他非经营损益	14.26	7.23	8.50	9.67	长期借款	3050.01	0.00	0.00	0.00
利润总额	3156.40	513.19	1541.89	2618.20	股权融资	851.00	9960.46	0.00	0.00
所得税	0.21	0.04	0.20	0.23	支付股利	0.00	-203.03	-44.01	-176.31
净利润	3156.20	513.16	1541.69	2617.96	其他	3647.45	-1270.72	-452.11	-433.39
少数股东损益	110.77	18.01	54.11	91.88	筹资活动现金流净额	5323.15	8459.64	-511.12	-624.70
归属母公司股东净利润	3045.43	495.15	1487.59	2526.09	现金流量净额	3591.28	9800.78	2246.27	4348.22
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	7894.60	17695.38	19941.65	24294.87	成长能力				
应收和预付款项	587.62	1106.86	1541.35	1962.20	销售收入增长率	85.13%	-19.42%	56.82%	31.66%
存货	1021.65	1267.63	1867.16	2458.94	营业利润增长率	81.92%	-83.90%	203.06%	70.12%
其他流动资产	1334.63	1319.58	1355.05	1386.05	净利润增长率	82.56%	-83.74%	200.43%	69.81%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	82.32%	-57.43%	37.09%	30.92%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	22822.41	21622.46	20422.51	19222.56	毛利率	46.16%	26.84%	28.40%	29.39%
无形资产和开发支出	1433.92	3202.57	7471.22	9739.87	三费率	4.22%	20.61%	16.26%	13.29%
其他非流动资产	3669.74	3669.71	3669.67	3669.64	净利率	31.40%	6.34%	12.14%	15.66%
资产总计	38764.57	49884.19	56268.63	62734.13	ROE	17.49%	1.81%	5.17%	8.12%
短期借款	287.07	260.00	245.00	230.00	ROA	8.14%	1.03%	2.74%	4.17%
应付和预收款项	1364.09	3216.96	4596.44	5613.03	ROIC	24.78%	6.97%	13.38%	21.84%
长期借款	8226.87	8226.87	8226.87	8226.87	EBITDA/销售收入	58.25%	30.77%	26.90%	26.75%
其他负债	10836.58	9864.61	13386.89	16404.14	营运能力				
负债合计	20714.61	21568.45	26455.20	30474.05	总资产周转率	0.29	0.18	0.24	0.28
股本	1504.60	2006.14	2006.14	2006.14	固定资产周转率	0.53	0.39	0.65	0.91
资本公积	11209.07	20668.00	20668.00	20668.00	应收账款周转率	13.79	11.39	11.47	11.43
留存收益	405.68	697.80	2141.37	4491.15	存货周转率	5.98	5.18	5.80	5.45
归属母公司股东权益	13124.16	23371.93	24815.51	27165.29	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.98%	—	—	—
少数股东权益	4925.81	4943.81	4997.92	5089.80	资本结构				
股东权益合计	18049.96	28315.75	29813.43	32255.08	资产负债率	53.44%	43.24%	47.02%	48.58%
负债和股东权益合计	38764.57	49884.19	56268.63	62729.13	带息债务/总负债	41.10%	39.35%	32.02%	27.75%
					流动比率	1.18	2.13	1.65	1.59
					速动比率	1.07	2.00	1.53	1.46
					股利支付率	0.00%	41.00%	2.96%	6.98%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	5855.07	2492.36	3416.83	4473.25	每股收益	1.52	0.25	0.74	1.26
PE	11.55	71.02	23.64	13.92	每股净资产	6.54	11.65	12.37	13.54
PB	2.68	1.50	1.42	1.29	每股经营现金	3.13	1.65	3.60	3.71
PS	3.50	4.34	2.77	2.10	每股股利	0.00	0.10	0.02	0.09
EV/EBITDA	3.89	8.44	5.49	3.22					
股息率	0.00%	0.58%	0.13%	0.50%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
