

2019年04月02日

# 通富微电 (002156.SZ)

## 动态分析

### 营收提升规模效应初现，业务前景值得期待

电子元器件 | 半导体 III

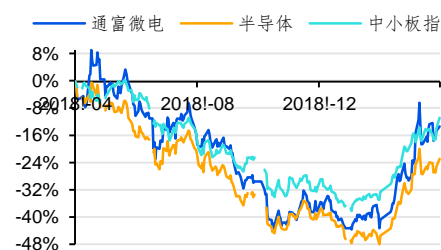
 投资评级 **买入-B(维持)**

 股价(2019-04-01) **10.88 元**

#### 交易数据

总市值(百万元)	12,552.31
流通市值(百万元)	12,550.13
总股本(百万股)	1,153.70
流通股本(百万股)	1,153.50
12个月价格区间	6.96/13.97 元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	11.1	12.05	-3.15
绝对收益	22.38	52.59	-12.26

#### 分析师

蔡景彦  
 SAC 执业证书编号: S0910516110001  
 caijingyan@huajinsec.cn  
 021-20377068

#### 相关报告

通富微电：产能建设稳步推进，渠道客户持续开拓 2018-10-30

通富微电：业务规模稳健拓展，主要基地盈利能力均改善 2018-08-31

通富微电：并购整合业务扩张持续推进，未来前景可期 2018-04-28

通富微电：中期营收大幅增加，盈利能力改善值得期待 2017-08-27

通富微电：战略合作厦门海沧区政府投资 70 亿元建设高端先进封测产线，拓展公司业务规模 2017-06-27

#### 投资要点

◆ **事件：**公司发布 2018 年年度报告，全年实现营业收入 72.2 亿元，同比上升 10.8%，毛利率 15.9%，同比上升 1.4 个百分点，归属母公司净利润为 1.27 亿元，同比上升 3.94%，每股净利润 0.11 元，同比下降 15.4%。第四季度公司实现营业收入为 17.4 亿元，同比上升 4.5%，归属上市公司股东净利润为亏损 3,402 万元，同比亏损幅度加大。2018 年度利润分配预案为每 10 股派发现金红利 0.38 元（含税），不送红股，不以资本公积金转增股本。

◆ **收入规模持续增加，主要生产实体增长可靠：**公司 2018 年全年销售收入稳步提升 10.8% 为 72.2 亿元，可以看到的是，包括 AMD、苏通、合肥和崇川总部的主要生产实体均实现了收入的有效成长，较为成熟的 AMD 和崇川增长平稳，苏通和合肥的收入规模快速提升，尽管面临市场的多种挑战，公司仍然凭借自身的技术和管理能力获得了市场的认可。从客户收入分布看，海外市场的收入占比进一步提升，而国内则有所下降，国内市场受到的影响更加大。

◆ **毛利率受益规模效应上升，研发投入持续增加影响净利润：**2018 年公司的毛利率同比上升 1.4 个百分点为 15.9%，可以看到的是，在各经营实体的规模效应逐步释放的情况下，毛利率水平也随之步入正轨，并且即使是国内市场的业务规模有所下滑，毛利率仍然获得了 3.4 个百分点达到 10.2%。另外一方面，公司在新产品的研发和投入方面仍然持续加大，随着经营业务规模的扩大，费用率有所上升，2018 年全年三项费用率合计上升 0.6 个百分点为 14.4%，由此也使得公司的净利润增速弱于收入增速。

◆ **2019 年收入目标 91.69 亿元，市场技术产能全面推进：**公司制定 2019 年的收入目标为 91.69 亿元，为实现目标公司计划在市场营销方面进一步贴近终端客户以期实现服务品质提升，技术和产能方面的投入建设则是成长的重要保障，为此，公司计划投入 17.58 亿元的费用支持。我们认为，公司在收购 AMD 之后相关经营实体保持了稳健的成长性，并且对于公司的技术能力提升也带来了积极的作用，以此为基础的客户开拓和渠道建设值得期待，国内在苏通和合肥的产业园也逐步进入了可靠的发展轨道，厦门的拓展预期也是公司未来发展的重要领域。在封测行业中，以公司为代表的国内厂商通过内生外延成长已经获得了有效的市场竞争力，未来享受产业转移的红利是值得期待的。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 0.27、0.42 和 0.57 元。净资产收益率分别为 4.2%、6.6%和 8.1%，维持买入-B 建议。我们对于公司的产业布局和技术能力持续看好，以及行业发展向大陆地区的转移具备良好前景，在业绩有效释放方面存在不确定性，因此关注风险评级。

◆ **风险提示:** 宏观经济及贸易争端的不确定性影响需求; 技术开发及产能建设推进速度不及预期; 原材料及汇率等波动影响公司盈利能力。

#### 财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	6,519.3	7,222.9	9,110.5	11,149.8	13,071.9
同比增长(%)	42.0%	10.8%	26.1%	22.4%	17.2%
营业利润(百万元)	156.1	114.5	314.9	514.6	693.3
同比增长(%)	8.6%	-26.7%	175.0%	63.4%	34.7%
净利润(百万元)	122.1	126.9	268.2	449.9	608.5
同比增长(%)	-32.5%	3.9%	111.3%	67.7%	35.3%
每股收益(元)	0.11	0.11	0.27	0.42	0.57
PE	102.8	98.9	40.9	26.2	19.0
PB	2.0	1.9	1.9	1.7	1.6

数据来源: 贝格数据, 华金证券研究所

## 内容目录

一、财务数据分析.....	4
(一) 2018 年营收保持稳定, 费用增加影响盈利能力 .....	4
(二) 2018 年四季度市场面临挑战, 费用确认导致季度亏损 .....	5
二、经营状况分析.....	7
(一) 主要经营实体稳步推进, 规模效应逐步体现.....	7
(二) 海外市场拓展顺利, 国内业务盈利提升 .....	7
(三) 未来发展战略及经营计划: 市场拓展产能布局持续推进.....	8
三、盈利预测及投资建议 .....	9
四、风险提示.....	10

## 图表目录

图 1: 过往 3 年营业收入及增长率.....	4
图 2: 过往 3 年净利润及增长率 .....	4
图 3: 过往 3 年主要盈利能力比率.....	4
图 4: 过往 3 年主要费用率变动 .....	4
图 5: 过往 3 年运营效率 .....	5
图 6: 过往 3 年主要回报率 .....	5
图 7: 过往 3 年负债率.....	5
图 8: 过往 3 年短期偿债能力 .....	5
图 9: 过往 12 个季度营业收入及增长率.....	6
图 10: 过往 12 个季度净利润及增长率.....	6
图 11: 过往 12 个季度盈利能力 .....	6
图 12: 过往 12 个季度主要费用率.....	6
图 13: 过往 3 年经营实体细分收入.....	7
图 14: 过往 3 年经营实体细分营业利润.....	7
图 15: 过往 3 年市场细分收入 .....	7
图 16: 过往 3 年市场细分毛利率 .....	7
表 1: 收入及毛利率的业务分布 .....	9

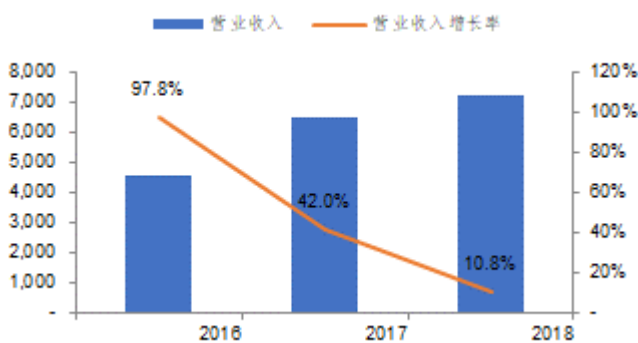
## 一、财务数据分析

公司 2018 年销售收入同比上升 10.8% 为 72.2 亿元，毛利率水平为 15.9%，同比上升 1.4 个百分点，归属母公司净利润为 1.27 亿元，较去年同期上升 3.94%，每股净利润 0.11 元，较去年同期下降 15.4%。公司是在 2018 年全球封装测试行业排名从 2017 年第 7 位上升到了第 6 位，公司主要生产基金基本保持了收入规模的稳定成长，由于终端需求增长低于预期，以及公司在新技术节点上的研发投入有所增加，公司的盈利能力有所下降。

### （一）2018 年营收保持稳定，费用增加影响盈利能力

公司 2018 年全年销售收入 72.2 亿元，同比上升 10.8%。公司是半导体集成电路封装测试厂商，从营业收入的规模看，公司在 2018 年全球封装测试行业排名从 2017 年第 7 位上升到了第 6 位，公司主要生产基金基本保持了收入规模的稳定成长。由于终端需求增长低于预期，以及公司在新技术节点上的研发投入有所增加，2018 年归属上市公司股东净利润为 1.27 亿元，同比上升 3.94%，每股净利润 0.11 元，同比下降 15.4%，弱于收入增速。

图 1：过往 3 年营业收入及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

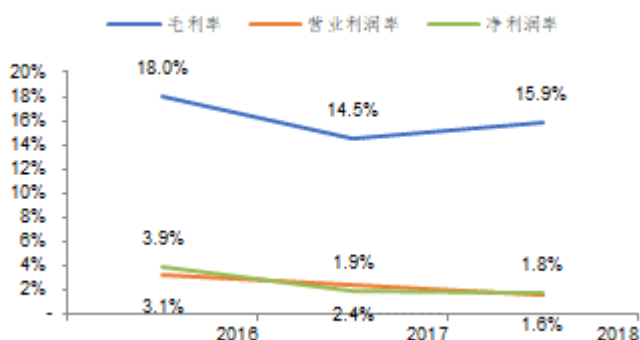
图 2：过往 3 年净利润及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

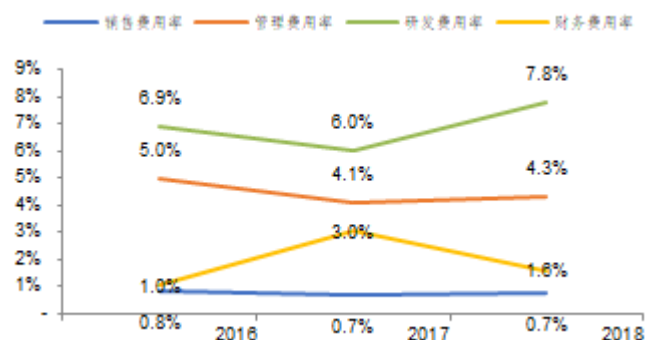
公司 2018 年全年毛利率上升 1.4 个百分点为 15.9%，营业利润率和净利润率均同比下降 0.8 和 0.1 个百分点为 1.6% 和 1.8%。公司在主要生产基地订单规模有所提升的情况下，毛利率水平也得到了逐步恢复，但是由于经营费用尤其是研发费用的投入增加，公司的整体营业利润率和净利润率均有所下降。

图 3：过往 3 年主要盈利能力比率



资料来源：Wind，华金证券研究所

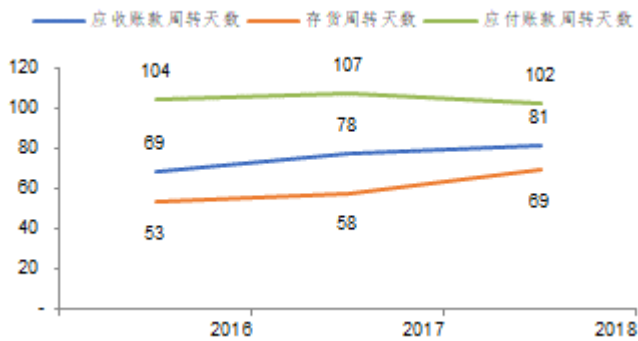
图 4：过往 3 年主要费用率变动



资料来源：Wind，华金证券研究所

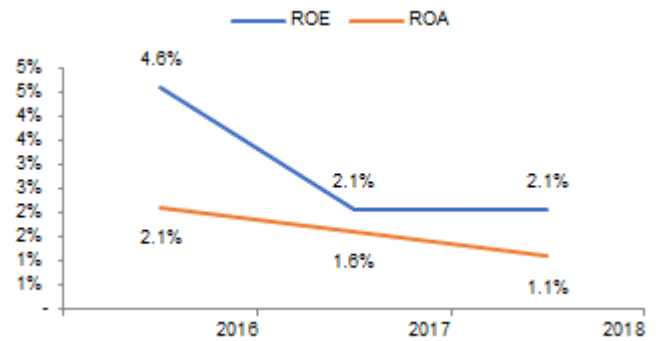
2018 年公司应收账款周转天数为 81 天, 存货周转天数为 69 天, 同比分别上升 3 天和 11 天, 应付账款周转天数为 102 天, 同比下降 5 天, 整体的周转率基本维持平稳。公司 2018 年的 ROE 同比持平 2.1%, ROA 同比下降 0.5 个百分点为 1.1%, 由于净利润的增速较低, 公司的回报率水平有所下行。

图 5: 过往 3 年运营效率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

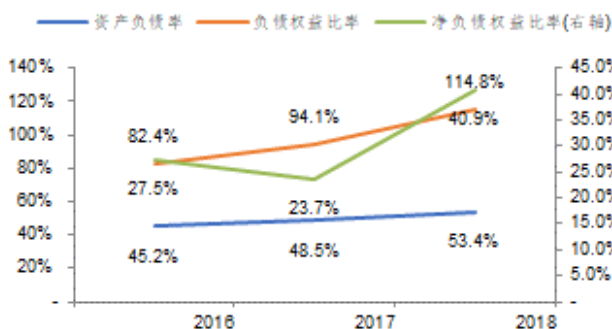
图 6: 过往 3 年主要回报率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

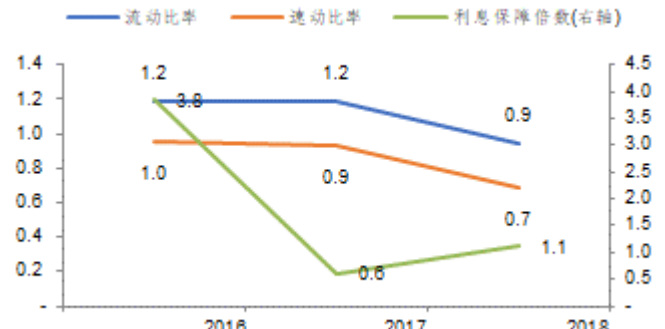
2018 年公司的资产负债率为 53.4%, 负债权益比为 114.8%, 净负债权益比率为 40.9%, 分别同比上升 4.9、20.7 和 17.2 个百分点, 公司整体的负债率有所上升。

图 7: 过往 3 年负债率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 8: 过往 3 年短期偿债能力



资料来源: Wind, 华金证券研究所

短期偿债能力方面, 2018 年流动比率、速动比率分别为 0.9 和 0.7, 同比分别有所下降, 公司 2018 年利息保障倍数为 1.1 倍, 有小幅回升。

## (二) 2018 年四季度市场面临挑战, 费用确认导致季度亏损

2018 年第四季度公司实现营业收入为 17.4 亿元, 同比上升 4.5%, 归属上市公司股东净利润为亏损 3,402 万元, 同比亏损幅度加大。从公司的业务情况看, 第四季度收到宏观经济及贸易争端的影响, 下游客户的需求和库存管理都趋于谨慎, 尽管收入有小幅度成长, 但是整体订单规模不及预期, 并未呈现旺季效应, 而公司费用在第四季度确认的量较大, 使得公司的净利润出现了亏损增加的情况。

图 9：过往 12 个季度营业收入及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

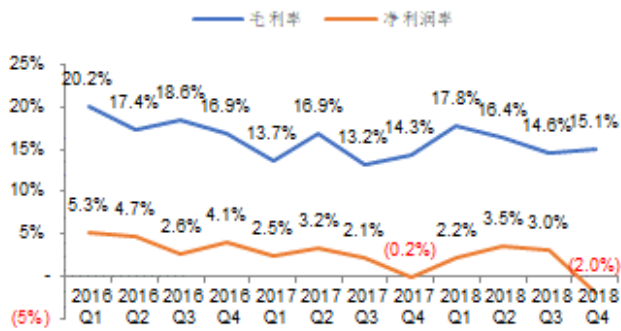
图 10：过往 12 个季度净利润及增长率



资料来源：Wind，华金证券研究所

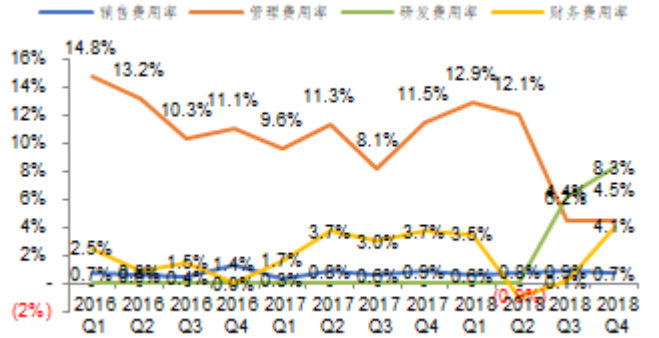
2018 年第四季度，公司毛利率水平为 15.1%，同比上升 0.8 个百分点，第四季度基本延续了之前的规模成长带来的毛利率提升过程。

图 11：过往 12 个季度盈利能力



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 12：过往 12 个季度主要费用率



资料来源：Wind，华金证券研究所

从费用率看，公司在研发费用的投入规模较大，尽管经营面临压力，公司依然在为 AI、物联网、7nm 工艺等做着有效的准备，整体费用率有所上升，按照可比口径销售费用率、管理费用率（综合研发费用率）、财务费用率分别为 0.7%、12.8%和 4.1%。

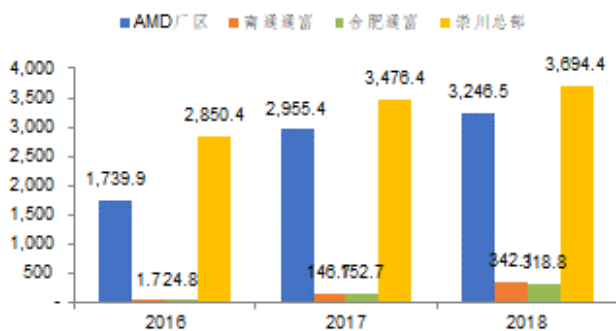
## 二、经营状况分析

2018 年公司主要生产基地 AMD、苏通、合肥和崇川本部尽管面临挑战，但是均能够是实现收入规模的有效提升，其中苏通和合肥两个新的生产基地增速较快，并且在营业利润方面也由于规模效应的逐步体现，实现了减亏。海外市场公司拓展顺利，收入和毛利率均有提升，国内市场的收入规模有所下降，受到宏观影响较大，但是可喜的是毛利率也获得了提升。

### （一）主要经营实体稳步推进，规模效应逐步体现

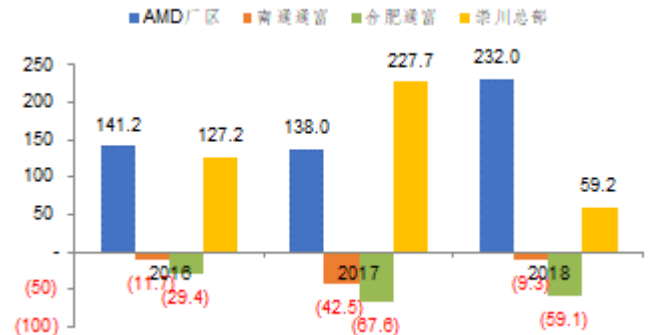
2018 年的经营实体的收入分布看，尽管面临来自宏观经济和贸易争端带来的市场需求不及预期，但是公司在主要经营实体中的收入规模均实现了有效的成长，其中 AMD 厂区和崇川厂区较为成熟维持稳定小幅增长，而新基地苏通和合肥则收入规模显著增加。

图 13: 过往 3 年经营实体细分收入



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 14: 过往 3 年经营实体细分营业利润



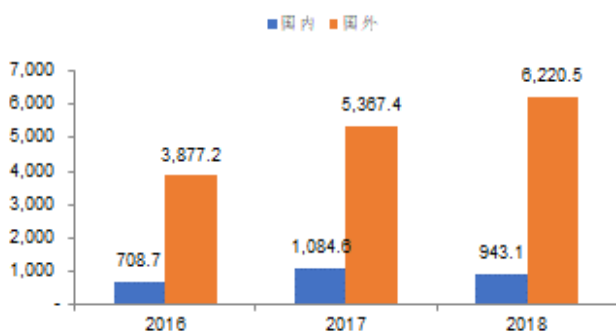
资料来源: Wind, 华金证券研究所

从营业利润看，AMD 仍然贡献稳定的利润成长性，崇川本部则承担了较多的费用支出，苏通和合肥厂区在规模扩大的过程中，逐步实现了减亏，取得了有效的成果。

### （二）海外市场拓展顺利，国内业务盈利提升

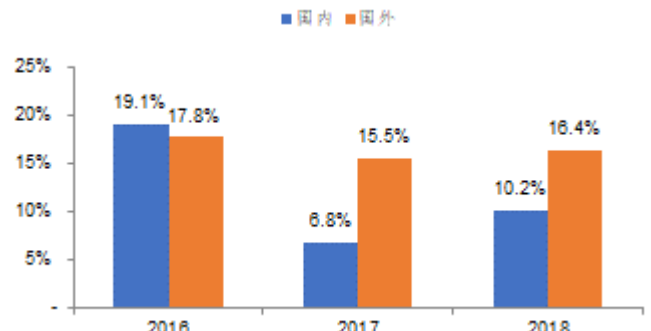
从业务市场的分布情况看，以 AMD 为主要客户的海外市场收入占比有所增加，达到 86.8% 公司在海外市场的拓展较为顺利，国内客户收入规模下降 13.0%，有待进一步推进。

图 15: 过往 3 年市场细分收入



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 16: 过往 3 年市场细分毛利率



资料来源: Wind, 华金证券研究所

从毛利率情况看，国内和海外市场分别同比上升 3.4 和 0.9 个百分点，国内市场毛利率的显著成长显示公司的业务规模逐步进入正常发展的轨道中。

### （三）未来发展战略及经营计划：市场拓展产能布局持续推进

公司计划 2019 年实现营业收入 91.69 亿元，较 2018 年实绩增长 26.94%，为实现设定的目标，公司主要采取的措施如下：

- **市场渗透拓展**：增强与市场及客户的互动，最大程度提高客户满意度；充分利用通富超威地理位置、技术和产品的优势，吸引世界一流客户在槟城和苏州开展更多新业务。
- **技术研发及产能建设**：织实现 Driver IC、FO、Gold bumping、memory 等产品产业化；加强与 AMD 的合作，争取 Bumping+Wafer sorting 更多订单；致力于 7nm 高端服务器等新技术的开发与应用，争取更多中国芯的订单以及 FO、2.5D 的订单；扩增东南亚基地生产规模，以低成本扩张生产能力；继续推进厦门通富、南通通富基地建设；在南通中创区设立先进封装测试技术研究所、物联网(IOT)技术研究所，为机遇来临时做好准备。
- **资金支持**：公司及下属控制企业南通通富、合肥通富、通富超威苏州及通富超威槟城计划 2019 年在设施建设、生产设备、动力供应、IT、技术研发等方面投资共计 17.58 亿元。



### 三、盈利预测及投资建议

我们预测公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 0.27、0.42 和 0.57 元。净资产收益率分别为 4.2%、6.6%和 8.1%，维持买入-B 建议。我们对于公司的产业布局和技术能力持续看好，以及行业发展向大陆地区的转移具备良好前景，在业绩有效释放方面存在不确定性，因此关注风险评级。

盈利预测主要基于如下假设：

业务收入方面，AMD 和崇川总部作为相对较为成熟的生产基地，增速基本维持行业的平均增速，其中 AMD 苏州的增速较高受益于国内市场的预期，槟城略低一些。新兴厂区合肥和苏通在 2019 年和 2020 年随着客户导入的持续推进，收入保持高增长，之后将会有所放缓。

毛利率方面，我们预计成熟基地的毛利率基本维持平稳，而新兴厂区的毛利率则会随着产能释放和规模效应快速提升到正常水平，综合毛利率方面预计持续上行走势。

表 1：收入及毛利率的业务分布

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入	6,519.3	7,222.9	9,110.5	11,149.8	13,071.9
YoY	42.0%	10.8%	26.1%	22.4%	17.2%
集成电路封测	6,452.0	7,163.6	9,045.3	11,078.1	12,992.9
AMD 厂区	2,955.4	3,246.5	3,900.8	4,505.2	4,987.6
新兴厂区	299.3	660.9	1,556.7	2,685.7	3,772.0
崇川总部	3,476.4	3,694.4	4,063.8	4,470.2	4,917.2
其他	67.2	59.3	65.2	71.8	78.9
毛利率	14.5%	15.9%	15.3%	15.8%	16.2%
机器人及工业互联网	14.1%	15.6%	15.0%	15.6%	16.0%
其他	53.0%	57.7%	50.0%	50.0%	50.0%

资料来源：公司年报，华金证券研究所

费用方面，公司的研发投入仍然将会持续增加，其他主要费用率保持平稳。公司在未来 2 年内的资本开支规模仍然较大，无论是现有基地的产能建设还是新的基地拓展，我们预计到 2021 年之后才会逐步放缓。

## 四、风险提示

宏观经济及贸易争端的不确定性影响需求；  
技术开发及产能建设推进速度不及预期；  
原材料及汇率等波动影响公司盈利能力。

**财务报表预测和估值数据汇总**

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	6,519.3	7,222.9	9,110.5	11,149.8	13,071.9	<b>年增长率</b>					
减:营业成本	5,576.4	6,074.1	7,717.6	9,388.7	10,949.3	营业收入增长率	42.0%	10.8%	26.1%	22.4%	17.2%
营业税费	25.0	27.5	29.4	40.4	46.4	营业利润增长率	8.6%	-26.7%	175.0%	63.4%	34.7%
销售费用	42.7	53.5	66.6	79.0	95.0	净利润增长率	-32.5%	3.9%	111.3%	67.7%	35.3%
管理费用	655.5	870.9	1,052.9	1,205.5	1,355.5	EBITDA 增长率	50.7%	-17.7%	41.7%	2.1%	5.7%
财务费用	198.5	114.4	64.8	73.2	67.7	EBIT 增长率	84.4%	-34.7%	65.6%	54.7%	29.4%
资产减值损失	-6.5	60.8	32.9	29.1	40.9	NOPLAT 增长率	112.2%	-28.0%	-39.0%	99.6%	48.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	15.0%	17.2%	-7.2%	11.7%	-11.8%
投资和汇兑收益	125.9	93.8	169.4	181.5	177.1	净资产增长率	1.9%	3.9%	3.7%	7.1%	9.0%
<b>营业利润</b>	156.1	114.5	314.9	514.6	693.3	<b>盈利能力</b>					
加:营业外净收支	21.6	9.2	12.1	14.3	11.9	毛利率	14.5%	15.9%	15.3%	15.8%	16.2%
<b>利润总额</b>	177.8	123.7	327.0	528.9	705.1	营业利润率	2.4%	1.6%	3.5%	4.6%	5.3%
减:所得税	-19.4	-29.4	32.7	52.9	70.5	净利润率	1.9%	1.8%	2.9%	4.0%	4.7%
<b>净利润</b>	122.1	126.9	268.2	449.9	608.5	EBITDA/营业收入	19.4%	14.4%	16.2%	13.5%	12.2%
						EBIT/营业收入	5.4%	3.2%	4.2%	5.3%	5.8%
<b>资产负债表</b>						<b>偿债能力</b>					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	48.5%	53.4%	44.1%	53.6%	44.9%
货币资金	1,703.6	1,372.8	-344.2	2,162.1	944.8	负债权益比	94.1%	114.8%	78.8%	115.6%	81.5%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.19	0.95	1.03	1.14	1.44
应收帐款	1,550.1	1,669.9	2,122.1	2,668.7	2,959.6	速动比率	0.93	0.68	0.66	0.83	1.01
应收票据	63.3	48.3	99.8	81.3	127.6	利息保障倍数	0.62	1.11	4.14	6.15	8.99
预付帐款	12.5	21.7	28.9	28.3	38.8	<b>营运能力</b>					
存货	975.3	1,330.3	1,207.8	1,995.4	1,835.5	固定资产周转天数	299	310	257	200	163
其他流动资产	132.3	351.5	301.4	275.7	238.2	流动营业资本周转天数	40	60	46	49	50
可供出售金融资产	27.9	22.1	26.3	25.4	24.6	流动资产周转天数	235	233	164	174	186
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	78	81	76	78	79
长期股权投资	41.3	97.0	97.0	97.0	97.0	存货周转天数	58	69	60	62	64
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	654	660	521	452	417
固定资产	5,665.4	6,599.1	6,232.3	5,960.2	5,737.3	投资资本周转天数	368	386	318	265	225
在建工程	517.9	823.5	753.0	743.0	741.8	<b>费用率</b>					
无形资产	266.6	266.0	250.1	238.2	226.9	销售费用率	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
其他非流动资产	235.5	397.7	315.7	334.9	349.4	管理费用率	10.1%	12.1%	11.6%	10.8%	10.4%
<b>资产总额</b>	12,146.4	13,968.4	12,058.7	15,578.8	14,290.1	财务费用率	3.0%	1.6%	0.7%	0.7%	0.5%
短期债务	1,699.5	2,393.5	-	2,932.4	-	三费/营业收入	13.8%	14.4%	13.0%	12.2%	11.6%
应付帐款	1,673.0	1,842.6	2,712.6	2,790.0	3,559.0	<b>投资回报率</b>					
应付票据	-	-	17.5	-10.4	21.4	ROE	2.1%	2.1%	4.2%	6.6%	8.1%
其他流动负债	349.2	807.9	565.6	574.2	649.2	ROA	1.6%	1.1%	2.4%	3.1%	4.4%
长期借款	771.8	360.8	360.8	360.8	360.8	ROIC	5.6%	3.4%	2.3%	4.0%	6.8%
其他非流动负债	1,386.6	2,040.4	1,623.9	1,683.6	1,782.6	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	5,888.2	7,465.8	5,313.8	8,352.6	6,415.4	DPS(元)	0.11	-	-	-	-
少数股东权益	338.9	368.3	368.3	368.3	368.3	分红比率	88.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	1,153.7	1,153.7	1,153.7	1,153.7	1,153.7	股息收益率	1.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	4,765.4	4,892.3	5,186.6	5,662.6	6,297.2						
<b>股东权益</b>	6,258.3	6,502.6	6,744.9	7,226.2	7,874.6						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	EPS(元)	0.11	0.11	0.27	0.42	0.57
净利润	122.1	126.9	268.2	449.9	608.5	BVPS(元)	5.42	5.64	5.85	6.26	6.83
加:折旧和摊销	892.7	1,020.8	1,130.4	974.8	904.6	PE(X)	102.8	98.9	40.9	26.2	19.0
资产减值准备	-2.6	0.9	0.9	0.9	0.9	PB(X)	2.0	1.9	1.9	1.7	1.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	90.8	-36.1	-7.1	5.0	-10.1
财务费用	196.6	111.7	64.8	73.2	67.7	P/S	1.9	1.7	1.4	1.1	1.0
投资损失	-2.1	-5.7	-2.4	-3.4	-3.9	EV/EBITDA	0.7	1.4	0.6	0.8	-0.3
少数股东损益	75.0	26.1	26.1	26.1	26.1	CAGR(%)	54.4%	68.6%	47.9%	54.4%	68.6%
营运资金的变动	-265.5	-588.6	319.6	-1,242.7	745.8	PEG	1.9	1.4	0.9	0.5	0.3
<b>经营活动产生现金流量</b>	1,009.7	752.9	1,840.4	307.8	2,390.7	ROIC/WACC	0.5	0.3	0.2	0.3	0.6
<b>投资活动产生现金流量</b>	-1,649.8	-2,243.6	-1,047.1	-666.0	-621.7						
<b>融资活动产生现金流量</b>	789.9	1,123.1	-2,510.3	2,864.5	-2,986.3						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

## 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

蔡景彦声明，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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、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“华金证券股份有限公司研究所”，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。

### 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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com