

华天科技 (002185.SZ)

深度分析

深耕封测享产业转移、布局存储盼国产崛起

电子元器件 | 半导体 III

投资要点

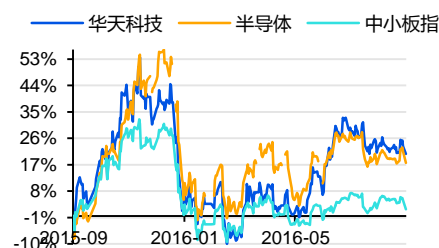
- ◆ **布局完善有望充分享用产业转移的蛋糕**：公司在半导体集成电路封测行业的持续经营为公司积累了有效的客户和产业渠道，天水、西安、昆山三个主要生产基地的产业布局也有效覆盖了传统、中高端和先进封装的生产。在全球半导体市场增长乏力，全球产业向中国大陆地区转移的趋势下，国内半导体厂商有望充分享蛋糕的增长。公司作为中国集成电路封测龙头企业之一，在行业整体需求改善的情况下，产能扩张和产能利用率提升，尤其是在先进封装领域内的订单持续增加，将会为公司业绩稳健成长提供有效的支撑。
- ◆ **合作武汉新芯布局存储器国产化**：存储器芯片作为芯片国产化进程中明确的发展方向，获得了来自中央和地方政府层面的政策、资金等多方面的支持力度，从行业的发展特点看，大规模的资金投入也是行业发展的必由之路。目前国内存储器芯片投资最重要的项目是在湖北武汉的长江存储有限公司项目，根据相关新闻和公司公告的披露，两个主要投资主体武汉新芯的投资规模为 240 亿美元，而紫光国芯的投资规模则为 600 亿人民币，充分体现了国家对于该项目的决心。作为武汉新芯的战略合作伙伴，华天科技有望充分收益相关项目的推进中所需配套的封装测试订单需求，为公司的业绩成长带来新的增长点。
- ◆ **稳步推进的外延式扩张**：在面对集成电路行业下行的情况，全球封测厂商均采取了并购整合的方式应对，中国大陆地区的长电科技和通富微电也分别以 7.8 亿美元和 4.36 亿美元估值的大规模资金收购了星科金朋和 AMD 相关封测资产，未来将进行整合。华天科技以 4,200 万美元收购美国 Flip-Chip International 来增强公司在 FC-Bumping 技术能力的项目可谓“小而美”，对于公司未来整合过程和协同效应的发挥也能更快体现。公司目前在西安子公司层面与国家集成电路产业基金也实现了股权层面的合作，未来仍然有通过外延式扩张继续提升公司竞争实力的期待。
- ◆ **投资建议**：我们预测公司 2016 年至 2018 年每股收益分别为 0.37、0.52 和 0.60 元。净资产收益率分别为 7.5%、9.9% 和 10.5%，给予买入-A 建议，6 个月目标价为 18.20 元，相当于 2016 年至 2018 年 49.4、35.0、30.3 倍的动态市盈率。
- ◆ **风险提示**：集成电路市场终端需求受到宏观经济影响而低于预期；集成电路封测的市场竞争激烈带来的价格竞争压力；长江存储器项目的推进实施不及预期。

投资评级	买入-A(上调)
6 个月目标价	18.20 元
股价(2016-09-12)	11.99 元

交易数据

总市值 (百万元)	12,776.02
流通市值 (百万元)	10,860.17
总股本 (百万股)	1,065.56
流通股本 (百万股)	905.77
12 个月价格区间	11.42/20.56 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.12	7.88	20.3
绝对收益	-1.56	6.74	15.19

分析师

谭志勇
SAC 执业证书编号：S0910515050002
tanzhiyong@huajinsc.cn
021-20655640

报告联系人

蔡景彦
caijingyan@huajinsc.cn
021-20655612

相关报告

- 华天科技：营收显著增长受益募投及并表，盈利未来可期 2016-08-25
- 华天科技：2015 年营收稳健成长，内生外延均值得期待 2016-04-25

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	3,305.5	3,874.0	5,035.3	6,184.5	6,933.6
同比增长(%)	35.1%	17.2%	30.0%	22.8%	12.1%
营业利润(百万元)	282.2	249.5	377.7	561.5	649.0
同比增长(%)	49.0%	-11.6%	51.4%	48.7%	15.6%
净利润(百万元)	298.2	318.5	389.4	555.3	635.8
同比增长(%)	49.7%	6.8%	22.2%	42.6%	14.5%
每股收益(元)	0.28	0.30	0.37	0.52	0.60
PE	43.0	40.3	32.9	23.1	20.2
PB	5.3	2.8	2.5	2.3	2.1

数据来源：贝格数据,华金证券研究所

内容目录

一、公司介绍：内生外延完善公司产业布局	5
(一) 公司历史沿革及股权结构	5
(二) 公司主要业务分析：专注集成电路封测	6
1、公司营业收入分析	7
2、公司盈利能力分析	7
(三) 公司近期动态分析	8
1、设立投资公司	8
2、收购华天科技（昆山）剩余 6.96%的股权	9
3、2016 年中期业绩：产能释放营收增长，盈利未来可期	9
二、芯片产业向中国大陆市场转移的受益者	10
(一) 处于整合中的集成电路封装产业	10
1、全球半导体市场需求不佳，封测行业面临整合	10
2、中国半导体市场维持成长，产业转移提供中国大陆企业机遇	12
3、华天科技优势：三地布局全面，外延步伐坚实，未来值得期待	14
(二) 存储器市场：中国力图寻求突破	17
1、全球存储器行业规模效应显著，寡头竞争局面持续	17
2、中国存储器市场芯片国产化是行业发展的核心推动力	18
3、华天科技：与武汉新芯的战略合作	20
三、估值分析及投资建议	22
(一) 盈利预测	22
(二) 估值分析及投资建议	23
四、风险提示	24

图表目录

图 1：公司历史沿革	5
图 2：公司股东结构（截止 2015 年末）	6
图 3：股本结构（截止 2015 年末）	6
图 4：公司收入占比（2015 年）	7
图 5：公司收入增长率（2013~2015）	7
图 6：公司收入按市场区域分布（2013 ~ 2015）	7
图 7：公司季度收入及增速（2013Q2 ~ 2016 Q1）	7
图 8：公司主要盈利能力比率（2013 ~ 2015）	8
图 9：公司毛利率按市场区域分布（2013 ~ 2015）	8
图 10：主要生产基地的收入增长率（2013 ~ 2015）	8
图 11：主要生产基地的盈利能力（2013 ~ 2015）	8
图 12：过往 12 个季度营业收入变动	9
图 13：过往 12 个季度毛利率及净利率变动	9
图 14：半导体行业的产业模式演进	10
图 15：全球半导体行业销售收入及增长率（2007 ~ 2016 E）	11
图 16：全球半导体封测行业销售收入及增长率（2010 ~ 2015）	11
图 17：日月光月度销售收入（2014.6 ~ 2016.5）	11
图 18：矽品月度销售收入（2014.6 ~ 2016.5）	11

图 19：中国集成电路行业的销售收入及增长率（2006~2015）	12
图 20：GDP 增长速度与半导体行业的增长关系对比	12
图 21：中国封测行业的收入及增长率（2006~2015）	13
图 22：中国集成电路产业的子行业收入占比（2006~2015）	13
图 23：主要封测企业毛利率比较	15
图 24：主要封测企业净利润率比较	15
图 25：主要封测企业总资产回报率比较	15
图 26：主要封测企业净资产回报率比较	15
图 27：主要封测企业总资产负债率比较	15
图 28：主要封测企业净资产负债比比较	15
图 29：全球存储器市场规模及增速（2006 ~ 2015）	17
图 30：2015 年存储器市场占全球半导体市场份额	17
图 31：中国集成电路市场规模与产值占全球比例（2006~2015）	18
图 32：中国集成电路行业进出口金额对比（2008~2015）	18
图 33：中国存储器芯片市场规模与全球占比（2011~2015）	19
图 34：中国存储器行业进出口金额对比（2008~2014）	19
图 35：武汉新芯发展历程	20
表 1：公司主要业务分部	6
表 2：全球半导体集成电路封测企业的并购整合消息汇总	11
表 3：2015 年以来中国大陆地区半导体行业的投资事件汇总	12
表 4：2015 年全球半导体封装测试企业排名	14
表 5：DRAM 市场营收占比	17
表 6：Flash Memory 市场营收占比	18
表 7：中国存储器行业相关产业投资	19
表 8：公司盈利预测主要财务数据表	23
表 9：可比公司估值表	23

一、公司介绍：内生外延完善公司产业布局

天水华天科技成立于 2003 年，主要从事半导体集成电路的封装测试业务，公司通过投资扩产和股权收购等方式扩张业务规模，目前已经形成了甘肃天水、陕西西安、江苏昆山三个主要生产基地，并且完成了收购美国 FCI 以及深圳迈克光电子，进一步部署先进半导体封装以及扩张 LED 封装方面的布局。

（一）公司历史沿革及股权结构

天水华天科技股份有限公司成立于 2003 年 12 月 25 日，由天水华天微电子有限公司、甘肃省电力建设投资开发公司、杭州士兰微电子股份有限公司、杭州友旺电子有限公司、自然人杨国忠和葛志刚、上海贝岭股份有限公司、无锡硅动力微电子有限公司共同签署《发起人协议》，发起设立天水华天科技股份有限公司。经过了 4 次股权结构变动后，公司于 2007 年 11 月 20 日在深圳证券交易所挂牌上市交易。

2008 年 1 月，公司在西安设立全资子公司，2009 年 10 月正式投产，2015 年 12 月末，国家集成电路产业基金对子公司华天科技（西安）有限公司增资 5 亿元人民币，完成后公司与国家集成电路产业基金分别持有华天西安 72.77%和 27.23%的股份。2011 年 1 月，公司通过股权转让及增资扩股获得昆山西钛微电子科技有限公司 35%的股权，后经过多次股权收购，截止 2015 年末，公司持有华天昆山的股权比例为 93.04%。2015 年 4 月，华天科技完成 FCI 公司收购的股权交割，收购完成后，公司通过全资子公司间接持有 FCI 100%股权。2015 年 4 月，公司通过增资入股方式获得深圳市迈克光电子科技有限公司 51%的股权。

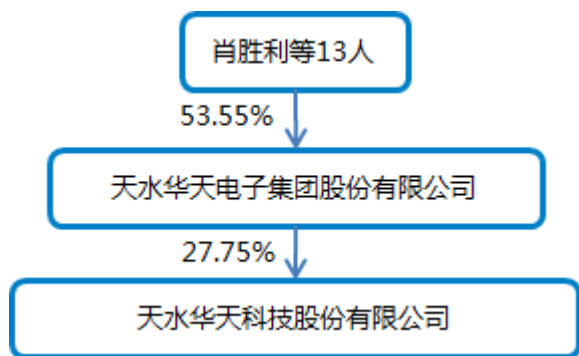
图 1：公司历史沿革



资料来源：公司公告、招股书、公司官方网站，华金证券研究所

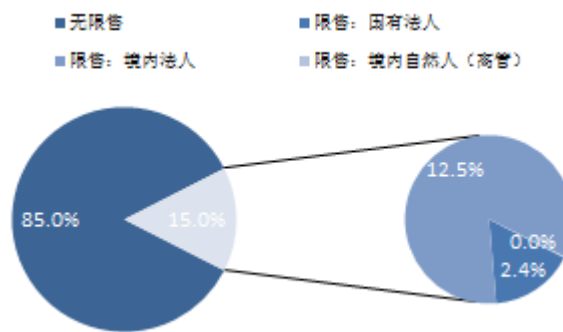
截止 2016 年一季报披露，公司目前的第一大股东是天水华天电子集团股份有限公司，持有公司 27.75%的股权，公司实际控制人是包括公司现任董事长肖胜利在内的 13 名自然人合计持有天水华天电子集团股份有限公司 53.55%的股份，以及直接持有公司 0.05%的股份。

图 2：公司股东结构（截止 2015 年末）



资料来源：公司年报、公告、华金证券研究所

图 3：股本结构（截止 2015 年末）



资料来源：公司年报、公告、华金证券研究所

公司在完成了 2015 年度股份分红计划后，总股本为 10.66 亿股，股份全流通，无限售条件的流通股为 9.06 亿股。

（二）公司主要业务分析：专注集成电路封测

公司自成立以来主要从事半导体集成电路的封装测试业务，目前已经形成了 12 大系列 300 多个品种的封装测试产品，公司 2015 年全年共完成集成电路封装 136.28 亿只，晶圆级集成电路封装量 27.04 万片。

表 1：公司主要业务分部

子公司	主要业务	图示
天水华天	传统引线框及 LED 封装：DIP、SOP、SSOP、TSSOP、QFP、SOT、FC 等	
华天西安	中高端封装：QFN、DFN、BGA、FLIPCHIP、MEMS 等系列	
华天昆山	先进封装：WLP 系列（包括 RDL、Bumping、Cu Pillar、TSV 等）、WLC 系列、WLO 系列	
FCI	先进封装：Wafer Bumping、WL-CSP	
深圳迈克光电子	LED 背光源封装、LED 照明灯具生产	

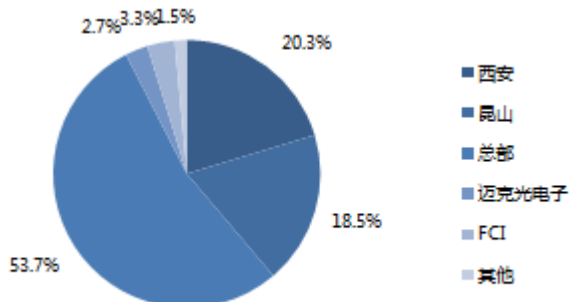
资料来源：公司官方网站，华金证券研究所

公司在 2015 年完成了对 FCI 及子公司的收购工作，通过增资实现对华天迈克的控股后，形成了以天水为基地，以华天西安、华天昆山为重点，以美国 FCI、上海纪元微科、深圳华天迈克协同发展的产业布局。

1、公司营业收入分析

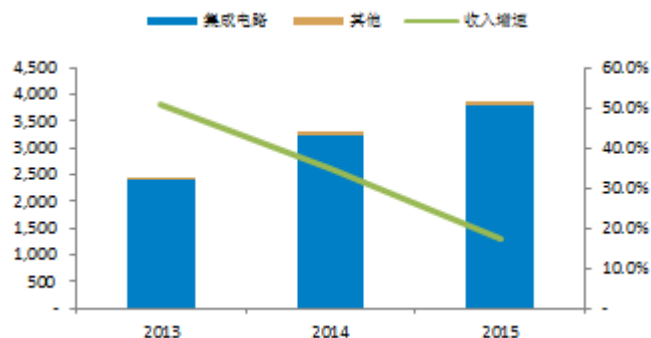
公司 2015 年实现了销售收入 38.74 亿元，同比实现增长 17.2%，华天天水仍然是公司收入的主要来源，占 53.7%，华天西安和华天昆山各占 20.3%和 18.5%，新收购的迈克光电子和 FCI 也实现了部分并表。

图 4：公司收入占比（2015 年）



资料来源：公司年报、华金证券研究所

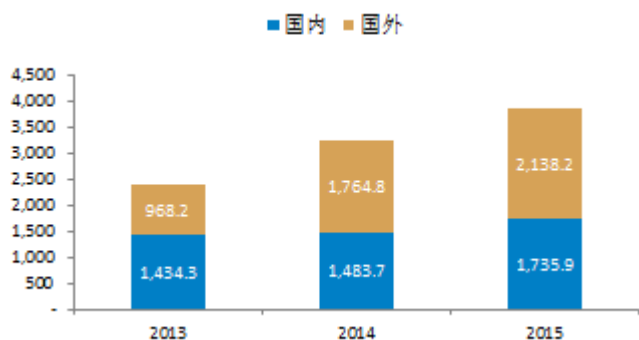
图 5：公司收入增长率（2013~2015）



资料来源：公司年报、华金证券研究所

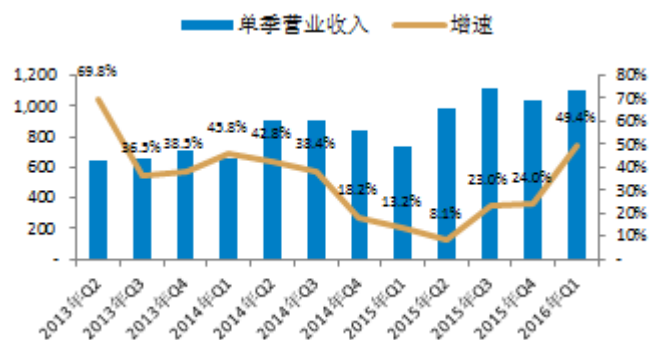
从国内外市场分布看，随着公司的产品在海外市场的竞争力逐步加强，以及收购美国 FCI 之后，公司在海外市场的营收占比超过了总收入的 55%。从公司公布的季度销售收入数据看，基本也是符合了市场的整体趋势，第二、第三季度通常是公司销售收入的旺季，而第一、第四季度的收入规模相对较小。

图 6：公司收入按市场区域分布（2013 ~ 2015）



资料来源：公司年报、华金证券研究所

图 7：公司季度收入及增速（2013Q2 ~ 2016 Q1）

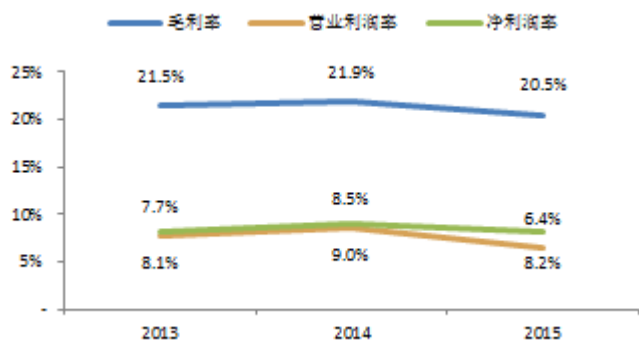


资料来源：公司年报、公司季报、Wind、华金证券研究所

2、公司盈利能力分析

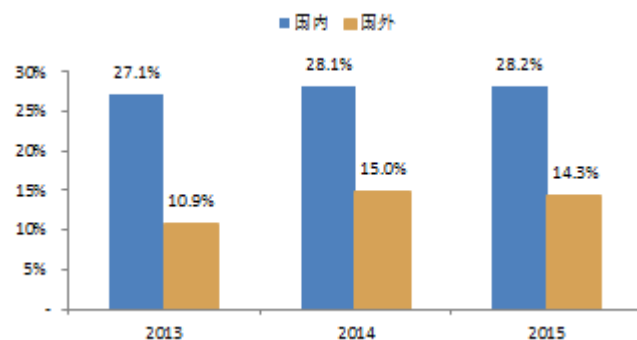
公司的盈利能力在过往三年内基本保持了稳定的状况，毛利率维持在 20%以上，净利润则持续保持在 8%以上，从国内外市场的分布看，国内市场的毛利率水平保持在 28%以上，海外市场则相对较低，不过也在持续提升的过程中。

图 8：公司主要盈利能力比率（2013 ~ 2015）



资料来源：公司年报、华金证券研究所

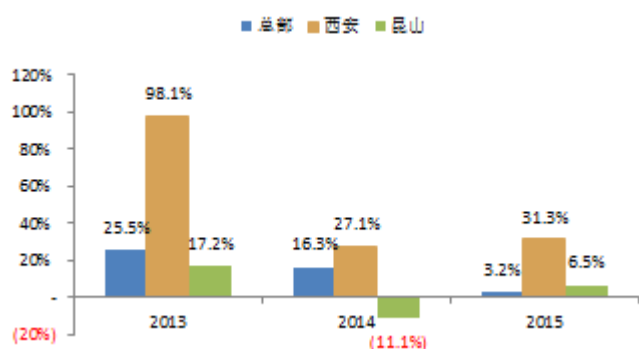
图 9：公司毛利率按市场区域分布（2013 ~ 2015）



资料来源：公司年报、华金证券研究所

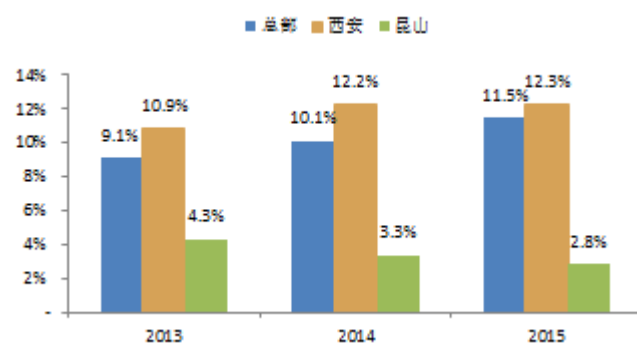
从公司位于天水的总部和分别位于西安、昆山的另外两个主要子公司的盈利能力分析看，天水 and 西安的生产季度经过了较长时间的生产和经营实现了稳定的经营效率，净利润率维持稳定。昆山基地在 2013 年实现扭亏，但是由于持续的研发投入及生产改造，盈利能力与其他基地仍然存在一定差距。

图 10：主要生产基地的收入增长率（2013 ~ 2015）



资料来源：公司年报、华金证券研究所

图 11：主要生产基地的盈利能力（2013 ~ 2015）



资料来源：公司年报、华金证券研究所

（三）公司近期动态分析

在天水、西安、昆山三个基地布局逐步完善的情况下，公司逐步拓展其在外延式扩张中的步伐，除 2015 年完成了对于 FlipChip International 和深圳迈克光电子的收购后，公司还设立了投资公司，成为其日后进行股权投资管理的平台，进而实现产业链的延伸。

1、设立投资公司

2016 年 3 月 22 日，公司公告披露天水华天科技股份有限公司与全资子公司西安天启企业管理有限公司、控股子公司华天科技（西安）有限公司合资设立有限合伙企业，各合伙人认缴出资总额 30,000 万元，其中西安华天认缴比例 66.67%、天水华天认缴比例 33.03%、西安天启认缴比例 0.30%。该有限合伙企业设立后将通过股权投资、并购、财务投资等方式进行资源整合，成为公司日后进行股权投资管理的重要平台。

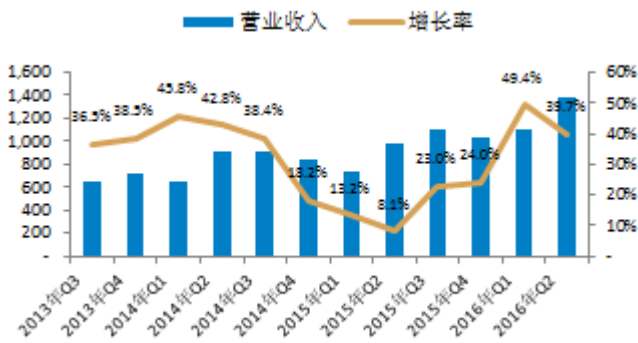
2、收购华天科技（昆山）剩余 6.96%的股权

2016 年 6 月 18 日，公司公告披露下属企业西安天利投资合伙企业（有限合伙）拟受让南京宁昇创业投资有限公司持有的华天科技（昆山）电子有限公司 1.87%的股权和 IPV Capital I HK Limited 持有的华天科技（昆山）电子有限公司 5.09%的股权，分别支付转让款约为 4,043 万元及 1.10 亿元。收购完成后，华天科技（昆山）电子有限公司将成为公司全资子公司。

3、2016 年中期业绩：产能释放营收增长，盈利未来可期

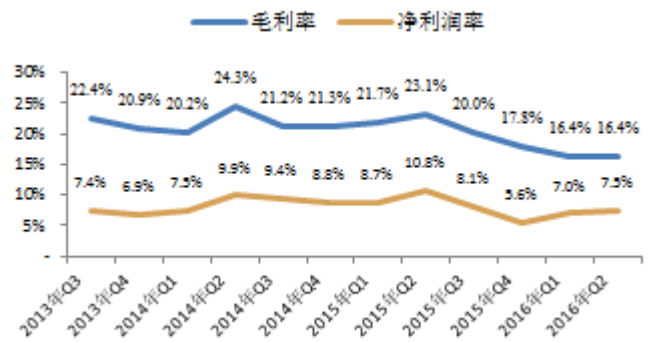
公司 2016 年上半年营业收入实现 24.78 亿元，同比上升 43.88%，归属于上市公司股东的净利润 1.80 亿元，同比上升 5.32%，扣除非经常性损益后归属上市公司股东净利润同比上升 35.39%。公司在 2016 年上半年募投项目产能扩张和技术研发的推进，抓住国内集成电路产业稳定发展的机遇获得了销售收入的显著增长，同时新收购项目的合并报表也是贡献了收益。

图 12：过往 12 个季度营业收入变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 13：过往 12 个季度毛利率及净利率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

公司 2016 年上半年销售收入实现 24.78 亿元，同比上升 43.88%，毛利率为 16.6%，同比下降 5.9 个百分点。其中第二季度的销售收入为 13.76 亿元，同比上升 39.71%，毛利率为 16.4%，同比下降 6.7 个百分点，公司产能逐步释放带来了营收的显著增长的，尽管由于新募投项目以及并购项目尚未完全释放带来了毛利率的下降，但是公司在经营管理方面的效率提升使得营业利润率仍然取得了小幅 0.9 个百分点的上升达到 13.3%，并且值得关注的是昆山基地收入大幅提升，盈利实现扭亏，因此公司未来内生性的业绩增长仍然值得期待。

二、芯片产业向中国大陆市场转移的受益者

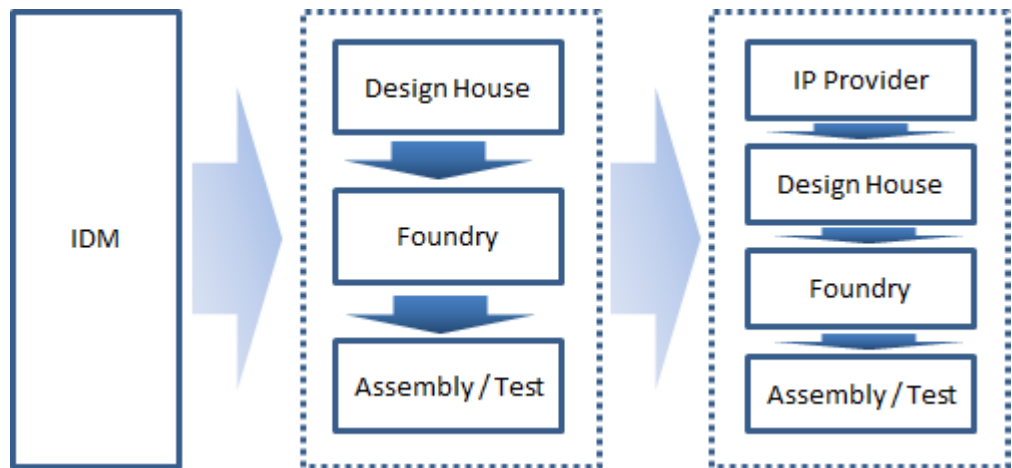
从全球半导体行业的发展趋势看，集成电路封装测试子行业作为产业链上的一个分支，行业呈现了两个主要趋势：1) 行业内企业通过积极的产业并购整合来提升运营效率，减小竞争压力；2) 中国大陆地区在市场、人才、技术等多方面具备的日趋成熟的条件吸引了产业整体的转移趋势。另外，作为半导体集成电路产业中的一个基础器件产品的存储器，目前成为中国芯片国产化进程中一个重要方向，政府层面的驱动力体现在产业内大规模的投资项目。

我们认为，华天科技作为中国半导体集成电路封装测试行业中的龙头企业之一，在产业向中国大陆地区转移的过程中，有望充分享受行业发展的红利，而公司与武汉新芯半导体的战略合作，也能够为公司在国家存储器芯片国产化的大格局下赢得一个重要地位。

(一) 处于整合中的集成电路封装产业

半导体行业从互联网泡沫破灭后，传统的整合零部件供应商 (IDM) 模式在持续加大的资本开支和产业演进速度的要求难以保持先前的竞争优势，由台积电、台联电、日月光等台湾半导体企业引领的晶圆代工封测外包的商业模式，将传统的整合零部件供应商从繁重的资本开支中分离出来，凭借规模效应和成本优势，开拓了由“设计-代工-封测”的分工模式，并且逐步成为主要的产业模式。

图 14：半导体行业的产业模式演进



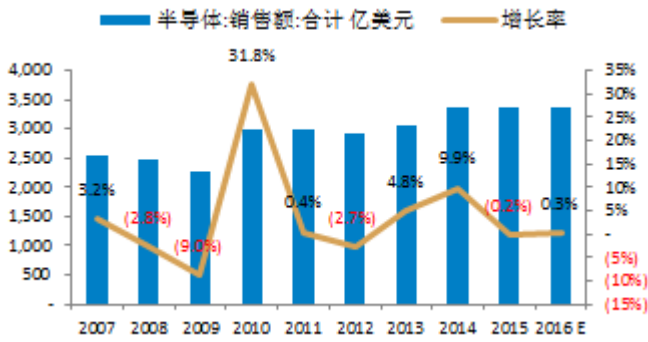
资料来源：华金证券研究所整理

从行业发展的趋势看，由 ARM 为代表的 IP 核心架构厂商也将会从设计厂商中分立出来，形成自身的一个商业模式。分工的模式将会继续细化，从而能够将各环节的资源和技术进行更为有效的利用和结合。

1、全球半导体市场需求不佳，封测行业面临整合

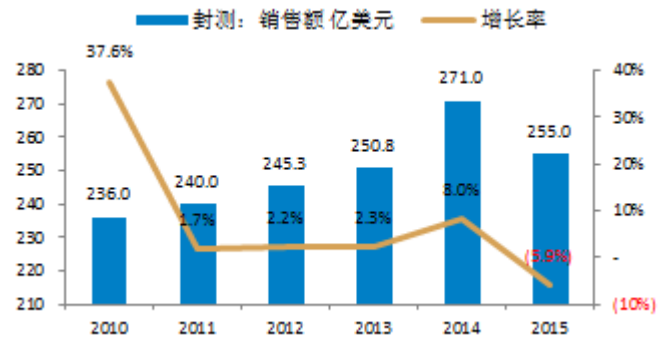
从 2015 年以来，全球半导体行业在终端需求增长乏力的情况下，行业进入了下行周期，销售收入规模同比下降，作为产业链下游的板块，封测行业也面临着挑战，从 Gartner 公布的数据显示，2015 年全球封测行业的销售收入同比下降 5.9%，2009 年金融危机后首次出现负增长。

图 15：全球半导体行业销售收入及增长率（2007 ~ 2016 E）



资料来源：Wind，华金证券研究所

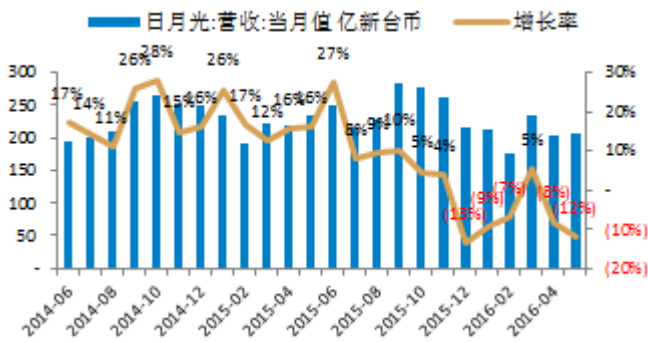
图 16：全球半导体封测行业销售收入及增长率（2010 ~ 2015）



资料来源：Gartner，华金证券研究所

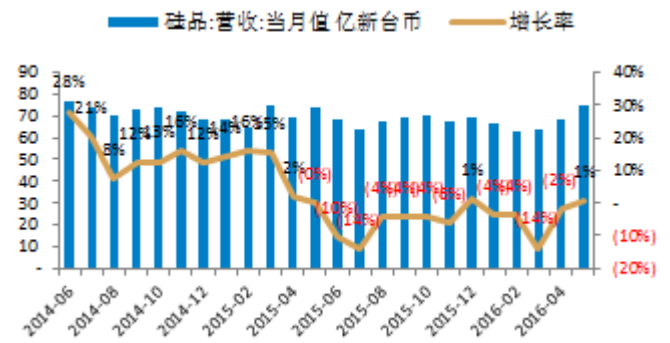
从全球封测行业的龙头企业日月光和矽品每月公布的销售收入数据也反映了行业目前处于周期下行的市场状况。

图 17：日月光月度销售收入（2014.6 ~ 2016.5）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 18：矽品月度销售收入（2014.6 ~ 2016.5）



资料来源：Wind，华金证券研究所

在行业整体需求不佳，市场竞争较为激烈的环境下，半导体集成电路封测行业对于资本投入及劳动力需求较大的产业，通过并购整合来提升生产效率，降低经营成本，增强市场竞争力就成为了行业的一个趋势，从 2014 年起，行业内企业的并购整合成为了主旋律，2016 年 5 月，日月光与矽品正式宣布合并的消息，也是将行业的整合进程推向了高潮。

表 2：全球半导体集成电路封测企业的并购整合消息汇总

时间	参与方	事件简述
2016 年 5 月	日月光、矽品	5 月 26 日，日月光和矽品共同宣布签署共同转换股权备忘录，未来新设控股公司由双方共同筹组，新设控股公司将同时百分之百持有日月光及矽品股权，日月光以每 1 股普通股换新设控股公司 0.5 股；矽品每 1 股普通股换发现金 55 元。
2016 年 1 月	安靠、J-Device	安靠科技 1 月 6 日正式宣布，已在 2015 年 12 月 30 日行使先前所披露的 J-Device 公司股份购买权，安靠对 J-Devices 公司的所有权从 65.7%增至 100%。
2014 年 12 月	长电科技、星科金朋	长电科技公告拟以总对价 7.80 亿美元收购星科金朋除台湾子公司外的其他股权资产，2015 年 8 月，相关收购工作完成后，星科金朋相关资产业务开始并入长电科技报表。
2016 年 1 月	同方国芯(现改名“紫光国	同方国芯公告全资子公司拓展创芯与力成科技签订了《认

芯”)、力成

股协议书》，以折合人民币 38.1 亿元入股力成科技 25%，全资子公司茂业创芯与南茂科技签订了《认股协议书》，以折合人民币 23.4 亿元入股南茂科技 25%。

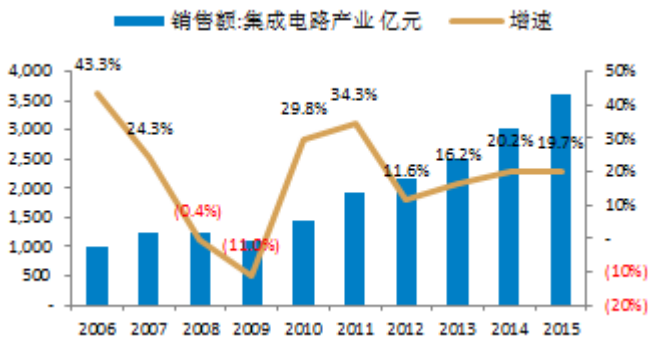
资料来源：互联网新闻整理，公司公告，华金证券研究所

从上述的表格中我们可以看到，全球封测行业内排名前七位的公司有 6 家选择了两两合并，组成更加庞大的集团公司，即使是在行业内进行资本运作的企业，也在产业链上下游进行了股权层面的操作，以应对产业竞争格局的变化。

2、中国半导体市场维持成长，产业转移提供中国大陆企业机遇

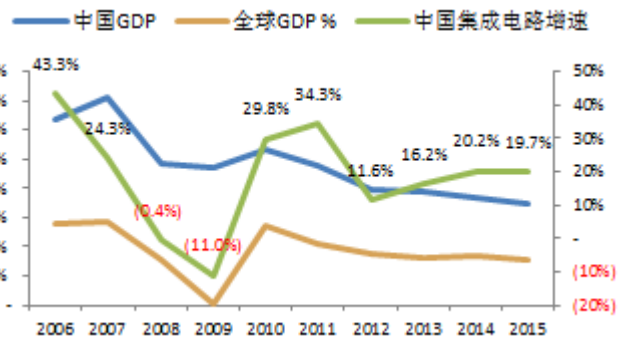
与全球市场相比，尽管中国大陆地区的半导体行业增长速度也有所放缓的，但是仍然维持了稳定的成长，主要是得益于中国整体宏观经济的相对强势带来的市场需求的持续增加。

图 19：中国集成电路行业的销售收入及增长率（2006~2015）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 20：GDP 增长速度与半导体行业的增长关系对比



资料来源：Wind，华金证券研究所

在全球与中国大陆地区的行业市场景气度存在明显差异的情况下，产业的转移趋势也就成为了市场参与者的自然选择，同时我们看到国内从中央政府到地方政府层面，各种产业政策也成为了驱动市场转移的重要推手。从下表汇总的案例中，我们可以看到国内外厂商及国内政府机关在大陆地区的大规模投资。

表 3：2015 年以来中国大陆地区半导体行业的投资事件汇总

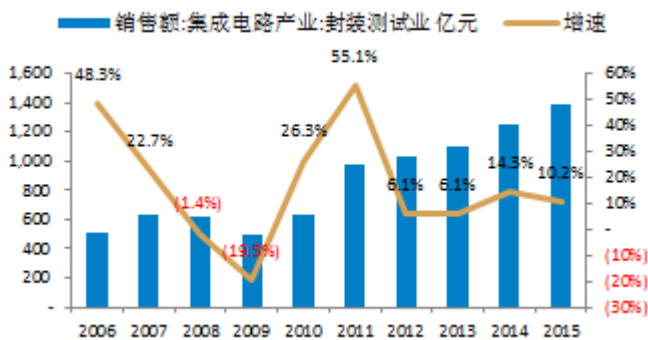
颁布时间	政策/投资	颁布部门/单位	相关内容
2015.5	中国制造 2025	国务院	将先进存储列为核心技术，需实现突破发展
2015.12	“互联网+”三年行动计划	工信部	要在高性能计算、海量存储等领域取得重大突破
2015.9.5	《促进大数据发展行动纲要》	国务院	推动大数据发展与科技创新有机结合，推进基础研究和核心技术攻关，形成大数据产品体系，完善大数据产业链。
2016.4	上海市集成电路产业基金	上海科技创业投资（集团）、上汽集团、国家集成电路产业投资基金等单位	这标志着目前全国规模最大的地方集成电路产业基金顺利完成首期 285 亿元规模的募资；各出资方已对出资比例、基金公司组建方案、章程等内容达成一致意见，基金公司已具备了组建条件
2016.6	福建省安芯产业投资基金	福建省、泉州市、晋江市三级政府联合国家集成	“该基金是依照国家产业战略发展的市场化投资基金，重点投资集成电路芯片制造业。目前，基金

		电路大基金、华芯投资管 理有限责任公司、三安光 电等共同设立	已承诺投资 468 亿元，至 2015 年底已直接带动国内社会投资逾千亿元。”
2016.6	辽宁省集成电路产业投资基金	中国华录集团有限公司、罕王实业集团有限公司、大连宇宙电子有限公司等三家企业依法共同发起	基金总规模 100 亿元，首期募集 20 亿元。会议决定于 6 月 8 日前基金发起人完成签订“基金发起者投资协议”。辽宁省集成电路产业投资基金成立以后，将极大地推动辽宁省集成电路产业及与之相关的新一代信息技术产业在建、扩建项目资金需求和建设进度。
2016.5	四川集成电路和信息安全投资基金	四川省经济和信息化委员会牵头，会同省财政厅、成都高新区、四川发展（控股）公司发起	目前，基金已建立了 140 余个拟投资项目库，将带动 400 亿元以上投资。基金年内募集资金将达到 60 亿元。
2014.10	北京亦庄集成电路基金	设立总规模 200 亿元的集成电路产业开发区政府引导基金	北京亦庄已累计成立集成电路相关基金超 15 只，基金总规模超 2,000 亿元。同时，开发区积极进行全球化布局，组织资金开展海外项目并购，2015 年涉及并购资产价值达 540 亿元，成功并购芯成半导体、豪威科技等海外集成电路产业链关键环节企业
2016.3	湖南国微集成电路创业投资基金	华菱集团旗下津杉华融产业投资基金合伙企业与长沙经济技术开发集团有限公司共同发起	主要投资领域为集成电路设计、集成电路应用（消费电子、可穿戴设备、智能装备、智能制造等）、集成电路装备与材料等领域，投资标的主要以初创期和成长期公司为主。

资料来源：互联网新闻整理，华金证券研究所

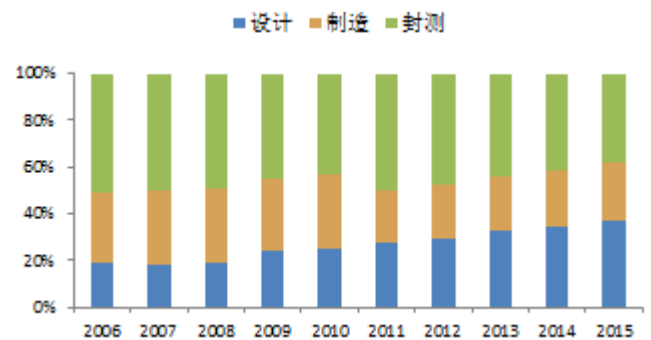
从集成电路封测子版块看，作为国内发展较早的半导体产业链上的环节，中国封测行业逐步进入了较为成熟的增长期，2015 年在国内集成电路行业内的份额超过了四成，显著高于全球市场的平均水平。

图 21：中国封测行业的收入及增长率（2006~2015）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 22：中国集成电路产业的子行业收入占比（2006~2015）



资料来源：Wind，华金证券研究所

从全球市场看，中国半导体集成电路封测行业经过了多年的积累和发展，以及具备强劲的竞争力，从市场的销售收入排名我们就可以看到这样的情况。如果考虑我们前面总结的各项并购整合案例，国内企业收入规模将会进一步扩大。

表 4：2015 年全球半导体封装测试企业排名

排名	厂商	国家/地区	2015 年收入 (百万美元)	市场占有率
1	日月光	台湾	4,900	19.2%
2	安靠	美国	2,852	11.2%
3	矽品	台湾	2,611	10.2%
4	星科金朋	新加坡	1,436	5.6%
5	长电科技	中国大陆	1,372	5.4%
6	力成	台湾	1,241	4.9%
7	J-Device	日本	1,318	5.2%
8	联合科技	新加坡	675	2.6%
9	华天科技	中国大陆	666	2.6%
10	南茂	台湾	594	2.3%
11	硕邦	台湾	540	2.1%
12	STS 半导体	韩国	484	1.9%
13	通富微电	中国大陆	472	1.9%
合计			19,161	75.1%

资料来源：Tech Search，华金证券研究所

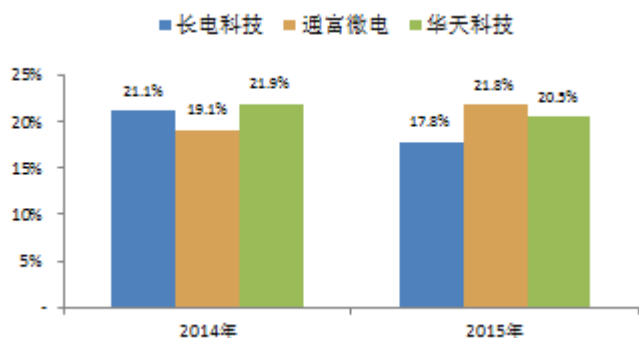
从产业的技术能力看，国内企业通过自身的技术研发积累，以及近年来持续的海外市场收购兼并，获得了在技术层面与全球龙头企业之间可比的竞争实力。目前国内主要的封测厂商长电科技（收购星科金朋后）、通富微电（收购 AMD 槟城和苏州后）以及华天科技（收购 FCI 后）在 FlipChip、Bumping、WLCSP 等重要技术节点方面均实现了量产出货，并且在国内外客户方面均获得了良好的反馈，而海太半导体、晶方科技分别在存储器封装和感光芯片方面的先进封装领域具备了全球领先的技术水平。国内企业在保持了原有成本优势的前提下，技术实力的提升成为国内企业在市场规模方面持续扩大的另一个重要保障。

全球半导体行业向中国大陆地区转移的大趋势对于国内的企业来而言，将会是一个再次发展的机遇。我们注意到，近年来在大陆地区的半导体行业大规模的投资中，除了 Amkor 宣布在上海外高桥增加 6,000 万美元的投资用于扩大其高端封测的产能外，其他的投资均在设计、代工为主。我们认为，国内封测行业技术实力、产能规模、成本优势已经建立了国内市场的产能储备及竞争壁垒，产业链其他环节的投资项目通过与现有的封测厂商合作来实施相较于追加投资建设新的封测产能而言，可以获得更为有利的投资回报。因此，我们认为国内的封测厂商有望获益于产业转移趋势带来的市场红利。

3、华天科技优势：三地布局全面，外延步伐坚实，未来值得期待

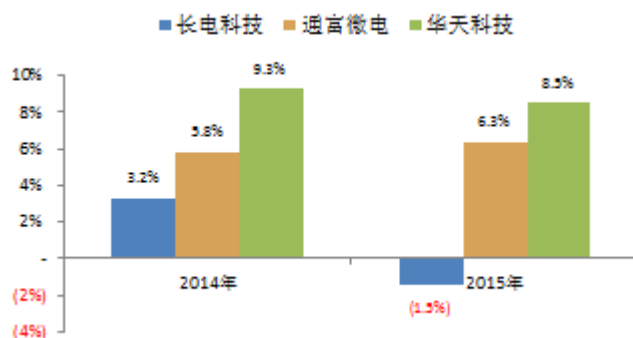
从国内市场竞争格局看，华天科技在甘肃天水、陕西西安和江苏昆山构建的三地从传统封装到先进封装的产业布局已经完善，并且已经拥有了有效的经营管理水平。从销售毛利率和净利润率水平的对比看，公司领先于主要竞争对手长电科技和通富微电。

图 23：主要封测企业毛利率比较



资料来源：Wind，华金证券研究所

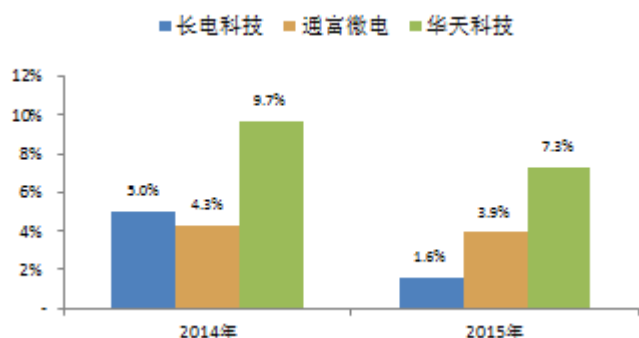
图 24：主要封测企业净利润率比较



资料来源：Wind，华金证券研究所

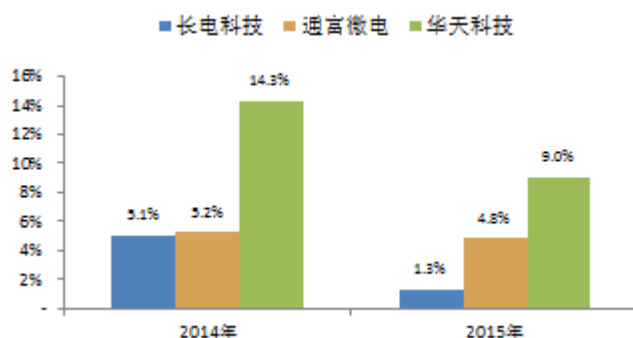
从资产回报率的角度看，华天科技在三家其中也是最高的，即使我们比较三家公司在 2015 年资本运作前的回报率，仍然可以看到华天科技具备了更为高效的投资回报水平。

图 25：主要封测企业总资产回报率比较



资料来源：Wind，华金证券研究所

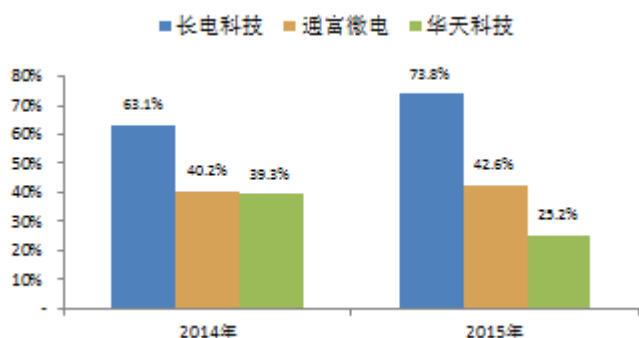
图 26：主要封测企业净资产回报率比较



资料来源：Wind，华金证券研究所

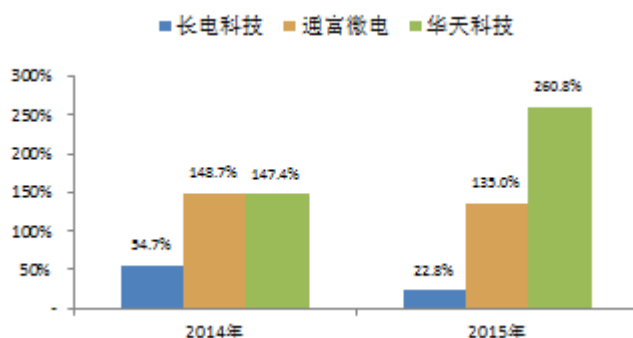
从资本运作的角度看，长电科技与国家集成电路产业基金合作投资 7.26 亿美元收购星科金朋，而通富微电也与国家集成电路产业基金合作投资 3.7 亿美元收购 AMD 位于马来西亚槟城和中国苏州封测资产 85% 的权益。相比较而言，华天科技仅有一项 4,200 万美元的收购项目，收购美国 FlipChip International LLC，无论从规模体量还是行业影响力而言，均远不及另外两家。但是我们可以看到，华天科技的并购对自身在技术方面的部分不足进行有针对性的标的选择，从整合难度和对公司业务的业绩贡献而言，均较其他两家“蛇吞象”式的收购相对有利，为公司进一步实施外延式扩张提供了可能。

图 27：主要封测企业总资产负债率比较



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 28：主要封测企业净资产负债比比较



资料来源：Wind，华金证券研究所

从目前公司的资产负债情况看，华天科技的负债率水平在三家企业中是最低的，净现金负债比水平显示公司的资本运作潜力也是最大的。同时，我们可以看到，华天科技与国家集成电路产业基金和国家开发银行等外部资本提供方也有了深入的合作，未来也是公司外延式扩张资金需求的可靠保障。

我们认为，华天科技在国内半导体封装测试行业占据着重要的行业地位，其产业布局也已经基本完成了从传统封装到先进封装产线的布局，能够充分享受产业转移带来的利好，而同时公司也在积极推进外延式扩张的步伐，未来的发展值得期待。

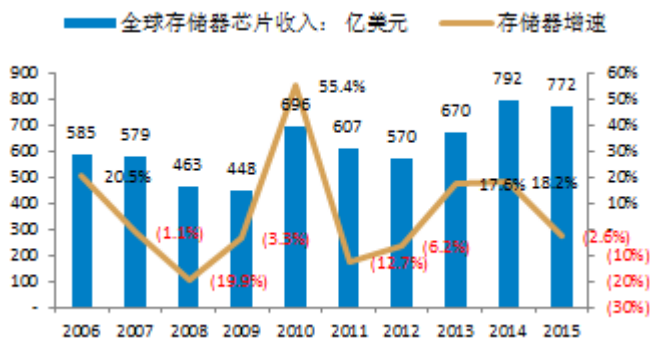
(二) 存储器市场：中国力图寻求突破

存储器是半导体集成电路行业中一个重要的产品分支，是各类电子系统的基础器件之一，与企业子版块和行业整体的状况不同的是，半导体存储器行业的产业模式仍然是以 IDM 整合模式为主，行业也呈现了由几家巨头垄断的产业格局。

1、全球存储器行业规模效应显著，寡头竞争局面持续

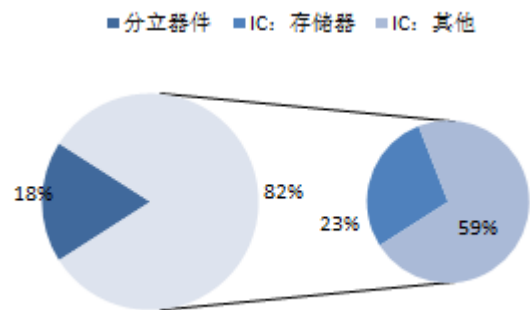
存储器是半导体行业的一个分支产品，是微电子系统的基础器件，在下游的终端产品中有着广泛的应用。根据全球半导体贸易组织的数据显示，2015 年全球存储器行业的市场规模达到 772 亿美元，占全球集成电路市场规模的 28.1%，占全球半导体市场规模 23.0%。

图 29：全球存储器市场规模及增速（2006 ~ 2015）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 30：2015 年存储器市场占全球半导体市场份额



资料来源：Wind，华金证券研究所

集成电路存储器从存储内容的保存性来分主要分为易失性存储器和非易失性存储器两大类。目前市场上易失性存储器的主要产品代表是 DRAM，而非易失性存储器则主要是基于 NAND 结构的 Flash Memory。存储器从设计及工艺实现的角度来说，较逻辑器件及模拟器件等电路的复杂程度低，因此存储器行业内仍然是以全产业链的厂商为主，分工化的模式占比较小，尤其是在以 DRAM 为代表的易失性存储器方面。

从 DRAM 的市场竞争格局看，2015 年前三大厂商三星、海力士、美光分别占据市场 45.3%、27.7%和 20.4%的市场份额，合计市场占有率达到了 93.4%，呈现出的寡头垄断的格局。

表 5：DRAM 市场营收占比

排名	公司	2015 年收入规模 (百万美元)	占比	2014 年收入规模 (百万美元)	占比
1	三星	20,375	45.3%	18,153	39.6%
2	SK 海力士	12,477	27.7%	12,568	27.5%
3	美光集团	9,174	20.4%	11,480	25.1%
4	南亚科技	1,383	3.1%	1,621	3.5%
5	华邦电子	622	1.4%	659	1.4%
6	力晶科技	374	0.8%	401	0.9%
	其他	606	1.3%	906	2.0%
	合计	45,013		45,785	

资料来源：DRAMeXchange，华金证券研究所

非易失性存储领域的竞争格局与 DRAM 类似，仅产业集中度略低。2015 年前 5 大厂商三星、东芝、闪迪、美光、SK 海力士分别占据了 32.1%、19.1%、15.0%、14.6%和 11.3%的份额，合计占比超过了 92.1%，并且市场份额相对稳定。同样，我们也可看到，上述大型的 Flash Memory 厂商也均为 IDM 的模式，台湾纯代工厂商的市场占有率非常有限。

表 6：Flash Memory 市场营收占比

排名	公司	2015 年收入规模 (百万美元)	占比	2014 年收入规模 (百万美元)	占比
1	三星	10,561	32.1%	9,427	29.3%
2	东芝	6,282	19.1%	6,966	21.6%
3	闪迪	4,943	15.0%	6,076	18.9%
4	美光	4,813	14.6%	4,283	13.3%
5	SK 海力士	3,706	11.3%	3,195	9.9%
6	英特尔	2,595	7.9%	2,179	6.8%
	合计	32,902		32,217	

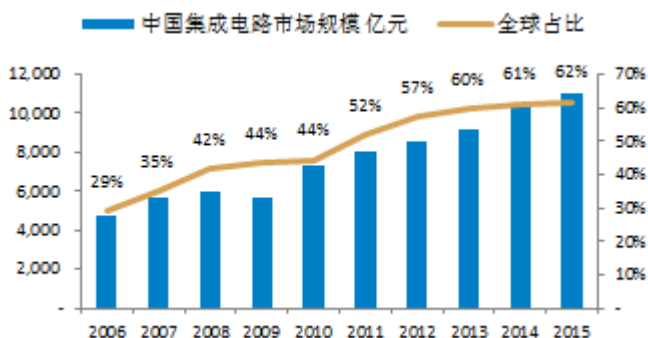
资料来源：DRAMeXchange，华金证券研究所

存储器市场呈现的产业集中度持续提升的趋势依然在延续，由于存储器产品实现的功能较为简单，产品规格同质化，使得在行业中具有规模效应的企业能够获得较强的竞争优势，投资规模、专利储备、人才集聚效应、行业品牌等均称为了新进入者的重要壁垒。

2、中国存储器市场芯片国产化是行业发展的核心推动力

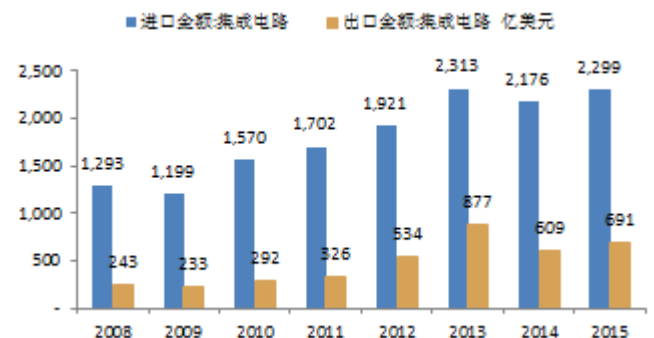
从上世纪 90 年代开始，中国的半导体集成电路产业经历了 20 多年的发展取得了长足的进步，但是我们仍然可以看到，目前中国市场的自给率仍然较低，在市场数据超过全球市场 60% 的占比的情况下，国内企业在产值上仅占全球市场 20%左右的份额，芯片进口规模庞大。

图 31：中国集成电路市场规模与产值占全球比例（2006~2015）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 32：中国集成电路行业进出口金额对比（2008~2015）



资料来源：Wind，华金证券研究所

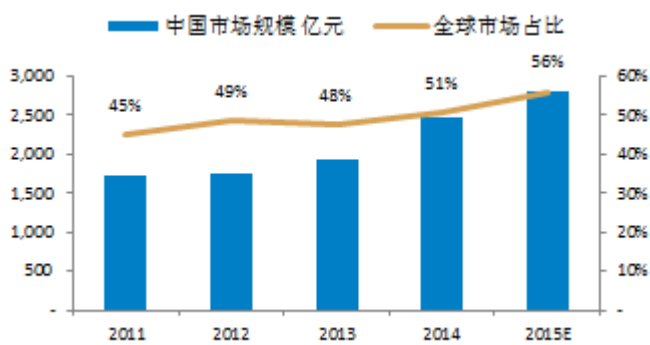
从存储器市场的情况看，国内企业与全球领先企业的差距更为显著，从之前我们的分析数据可以看到，中国尚没有企业能够进入 DRAM 或者 Flash Memory 市场占比的前 5 位。国内企业方面，目前已经成为紫光国芯全资子公司的西安华芯半导体以及北京兆易创新集成电路公司是在国内市场上具备竞争力的企业。

西安紫光国芯半导体有限公司（前身“西安华芯半导体有限公司”），最初于 2003 年作为德国英飞凌科技存储器事业部在西安成立，后经历了 2006 年的独立拆分成为奇梦达科技（西安）有限公司，2009 年被浪潮集团收购并更名，2015 年被紫光集团旗下紫光国芯股份有限公司并再次更名为目前名称，主要产品是 DDR DRAM 芯片和模组，2014 年销售收入达到 8,894 万元。

北京兆易创新科技股份有限公司前身“北京芯技佳易微电子科技有限公司”创立于 2005 年 4 月，经过了多次股权转让及增资后，公司于 2010 年更名“北京兆易创新科技有限公司”，2012 年完成股改，主要产品是 NOR Flash Memory，2014 年存储器相关产品收入达到了 9.31 亿元。

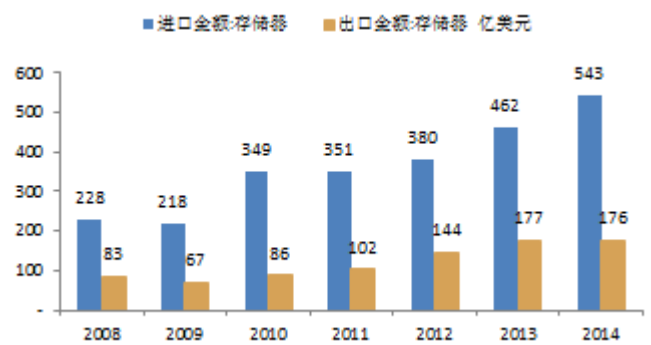
从需求端看，中国是半导体集成电路产业乃至电子计算机行业全球重要的基地，而存储器则是产业的基础产品之一，因此中国存储器市场的需求旺盛，增长速度可观。

图 33：中国存储器芯片市场规模与全球占比（2011~2015）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 34：中国存储器行业进出口金额对比（2008~2014）



资料来源：Wind，华金证券研究所

从上述的市场供求关系分析可以看到，中国大陆地区存储器市场主要由海外厂商提供，在国家芯片国产化战略的推进实施过程中，可以看到从中央到地方政府层面对于存储器行业发展的态度，无论是行业政策的涉及还是产业投资的规模，均体现了国家对于存储器的重视。

表 7：中国存储器行业相关产业投资

时间	项目	投资规模	项目简介
2016 年 7 月	长江存储技术公司		紫光集团宣布收购武汉新芯 50%以上股权成立长江存储技术公司，紫光董事长赵卫国任总裁，杨士宁任总经理。
2016 年 7 月	福建晋华集成电路	一期投资 370 亿元人民币	由福建省电子信息集团和泉州、晋江两级政府共同投建，预计 2018 年 9 月形成月产 6 万片 12 寸先进制程内存晶圆的生产规模。
2016 年 3 月	国家存储器基地	总投资 240 亿美元	国家存储器基地项目在武汉东湖高新区落地，新的存储器基地将分三期，总规划面积约 100 万平方米，目标一期预计 2018 年建设完成，产能约 20 万片/月，2020 年总产能 30 万片/月、2030 年总产能 100 万片/月。产品主要是 Flash Memory，包括 NOR、NAND、3D NAND。
2015 年 11 月	紫光国芯	定增 800 亿元人民币	其中 600 亿用于投资存储芯片工厂，公司预计完全达产后产能 12 万片/月，37.9 亿收购台湾力成 25%股权以及 162.1 亿对芯片产业链上下游的公司收购。

资料来源：武汉新芯官方网站、福建晋华官方网站、互联网公开资料、华金证券研究所

3、华天科技：与武汉新芯的战略合作

2015年2月13日,武汉新芯集成电路制造有限公司与天水华天科技股份有限公司签署战略合作协议,双方将在集成电路先进制造、封装及测试等方面开展合作,武汉新芯的12英寸晶圆生产线及3D集成电路工艺,将结合华天科技晶圆级封测工艺,通过优势互补以及资源共享,共同打造高效、完整的产业链,实现产业链上下游的贯通,为先进3D IC在市场及应用上的突破提供前所未有的机遇。

武汉新芯半导体是以存储器芯片为主的代工企业,2006年由武汉市政府出资建立,一期工程投资规模100亿人民币,由中芯国际托管,2008年开始量产。2010~2011年间,面对来自台积电、美光的抄底收购,中芯国际和武汉政府正式合资运营,中芯国际两年注资10亿美元占股份66%。湖北科技以新芯所有资本作价,外加2.26亿美元,合计5亿美元,持股33.34%,到2012年武汉新芯实现销售收入1.62亿美元,但仍旧处于亏损状态。

2013年3月18日,武汉新芯集成电路制造有限公司推出了全新的企业品牌和标识——XMC,标志着武汉新芯已经正式成为一家完全独立的公司,其经营和技术创新进入了下一阶段。从2013年1月前中芯国际首席运营官与新加坡特许半导体首席技术官及运营资深副总裁杨士宁博士加入武汉新芯成为首席执行官后,陆续又有蓝华德博士和梅绍宁博士等加入武汉新芯的管理层,并组建了全新的管理层团队。

2016年7月26日,紫光集团完成收购武汉新芯超过50%的股权,并在武汉新芯的基础上建立长江存储,武汉新芯将是长江存储的全资子公司。长江存储一期由国家集成电路产业投资基金股份有限公司、湖北国芯产业投资基金合伙企业(有限合伙)和湖北省科技投资集团有限公司共同出资,二期将由紫光集团和国家集成电路产业投资基金股份有限公司共同出资。管理团队方面,赵伟国任长江存储董事长,丁文武和杨道虹任副董事长,王继增任监事长,杨士宁任总经理。

图 35：武汉新芯发展历程



资料来源：公司官方网站，华金证券研究所

经过了 10 年的发展历程，武汉新芯的产品线主要包括了存储器和影像传感器，主要客户包括了 Spansion、兆易创新等，在宣布 240 亿美元打造世界级的存储器基地计划以及长江存储成立后，公司未来预计将会聚焦半导体集成电路存储器的生产领域。

华天科技与武汉新芯在 2015 年达成战略合作协议后，未来将会与武汉新芯的存储器封测方面展开深入的合作。从目前获得市场新闻对于武汉新芯的存储器产能的数据，240 亿美元打造的存储器基地将分三期，总规划面积约 100 万平方米，目标一期预计 2018 年建设完成，产能约 20 万片/月，2020 年总产能 30 万片/月、2030 年总产能 100 万片/月，产品主要是 Flash Memory，包括 NOR、NAND、3D NAND。以目前存储器封装市场的价格数据估算，仅考虑 2018 年第一期的产能规模如果完全实现的话，对于封测的需求将会达到 30 亿元人民币。

三、估值分析及投资建议

公司的业务主要是集成电路封装测试,对于公司未来盈利预测将从公司不同运营实体进行分别测算。估值方面,鉴于公司具备稳定的盈利能力,我们采用相对估值法对公司投资价值做出估算,并基于此给出我们的投资建议。

(一) 盈利预测

对于公司的盈利预测我们对不同的生产基地以及新收购资产分别进行分析,然后再分析公司的费用率等水平,进而获得整体的业绩预测,基本假设如下:

- **天水总部**:天水总部生产基地主要产品为传统封装,客户渠道和产能规模等相对较为平稳,预计收入的增长水平与国内市场行业平均水平可比,募集资金投资扩产后,从2016年上半年的盈利数据看,基本符合之前规划,预计伴随着天水基地的扩产计划逐步完成并经历产能爬坡后,生产经营将逐步进入稳定的状态,预计盈利能力方面维持稳定。
- **西安基地**:西安基地主要产品为中高端封装的BGA、QFN、FlipChip、MEMs等,伴随着募投项目带来的产能的扩张,我们可以看到2016年上半年的营收出现了显著的增长,以2015年披露的销售收入以及募投项目的收益预期为参考,预计到2017年销售收入规模将会较2015年增长1倍。盈利能力方面,尽管2016年上半年西安基地的盈利能力较低,但是考虑到在产能扩张阶段的生产、人员成本的前期投入较多,未来将会逐步进入稳定状态,盈利能力将会恢复到历史平均水平。
- **昆山基地**:昆山基地的主要产品是先进封装的CSP、FC-Bumping等,主要的行业客户也是以指纹识别、摄像头感光模组为主,2016年上半年营业收入及盈利能力都得到了显著的提升,一方面募投项目带来的产能扩张,结合下游需求的增长以及公司销售渠道的开拓,我们预计,公司在现有产能利用率提升以及新增扩张逐步释放的情况下,到2017年销售收入也将会较2015年实现大幅度的提升。盈利能力方面,2016年上半年公司经营利润率实现扭亏,在产能利用率提升的前提下,盈利能力有望逐步向行业平均水平接近。
- **收购资产**:新收购的FCI和深圳迈克目前的收入规模较小,仍然处于亏损状态,随着公司的整合进程,我们预计在收入规模成长之后将会逐步减亏。
- **其他经营费用**:公司管理费用中来自研发投入的支出随着销售收入的增长后,占收比预计将会有所下降,未来将会保持在6%,其他管理费用率的占收比保持稳定。销售费用率和所得税率基本维持稳定。

表 8：公司盈利预测主要财务数据表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	3,305.5	3,874.0	5,035.3	6,184.5	6,933.6
YtoY	35.1%	17.2%	30.0%	22.8%	12.1%
天水	2,015.9	2,079.9	2,391.9	2,784.1	3,105.7
西安	599.7	787.2	1,221.7	1,422.1	1,586.3
昆山	671.4	715.3	1,037.2	1,504.0	1,712.3
其他	18.5	291.6	384.5	474.3	529.3
毛利	723.5	795.1	973.0	1,289.6	1,445.5
毛利率	21.9%	20.5%	19.3%	20.9%	20.8%
营业利润	282.2	249.5	377.7	561.5	649.0
营业利润率	8.5%	6.4%	7.5%	9.1%	9.4%
归属母公司净利润	298.2	318.5	389.4	555.3	635.8
EPS	0.280	0.299	0.365	0.521	0.597
YotY	49.7%	6.8%	22.2%	42.6%	14.5%

资料来源：Wind，华金证券研究所

上述预测过程中，我们仅考虑目前已有基地的业务发展情况，与长江存储（武汉新芯）的战略合作未来实施计划并不考虑在内。

（二）估值分析及投资建议

公司的业务是集成电路的封装测试，由于公司具备了持续的盈利能力，我们采用相对估值法对公司进行估值，选取的可比公司为同行业在 A 股市场的上市公司。

表 9：可比公司估值表

代码	公司名称	EPS		PE		PB
		2016E	2017E	2016E	2017E	
600584.SH	长电科技	0.20	0.64	87.8	28.1	4.3
002156.SZ	通富微电	0.21	0.33	56.2	35.2	3.0
600667.SH	太极实业	0.19	0.26	47.6	35.3	6.5
603005.SH	晶方科技	0.65	0.85	52.2	39.7	4.7
000021.SZ	深科技	0.23	0.30	48.0	36.4	3.1
	平均			58.3	34.9	4.3

资料来源：Wind 一致预期（截止 2016 年 8 月 26 日），华金证券研究所

我们预测公司 2016 年至 2018 年每股收益分别为 0.37、0.52 和 0.60 元。净资产收益率分别为 7.5%、9.9% 和 10.5%，给予买入-A 建议，6 个月目标价为 18.20 元，相当于 2016 年至 2018 年 49.4、35.0、30.3 倍的动态市盈率。

四、风险提示

集成电路市场终端需求受到宏观经济影响而低于预期；

集成电路封测的市场竞争激烈带来的价格竞争压力；

长江存储器项目的推进实施不及预期。

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

谭志勇声明，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

华金证券有限责任公司（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：

本报告仅供华金证券有限责任公司（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、篡改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“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn