

半导体

证券研究报告
2019年07月14日

国产替代加持,几个信号彰显半导体底部拐点出现(设计/封测)

投资评级
行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

作者

潘暕 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070005
panjian@tfzq.com

陈俊杰 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517070009
chenjunjie@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《半导体-行业研究周报:科创板临近推动板块估值提升/5G 投资主线下关注射频前端产业链》 2019-07-07
- 《半导体-行业研究周报: 华为供应链恢复+中报季临近”关注业绩具高增长弹性测算》 2019-07-01
- 《半导体-行业深度研究:射频前端:从产业变革到价值增长》 2019-06-29

我们每周对于半导体行业的思考进行梳理,从产业链上下游的交叉验证给予我们从多维度看待行业的视角和观点,并从中提炼出最契合投资主线的逻辑和判断。

回归到基本面的本源,从中长期维度上,扩张半导体行业成长的边界因子依然存在,下游应用端以 5G/新能源汽车/云服务器为主线,具化到中国大陆地区,我们认为“国产替代”是当下时点的板块逻辑,“国产替代”下的“成长性”优于“周期性”考虑。

科技创新引领的需求扩张: 1 明确的“基建”需求——5G 建设和中国晶圆厂建设周期是两条明确的需求主线。2 中长期逻辑未改,供需关系仍然健康的 8 寸晶圆线相关产品; 3 人工智能相关仍然是长期的主线方向,硬件方面的提供商从 GPU 一枝独秀转向 FPGA 崛起。4 在行业景气度下行周期时,收购是值得关注的主题,在国产替代主题加持下,我们认为以下标的值得重点关注:北方华创/闻泰科技/环旭电子/紫光国微/圣邦股份/兆易创新/长电科技/北京君正/卓胜微/上海复旦(港)/中芯国际(港)/ASM Pacific(港),建议关注:国科微/富瀚微

中报季临近,设计公司指引超预期,五大财务数据/指标彰显设计行业底部拐点出现。我们结合产业情况,详细分析汇顶科技、紫光国微、卓胜微、圣邦股份、兆易创新五家 IC 设计公司的营收/净利润同比增速、毛利率、存货、研发费用占比五个方面的财务数据/指标,预计设计公司的业绩或迎来拐点,提醒投资者关注随后业绩预告及正式财报的披露。对于设计公司而言,2018Q3-2019Q1 是需求下降/库存消化时期,同比有所下滑,同时期国产替代的新料号开始获得验证,获得 AVL 资格,新料号在 2019Q2 渗透进入下游,拉动相关公司业绩超预期。

封测方面,据产业链调研,二季度开始,我们看到封测产能利用率逐月回升,预计 5 月份开始,产能利用率达到 90%以上。我们认为,“国产替代”加持下的上游设计企业追加订单是本轮封测企业回暖的推手,我们预计下半年封测行业将迎来业绩环比的迅速增长。

台积电单月营收超预期,我们判断海思/汇顶/圣邦等国内企业订单加持是因素之一,同理推断身处供应链的封测端也将受益。台积电今年 6 月销售额为 858.7 亿新台币,同比涨幅达到 21.9%,这是台积电连续 6 个月(2018 年 12 月-2019 年 5 月)业绩同比下滑后的首次增长。

国内长电科技和华天科技的手机通讯相关封测收入占比较高,涉及到的产品包括手机射频类和主芯片类产品,从客户结构上来看,长电科技和华天科技已经导入相关的海内外优质客户,从一年维度上考量,5G 带来的射频类器件含量提升将拉动相关企业的成长动能。

我们认为未来三年是: 1. 下游应用: 出现 5G 等创新大周期; 2. 供给端: 贸易战加速核心环节国产供应链崛起速度。两大背景下,我们看好低估值、业绩增长趋势明朗、受益创新+国产化崛起的核心标的,持续推荐优质核心资产。我们重点推荐: 圣邦股份(模拟芯片)/卓胜微(射频前端)/兆易创新(合肥长鑫进展顺利 DRAM 国产替代)/紫光国微(国产 FPGA)/长电科技(5G 芯片封测)/闻泰科技(拟收购分立器件龙头安世半导体)/环旭电子(5G SIP)/北京君正(拟收购 ISSI)

风险提示: 中美贸易摩擦不确定性; 5G 建设进度不及预期; 宏观经济下行,更机周期延长; 国产替代进程不及预期

主要观点

我们每周对于半导体行业的思考进行梳理，从产业链上下游的交叉验证给予我们从多维度看待行业的视角和观点，并从中提炼出最契合投资主线的逻辑和判断。

回归到基本面的本源，从中长期维度上，扩张半导体行业成长的边界因子依然存在，下游应用端以 5G/新能源汽车/云服务器为主线，具化到中国大陆地区，我们认为“国产替代”是当下时点的板块逻辑，“国产替代”下的“成长性”优于“周期性”考虑。

科技创新引领的需求扩张：1 明确的“基建”需求——5G 建设和中国晶圆厂建设周期是两条明确的需求主线。2 中长期逻辑未改，供需关系仍然健康的 8 寸晶圆线相关产品；3 人工智能相关仍然是长期的主线方向，硬件方面的提供商从 GPU 一枝独秀转向 FPGA 崛起。4 在行业景气度下行周期时，收购是值得关注的主题，在国产替代主题加持下，我们认为以下标的值得重点关注：北方华创/闻泰科技/环旭电子/紫光国微/圣邦股份/兆易创新/长电科技/北京君正/卓胜微/上海复旦（港）/中芯国际（港）/ASM Pacific（港），建议关注：国科微/富瀚微

中报季临近，设计公司指引超预期，五大财务数据/指标彰显设计行业底部拐点出现。我们结合产业情况，详细分析汇顶科技、紫光国微、卓胜微、圣邦股份、兆易创新五家 IC 设计公司的营收/净利润同比增速、毛利率、存货、研发费用占比五个方面的财务数据/指标，预计设计公司的业绩或迎来拐点，提醒投资者关注随后业绩预告及正式财报的披露。对于设计公司而言，2018Q3-2019Q1 是需求下降/库存消化时期，同比有所下滑，同时期国产替代的新料号开始获得验证，获得 AVL 资格，新料号在 2019Q2 渗透进入下游，拉动相关公司业绩超预期。

封测方面，据产业链调研，二季度开始，我们看到封测产能利用率逐月回升，预计 5 月份开始，产能利用率达到 90%以上。我们认为，“国产替代”加持下的上游设计企业追加订单是本轮封测企业回暖的推手，我们预计下半年封测行业将迎来业绩环比的迅速增长。

台积电单月营收超预期，我们判断海思/汇顶/圣邦等国内企业订单加持是因素之一，同理推断身处供应链的封测端也将受益。台积电今年 6 月销售额为 858.7 亿新台币，同比涨幅达到 21.9%，这是台积电连续 6 个月（2018 年 12 月-2019 年 5 月）业绩同比下滑后的首次增长。

国内长电科技和华天科技的手机通讯相关封测收入占比较高，涉及到的产品包括手机射频类和主芯片类产品，从客户结构上来看，长电科技和华天科技已经导入相关的海内外优质客户，从一年维度上考量，5G 带来的射频类器件含量提升将拉动相关企业的成长动能。

我们认为未来三年是：1.下游应用：出现 5G 等创新大周期；2.供给端：贸易战加速核心环节国产供应链崛起速度。两大背景下，我们看好低估值、业绩增长趋势明朗、受益创新 + 国产化崛起的核心标的，持续推荐优质核心资产。我们重点推荐：圣邦股份（模拟芯片）/卓胜微（射频前端）/兆易创新（合肥长鑫进展顺利 DRAM 国产替代）/紫光国微（国产 FPGA）/长电科技（5G 芯片封测）/闻泰科技（拟收购分立器件龙头安世半导体）/环旭电子（5G SiP）/北京君正（拟收购 ISSI）

五大设计公司的关键财务数据/指标预示着拐点将至

营收/利润 YoY：业绩迎来拐点，H1 财报有望超预期

对于设计公司而言，2018Q3-2019Q1 是需求下降/库存消化时期，同比有所下滑，同时期国产替代的新料号开始获得验证，获得 AVL 资格，新料号在 2019Q2 渗透进入下游，拉动相关公司业绩超预期。

净利润整体在 2019Q1 增速上升，营收增速方面由于细分市场不同，受结构性的影响，各不相同。从营收 YoY 我们可以看到，有三家公司（汇顶、紫光、卓胜微）在 2019Q1 的营收同比增速基本在 30% 以上，其中汇顶科技受益于全屏手机的屏下指纹需求推动，在 2018Q4 迎来大幅上升，同比增速为 64%，2019Q1 达到 114%。

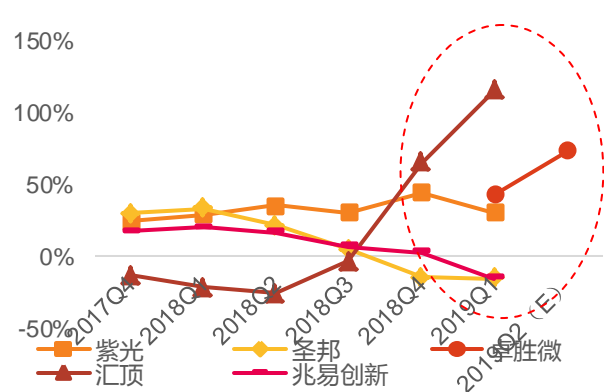
卓胜微/圣邦股份 H1 业绩超预期，2018Q3-2019Q1 是需求下降/库存消化时期，同比有所下滑，同时期国产替代的新料号开始获得验证，获得 AVL 资格，新料号在 2019Q2 渗透进入下游，拉动相关公司业绩超预期。

兆易创新受价格和下游需求抑制影响，2018Q3 开始增速下降，目前看存储芯片价格处于底部，随着供给端有收缩迹象（日韩禁运事件/Toshiba 工厂着火）全球 NAND 价格有反转的迹象，加上同样类似于圣邦/卓胜微类似的国产替代逻辑，2 季度有望迎来营收和净利润的拐点。

紫光国微营收一直保持 20% 以上的增速，受益于特种设备的技术应用以及网络化、自动化要求日益提高，推动特种集成电路需求高速增长，从而推动紫光集成电路业务的发展，预计公司营收将持续增长。

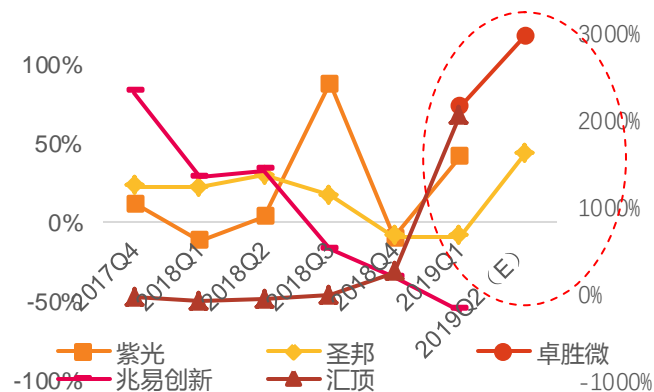
汇顶科技受益于全屏手机强劲的屏下指纹需求的拉动在 2018Q4、2019Q1 的营收及净利加速上涨，屏下指纹解锁是全屏手机时代下目前应用最适用的方案，持续为公司成长提供动力。

图 1：5 家设计公司单季度营收同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：5 家设计公司单季度归母净利润同比（汇顶单独于右轴列示）

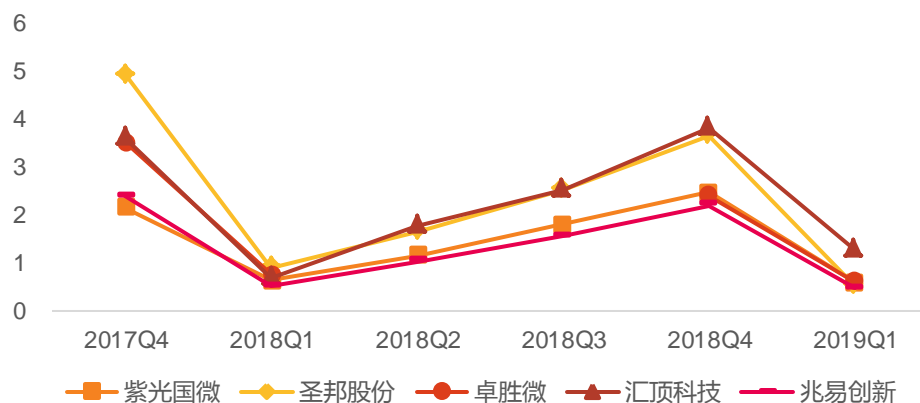


资料来源：wind，天风证券研究所

库存周转率：库存水平进入正常水位区间

存货周转率全年逐季好转，存货消化逐步实现。五家公司存货周转率趋势一致，我们可以观察到，公司在 2018 全年的存货周转率逐季好转，随着行业库存消化的完成和营收拐点的实现，预计 2019 全年存货周转水平高于去年。

图 3：5 家设计公司存货周转率

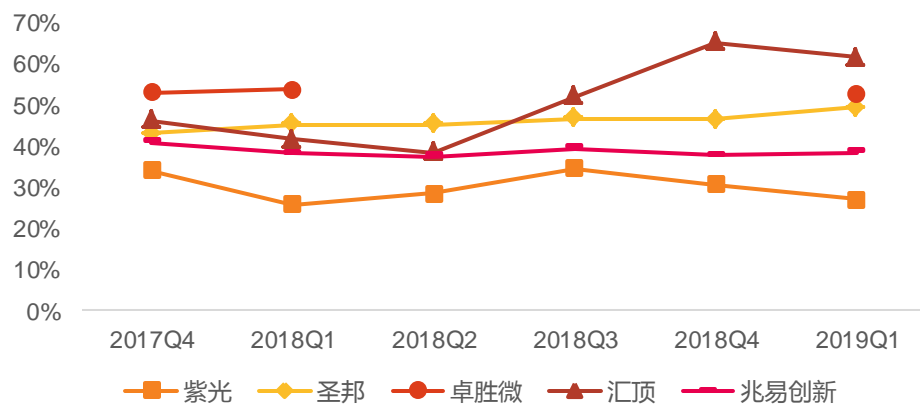


资料来源：wind，天风证券研究所

毛利率：稳定且有上升趋势

毛利率总体比较稳定，各公司有比较好的供应链管理能力和成本控制能力。从五家公司整体毛利率水平来看，2017Q4-2019Q1 毛利率比较稳定，可见各公司对成本控制和产品结构调整得较好。汇顶科技于 2018Q3 开始，高毛利率的屏下指纹芯片销售占比提高，产品结构优化，毛利率迅速上升，在 2019Q1 有所回调，但同比仍增幅较大。兆易创新在存储芯片下滑的情况下还能保持比较稳定的毛利率，可见其对供应链的管理能力一斑，受益于产品在去年 Q3 获得下游客户 design in 的量产，圣邦股份的毛利率也有望受益。

图 4：5 家设计公司毛利率

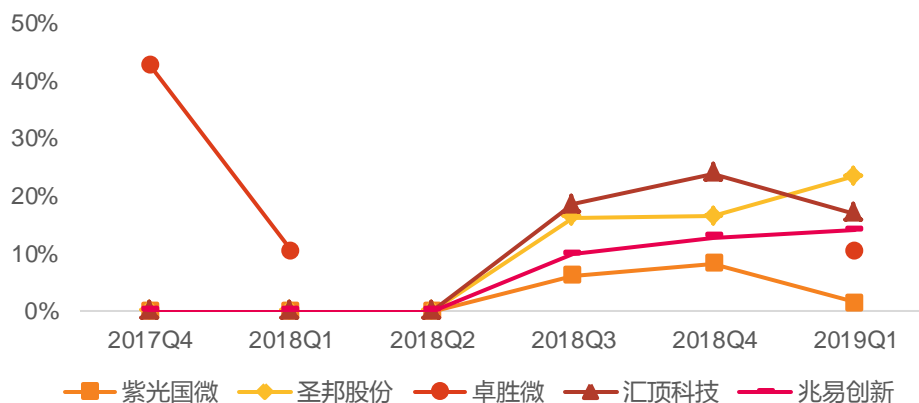


资料来源：wind，天风证券研究所

研发占比：处于较高水平，逆风中重视自研

去年三季度开始加大研发投入，新料号的研制在行业逆风中为公司积聚内生增长动能，预期国产替代下将带来加速成长动能。受下游需求不振的影响，全球半导体行业销售额在 2018Q4 开始环比下滑，公司在行业逆风中加大研发，不断巩固技术护城河，提升产品科技含量以提高竞争力。其中兆易创新研发费用占比逐季上升，圣邦股份在 2019Q1 的占比处于高位，预示着后续成长的加速，预计两家公司毛利率和销售收入将有所提升，从而带动净利润的增长，与之前提到的业绩迎来拐点一致。

图 5：5 家设计公司单季度研发费用/营收（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

各公司增长主要逻辑梳理

卓胜微：5G 带来射频前端芯片的量价齐升，华为事件加速国产替代的主题下，射频前端芯片国产化重要性再次凸显，公司作为 A 股市场稀有的 RF 芯片标的，未来成长空间广阔。

圣邦股份：公司产品于 18Q3 开始，得到了国内下游厂商的新品开发方案，我们预计在此两到三个季度之后，产品获得量产，毛利率和营收都将受益，这一点于公司乐观的盈利预测得到验证；同时公司今年一季度研发/营收处于历史高位，随着产品技术含量的上升，公司产品将迎来量价提升，加速公司成长。

兆易创新：存储芯片价格下滑的情况下依然能保持毛利率的稳定，供应链控制能力及产品结构调整能力可见一斑，研发投入逐季上升，随着存储芯片价格触底，有反弹迹象，及研发成果的兑现，营收及利润有望迎来拐点。

紫光国微：特种设备的技术应用以及网络化、自动化要求日益提高，推动特种集成电路需求高速增长，为公司集成电路业务的贡献增速；成功收购紫光联盛，通过整合其核心资产 Linxens，实现“安全芯片+智能连接”，并且有望拓展公司的海外智能安全芯片业务，提升其市场份额和全球竞争力，为公司业绩增长注入新能量。

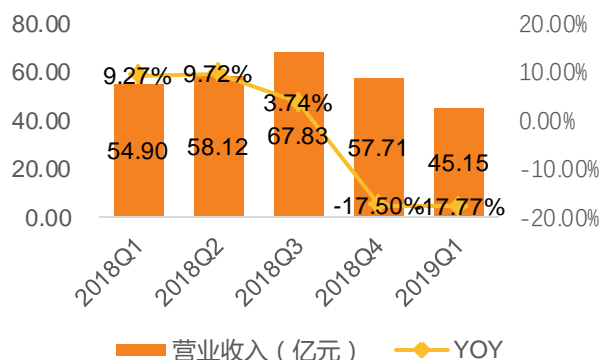
汇顶科技：全屏手机时代下光学屏下指纹解锁是目前最适用的生物识别方案（人脸识别影响美观，技术攻克难度大；超声波屏下指纹解锁方案只适用于软屏，且技术不够成熟），公司光学屏下指纹解锁芯片市场占有率全球第一，是全屏手机时代下最受益的公司之一。

国产替代加持订单追加，封测业将在二季度筑底，三季度回升

封测行业同行业景气度周期相关，2019 年上半年是封测行业的低位。长电科技 2019 年一季度营收 45.15 亿元，同比下降 17.77%，环比下降 21.77%，归母净利润-0.46 亿元，同比下降 985%。华天科技 2019 年一季度营收约为 17.11 亿元，同比下降 11%，环比增长 9.52%，归母净利润 0.16 亿元，同比大幅下滑接近 80%。通富微电 2019 年一季度营收 16.54 亿元，同比微增 0.8%，环比下降 5.12%，归母净利润-0.53 亿元，同比下降 245%。

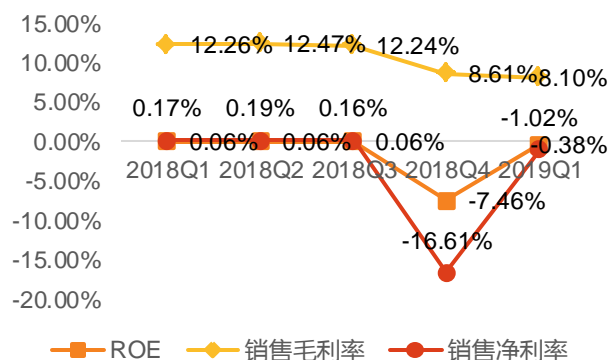
华天科技盈利状况已经触底回升，归母净利润环比大幅改善。根据华天科技发布的 2019 年半年度业绩预告，公司预计上半年归母净利润为 0.84-1.09 亿元，虽然同比下降 48%-60%，但是环比增长幅度高达 394%-541%，显示出封测业在 2019 年二季度已经逐步回暖。

图 6：2018Q1-2019Q1 长电科技营收情况



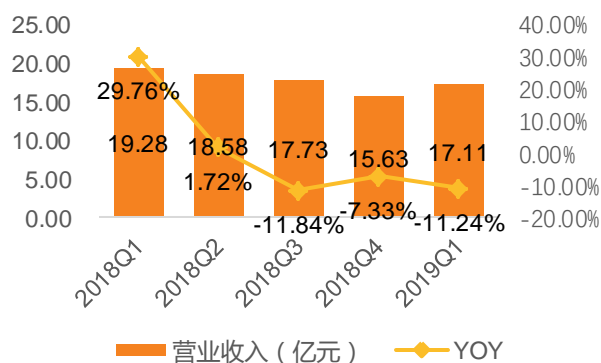
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：2018Q1-2019Q1 长电科技主要盈利指标



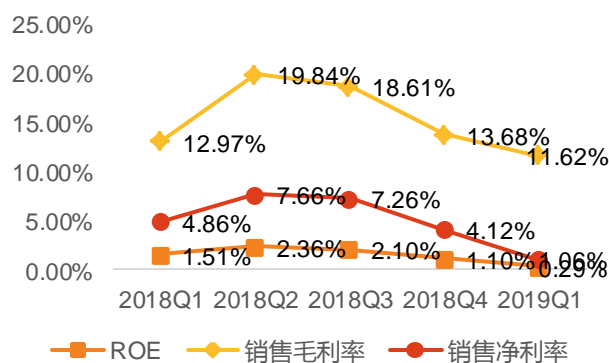
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：2018Q1-2019Q1 华天科技营收情况



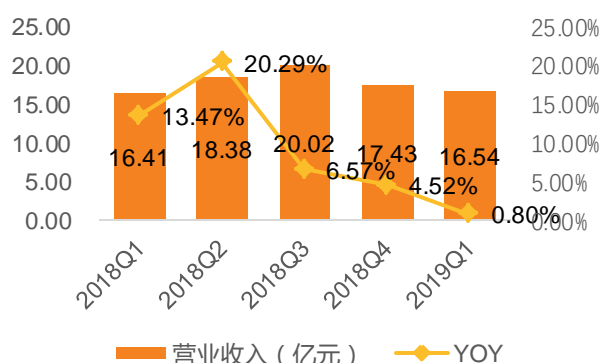
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：2018Q1-2019Q1 华天科技主要盈利指标



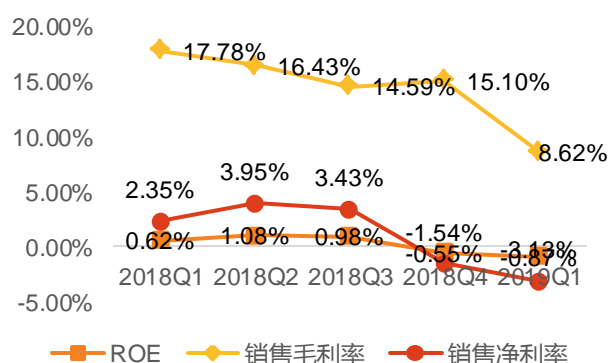
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：2018Q1-2019Q1 通富微电营收情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：2018Q1-2019Q1 通富微电主要盈利指标



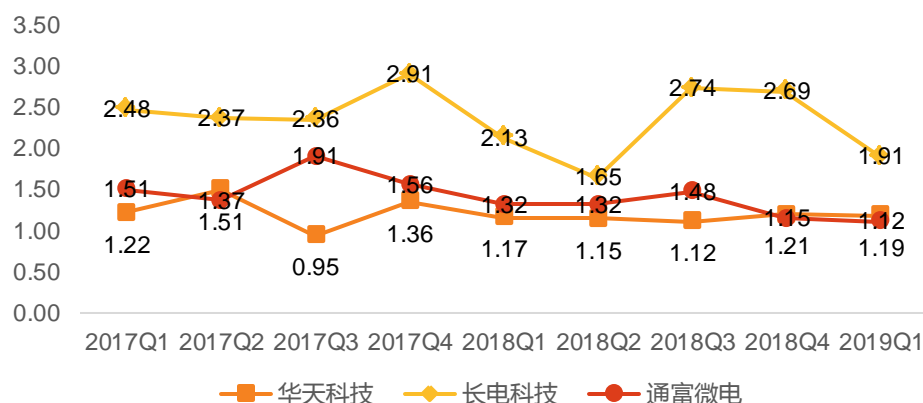
资料来源：Wind，天风证券研究所

产业链调研，二季度开始，我们看到封测产能利用率逐月回升，预计 5 月份开始，产能利用率达到 90%以上。我们认为，“国产替代”加持下的上游设计企业追加订单是本轮封测企业回暖的推手，我们预计下半年封测行业将迎来业绩环比的迅速增长。

从单季度存货周转率水平来看，2019Q1 大陆三强的存货周转率水平同比降幅不大，甚至华天科技的存货周转率已经略高于去年同期。我们预计在 2019 年二季度行业开始回暖的

带动下，行业存货周转率水平会逐步回升。

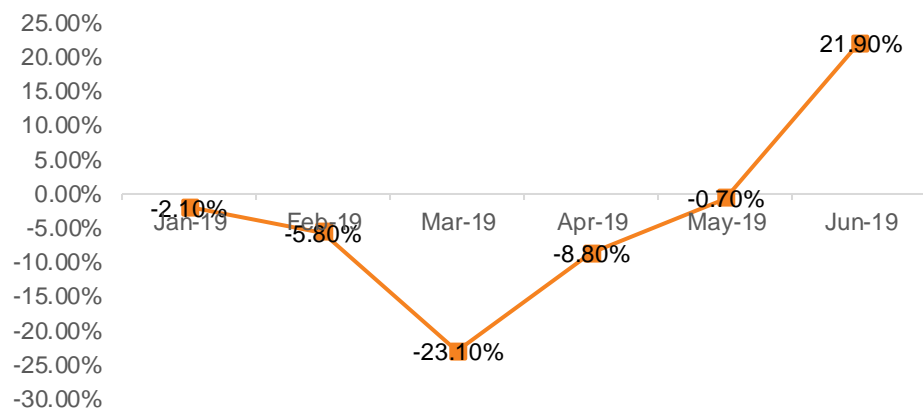
图 12：大陆封测三强 2018Q1-2019Q1 存货周转率水平



资料来源：Wind，天风证券研究所

台积电单月营收超预期，我们判断海思/汇顶/圣邦等国内企业订单加持是因素之一，同理推断身处供应链的封测端也将受益。台积电今年 6 月销售额为 858.7 亿新台币，同比涨幅达到 21.9%，这是台积电连续 6 个月(2018 年 12 月-2019 年 5 月)业绩同比下滑后的首次增长。

图 13：2019 年 1 月-6 月台积电营收同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

长电科技和华天科技的手机通讯相关封测收入占比较高，涉及到的产品包括手机射频类和主芯片类产品，从一年维度上考量，5G 带来的射频类器件含量提升将拉动相关企业的成长动能。

表 1：长电科技、华天科技 2018 年营收按下游应用拆分

	长电科技	华天科技
移动通讯	66.90%	41.36%
汽车电子	3.92%	13.83%
工业自动化控制	6.69%	21.24%
消费电子（含计算机）	18.34%	12.50%
其他	4.15%	11.06%
合计	100.00%	100.00%

资料来源：Wind，天风证券研究所

IC 封测企业在经过近年来的 M&A 之后，优质的海外客户逐渐导入，迎来了增单机会。我国的封装龙头企业在近年来都完成了重要的 M&A（长电科技收购星科金朋、华天科技收购 FCI），除了技术上的引进，还借助收购赢得了 Tier1 的客户。长电科技和华天科技的客户结构中，通讯类相关的客户都占据了相当的比例，随着下半年 5G 建设开始逐渐加速，相关上游产品将逐渐放量，我们预计长电科技和华天科技将显著受益。

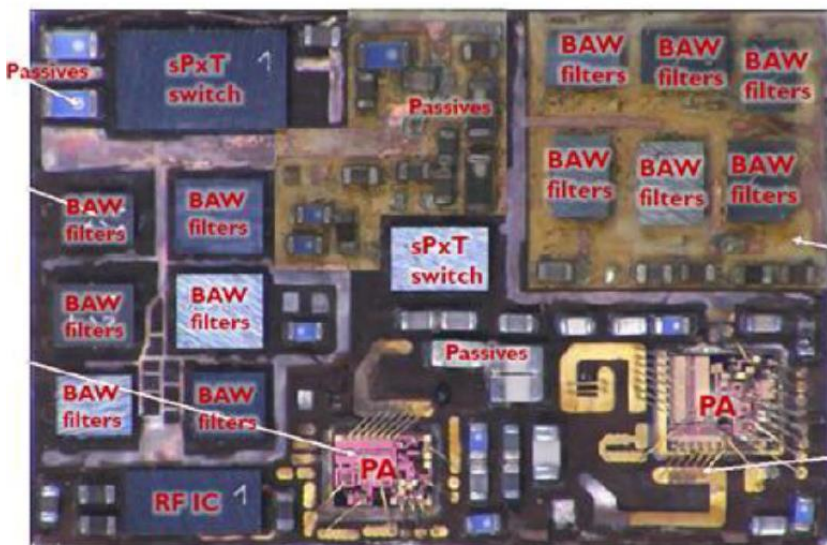
图 14：长电科技、华天科技及其子公司和通讯类相关的企业类客户（红框圈出部分）

长电科技	星科金朋	华天科技	FCI
全志科技	ADI	Aptina	Freescale
Atmel	AMD	BYD	Intersil
Cypress	Atmel	Goodix	On Semi
大唐	Broadcom	Infineon	Vishay
Fairchild	Fairchild	瑞芯微	
海思	Freescale	士兰微	
华虹	Infineon	TI	
华大	Intersil	ZTE	
联发科	LSI	FPC	
RDA	Marvel	兆易创新	
瑞芯微	联发科	展讯	
复旦微	On Semi		
Skyworks	Qualcomm		
展讯	Sandisk		
STM	STM		
TI	TI		

资料来源：公司公告、天风证券研究所

长电科技和华天科技都是国内领先的拥有 RF SiP 能力的供应商。5G 将推动单部手机的射频前端数量会大幅增长，也会提升 SiP 的用量。长电科技和华天科技是国内少有的掌握相关技术的龙头企业，并且已经导入相关客户，在 5G 时代来临前拥有天时地利人和，我们看好 5G 时代国产替代逻辑下我国封测龙头企业的业绩持续释放。

图 15：Broadcom 8092 模块采用 SiP (PAMiD) 封装技术



- With 29 dies
 - BAW Filter: 18
 - Switch: 5
 - PA: 4
 - RFIC: 1
 - Matching Die: 1

资料来源：工研院、天风证券研究所

关注港/美半导体上市公司近期财报电话会议时间（已披露）

表 2：港/美半导体上市公司近期财报电话会议汇总

地点	公司名称/简称	日期	时间
港股	中芯国际	2019.8.9（周五）	8:30 PM
	ASM Pacific	2019.7.24	-
	英伟达	2019.08.15	2:30 PM（PST）
	umc	2019.7.24	5:00 PM（台北）
	Intel	2019.7.25	02:00 PM（PT）
	高通	2019.7.32	1:45 PM PDT
	应材	2019.8.15	-
	MAXLINEAR	2019.7.25	1:30PM
	赛灵思	2019.7.24	2:00 PM PDT
	美股	赛普拉斯	2019.7.11
意法半导体		2019.7.25	9:30 AM CEST
MXIM		2019.7.30	2:00 pm PT
TI		2019.7.23	3:30 PM CT
芯科实验室		2019.7.24	7:30 AM CDT
ASML		2019.7.17	-
英飞凌		2019.8.1	-
恩智浦		2019.7.30	8:00 AM EDT

资料来源：Wind，天风证券研究所

行情与个股

我们再次以全年的维度考虑，强调行业基本面的边际变化，行业主逻辑持续。

【再次强调半导体设备行业的强逻辑】中国集成电路产线的建设周期将会集中在2018-2020年释放。在投资周期中，能够充分享受本轮投资红利的是半导体设备公司。我们深入细拆了每个季度大陆地区的设备投资支出。判断中国大陆地区对于设备采购需求是未来行业投资主线。核心标的：**北方华创/ASM Pacific/精测电子**

【我们看好国内设计公司的成长。设计企业具有超越硅周期的成长路径，核心在于企业的赛道和所能看的清晰的发展轨迹】。我们看好“模拟赛道”和“整机商扶持企业”：1）中国大陆电子下游整机商集聚效应催生上游半导体供应链本土化需求，以及工程师红利是大环境边际改善；2）赛道逻辑在于超越硅周期；3）“高毛利”红利消散传导使得新进入者凭借低毛利改变市场格局获得市值成长，模拟企业的长期高毛利格局有可能在边际上转变；4）拐点信号需要重视企业的研发投入边际变化，轻资产的设计公司无法直接以资产产生收益来直接量化未来的增长，而研发投入边际增长是看企业未来成长出现拐点的先行信号。核心推荐：**圣邦股份（模拟龙头）/纳思达（整机商利盟+奔图）/兆易创新/闻泰科技/上海复旦**，建议关注：**韦尔股份**

【多极应用驱动掘注营收，夯实我们看好代工主线逻辑】。我们正看到在多极应用驱动下，代工/封测业迎来新一轮营收掘注。这里面高性能计算芯片（FPGA/GPU/ASIC等）是主要动能。落实到国内，我们建议关注制造/封测主线。龙头公司崛起的路径清晰。核心标的：**中芯国际/华虹半导体/长电科技/华天科技**，建议关注：**晶瑞股份**

【在中美贸易战之前从海外收购回来的优质资产在注入上市公司后，会提升整个半导体板块的公司质量，半导体的研究向头部公司集中会成为国内行业研究的趋势】，建议积极关注闻泰科技（发布预案收购安世半导体）/北京君正（发布预案收购北京硅成部分股权）/韦尔股份（拟收购豪威科技）

图 16：国内半导体公司一周表现

代码	名称	区间内涨幅 (%)					价格 (元)		
		1周内	2周内	1月内	3月内	年初至今	年内最高价	年内最低价	最新收盘价
600460.SH	士兰微	1.45	2.94	-11.16	-6.36	83.25	20.25	7.97	14.88
002049.SZ	紫光国芯	6.82	11.77	-4.25	-6.30	46.17	52.87	28.30	42.18
300223.SZ	北京君正	19.57	22.54	8.38	5.24	68.84	35.58	17.73	30.78
300672.SZ	国科微	10.06	14.43	-2.98	2.70	33.28	58.02	29.80	30.31
300661.SZ	圣邦股份	8.18	11.65	23.94	38.08	70.91	111.10	65.55	89.90
300613.SZ	富瀚微	3.49	10.92	-3.86	-15.78	-2.78	128.30	81.55	87.35
300671.SZ	富满电子	0.85	9.14	-11.40	-5.40	12.43	33.00	13.90	19.27
600584.SH	长电科技	-5.63	22.45	-12.32	-12.12	44.30	16.99	8.04	11.89
603501.SH	韦尔股份	9.02	23.36	21.71	7.87	87.60	62.89	27.62	54.95
603986.SH	兆易创新	13.55	23.44	17.93	-9.65	47.87	119.03	57.55	91.82
300458.SZ	全志科技	6.09	12.00	6.49	0.06	16.53	27.00	18.25	22.98
603160.SH	汇顶科技	-0.24	4.87	24.16	31.37	78.50	152.10	70.70	139.99
002185.SZ	华天科技	-5.28	8.25	-11.97	-12.29	20.55	6.68	3.81	4.37
300327.SZ	中颖电子	-1.62	-0.30	9.33	0.43	35.96	27.38	17.60	22.12
002156.SZ	通富微电	-2.52	8.41	-5.77	-19.05	15.13	12.10	6.96	8.17
002180.SZ	纳思达	0.16	2.90	-7.37	-24.57	-6.80	34.20	20.54	21.28
603005.SH	晶方科技	-0.94	15.18	3.54	-4.99	19.83	24.45	14.35	19.61
002371.SZ	北方华创	4.51	7.55	-0.20	1.58	73.81	83.00	37.50	65.58

资料来源：wind，天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com