

# 半导体

## 财报季 (TI/Teradyne/ASM Pacific)/左侧重视封测企业 (长电/华天) 拐点机会

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。

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。关注长电科技/华天科技行业机会。

港美三家公司释放积极信号，5G 基建带动行业拐点到来。2019 年上半年，受益于 5G 基础设施建设的拉动，港股公司 ASM Pacific 新订单逐季向好；美股公司泰瑞达 (Teradyne) 销售额、净利润及毛利率均向好，Q2 业绩超预期。Teradyne 在电话会议上将 5G 分为四个阶段，称 5G 基础设施投资仅代表多年建设期的早期阶段，将在未来几年内最终进入主流手机领域；并在此基础上上修 SOC 设备市场规模预期，从年初的 23-27 亿美元上调到 26-30 亿美元。德州仪器 (TI) 营收同比增速已连续三季度为负，有望在下半年转负为正。

华为发布首款 5G 双模手机，5G 手机价格下沉有望快于预期，关注相关产业链公司机会。华为于 7 月 26 日发布首款国行 5G 手机 Mate 20 X 5G，是当前全球唯一支持 SA 和 NSA 两种主流 5G 组网方式的 5G 双模手机。该款手机可同时搭载一张 5G 和一张 4G 电话卡，是华为为平稳度过“从 4G 到 5G 的过渡期”而设计的。在全世界大力建设 5G 基站之时，中国已进入 5G 手机的发布，我国在 5G 上的进程再次领跑全球，有望提前进入手机领域阶段。华为 5G 产品线 CMO 朱慧敏于 6 月称，因 19 年是 5G 商用元年，故 5G 手机价格普遍偏高，价格基本在 8000 到 10000 元，预计 2019 年年底可能出现 4000 元到 5000 元左右的手，2020 年会有 2000 元到 3000 元的手。Mate 20 X 5G 定价 6199 元，显然低于这个预期。

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；5G 手机销售不及预期

证券研究报告

2019 年 07 月 28 日

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

- 1 《半导体-行业研究周报:从台积电/ASML 看逻辑/存储复苏节奏/关注科创板聚积“板块效应”》 2019-07-21
- 2 《半导体-行业研究周报: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)》 2019-07-14
- 3 《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

## 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。

整机厂商（以华为为例）供应链的国产化替代是重要的投资主线。叠加 5G+国产替代逻辑的国内半导体供应商，从产业链价值角度，我们重点推荐圣邦股份/卓胜微/紫光国微/兆易创新/闻泰科技/

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。关注长电科技/华天科技行业机会。

港美三家公司释放积极信号，5G 基建带动行业拐点到来。2019 年上半年，受益于 5G 基础设施建设的拉动，港股公司 ASM Pacific 新订单逐季向好；美股公司泰瑞达（Teradyne）销售额、净利润及毛利率均向好，Q2 业绩超预期。Teradyne 在电话会议上将 5G 分为四个阶段，称 5G 基础设施投资仅代表多年建设期的早期阶段，将在未来几年内最终进入主流手机领域；并在此基础上上调 SOC 设备市场规模预期，从年初的 23-27 亿美元上调到 26-30 亿美元。德州仪器（TI）营收同比增速已连续三季度为负，有望在下半年转负为正。

华为发布首款 5G 双模手机，5G 手机价格下沉有望快于预期，关注相关产业链公司机会。华为于 7 月 26 日发布首款国行 5G 手机 Mate 20 X 5G，是当前全球唯一支持 SA 和 NSA 两种主流 5G 组网方式的 5G 双模手机。该款手机可同时搭载一张 5G 和一张 4G 电话卡，是华为为平稳度过“从 4G 到 5G 的过渡期”而设计的。在全世界大力建设 5G 基站之时，中国已进入 5G 手机的发布，我国在 5G 上的进程再次领跑全球，有望提前进入手机领域阶段。华为 5G 产品线 CMO 朱慧敏于 6 月称，因 19 年是 5G 商用元年，故 5G 手机价格普遍偏高，价格基本在 8000 到 10000 元，预计 2019 年年底可能出现 4000 元到 5000 元左右的手机，2020 年会有 2000 元到 3000 元的手机。而 Mate 20 X 5G 定价 6199 元，低于市场预期。

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）

## 港美三家公司释放积极信号，5G 基建带动行业拐点到来

表 1：三家公司电话会议重要内容

公司	Q3 指引	细分市场展望
Teradyne	5G 基础设施建设带动的延续，收入 5.4-5.8 亿美元，EPS 1.64-0.74 美元，毛利率 58%-59%。	NAND 闪存测试设备的需求继续强劲；上修全年 SOC 设备市场规模（由年初的 23-27 亿美元上调到 26-30 亿美元）；LitePoint 业务 Q2 环比上升 42%，Q3 将延续。
ASM Pacific	收入 5.5-6 亿美元；由于季节性因素，预计订单量环比下滑；鉴于 SMT 解决方案业务的地区收入组合，预计毛利率略有改善。	三个业务（材料、设备及 SMT 解决方案）营收均环比增长，设备和材料板块的新订单额可能环比增加。
TI	收入 36.5-39.5 亿美元，EPS 1.31-1.53 美元。	300 毫米模拟业务不断增长。

资料来源：seeking alpha，公司公告，天风证券研究所整理

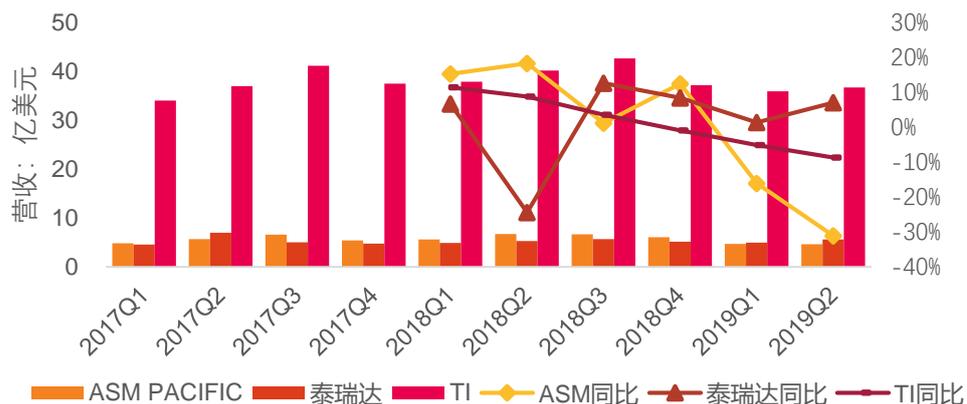
**中国的 5G 和数据中心基础设施推动 ASM Pacific 新订单逐季增加。**受益于 2019 年上半年在中国的 5G 和数据中心基础设施，公司新订单额逐季向好。公司于 2019H1 的新订单额为 10.6 亿美元，环比 2.8%，同比-28.3%；2019Q2 新订单额 6.02 亿美元，环比 30.8%，同比-17.3%。营收方面，受中美贸易战和行业周期的影响，2019Q2 营收 4.6 亿美元，环比-1.2%，同比-31.4%，但是后工序设备中 CIS 受折叠镜头、多相机、3D 感应的创新驱动和先进封装设备（2019H1 占设备收入 20%）牵动，营收环比增加 25%。预计 Q3 收入 5.5-6 亿美元，三大业务（材料、设备及 SMT 解决方案）均环比增长。

**5G 基建超预期，带动泰瑞达（Teradyne）营收、EPS、毛利率均向好，Q2 业绩超预期。**公司在 2019H1 受 5G 基础设施建设中使用的新兴硅片对半导体测试设备的强烈需求驱动，销售额为 15.8 亿美元，同比增长 4%；EPS 为 1.20 美元，同比增长 15%；毛利率同比提高一个百分点至 58%。另外，公司在 2019Q2 销售额为 5.64 亿美元，超出前期指引。公司基于 5G 基础设施对业绩带动的延续的预期，预计 2019Q3 收入将在 5.4 亿美元至 5.8 亿美元之间，EPS 为 1.64 美元-0.74 美元，毛利率约 58%-59%。

**Teradyne 将 5G 分为四个阶段，5G 基础设施投资仅代表多年建设期的早期阶段，将在未来几年内最终进入主流手机领域，**预计 2020 年将增加 5G 手机相关测试支出，且 2021 年的支出增长将更大。由于 5G 相关基础设施的需求增长以及对智能手机中使用的各种半导体对测试设备的需求已超出此前的估计，相应带动测试设备的增长，故公司上修 SOC 设备市场规模预期：2019 年初，基于汽车和工业终端市场疲软以及移动设备测试需求下滑的预期，估计 SOC 设备市场规模将在 23 亿美元至 27 亿美元之间，比去年市场下降约 5 亿美元；在本次电话会议上至上调至 26-30 亿美元。另外还表示美国将华为加入实体清单的禁令对公司向华为供货影响不大。

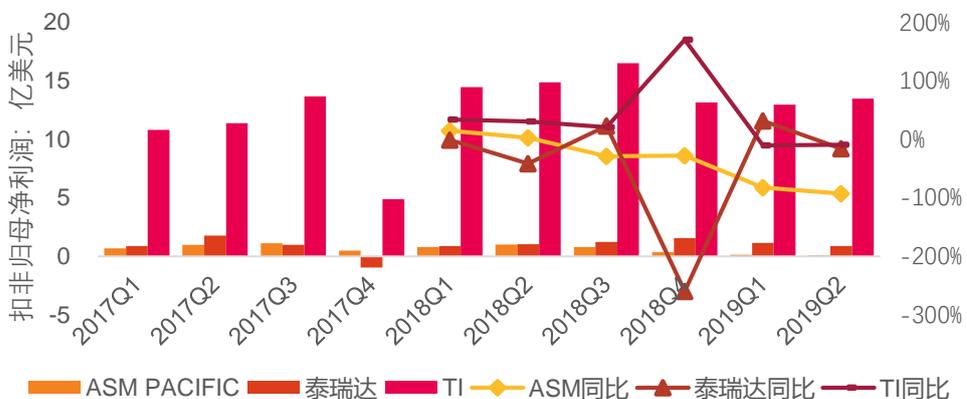
**德州仪器（TI）营收增速有望在下半年转负为正。**由于全球市场的疲软，公司于 2019Q2 的收入为 37 亿美元，同比下滑 9%。公司回顾行业过去 30 年的历史，发现通常在四到五个季度的同比下降后，开始逐年恢复增长。公司营收已连续三个季度同比下滑，根据该历史经验/规律，预计 TI 的营收同比增速有望在今年下半年实现转负为正。公司对三季度的指引为：收入 36.5-39.5 亿美元，每股收益 1.31-1.53 美元。

图 1：三家公司近十个季度营收及同比增速



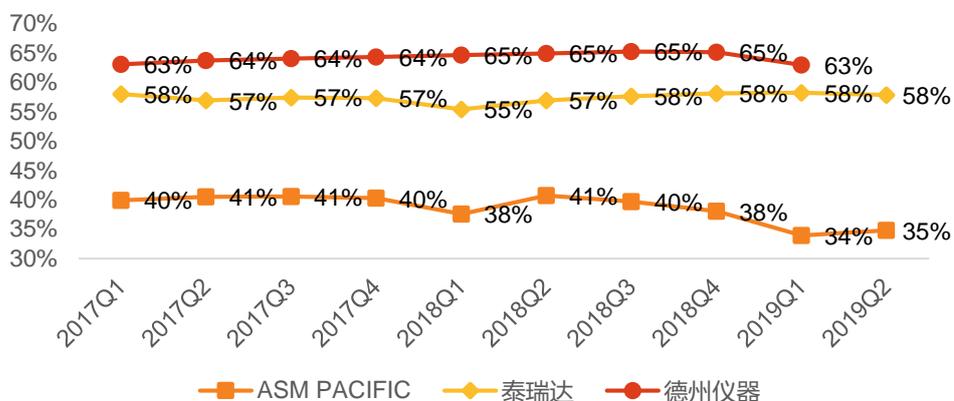
资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：三家公司近十个季度扣非归母净利润（亿美元）及同比增速



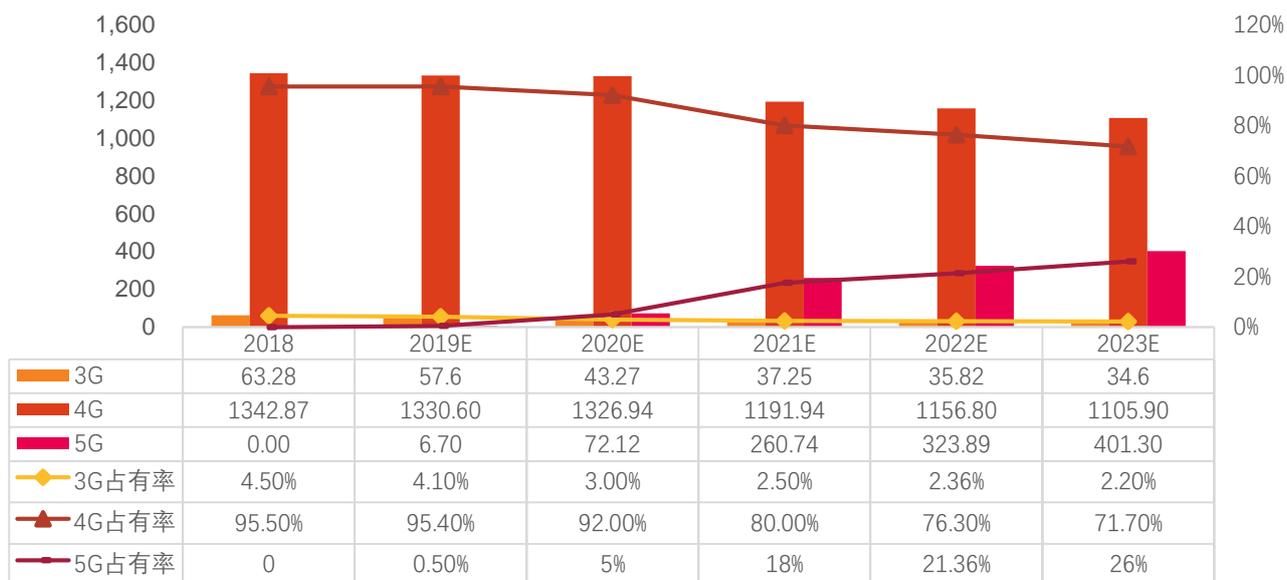
资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：三家公司近十个季度毛利率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4: 全球手机出货量测算 (百万部)



资料来源: IDC、canalys, 天风证券研究所

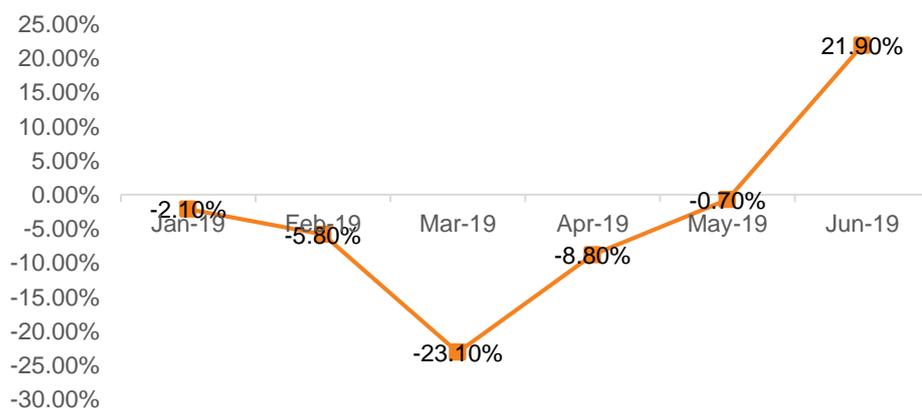
## 封测行业短中长期投资逻辑均有支撑

### 短期: 国产替代订单加持, 产能利用率回升

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。

图 5: 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

### 中期: 行业周期拐点向上

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%。

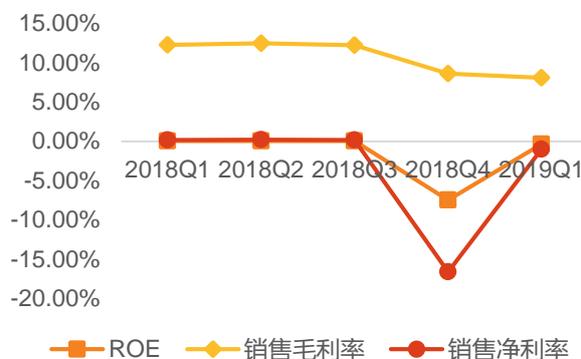
华天科技盈利状况已经触底回升，归母净利润环比大幅改善。根据华天科技发布的 2019 年半年度业绩预告，公司预计上半年归母净利润为 0.84-1.09 亿元，虽然同比下降 48%-60%，但是环比增长幅度高达 394%-541%，显示出封测业在 2019 年二季度已经逐步回暖。

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



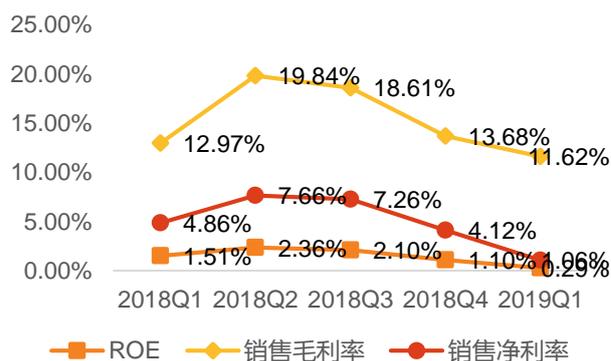
资料来源：Wind，天风证券研究所

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



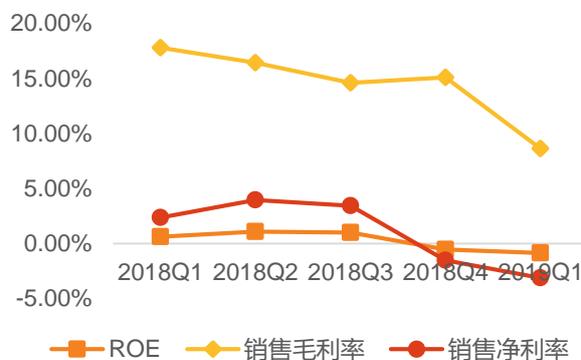
资料来源：Wind，天风证券研究所

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

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

### 长期：5G 需求引领

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 2：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。

华天科技成功并购 Unisem，获重要欧美客户资源。比如华天科技成功收购世界知名的马来西亚半导体封测供应商 UNISEM。UNISEM 是马来西亚著名 OSAT 企业，客户来源分布十分广泛，欧美市场收入超过 60%，其主要合作企业 Broadcom、Qorvo、Skyworks 等公司实力强大，均为全球著名领先的射频方案提供商。公司将在此次的收购中受益于 5G 建设带动下射频类器件含量的提升。

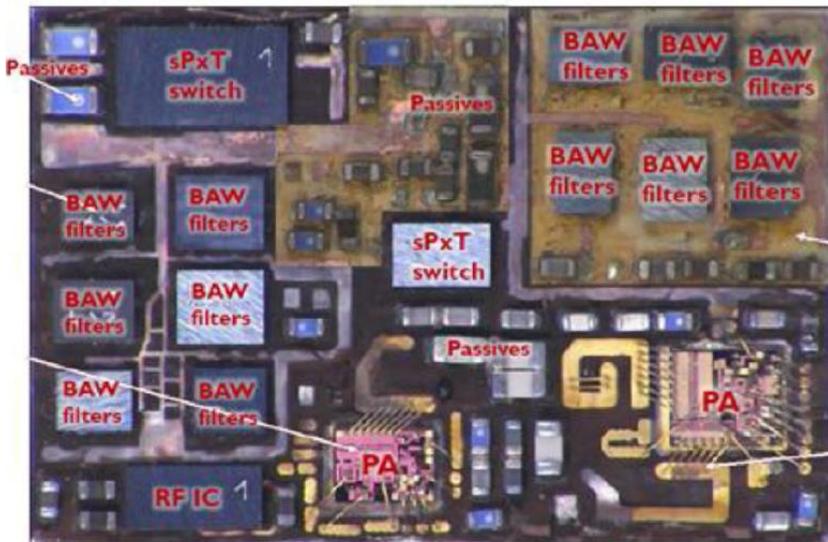
图 13: 长电科技、华天科技及其子公司和通讯类相关的企业类客户 (红框圈出部分)

长电科技	星科金鹏	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	
复日微	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 14: 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

表 3：主要半导体公司法说会时间汇总（2019.7.29-2019.8.2）

公司名称/简称	日期	时间
高通公司	2019.7.31	1:45 PM PDT
MXIM	2019.7.30	2:00 pm PT
英飞凌	2019.8.1	9:30 am CEST
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（整机商联盟+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 15：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	-12.31	-4.75	85.21	20.25	7.97	15.00
002049.SZ	紫光国芯	6.82	11.77	5.74	13.95	65.92	52.87	28.30	47.88
300223.SZ	北京君正	19.57	22.54	14.02	18.92	80.63	35.58	17.73	32.93
300672.SZ	国科微	10.06	14.43	-7.65	1.38	32.79	58.02	28.91	30.20
300661.SZ	圣邦股份	8.18	11.65	38.12	50.15	105.30	115.60	65.55	107.99
300613.SZ	富瀚微	3.49	10.92	18.85	12.41	19.31	128.30	81.55	107.20
300671.SZ	富满电子	0.85	9.14	-1.55	8.27	25.96	33.00	13.90	21.59
600584.SH	长电科技	-5.63	22.45	-0.08	-3.65	60.19	16.99	8.04	13.20
603501.SH	韦尔股份	9.02	23.36	24.25	26.77	135.90	71.71	27.62	69.10
603986.SH	兆易创新	13.55	23.44	18.21	5.97	64.43	119.03	57.55	102.10
300458.SZ	全志科技	6.09	12.00	10.49	6.09	19.67	27.00	18.25	23.60
603160.SH	汇顶科技	-0.24	4.87	16.45	28.31	107.21	163.00	70.70	162.50
002185.SZ	华天科技	-5.28	8.25	5.49	11.57	42.89	6.68	3.81	5.18
300327.SZ	中颖电子	-1.62	-0.30	13.83	17.96	49.73	27.38	17.60	24.36
002156.SZ	通富微电	-2.52	8.41	-2.67	-10.81	18.08	12.10	6.96	8.38
002180.SZ	纳思达	0.16	2.90	8.53	-7.54	8.44	34.20	20.54	24.76
603005.SH	晶方科技	-0.94	15.18	-5.66	-9.80	9.08	24.45	14.35	17.85
002371.SZ	北方华创	4.51	7.55	-7.91	0.83	70.60	83.00	37.50	64.37

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