

电子

美股半导体为什么大涨？

美股半导体为什么大涨？继白天A股半导体大涨之后，美股开市半导体板块暴涨，其中赛灵思（XLNX）、拉姆（LRCX）、泰瑞达（TER）、意法半导体（STM）、应材（AMAT）涨幅超过10%，美光、安森美、ADI亦有5%以上涨幅。我们认为要解读美股半导体为什么大涨，核心在于以下两个问题：1、本轮半导体景气下行的原因和持续性；2、在四季度的连续下跌之后，机构的真实预期与彭博一致预期相比如何。

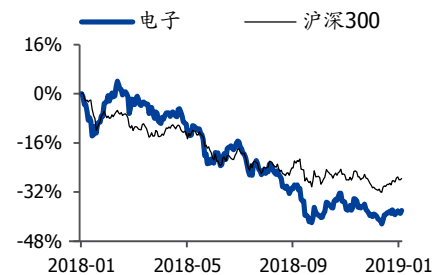
我们如何看待本轮半导体景气下行？我们于2019年1月9日发布的百页半导体年度策略《半导体：科技创新代际切换，全球半导体先抑后扬，年中有望反转》，强调本轮半导体景气度下行的本质是在全球创新周期代际切换关键期遭遇贸易摩擦、宏观经济下行扰动需求后的库存调整。我们统计下来，目前供给端库存水位较低，行业回调主要由于渠道端去库存，根据行业一般规律，渠道端去库存一般将维持2-3个季度，渠道基本从三季度起开始去库存（也正对应部分原厂九月份订单下跌），因此判断**19Q2末前行业有望回暖，这也是我们最近并没有那么悲观的原因。**

海外龙头财报陆续发布，谁超预期，谁低于预期？值得重点关注的是，在本周披露的七家龙头+此前TSMC、美光中，仅有四家公司Q4单季度业绩超预期，仅有一家公司（赛灵思）Q1指引中值高于市场预期，在这种情况下美股半导体仍然集体暴涨。我们认为核心原因在于此前四季度板块下跌中机构真实预期持续修正，机构真实预期与彭博一致预期可能存在一定差异，且大部分公司预期修正幅度可能过大，导致财报出后反而“超预期”。
赛灵思：从财报及盘中表现来看赛灵思表现最为亮眼，核心在于受益5G、数据中心两大驱动，Q4单季度及Q1指引均超市场预期；**德州仪器：**Q4略微Miss，未来驱动力主要看工业、汽车领域；**存储龙头海力士：**公司在业绩说明会中判断Q1 DRAM库存水平几乎必然将进一步下降，19H2需求回暖。

风险提示：半导体下游需求增长不及预期、宏观环境边际恶化。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 郑震湘

执业证书编号：S0680518120002

邮箱：zhengzhenxiang@gszq.com

研究助理 余凌晨

邮箱：shelingxing@gszq.com

相关研究

- 《电子：每周专题：从台积电财报看 foundry 近况》
2019-01-20
- 《电子：每周专题：CES 展看 19 年科技创新代际切换》
2019-01-13
- 《电子：半导体：科技创新代际切换，全球半导体先抑后扬，年中有望反转》
2019-01-09



内容目录

| | |
|---|----|
| 一、美股半导体为什么大涨？ | 3 |
| 1.1 我们如何看待本轮半导体景气下行？ | 3 |
| 1.1.1 IDM 库存：库存占营收比重同比、环比均有所下滑 | 3 |
| 1.1.2 设计板块：库存占营收比重、DOI 均呈改善趋势 | 4 |
| 1.1.3 晶圆代工：库存水平受下游需求影响较大，18Q3 已出现边际改善势头 | 5 |
| 1.1.4 渠道库存：边际改善，曙光临近 | 6 |
| 1.2 海外龙头财报陆续发布，谁超预期，谁低于预期？ | 6 |
| 1.2.1 赛灵思——受益 5G、数据中心两大核心驱动，业绩亮眼超预期！ | 7 |
| 1.2.2 模拟龙头 TI 怎么说 | 8 |
| 1.2.3 存储龙头海力士：公司判断 19H2 需求回暖 | 10 |
| 风险提示 | 12 |

图表目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图表 1: IDM 板块库存情况 | 4 |
| 图表 2: IDM 板块库存值以及 DOI | 4 |
| 图表 3: 设计板块库存情况 | 5 |
| 图表 4: 设计板块库存值以及 DOI | 5 |
| 图表 5: 代工板块库存情况 | 6 |
| 图表 6: 代工板块库存值以及 DOI | 6 |
| 图表 7: 艾睿电子库存水位 | 6 |
| 图表 8: 大联大库存水位 | 6 |
| 图表 9: 目前已发布龙头财报 18Q4、19Q1 营收环比、同比增速情况 | 7 |
| 图表 10: 赛灵思财报增长核心关键词——Data Center、5G | 8 |
| 图表 11: RFSOC 的架构 | 8 |
| 图表 12: RFSOC 较分立实现方法大幅降低功耗 | 8 |
| 图表 13: 德州仪器季度营收情况（百万美金） | 9 |
| 图表 14: 德州仪器库存水位情况（百万美金） | 9 |
| 图表 15: 德州仪器 2018 年下游分布情况 | 10 |
| 图表 16: 海力士营收情况 | 10 |
| 图表 17: 海力士利润情况 | 11 |
| 图表 18: 海力士库存水位情况 | 11 |

一、美股半导体为什么大涨？

继白天A股半导体大涨之后,美股开市半导体板块大涨,其中赛灵思(XLNX)、拉姆(LRCX)、泰瑞达(TER)、意法半导体(STM)、应材(AMAT)涨幅超过10%,美光、安森美、ADI亦有5%以上涨幅。我们认为要解读美股半导体为什么大涨,核心在于以下两个问题:

- 1、本轮半导体景气下行的原因和持续性;
- 2、在四季度的连续下跌之后,机构的真实预期与彭博一致预期相比如何;

1.1 我们如何看待本轮半导体景气下行?

我们于2019年1月9日发布的百页半导体年度策略《半导体:科技创新代际切换,全球半导体先抑后扬,年中有望反转》, **强调本轮半导体景气度下行的本质是在全球创新周期代际切换关键期遭遇贸易摩擦、宏观经济下行扰动需求后的库存调整。**

从下游需求来看,目前半导体产业正处于全球创新周期代际切换的关键期,我们17年起开始提的独家核心逻辑“第四次硅含量提升”仍在持续兑现,四大核心驱动AI、5G、物联网以及汽车领域的创新持续加速,边缘计算的快速成长带来的性能需求将成为中长期半导体的成长驱动。从人产生数据到接入设备自动产生数据,数据呈指数级别增长!智能驾驶智能安防对数据样本进行训练推断、物联网对感应数据进行处理等大幅催生处理器性能、内存性能、存储容量以及传输速率的需求,从而带动处理器(HPC/MCU)、存储器(DRAM/NAND/利基存储)、通信(基带/FPGA/ADDA/PA)、传感器等细分领域的性能和用量提升。

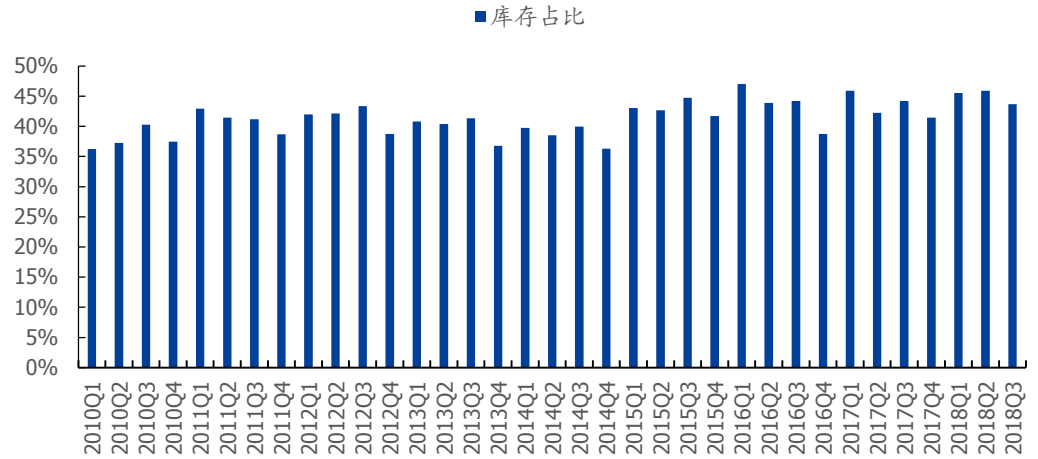
为什么在新一轮创新来临仍然发生了本轮半导体景气下行?我们认为核心原因是在代际切换期消费电子创新放缓、需求疲软时中美贸易摩擦雪上加霜所致,实质是在创新加速期来临前的一轮库存调整周期,因此本轮景气下行的持续时间与库存调整见底时间直接相关。

我们统计下来,目前供给端库存水位较低,行业回调主要由于渠道端去库存,根据行业一般规律,渠道端去库存一般将维持2-3个季度,基本从三季度起开始去库存(也对应部分原厂九月份订单下跌),因此判断19Q2末前行业有望回暖, **这也是我们最近并没有那么悲观的原因。**为了更好的理解半导体下游需求水平及变化趋势,也为了进一步对本轮景气周期放缓程度及持续周期进行分析,我们分别在IDM、代工、设计以及渠道分销等板块筛选具有代表性的公司作为板块样本进行库存分析:

1.1.1 IDM 库存: 库存占营收比重同比、环比均有所下滑

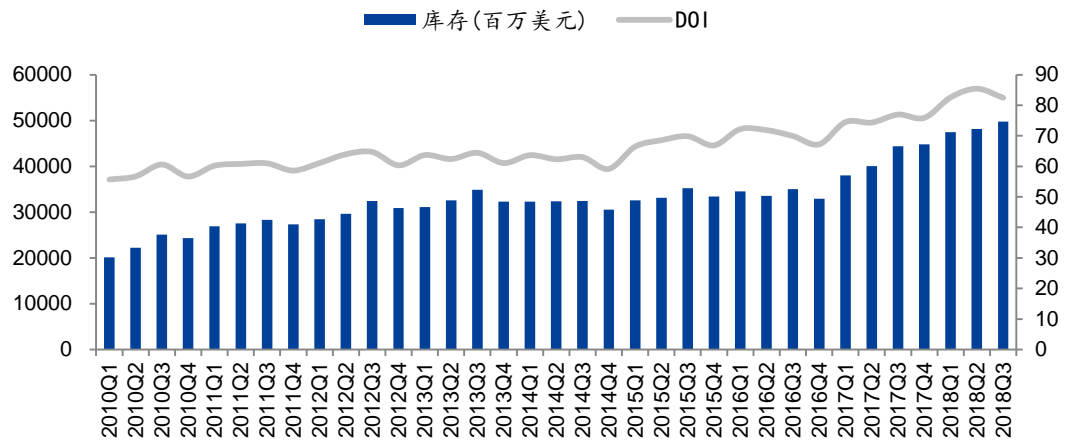
IDM 板块库存占营收比重同比、环比均有所下滑。从库存绝对值来看,2018年三季度IDM样本公司期末库存合计为498亿美元,同比增长12%,环比增长3%。但从库存周转天数来看,18Q3约为82天,环比减少3天,边际有所改善。从库存占营收比重来看,18Q3库存水位为43.70%,同比下降0.53pct,环比下降2.18pct,同比、环比均出现改善势头,基本面向好。

图表 1: IDM 板块库存情况



资料来源: Bloomberg、国盛证券研究所整理

图表 2: IDM 板块库存值以及 DOI

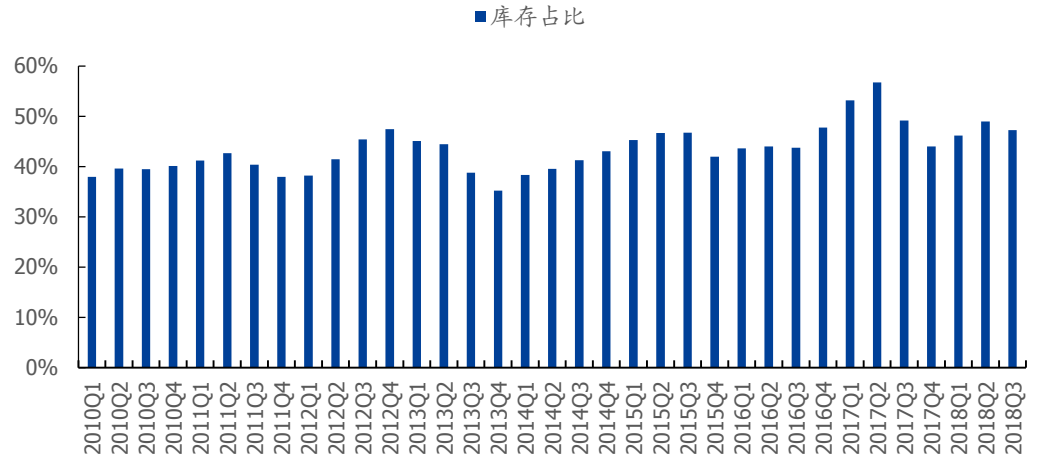


资料来源: Bloomberg、国盛证券研究所整理

1.1.2 设计板块: 库存占营收比重、DOI 均呈改善趋势

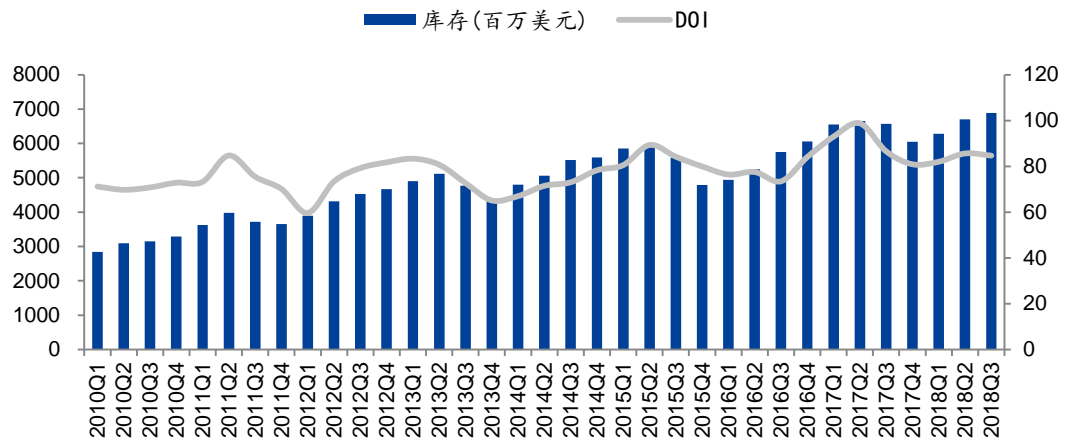
设计板块库存占营收比重、DOI 均呈改善趋势。从库存绝对值来看, 2018 年三季度设计板块样本公司期末库存合计为 69 亿美元, 同比增长 5%, 环比增长 3%。但从库存周转天数来看, 18Q3 约为 85 天, 同比减少 2 天, 环比减少 1 天, 边际有所改善。从库存占营收比重来看, 18Q3 库存水位为 47.23%, 同比下降 1.94pct, 环比下降 1.74pct, 同比、环比均出现改善势头, 与 IDM 公司趋势一致, 行业基本面整体向好。

图表 3: 设计板块库存情况



资料来源: Bloomberg、国盛证券研究所整理

图表 4: 设计板块库存值以及 DOI

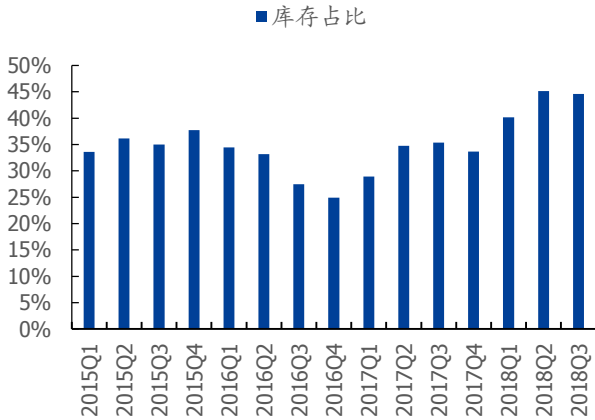


资料来源: Bloomberg、国盛证券研究所整理

1.1.3 晶圆代工: 库存水平受下游需求影响较大, 18Q3 已出现边际改善势头

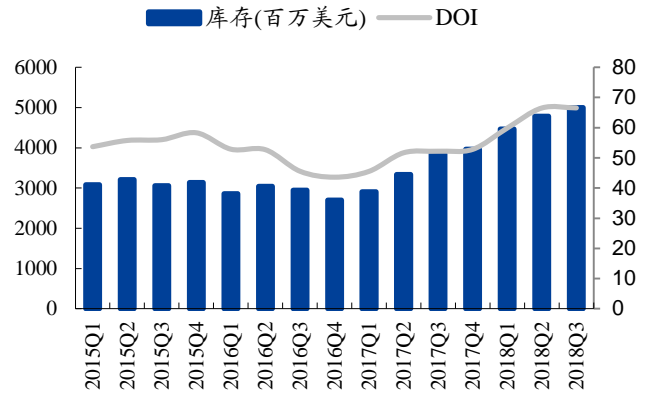
晶圆代工板块库存水平受下游需求影响较大, 18Q3 已出现边际改善势头。我们综合考虑了地域分布情况, 选择台积电、联电、中芯国际、塔尔、世界等五家企业作为样本公司。从库存绝对值来看, 2018 年三季度设计板块样本公司期末库存合计为 50 亿美元, 同比增长 30%, 环比增长 4%。但从库存周转天数来看, 18Q3 约为 67 天, 环比持平。从库存占营收比重来看, 18Q3 库存水位为 44.61%, 同比增长 9.27pct, 环比下降 0.51pct, 库存增长主要原因为消费级需求下滑所致, 但从库存水位来看, 环比已有所改善。

图表 5: 代工板块库存情况



资料来源: Bloomberg、国盛证券研究所

图表 6: 代工板块库存值以及 DOI

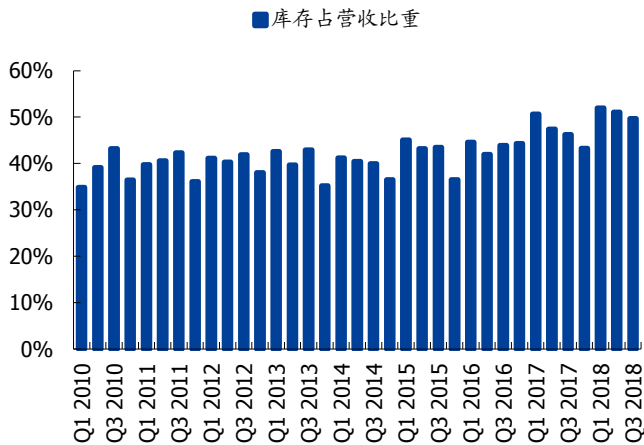


资料来源: Bloomberg、国盛证券研究所

1.1.4 渠道库存: 边际改善, 曙光临近

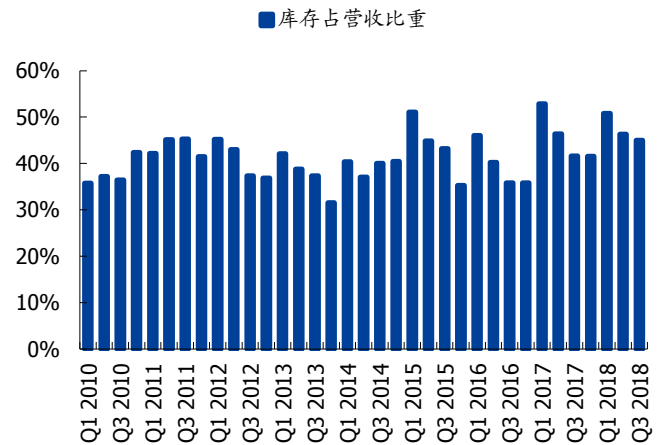
渠道库存边际改善, 曙光临近。我们选择了艾睿电子、安富利、大联大等三家企业作为样本公司。从库存绝对值来看, 安富利、大联大 Q3 期末库存同比、环比均有个位数百分比的增长, 艾睿电子库存环比下滑。但从库存周转天数来看, 艾睿、大联大环比均减少一天左右, 安富利 Q3 库存增长天数增加一天。从库存占营收比重来看, **18Q3 艾睿、库存水位连续两个季度改善; 安富利自 16 年丢失 ADI、Cypress、博通代理权后, 库存水位长期高位震荡; 大联大在收入增速逐月下滑的同时, 库存占营收比重也不断改善, 合理推断分销代理商均有意识控制库存水平, 预计渠道去库存周期将在 1-2 个季度后迎来拐点。**

图表 7: 艾睿电子库存水位



资料来源: Bloomberg、国盛证券研究所

图表 8: 大联大库存水位



资料来源: Bloomberg、国盛证券研究所

1.2 海外龙头财报陆续发布, 谁超预期, 谁低于预期?

从上周开始, 海外龙头最新财报陆续发布, 我们对每家公司最新财报进行详细解读, 对比彭博上彭博一致预期统计如下:

图表9：目前已发布龙头财报18Q4、19Q1营收环比、同比增速情况

| | Q4环比 | | | Q4同比 | | | Q1环比 | | | Q1同比 | | | |
|--------|------|------|-----------|------|------|-----------|--------|--------|---------|-------|------|---------|------|
| | 实际 | 市场预期 | 情况 | 实际 | 市场预期 | 情况 | 指引 | 中指 | 市场预期 | 情况 | 指引 | 中指 | 市场预期 |
| 美光 | -6% | -5% | miss 1% | 16% | 18% | miss 2% | -24% | -8% | miss | -18% | 0 | miss | |
| 台积电 | 11% | 11% | in line | 4% | 4% | in line | -22% | -20% | miss | -15% | -12% | miss | |
| ASML | 13% | 8% | beat 5% | 24% | 17% | beat 7% | -33% | -13% | miss | -8% | 20% | miss | |
| 德州仪器 | -13% | -12% | miss 1% | -1% | 0 | miss 1% | -6% | -3% | miss | -8% | -5% | miss | |
| LAM | 8% | 7% | beat 1% | -2% | -3% | beat 1% | -5% | -2% | miss | -17% | -15% | miss | |
| XILINX | 7% | 3% | beat 4% | 27% | 22% | beat 5% | 3% | -3% | beat 6% | 23% | 15% | beat 8% | |
| SK海力士 | -13% | -10% | miss 3% | 10% | 14% | miss 4% | -16% | -16% | in line | -4% | -4% | in line | |
| 意法半导体 | 5% | 5.7% | miss 0.7% | 7.4% | 8.1% | miss 0.7% | -20.7% | -14.3% | miss | -5.7% | 2.4% | miss | |
| 泰瑞达 | -8% | -13% | beat 4% | 8% | 3% | beat 5% | -9% | -8% | miss | -3% | -2% | miss | |

资料来源：Bloomberg、国盛证券研究所

值得重点关注的是，在本周披露的七家龙头+此前 TSMC、美光中，仅有四家公司 Q4 单季度业绩超彭博一致预期、仅有一家公司（赛灵思）Q1 指引中值高于市场预期，在这种情况下美股半导体仍然集体暴涨。**我们认为核心原因在于此前四季度板块下跌中机构真实预期持续修正，机构真实预期可能与彭博一致预期存在差异，且大部分公司预期修正幅度可能过大，导致财报出后反而“超预期”。**

所以我认为，海外龙头发布财报后的股价表现仍需要结合财报、法说会表述及产业大趋势逐一进行分析！

1.2.1 赛灵思——受益 5G、数据中心两大核心驱动，业绩亮眼超预期！

从财报及盘中表现来看赛灵思表现最为亮眼，核心在于受益 5G、数据中心两大驱动，**Q4 单季度及 Q1 指引均超市场预期。**Xilinx 的 FPGA 在 2018 年表现出色，除了宣布其 7nm 的下一代架构外，还与微软、华为、百度、亚马逊、阿里巴巴、戴姆勒-奔驰等合作伙伴达成合作。在 AI 推理中，FPGA 具有优于 ASIC 的优势，因为 FPGA 可以针对特定的应用进行即时重新配置。

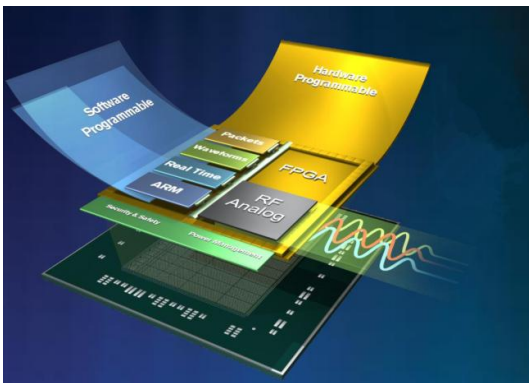
图表 10: 赛灵思财报增长核心关键词——Data Center、5G

- Data Center and Test, Measurement & Emulation (TME) revenues grew 14% year over year driven primarily by the Data Center business (ex-Cryptocurrency) and TME business, which both experienced double digit growth during the quarter. Xilinx continued its strong design win momentum in Data Center across multiple applications including big data acceleration, machine learning inference, video transcoding, network acceleration and storage controllers. The Company also has won designs for SmartNIC applications with multiple hyperscalers. Further developing its platform ecosystem, the Company significantly increased the cumulative number of Xilinx community developers trained on SDAccel to over 2,250. FaaS engagement momentum continued to build with Amazon, Alibaba, Huawei and other hyperscalers. TME revenues were strong across both the Test & Measurement area and Emulation & Prototyping, reflecting strong product leadership position in those markets.
- Communications revenues increased 41% year over year, driven by strength in the Wireless Communications business. Wireless Communications benefitted from 5G deployment in South Korea and preparation for 5G deployment in both China and North America as well as ongoing LTE upgrades. Wireless Communications also saw continued momentum across both radio and baseband applications with OEM customers across multiple geographies. Wired business grew year over year with strength from Optical/Data Center Interconnect applications.
- Xilinx continued engagement momentum with several leading automotive customers during the quarter with the goal of enabling their roadmap toward automated driving. During the Xilinx Developer Forum in Frankfurt, Daimler showcased its AI solution in the new Mercedes GLE Sport Utility Vehicle that is powered by Xilinx machine learning algorithms and MPSoCs. In addition, ZF Friedrichshafen AG, a global leader and Tier-1 automotive supplier, recently announced a strategic collaboration in which Xilinx technology will power their highly-advanced AI based automotive control unit to enable automated driving applications.
- The Advanced Products category increased 51% year over year during the quarter. Revenue from 16nm products continued its strong ramp with broad-based adoption, increasing approximately 4x during the same period. Zynq-based revenues, grew approximately 80% year over year driven by a broad set of applications across multiple end markets, served in particular by MPSoC. Zynq MPSoC revenues grew over 3x compared to fiscal third quarter 2018.
- Extending its significant technology leadership, Xilinx taped out Versal – the industry’s first Adaptive Compute Acceleration Platform (ACAP) at the end of fiscal third quarter. Built on TSMC’s 7nm FinFET process technology, the Versal portfolio is the first platform to combine software programmability with domain-specific hardware acceleration and the adaptability essential for today’s rapid pace of innovation.

资料来源: 赛灵思 CY18Q4 财报、国盛证券研究所

赛灵思重点强调受益韩国、中国以及美国的 5G 部署, 通信业务营收同比大幅增长 41%! 我们建议重点关注赛灵思 RFSOC 在 5G 大规模部署的机遇。赛灵思将数据转换器器和 SoC 集成, RFSOC 包括 ARM 处理器、RF 以及 FPGA 模块。这样不仅仅能够节约功耗, 另外一方面能够减少尺寸, 因为它的设计更加简单, 所以它的设计周期也能够有所缩短。

图表 11: RFSOC 的架构



资料来源: 赛灵思、国盛证券研究所

图表 12: RFSOC 较分立实现方法大幅降低功耗

| 分立实现方法 | 4x4 100MHz | 4x4 200MHz | 8x8 100MHz |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|
| 可编程器件 | 15W | 23W | 23W |
| RF ADC/DAC 组件 | 16W | 16W | 32W |
| 分立实现方法的总功耗 | 31W | 39W | 55W |
| 集成 RF 模拟实现 | | | |
| 可编程器件 + DC 子系统 | 18W | 25W | 27W |
| 总功耗降低 | 13W | 14W | 28W |

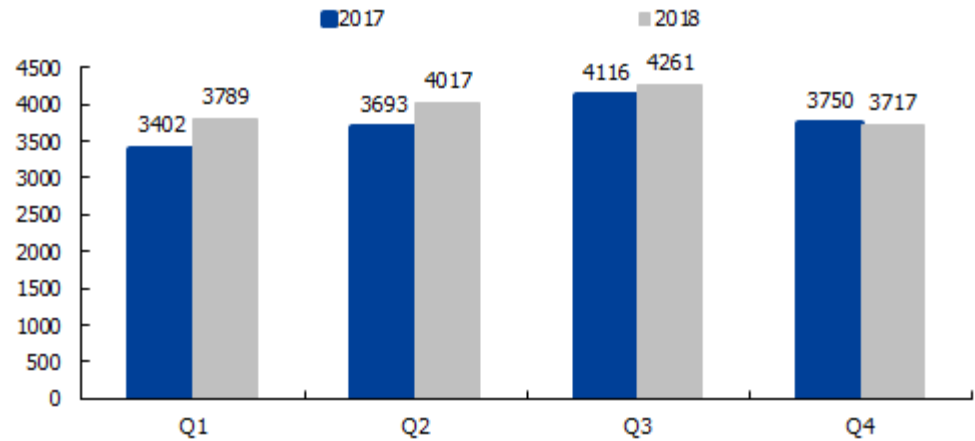
↓ 41% ↓ 37% ↓ 51%

资料来源: 赛灵思、国盛证券研究所

1.2.2 模拟龙头 TI 怎么说

1. 公司营收情况: 2018 年 Q4 德州仪器实现营业收入 37.17 亿美金, 同比下降 1%, 公司认为现在的市场疲软是由于半导体的周期。另外由于贸易局势的紧张, 很可能加长此次周期, 预计市场在一段时间内较难恢复快速增长。2018 年德州仪器全年营业收入为 157.84 亿美金, 同比上升 5.5%。

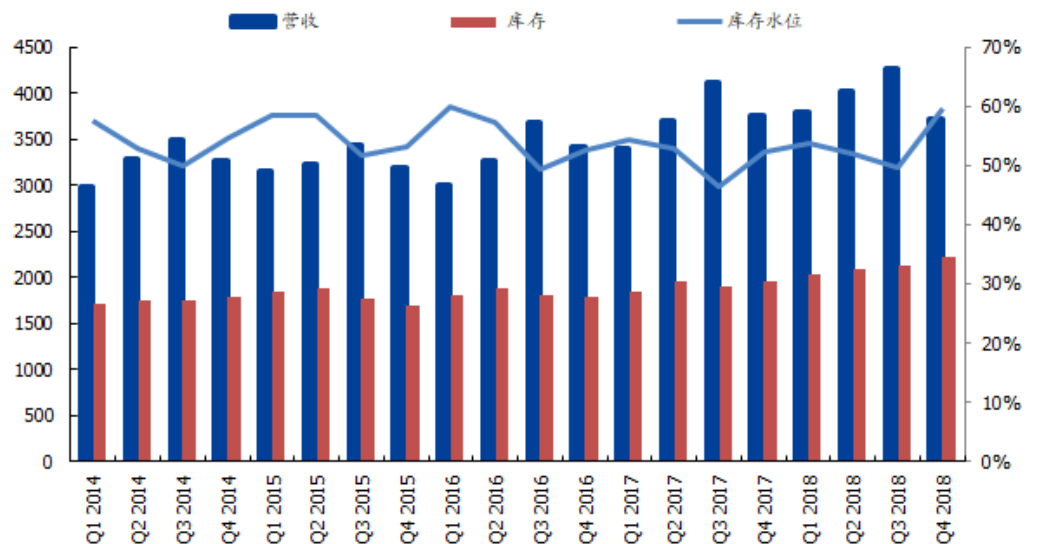
图表 13: 德州仪器季度营收情况 (百万美金)



资料来源: TI, 国盛证券研究所

2. 重点关注 TI 库存: 市场疲软蔓延至第四季, 存货周转日超出公司目标范围。19Q4 公司毛利 24.1 亿美元, 对应毛利率 64.8%, 与三季度相比下降了 30 基点。此次下降的原因是因为市场疲软所带来的收入减少以及工厂减少的载荷从而致使德州仪器毛利率小幅下降。同时对于库存周转日而言, 第四季度为 152 天, 环比增长 18 天, 超出公司的预期目标范围, 同时公司预测在今后的几个季度内存货周转日也将持续超出公司目标范围。

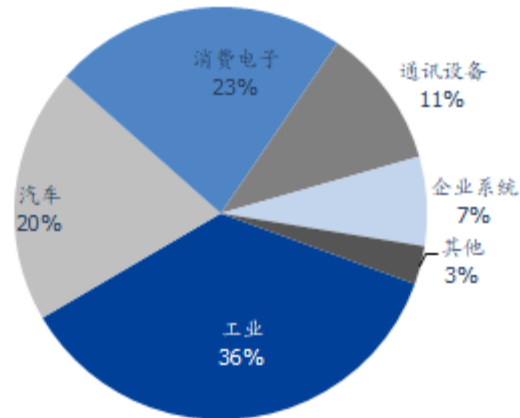
图表 14: 德州仪器库存水位情况 (百万美金)



资料来源: TI, 国盛证券研究所

3. 未来驱动力主要看工业、汽车领域。2018 年全年工业及汽车领域所占公司营收共计约为 56%, 与 2017 年的 54% 提高了 2%, 与五年前德州仪器所布局的 42% 相比更是提高了 14%。公司认为在今后工业领域和汽车领域将是增长最快的半导体细分市场, 随着所用硅含量提升, 半导体使用量的持续增加, 电子化的不断渗透, 再辅该两领域的多样性以及使用寿命之高, 坚定看好且持续布局工业及汽车领域。

图表 15: 德州仪器 2018 年下游分布情况

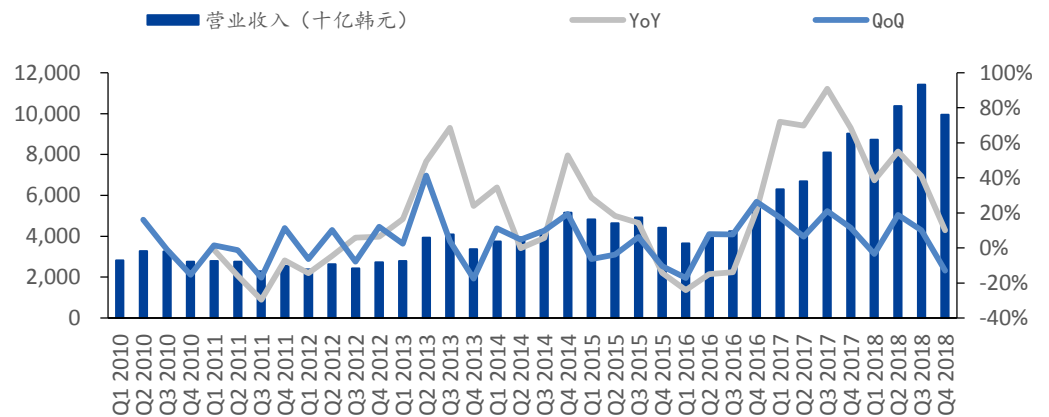


资料来源: TI, 国盛证券研究所

1.2.3 存储龙头海力士: 公司判断 19H2 需求回暖

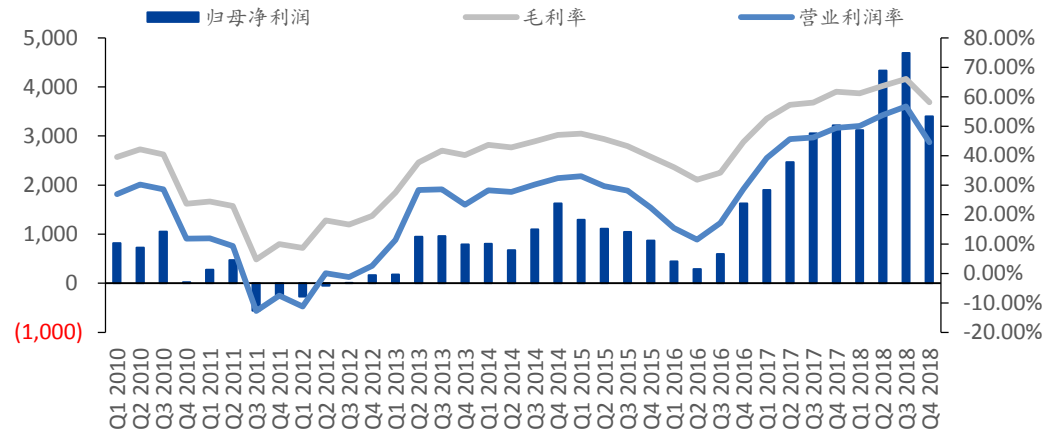
1、经营情况: 2018Q4 实现营业收入 9.9 万亿韩元, 同比增长 10%, 环比下滑 13%; 净利润 3.4 万亿韩元, 同比增长 6%, 环比下滑 28%。毛利率为 58%, 同比下滑 4pct, 环比下滑 8pct。与上一季度相比, DRAM 位元出货量下降 2%, 平均销售价格下降 11%。NAND Flash 位元出货量增加 10%, 但平均售价下降 21%。

图表 16: 海力士营收情况



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 17: 海力士利润情况



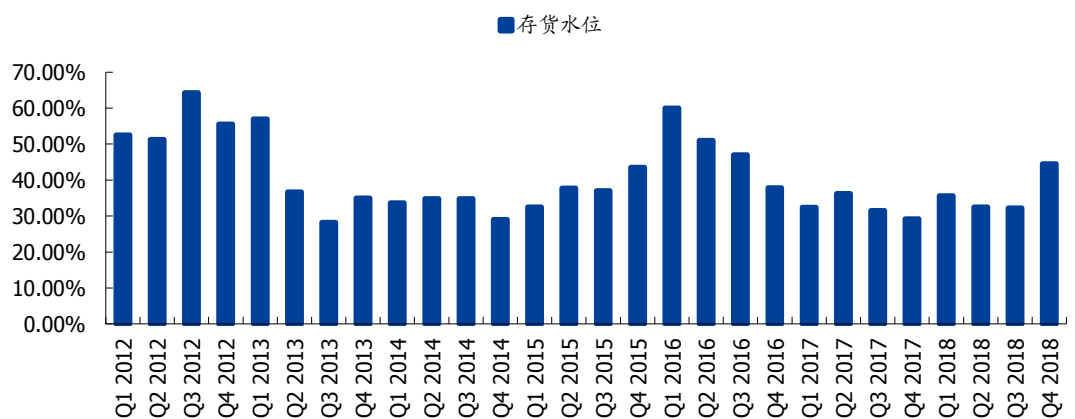
资料来源: Bloomberg、国盛证券研究所

2、DRAM: 预计 2019 年下半年需求将开始复苏, 预计 19Q1 位元出货环比下滑 10%, 但全年位元出货将同比增长 15~20%, 上半年与下半年的需求占比可能达到 4:6。同时, 公司将拓展 16Gb DDR4 产品的客户范围, 以增加服务器客户对大容量 DRAM 产品的应用。同时, HBM2 和 GDDR6 产品增长潜力较高。为了专注于技术迁移, 公司计划扩大 1Xnm DRAM 的比例, 并确保 1Ynm DRAM 的稳定批量生产。

3、NAND: 位元出货增长将超过产能增长, 预计 Q1 位元出货环比下滑 15%, 但全年位元出货同比增长 35~40%。

4、库存: 公司在业绩说明会中对库存水平进行了判断。DRAM: Q1 库存水平几乎必然将进一步下降 (原文表述为 inevitable); NAND: 上半年库存水平预计将上升, 将尽力控制库存水位。

图表 18: 海力士库存水位情况



资料来源: 国盛证券研究所

5、资本支出: 公司预计 2019 年资本支出会远低于 2018 年, 设备投资将同比下降约 40%, 公司会根据市场环境做出是否进一步减少投资的决定。

6、CPU 缺货问题: 从 PC 客户需求来看, 英特尔 CPU 紧缺问题将在 19Q2 缓解。

风险提示

半导体下游需求增长不及预期、宏观环境边际恶化。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|------------------|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在15%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在5%以上 |
| | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| 减持 | | 相对同期基准指数跌幅在10%以上 | |

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com