

2014年1月16日

晶方科技 (603005.SH)

公司新股定价

证券研究报告

## 国内高端封测技术的领军者

■ **立足高端封测领域，实现稳健增长：**公司是中国大陆首家、全球第二大能为影像传感芯片提供晶圆级芯片尺寸封装 (WLCSP) 量产服务的专业封测服务商。公司拥有多样化的 WLCSP 量产技术，目前封装产品主要有影像传感芯片、环境光感应芯片、医疗电子器件、微机电系统 (MEMS)、生物身份识别芯片、射频识别芯片 (RFID) 等。近三年一期，公司营业收入保持了稳定的增长，2009-2012 年三年营业收入复合增长率为 34.4%，净利润复合增长率为 39.4%。

■ **终端产品智能化、小型化趋势利好先进封装技术：**公司所处行业发展前景非常乐观。随着大数据、云计算、物联网、移动互联网等各类技术的发展，未来电子终端产品的智能化成为现实，智能化的发展需要芯片及电子元器件的小型化和集成化，而公司拥有的 WLCSP、MEMS、3D 等先进封装技术是符合和顺应这种小型化集成化的发展趋势的，其在各类封装形式中的占比持续提升是确定的可以预见的。公司作为细分行业中的优质企业，必然能够享受到行业持续增长的红利。

■ **爆发增长不易，稳定增长可期：**由于集成电路封测行业属于重资产行业，生产线投资规模相对较大且建设周期较长，且产品的价格长期呈现下降确实，在需求稳定增长的背景下，产能的有序投放会带来公司营收的稳步增长，但难以呈现爆发式增长态势。公司目前年产能 21 万片，此次募投项目达产后，产能将扩大到 48 万片，项目的完全达产 2-3 年，则未来看三年公司收入复合增速有望保持在 30% 左右。

■ **投资建议：**我们预计公司 2013-2015 年收入增速分别为 16.9%、29.3% 和 27.9%，净利润增速分别为 14.2%、26.7% 和 29.4%，2014-2015 年摊薄后的 EPS 分别为 0.88 和 1.14 元，结合当前电子行业的平均估值水平，我们认为上市首日公司合理定价区间为 22-26.2 元，对应 2014 年 25-30 倍 PE。

■ **风险提示：**公司的主要风险是客户集中度高的风险、技术变化快带来的技术风险，以及股权结构分散且无实际控制人可能引致的管理风险。

定价区间： 22.0—26.2 元

### 发行数据

总股本 (万股)	18,950
发行数量 (万股)	6,317
网下发行 (万股)	4,000
网上发行 (万股)	2,317
保荐机构	
发行日期	2014/1/16
发行方式	网下询价, 上网定价

### 股东信息

Engineering and IP Advanced Technologies Ltd.	35.27%
中新苏州工业园区创业投资有限公司	29.05%
OmniVision Holding (Hong Kong) Company Limited	18.68%
英菲尼迪-中新创业投资企业	8.30%
苏州工业园区厚睿企业管理咨询咨询有限公司	2.36%
Gillad Galor	2.18%
苏州豪正企业管理咨询有限公司	2.00%
苏州泓融投资有限公司	1.01%
晶磊有限公司	0.65%
苏州德睿亨风创业投资有限公司	0.50%

	%	1M	3M	12M
相对收益				
绝对收益				

侯利

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511020031  
houli@essence.com.cn  
010-66581842

### 相关报告

摘要(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	306.1	337.3	394.3	509.8	651.9
净利润	114.7	137.9	157.4	199.5	258.0
每股收益(元)	0.61	0.73	0.83	0.88	1.14
每股净资产(元)	2.74	3.31	3.94	7.16	8.03

盈利和估值	2011	2012	2013E	2014E	2015E
毛利率	56.2%	56.4%	56.5%	54.7%	54.7%
净利润率	37.5%	40.9%	39.9%	39.1%	39.6%
净资产收益率	22.1%	22.0%	21.3%	12.4%	14.3%
ROIC	51.9%	43.8%	40.5%	32.9%	29.5%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

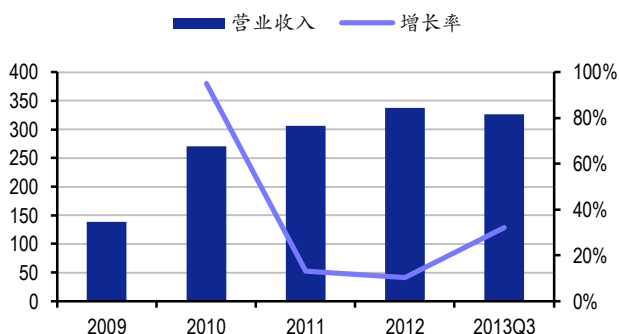
## 1. 主营业务为高端集成电路封装

公司主营业务为集成电路的封装测试业务，主要为影像传感芯片、环境光感应芯片、微机电系统（MEMS）、生物身份识别芯片、发光电子器件（LED）等提供晶圆级芯片尺寸封装（WLCSP）及测试服务。

公司是中国大陆首家、全球第二大能为影像传感芯片提供晶圆级芯片尺寸封装（WLCSP）量产服务的专业封测服务商。公司拥有多样化的 WLCSP 量产技术，目前封装产品主要有影像传感芯片、环境光感应芯片、医疗电子器件、微机电系统（MEMS）、生物身份识别芯片、射频识别芯片（RFID）等，这些产品被广泛应用在消费电子（手机、电脑、照相机等）、医学电子、电子标签身份识别、安防设备等诸多领域。

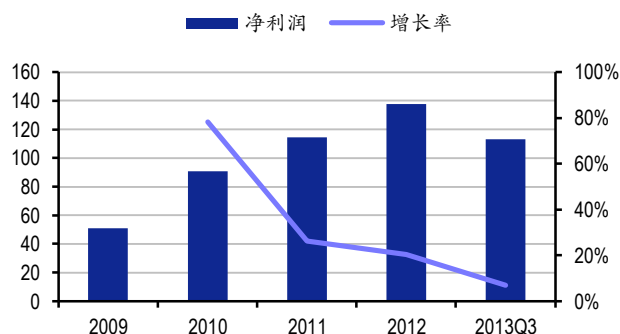
近三年一期，公司营业收入保持了稳定的增长，2009-2012 年三年营业收入复合增长率为 34.4%，净利润复合增长率为 39.4%。

图 1：晶方科技营收变化趋势 单位：百万元



数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

图 2：晶方科技净利润变化趋势 单位：百万元

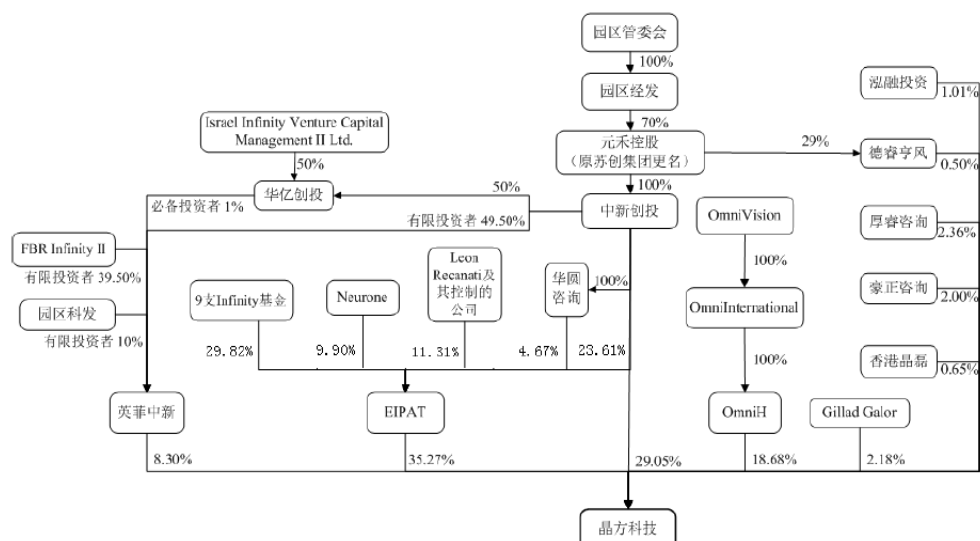


数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

## 2. 无实际控制人，第一大股份为外资

本次发行前，EIPAT 和中新创投分别直接持有公司 35.27%和 29.05%的股份。EIPAT 为公司第一大股东，股东性质为外资股东，目前无实际经营业务。中新创投为公司第二大股东，所持本公司股份性质为国有股。

图 3：晶方科技发行前股权结构



数据来源：招股说明书 安信证券研究中心

公司董事会由 6 名董事组成，第一大股东 EIPAT 委派一名、第二大股东中新创投委派两名，第三大股东 OmniH 和第四大股东英菲中新各委派一名，剩余一名董事由各方股东共同委派，各股东在董事会席位上的分配比较均衡。单一股东在公司董事会所占席位均未过半，无法控制董事会或对董事会决议产生决定性影响，因此认定公司无实际控制人。

### 3. 封测业稳定增长，晶圆级封装前景看好

近几年来，随着国内市场需求增长以及全球半导体领域产业向我国转移，我国集成电路行业得到了较快的发展。2012 年度，我国集成电路产业销售额为 2,158.5 亿元，同比增长 37.3%。

相对 IC 设计、芯片制造业而言，封装测试行业具有投入资金较小，建设快等优势，因此，许多发展中国家和地区都是先发展封装测试业，积累资金、市场和技术后再逐步发展 IC 设计业和芯片制造业。我国在集成电路领域首先发展的即是封装测试业，由于具备成本和地缘优势，我国半导体封装测试企业快速成长，同时国外半导体公司也向中国大举转移封装测试产能，目前我国已经成为全球主要封装基地之一。封装测试业已成为中国半导体产业的主体，在技术上也开始向国际先进水平靠拢。2012 年度，我国封装测试业销售收入规模为 1,035.67 亿元，占集成电路产业销售收入的 47.98%。

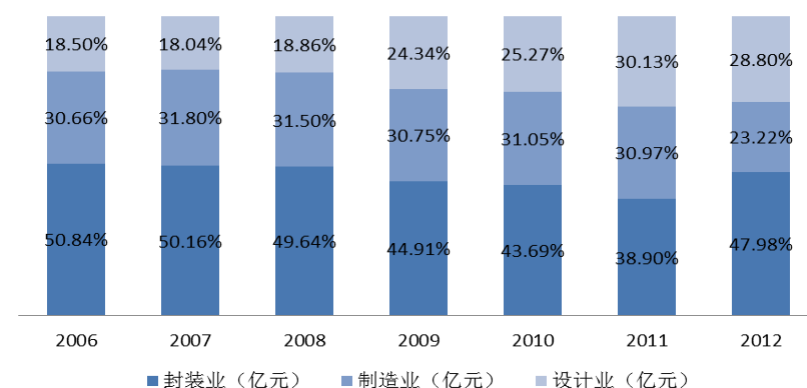
图 4：中国集成电路行业销售收入变化趋势



数据来源：半导体行业协会 安信证券研究中心

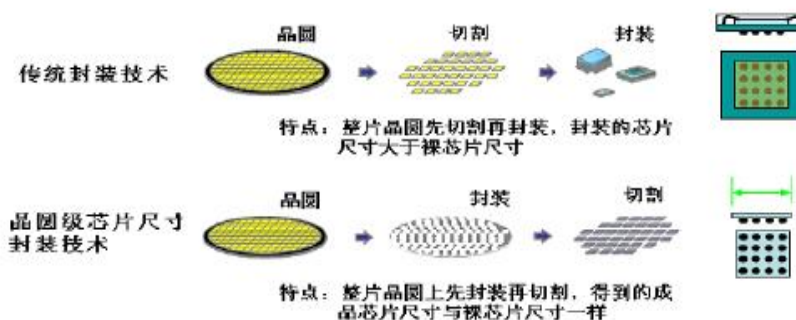
公司主要从事影像传感芯片的晶圆级芯片尺寸封装（WLCSP）服务。WLCSP 封装是近年来发展起来的新兴封装方式，与传统的封装方式相比，其主要区别是先在整片晶圆上封装、测试作业，再切割成尺寸与裸片完全一致的芯片成品，达到了微型化的极限，符合消费类电子产品轻、小、短、薄化的市场趋势，其封装成本的优势随着晶圆尺寸的增大和芯片尺寸的减小而愈加明显。

图 5：中国集成电路产业结构



数据来源：半导体行业协会 安信证券研究中心

图 6：传统封装形式与 WLCSP 封装的比较示意图



数据来源：招股意向书 安信证券研究中心

由于晶圆级芯片尺寸封装的自身优势，其未来必将成为集成电路封装行业的主流封装方式，有广阔的发展前景。主要体现在以下两个方面：一方面，现有最主要应用领域影像传感器芯片封装的存量增长。据法国著名市场调研公司 Yole Développement 出具研究报告显示，2007 年，全球约 35% 用于手机和笔记本电脑的 CMOS 影像传感芯片是采用晶圆级芯片尺寸封装，至 2014 年，绝大多数影像传感芯片将采用晶圆级芯片尺寸封装；另一方面，对传统封装应用领域的渗透，主要包括 MEMS、LED 等新兴应用领域的增量增长。晶圆级芯片尺寸封装最初局限于少电极数的芯片，随着技术的发展，现已慢慢渗透至多电极数的芯片，其应用领域将从现在的影像传感器，拓展至 MEMS、LED 等领域，根据法国著名市场调研公司 Yole Développement 的分析，晶圆级芯片尺寸封装向主流半导体领域的渗透率将从 2009 年的 1% 增长至 2012 年的 2%。

#### 4. 公司核心竞争优势

公司的主要竞争优势主要体现在以下几个方面。

**自主创新优势。**公司经营、研发管理团队由以色列、台湾、中国大陆专业人士组成，均具有丰富的集成电路研发和生产管理经验。自设立以来，公司通过技术引进、消化吸收，及在此基础上自主创新，逐步积累研发实力和提高集成电路生产管理经验，拥有较强的自主创新能力。公司成功研发了拥有自主知识产权的超薄晶圆级芯片封装技术 (ThinPac)、MEMS 和 LED 晶圆级芯片封装技术，成功地将 WLCSP 封装的应用领域扩展至 MEMS 和 LED。公司及其子公司已成功申请并获得国家知识产权局授权的专利共 39 项，另有 12 项美国发明专利，并且在中国和美国还有 51 项专利正在受理中。

**成本优势。**公司所应用的晶圆级芯片尺寸封装 (WLCSP)，较传统的封装方式，在封装成本方面有较明显的成本优势：其一，WLCSP 封装优化了封装产业链。应用 WLCSP 封装，能减少封装前合格芯片的测试环节，且在封装过程中无需使用基板，从而能有效降低封装成本。同时，WLCSP 能将基板厂、封装厂、测试厂整合为一体，使芯片从制造、封装到进入流通环节的周期大大缩短，提高了生产效率，降低生产成本。其二，WLCSP 的封装成本是按照晶圆数计量的，与切割后的芯片数无必然联系，而传统封装的封装成本是按封装芯片的个数计量的。因此，WLCSP 的封装成本随晶圆尺寸的增大和芯片数量增加而降低。在消费类电子产品轻、小、短、薄化的市场发展趋势下，晶圆级芯片尺寸封装的成本优势愈加明显。

**国际化人才优势。**公司经营管理团队由以色列、台湾、大陆三方的人士共同组成，均具有丰富的集成电路研发和生产管理经验，充分融合以色列的技术和营销、台湾的建厂管理和成本控制、大陆的市场渠道和客户服务三方面的优势。公司以技术创新为核心，设立研发中心和工程部，形成研发中心、工程部相结合的研发体系。公司研发机构系省级

研发中心，研发团队由欧、美等海外留学人员和国内知名大学毕业生组成。成立至今八年间，公司研发团队已承担多项国家和省部级科研项目。

## 5. 公司发展前景与投资价值分析

公司所处行业发展前景非常乐观。随着大数据、云计算、物联网、移动互联网等各类技术的发展，未来电子终端产品的智能化成为现实，智能化的发展需要芯片及电子元器件的小型化和集成化，而公司拥有的 WLCSP、MEMS、3D 等先进封装技术是符合和顺应这种小型化集成化的发展趋势的，其在各类封装形式中的占比持续提升是确定的可以预见的。公司作为细分行业中的优质企业，必然能够享受的行业持续增长的红利。

公司所处行业有望享有一定的估值溢价。由于公司的封装技术处于行业中的高端，未来很多电子产品中的具有新技术、实现新功能的芯片，都有可能采取这些先进的封装形式，作为全球为数不多具备高端封装技术和产能的企业，晶方科技有望进入到很多新潮产品的供应链体系，从而使得估值得到提升。

难现爆发式增长。由于集成电路封测行业属于重资产行业，企业的发展需要不断进行扩产，而生产线投资规模相对较大且建设周期较长，并且从长期来看，产品的价格呈现下降确实，这使得公司的增长主要依赖于产能的持续扩张，在需求稳定增长的背景下，产能的有序投放会带来公司营收的稳步增长，但难以呈现爆发式增长态势。

公司目前年产能为 21 万片，此次募投项目达产后，产能将扩大到 48 万片，考虑到新增产能有一定的爬坡期，毛利率可能相对低一些，项目的完全达产需 2-3 年，则未来看三年公司收入复合增速有望保持在 30%左右。

## 6. 盈利预测与定价分析

我们预计公司 2013-2015 年收入增速分别为 16.9%、29.3%和 27.9%，净利润增速分别为 14.2%、26.7%和 29.4%，2014-2015 年摊薄后的 EPS 分别为 0.88 和 1.14 元，结合当前电子行业的平均估值水平，我们认为公司合理定价区间为 22-26.2 元，对应 2014 年 25-30 倍 PE。

## 7. 风险分析

公司的主要风险体现在几个方面

**客户集中的风险。**公司客户集中度较高，且大多集中于影像传感器领域。报告期内，公司第一大客户占各期营业收入的比例分别为 54.80%、62.41%、49.89%和 54.57%。如果未来与主要客户的合作发生摩擦，则可能会导致公司收入和业绩的大幅波动。

**技术风险。**公司主要从事晶圆级芯片尺寸封装业务，技术更新较快，如果公司不能掌握新的晶圆级芯片尺寸封装技术，开发出新产品满足客户需要，将无法进一步开拓市场，这将对公司的经营造成重大不利影响。

**股权分散的风险。**公司不存在实际控制人且股权分散，单一股东无法对公司经营决策进行控制，主要股东也不直接参与生产经营，公司核心管理团队对公司的生产经营具有重要作用。如果核心管理团队人员部分或者全部流失，可能会对公司的生产经营产生重大不利影响。

**财务报表预测和估值数据汇总(2014年01月13日)**

利润表						财务指标					
(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	<b>306.1</b>	<b>337.3</b>	<b>394.3</b>	<b>509.8</b>	<b>651.9</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	134.1	146.9	171.7	230.8	295.4	营业收入增长率	13.1%	10.2%	16.9%	29.3%	27.9%
营业税费	1.7	0.2	2.0	2.5	3.3	营业利润增长率	34.4%	22.6%	12.8%	27.1%	30.0%
销售费用	1.6	2.3	2.4	3.1	3.9	净利润增长率	26.4%	20.3%	14.2%	26.7%	29.4%
管理费用	40.1	37.4	47.3	61.2	78.2	EBITDA 增长率	30.9%	21.2%	21.3%	27.3%	30.2%
财务费用	2.2	-4.6	-4.3	-10.2	-18.0	EBIT 增长率	36.4%	16.8%	13.4%	24.3%	27.7%
资产减值损失	0.2	0.4	0.8	0.7	0.8	NOPLAT 增长率	28.5%	14.0%	16.6%	24.1%	27.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	34.9%	26.0%	53.0%	41.8%	8.9%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	19.5%	20.8%	19.1%	117.4%	12.1%
<b>营业利润</b>	<b>126.3</b>	<b>154.7</b>	<b>174.5</b>	<b>221.8</b>	<b>288.3</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	3.5	10.9	12.6	15.2	18.3	毛利率	56.2%	56.4%	56.5%	54.7%	54.7%
<b>利润总额</b>	<b>129.7</b>	<b>165.6</b>	<b>187.1</b>	<b>237.0</b>	<b>306.6</b>	营业利润率	41.2%	45.9%	44.3%	43.5%	44.2%
减:所得税	15.0	27.7	28.1	35.6	46.0	净利润率	37.5%	40.9%	39.9%	39.1%	39.6%
<b>净利润</b>	<b>114.7</b>	<b>137.9</b>	<b>157.4</b>	<b>199.5</b>	<b>258.0</b>	EBITDA/营业收入	49.6%	54.5%	56.6%	55.7%	56.8%
						EBIT/营业收入	42.0%	44.5%	43.2%	41.5%	41.5%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	固定资产周转天数	263	287	308	323	340
货币资金	248.8	241.9	191.3	832.2	965.6	流动营业资本周转天数	23	25	55	69	65
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	341	335	288	453	586
应收帐款	27.5	42.9	62.5	80.9	103.4	应收帐款周转天数	28	37	44	44	44
应收票据	-	-	10.8	14.0	17.9	存货周转天数	19	17	17	18	18
预付帐款	11.3	21.1	21.1	21.1	21.1	总资产周转天数	638	682	681	889	1,003
存货	15.1	17.0	21.2	28.5	36.4	投资资本周转天数	311	367	443	501	480
其他流动资产	0.4	1.4	0.1	0.1	0.1	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	22.1%	22.0%	21.3%	12.4%	14.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	19.2%	20.3%	19.6%	11.8%	13.5%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	51.9%	43.8%	40.5%	32.9%	29.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	255.6	282.4	391.7	523.3	706.9	销售费用率	0.5%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
在建工程	32.3	70.0	108.0	204.0	70.8	管理费用率	13.1%	11.1%	12.0%	12.0%	12.0%
无形资产	2.3	2.2	2.2	2.1	2.1	财务费用率	0.7%	-1.4%	-1.1%	-2.0%	-2.8%
其他非流动资产	4.7	1.4	1.5	1.5	1.5	三费/营业收入	14.4%	10.4%	11.5%	10.6%	9.8%
<b>资产总额</b>	<b>598.0</b>	<b>680.5</b>	<b>810.4</b>	<b>1,707.6</b>	<b>1,925.9</b>	<b>偿债能力</b>					
短期债务	38.6	-	-	-	-	资产负债率	13.2%	7.9%	7.9%	4.9%	5.5%
应付帐款	36.2	40.9	49.4	66.4	85.0	负债权益比	15.2%	8.5%	8.5%	5.2%	5.8%
应付票据	-	-	9.4	12.6	16.2	流动比率	3.85	6.67	5.22	12.36	11.31
其他流动负债	4.0	7.7	10.0	10.0	10.0	速动比率	3.65	6.32	4.86	12.00	10.95
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	57.12	-32.30	-39.28	-20.67	-15.04
其他非流动负债	-	4.8	4.8	4.8	4.8	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>78.8</b>	<b>53.4</b>	<b>63.6</b>	<b>83.9</b>	<b>106.0</b>	DPS(元)	-	0.16	0.21	0.22	0.28
<b>少数股东权益</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>1.6</b>	<b>3.6</b>	<b>6.2</b>	分红比率	0.0%	21.8%	25.0%	25.0%	25.0%
股本	189.5	189.5	189.5	226.7	226.7	股息收益率					
留存收益	329.7	437.6	555.7	1,393.4	1,586.9						
<b>股东权益</b>	<b>519.2</b>	<b>627.1</b>	<b>746.8</b>	<b>1,623.7</b>	<b>1,819.9</b>						

**现金流量表**

现金流量表						业绩和估值指标					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	114.7	137.9	157.4	199.5	258.0	EPS(元)	0.61	0.73	0.83	0.88	1.14
加:折旧和摊销	28.4	36.9	52.9	72.5	99.7	BVPS(元)	2.74	3.31	3.94	7.16	8.03
资产减值准备	0.2	0.4	0.8	0.7	0.8	PE(X)	-	-	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	0.2	2.2	-4.7	-4.3	-10.2	P/FCF	-	-	-	-	-
投资损失	-	-	-	-	-	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	-	-	1.6	2.0	2.6	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-1.1	-18.1	-15.5	-9.2	-13.1	CAGR(%)	20.7%	23.6%	25.3%	-100.0%	-100.0%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>144.3</b>	<b>147.5</b>	<b>192.9</b>	<b>255.2</b>	<b>330.1</b>	PEG	-	-	-	-	-
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-98.2</b>	<b>-83.9</b>	<b>-198.8</b>	<b>-300.1</b>	<b>-150.1</b>	ROIC/WACC					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-40.4</b>	<b>-40.9</b>	<b>-35.0</b>	<b>685.7</b>	<b>-46.5</b>	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

侯利声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	黄方祥	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
深圳联系人	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

