

评级：中性（维持）

分析师：刘翔

执业证书编号：S0740519090001

Email: liuxiang@r.qlzq.com.cn

分析师：刘尚

执业证书编号：S0740519090006

Email: liushang@r.qlzq.com.cn

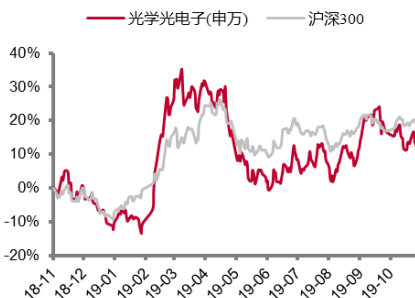
基本状况

上市公司数

行业总市值(百万元)

行业流通市值(百万元)

行业-市场走势对比



相关报告

- 1、《下行周期进入后半段，静待行业复苏——LED行业半年报综述》
2019.09.12

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				市值	评级
		2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019	2020E	2021E		
三安光电	15.4	0.69	0.37	0.49	0.63	22	42	32	25	630	增持
木林森	11.1	0.60	0.76	0.95	1.12	19	15	12	10	142	买入
国星光电	10.1	0.72	0.73	0.93	1.13	14	14	11	9	63	买入

备注：股价为2019.11.1收盘价。

投资要点

- **Q3 LED产业链上下游均边际改善，营收触底回升。**从三季报数据来看，LED产业链上下游均有回暖趋势。上游芯片自2018Q4开始进入负增长状态，但3Q19营收增速由上季度的-23.23%回升至-10.07%，且数值已经连续三个季度环比回升；中游封装增幅虽然是负数但是已经平稳，也是连续三个季度环比正增长；下游显示屏增速回归正常水平，为14.83%；LED照明则小幅下落，增速从上季度1.26%减低至-1.23%。
- **存货：上游/下游库存继续去化，中游保持低位。**上游芯片3Q19几乎维持稳定，包括三安在内的季度存货数值增加不明显，增速继续下行，行业仍处于被动去库存；中游封装存货2019Q3略微增长，行业处于主动补库存早期；下游显示屏企业存货则保持上升趋势；照明企业存货维持近四个季度下落走势，也在去化过程中，显示照明需求仍相对低迷。
- **毛利率：上游和中游企业毛利率下滑，下游毛利率上升。**上游五家芯片公司维持下降状态，华灿光电与澳洋顺昌三季度LED芯片毛利率依旧为负值、乾照光电则下降至11.38%这一历史极值，三安光电毛利率仍位居第一，但是也有下滑。三季度LED芯片公司仍通过降低价格→降低毛利率→降低存货的路径来改善企业经营状况。显示、照明环节毛利率则普遍有所上升，主要原因是成本端有包括LED芯片在内的原材料价格下降，价格端则较为稳定。
- **现金流：上游存差异，下游整体改善明显。**芯片龙头三安光电Q3现金流仍保持较好状态，与此同时行业其他竞争对手则表现不佳，在行业内谷底期龙头有较好的经营状态。下游现金流则有较好表现，显示屏企业上半年的恶化情况在本季度出现缓解，或为行业竞争减轻的一种体现；照明企业现金流质量普遍好转。
- **资产减值损失：全年或计提较大数额。**上游LED芯片企业资产减值损失相对突出。从历史上来看，上一轮芯片公司大幅计提资产减值是2015年，从今年情况来看，有可能是新一轮资产减值计提的高峰。
- **总结与投资建议：**从三季报情况来看，行业基本处于稳定状态，我们看好产业链各环节在明年重新迎来回暖，主要公司的盈利数据将恢复到正增长。重点关注上游行业出清过程中的赢家三安光电、中游财务报表持续修复的木林森与细分领域龙头国星光电。
- **风险提示：**需求下降；潜在的新进入者；资产减值风险。

内容目录

LED 行业 3Q19 经营分析	- 3 -
营收端：产业链上下游均边际改善.....	- 3 -
存货：上游/下游库存继续去化，中游保持低位.....	- 5 -
现金流：上游存差异，下游改善明显.....	- 8 -
资产减值损失：全年或计提较大数额.....	- 9 -
总结：行业处于稳态，逐步走出谷底.....	- 10 -
重要标的梳理	- 10 -
三安光电：营收有所恢复，存货维持稳定，乐观展望明年.....	- 10 -
木林森：LEDVANCE 利润释放，公司业绩拐点确认.....	- 11 -
国星光电：三季度环比改善，核心业务保持健康.....	- 12 -
风险提示	- 13 -
图 2：LED 行业各板块与公司	- 3 -
图 3：LED 芯片企业营收与增速	- 4 -
图 4：LED 封装企业营收与增速	- 4 -
图 5：LED 显示屏企业营收与增速	- 4 -
图 6：LED 照明企业营收与增速	- 4 -
图 7：LED 芯片企业处于被动去库存阶段	- 5 -
图 8：LED 封装企业处于主动补库存阶段	- 5 -
图 9：LED 显示屏企业处于被动补库存阶段	- 5 -
图 10：LED 照明企业处于被动去库存阶段	- 5 -
图 11：LED 芯片各企业存货周转天数	- 6 -
图 12：LED 封装各企业存货周转天数	- 6 -
图 13：LED 显示屏企业存货周转天数	- 7 -
图 14：LED 照明企业存货周转天数	- 7 -
图 15：主要 LED 芯片企业毛利率	- 7 -
图 16：主要 LED 封装企业毛利率	- 7 -
图 17：主要 LED 显示屏企业毛利率	- 8 -
图 18：主要 LED 照明企业毛利率	- 8 -
图 19：LED 芯片各企业经营性现金净流量/营业收入	- 8 -
图 20：LED 封装各企业经营性现金净流量/营业收入	- 9 -
图 21：LED 显示各企业经营性现金净流量/营业收入	- 9 -
图 22：LED 照明各企业经营性现金净流量/营业收入	- 9 -
图 23：LED 芯片企业资产减值损失/营业收入	- 10 -

LED 行业 3Q19 经营分析

营收端：产业链上下游均边际改善

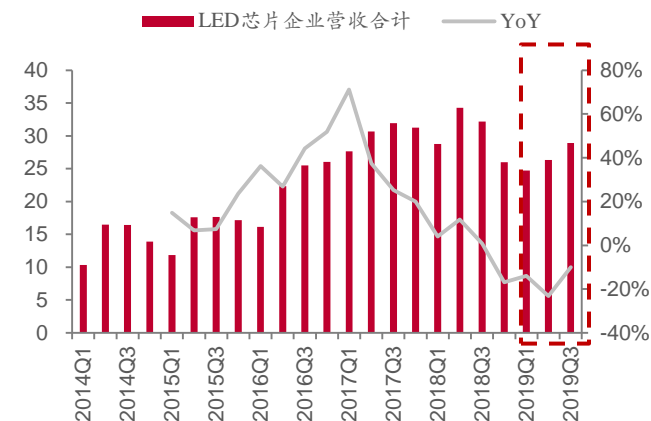
LED 产业链划分为上游芯片、中游封装、下游显示和照明。我们选取各环节重要的公司作整体分析，采样如下表：

图 2：LED 行业各板块与公司

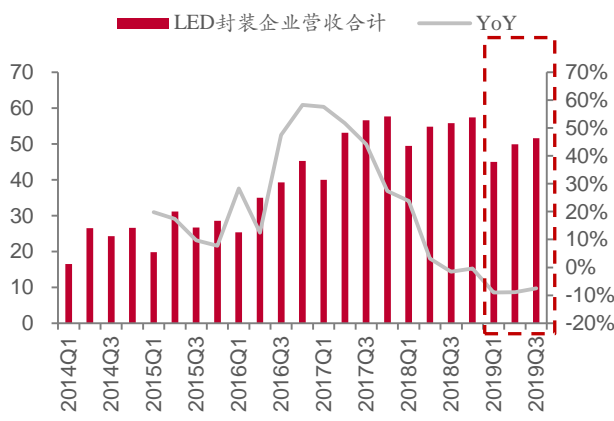
板块	证券代码	公司	2019Q1~Q3 营收		2019Q3 营收(亿)		2019Q3 归母净利润	
			(亿元)	YoY(%)	元)	YoY	(亿元)	YoY (%)
LED 芯 片	600703.SH	三安光电	53.32	-16.60	19.45	-12.41	2.69	-63.63
	300708.SZ	聚灿光电	7.88	107.97	3.37	210.08	0.06	109.18
	300323.SZ	华灿光电	19.66	-15.81	7.17	0.58	-1.82	-199.04
	300102.SZ	乾照光电	7.03	-11.79	2.31	-18.50	-0.55	-297.40
	002245.SZ	澳洋顺昌	24.35	-22.97	8.31	-30.36	0.71	22.47
LED 封 装	002449.SZ	国星光电	25.80	-7.71	9.54	-5.68	1.16	-26.92
	002745.SZ	木林森	143.11	15.88	49.24	-8.10	2.95	152.25
	300219.SZ	鸿利智汇	26.84	-8.66	8.38	-17.27	0.39	-67.37
	300241.SZ	瑞丰光电	10.06	-11.72	3.51	-12.91	-0.04	-112.84
	300301.SZ	长方集团	12.29	4.31	4.11	4.78	0.07	172.09
300303.SZ	聚飞光电	18.50	7.41	7.03	17.85	1.08	99.85	
LED 显 示	002587.SZ	奥拓电子	8.98	-19.10	3.99	25.52	0.78	111.92
	300162.SZ	雷曼光电	6.89	30.88	2.53	41.65	0.22	660.62
	300***.SZ	ZMKJ	40.00	25.58	14.58	26.75	1.48	20.82
	300***.SZ	LJGD	24.47	-16.15	7.71	-23.34	-0.02	-106.72
	300296.SZ	利亚德	63.14	16.21	22.63	24.19	2.55	-29.03
300389.SZ	艾比森	14.67	9.99	5.61	13.66	0.42	-43.09	
LED 照 明	000541.SZ	佛山照明	24.42	-15.35	7.55	-7.98	0.63	-32.79
	300625.SZ	三雄极光	17.96	2.22	7.22	4.11	0.87	144.31
	300650.SZ	太龙照明	3.88	16.03	1.60	4.19	0.17	-28.00
	600261.SH	阳光照明	40.36	-3.84	13.95	-2.12	1.57	26.39
	603303.SH	得邦照明	31.12	8.64	11.38	14.05	1.17	20.21
603515.SH	欧普照明	57.70	3.26	19.91	-3.32	1.97	-7.03	

资料来源：Wind，中泰证券研究所

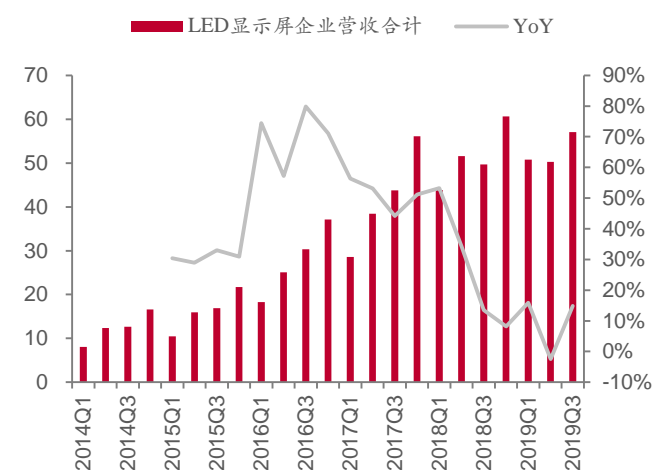
Q3LED 产业链上下游均有所改善，营收触底回升。从三季报数据来看，LED 产业链上下游均有回暖趋势。上游芯片自 2018Q4 开始进入负增长状态，但 3Q19 营收增速由上季度的 -23.23%回升至-10.07%，同时数值已经连续三个季度环比回升；中游封装增幅虽然是负数但是已经平稳，也是连续三个季度环比正增长；下游显示屏增速回归正常水平，为 14.83%；LED 照明则小幅下落，增速从上季度 1.26 减低至-1.23%。

图 3：LED 芯片企业营收与增速


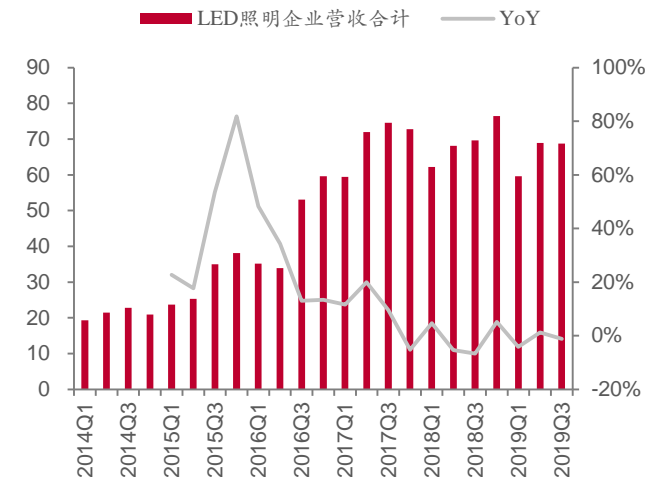
资料来源：Wind，中泰证券研究所

图 4：LED 封装企业营收与增速


资料来源：Wind，中泰证券研究所。注：扣除 LEDVANCE 营收估计值

图 5：LED 显示屏企业营收与增速


资料来源：Wind，中泰证券研究所

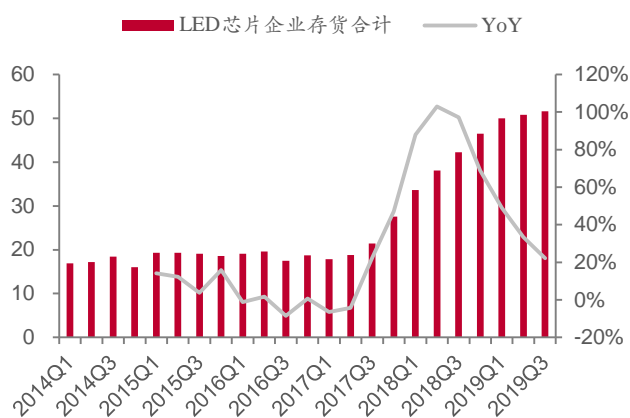
图 6：LED 照明企业营收与增速


资料来源：Wind，中泰证券研究所

存货：上游/下游库存继续去化，中游保持低位

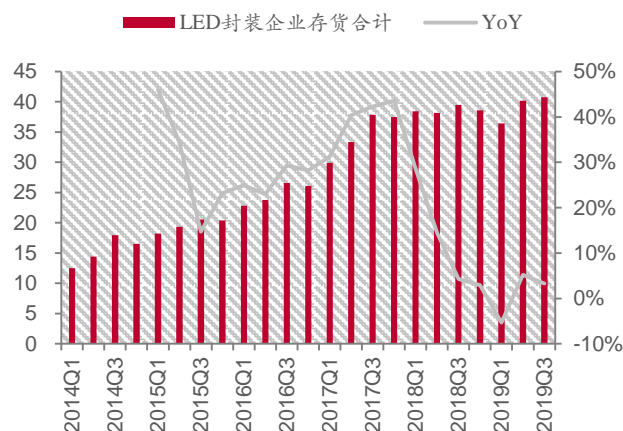
从存货的视角，上游芯片 3Q19 几乎维持稳定，包括三安在内的季度存货数值上升不明显，增速继续下行，行业仍处于被动去库存；中游封装存货 2019Q3 略微增长，行业处于主动补库存早期；下游显示屏企业存货则保持上升趋势；照明企业存货维持近四个季度下落走势，也在去化过程中，显示照明需求仍相对低迷。从库存周期的角度，我们认为产业链各环节所处的阶段各不一致，基本维持 2019H1 的判断：上游芯片环节处于被动去库存阶段，中游 LED 封装企业稍微领先，进入主动补库存阶段；下游显示屏企业则处于被动补库存阶段，照明企业处于被动去库存阶段。

图 7：LED 芯片企业处于被动去库存阶段



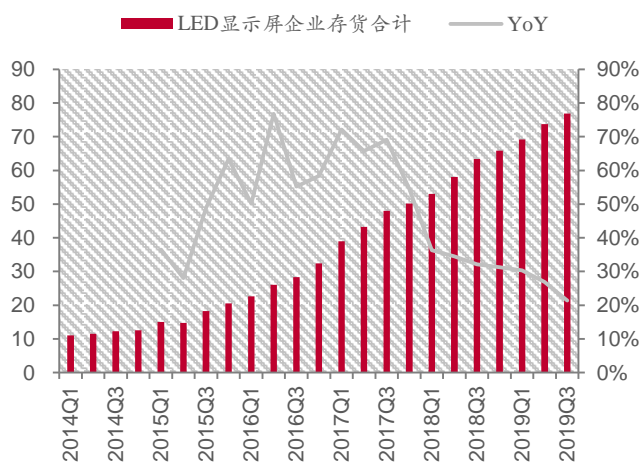
资料来源：Wind，中泰证券研究所

图 8：LED 封装企业处于主动补库存阶段



资料来源：Wind，中泰证券研究所。注：扣除 LEDVANCE 存货估计值

图 9：LED 显示屏企业处于被动补库存阶段



资料来源：Wind，中泰证券研究所

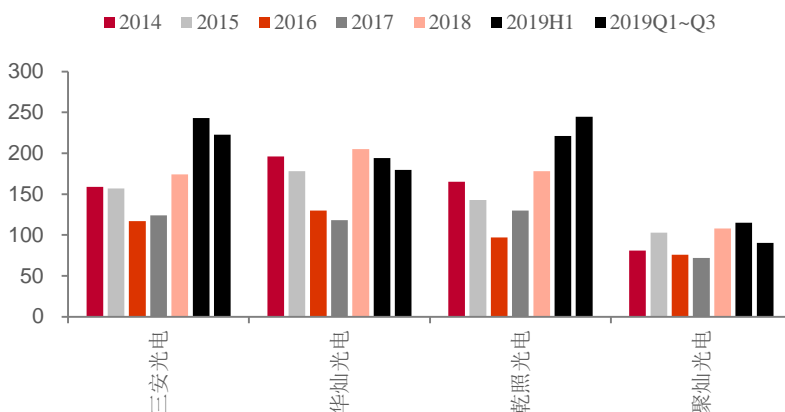
图 10：LED 照明企业处于被动去库存阶段



资料来源：Wind，中泰证券研究所

分企业来看，各芯片公司存货周转天数出现不同变化。对比上半年度出现的历史新高，龙头三安光电存货周转天数下降，减至 223 天。华灿光电与聚灿光电也均有所下降，整体来看行业存货问题正得到缓解。

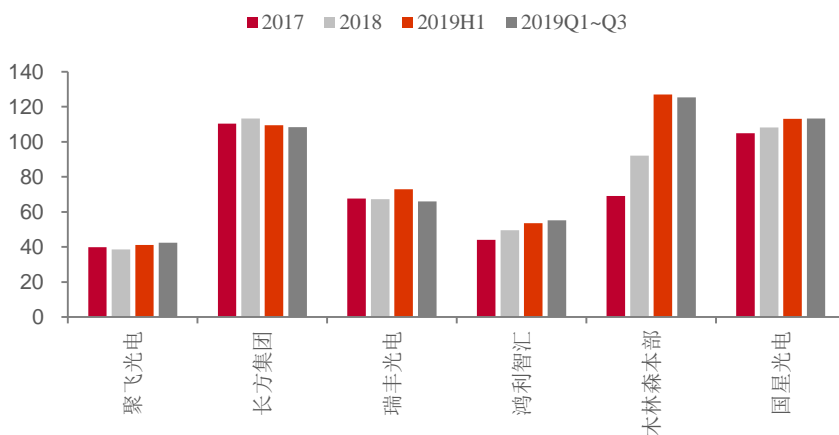
图 11：LED 芯片各企业存货周转天数



资料来源：Wind, 中泰证券研究所

中游封装公司表现稍好，大部分企业存货周转天数变化不大，龙头木林森存货周转天数较 2019H1 略有下降。

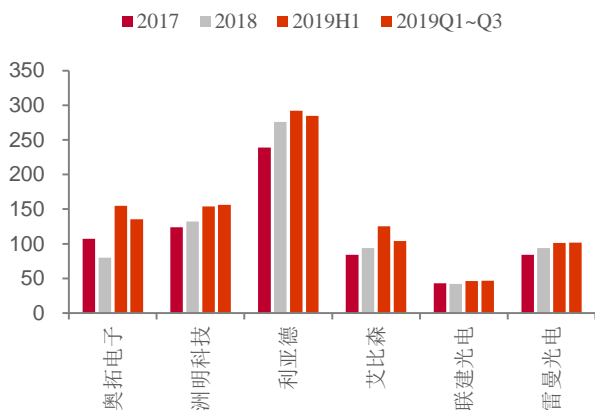
图 12：LED 封装各企业存货周转天数



资料来源：Wind, 中泰证券研究所

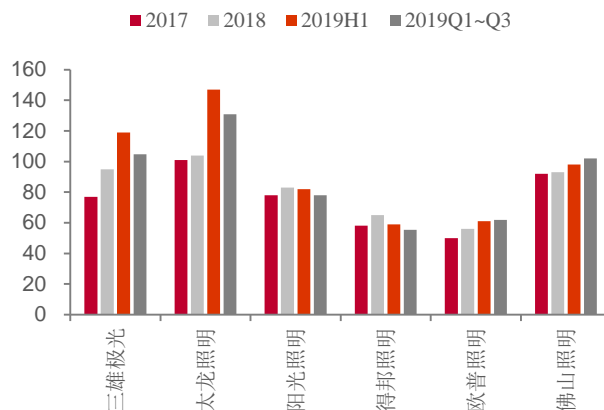
显示屏企业存货周转天数较 2019H1 增长趋势减缓，或体现显示屏行业竞争在第三季度缓和。大部分照明企业存货周转天数有所减少，三雄极光和太龙照明较上半年减幅明显。从存货周转的角度，全行业基本企稳。

图 13: LED 显示屏企业存货周转天数



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图 14: LED 照明企业存货周转天数

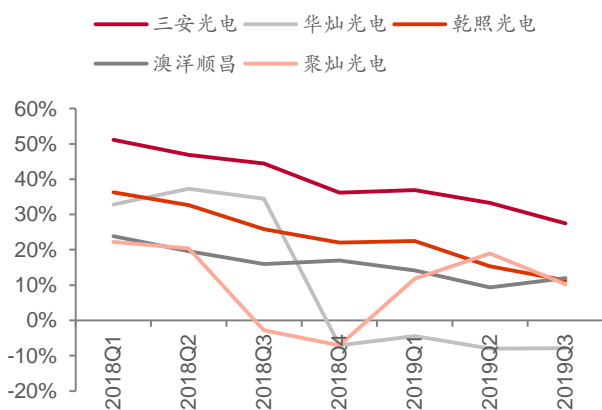


资料来源: Wind, 中泰证券研究所

毛利率: 上游继续下降, 下游回升

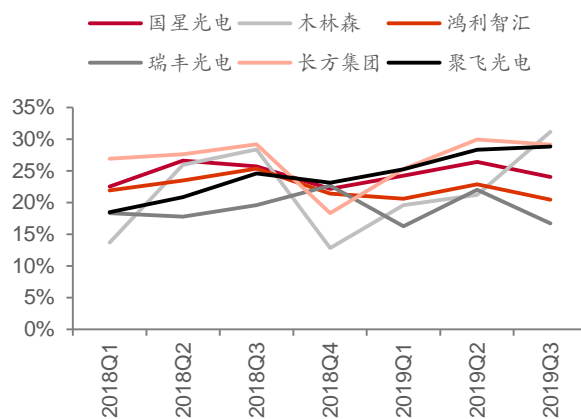
上游和中游企业毛利率下滑, 下游毛利率则回升。上游五家芯片公司维持下降状态, 华灿光电与澳洋顺昌三季度 LED 芯片毛利率依旧为负值, 乾照光电则下降至 11.38% 这一历史极值, 三安光电毛利率仍位居第一, 但是也有下滑。三季度 LED 芯片公司仍通过降低价格→降低毛利率→降低存货的路径来改善企业经营状况。中游封装企业除木林森和聚飞光电外, 毛利率本季度普遍出现下降。显示、照明环节毛利率则普遍有所上升, 包括 LED 芯片在内的原材料价格下降, 给了下游毛利率提升的空间。

图 15: 主要 LED 芯片企业毛利率



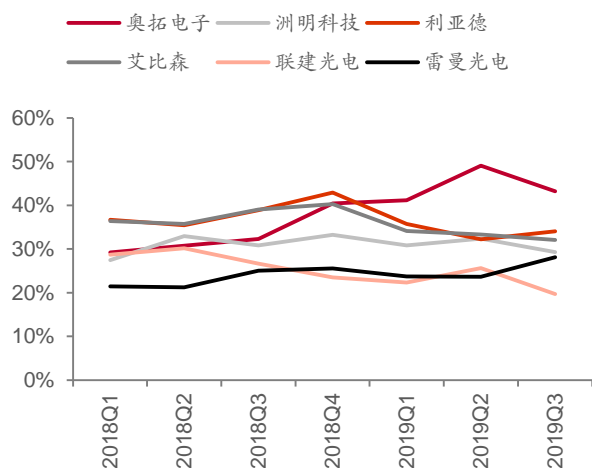
资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图 16: 主要 LED 封装企业毛利率



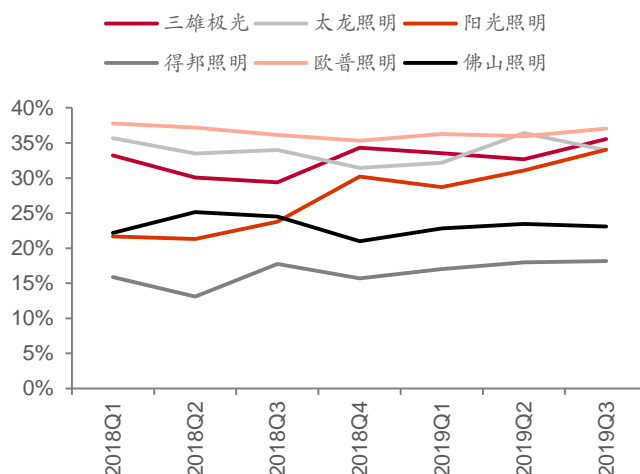
资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图 17: 主要 LED 显示屏企业毛利率



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图 18: 主要 LED 照明企业毛利率

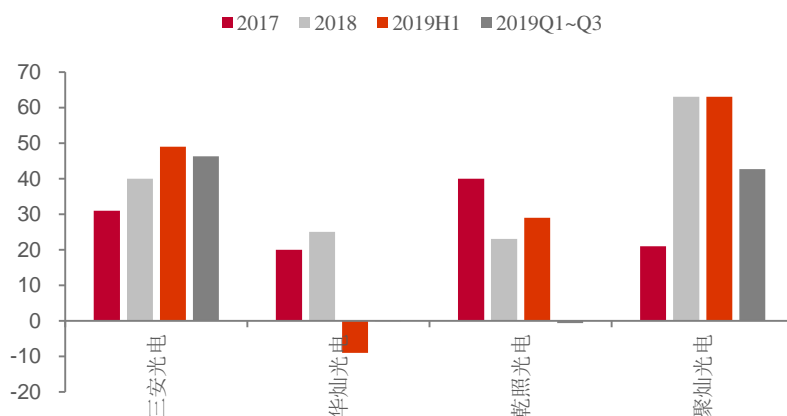


资料来源: Wind, 中泰证券研究所

现金流: 上游存差异, 下游改善明显

我们以“经营活动产生的现金流量净额/营业收入”作为观察企业现金流质量的指标。在行业处于低迷状态下, 现金流反而成为企业关注的重点, 大部分表现并不差, 像龙头三安光电 Q3 现金流仍保持较好状态, 与此同时行业其他竞争对手则表现不佳, 在行业内谷底期龙头有较好的经营状态, 甚至进一步侵蚀竞争对手的市场份额。

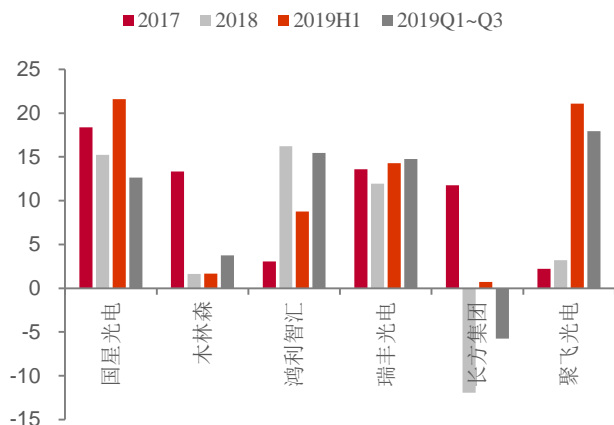
图 19: LED 芯片各企业经营性现金净流量/营业收入



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

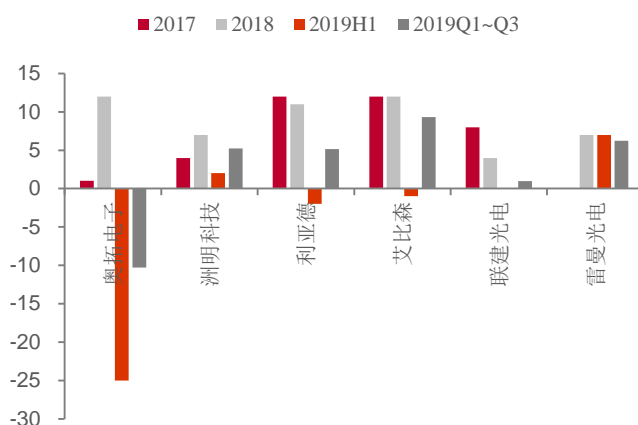
其他板块来看, 封装现金流质量略有提升(木林森 18 年开始大幅下滑主要是并购 LEDVANCE); 显示屏企业上半年的恶化情况在本季度出现缓解, 或为行业竞争减轻的一种体现; 照明企业现金流质量普遍好转。

图 20: LED 封装各企业经营性现金净流量/营业收入



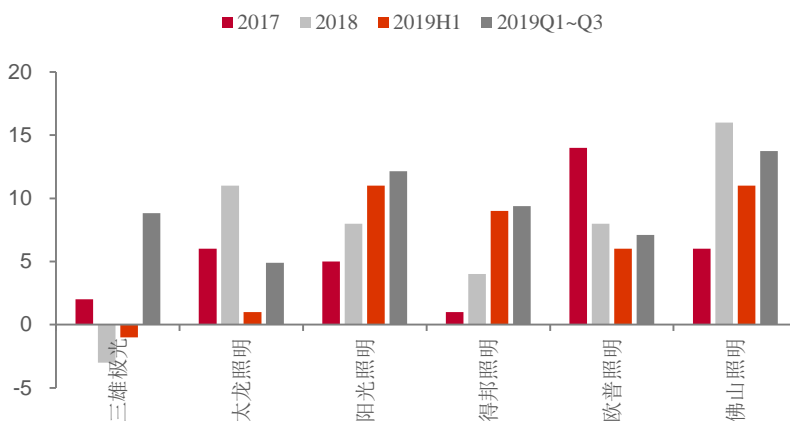
资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图 21: LED 显示各企业经营性现金净流量/营业收入



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

图 22: LED 照明各企业经营性现金净流量/营业收入

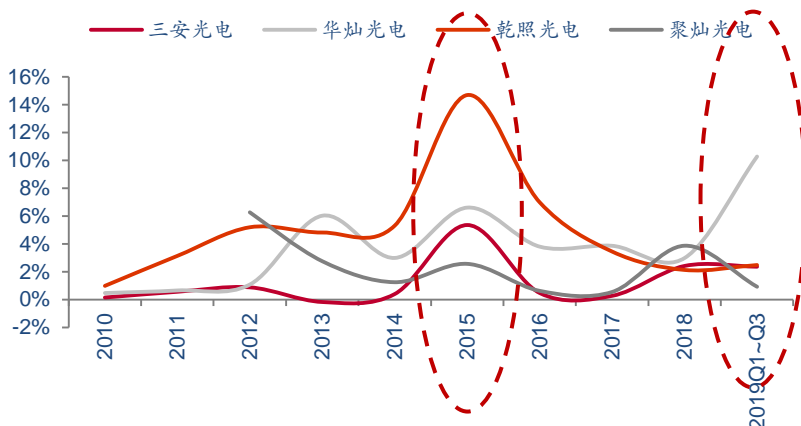


资料来源: Wind, 中泰证券研究所

资产减值损失: 全年或计提较大数额

上游 LED 芯片企业资产减值损失相对突出。LED 芯片企业普遍面临存货跌价与应收账款减值的风险, 如上半年三安光电计提 1.26 亿资产减值损失, 华灿光电计提 2.02 亿资产减值损失。从历史上来看, 上一轮芯片公司大幅计提资产减值是 2015 年, 今年将成为新一轮资产减值计提高峰, 考虑到各家企业存货仍然较高, 未来几个季度仍有减值风险。

图 23: LED 芯片企业资产减值损失/营业收入



资料来源: Wind, 中泰证券研究所

总结: 行业处于稳态, 逐步走出谷底

从营收和利润增速来看, Q3 基本企稳, 环比 Q2 甚至略有好转, 行业基本处于稳定状态。毛利率数据看, 由于降价去库存的进行, 使得行业毛利率仍在下行。从存货角度来看, 上游芯片和下游照明均进入被动去库存阶段, 经过几个季度消化之后, 有望进入主动补库存阶段; 作为中游枢纽, 封装厂存货较为稳定, 也显示行业处于稳态。稳态之后的下一步就是复苏, 我们看好行业各环节在明年重新迎来回暖, 主要公司的盈利数据将恢复到正增长, 建议此时重点关注。

重要标的梳理

三安光电: 营收有所恢复, 存货维持稳定, 乐观展望明年

营收有所恢复, 预计未来两到三个季度内回归正增长。 Q3 单季营收 19.45 亿, 环比 Q2 增加 17.24%, 同比降幅收窄到-12.39%。从历史情况来看, 公司还未出现过连续四个季度的负增长; 从三季度情况来看, 营收恢复主要来自量的增加。量的增加是景气恢复的第一步, 在 LED 芯片价格基本稳定的背景下, 我们认为公司营收恢复之势将持续, 未来两到三个季度营收进入正增长。

毛利率继续探底, 净利率基本稳定, 费用率有所改善。 Q3 毛利率为 27.56%, 环比-5.76%, 同比-16.90%。毛利率的大幅下降主要来自产品价格的下滑, 按照我们测算, 目前毛利率费用率方面, Q3 期间费用率均有所下滑, 需要注意的是研发费用率今年一直保持较高的水平, 前三季度研发费用 1.21 亿, 同比增加 38.79%, 主要系新增研发人员薪酬支出等。

存货微增, 周转天数有所下降。三季度末公司存货为 32.68 亿元, 环比微增, 但是同比增幅放缓至 26.78%, 存货与 Q3 当季营收比值也下降至 168.02%, 存货周转天数由上半年 243 天降为 223 天, 说明存货问题正在好转当中。今年公司以降库存为经营目标之一, 随着库存增速放缓转跌与营收增速恢复, 预计存货周转天数将继续下降。

资产减值损失继续计提, 关注存货跌价风险。前三季度资产减值损失 1.26 亿, 去年同期仅为 341 万, 主要系本期存货跌价准备计提增加所致。其中 Q3 计提 2306 万, 预计 Q4 仍有较大存货跌价准备计提可能性, 对全年业绩造成负面影响。

现金流保持健康, 应收账款控制较好。公司前三季度经营性现金净流量 24.67 亿, Q3 单季经营性现金净流量为 7.91 亿, 均远高于净利润, 说明公司经营质量较高, 经营风险可控。在行业低谷期, 公司通过其产业链地位仍然保持了较好的现金流, 这也是竞争力的体现。Q3 在营收环比增长 17.24% 的情况下, 应收账款仅增长 2.16%。

维持“增持”评级。我们认为随着供给端持续出清, 未来两到三个季度, LED 芯片供需格局有望看到明显恢复, 同时公司主业有望重回正增长轨道。展望明年, MiniLED 芯片带来较大营收与利润增量, 化合物半导体进展顺利, 我们预计公司未来三年归母净利润为 14.98 亿/19.87 亿/25.69 亿, 对应 PE 为 44.16/34.60/27.49, 维持为“增持”评级。

风险提示事件: LED 存货减值风险; MiniLED 芯片销售不及预期; 化合物业务开拓不及预期。

木林森: LEDVANCE 利润释放, 公司业绩拐点确认

LEDVANCE 盈利能力改善超预期, 利润加速释放。Q3 LEDVANCE 贡献扣非后净利润约 1.2 亿元, 上半年仅 5,538.17 万元人民币, 利润加速释放中。通过加速关厂, LEDVANCE 经营逐步走向正轨; 通过扩大灯具类业务与改善供应链体系、加大中国的委外生产, LEDVANCE 毛利率稳步上升, 上半年已经达 36.38%; 同时经过木林森总部精细化梳理, LEDVANCE 费用率也在下降, 利润将逐步体现, 我们预计全有望给上市公司贡献 4300 万欧元以上的利润。目前 LEDVANCE 费用率仍较高, 上半年仅销售费用率就高达 24.84%, 未来仍有较大的下降空间。

木林森本部封装业务触底回升, 三季度继续实现盈利。本部封装业务最近三个季度毛利率 (4Q18~2Q19) 为 17.17%/19.44%/ 24.98%, 处于逐步上升的通道, Q3 预计毛利率维持高位。毛利率的提升一方面来自产品结构调整, 经历 2018 年质量事故之后, 公司将产能逐步聚焦到优势产品, 同时新产能理顺后规模优势有所体现; 此外, 配套封装的 PCB、灯管业务近两个月扭亏为盈, 给封装主业带来正贡献。费用率方面, 公司加强费用控制, 今年本部销售费用和短期低效益研发项目投入有所下降, 财务费用由于扩产导致的借款利息支出仍保持较高水平, 但是随着资本开支周期告一段落, 公司明年财务费用将大幅下降, 本部费用率亦有望继续下降。

重心转向品牌，木林森有望迎来戴维斯双击。木林森收入中 LEDVANCE 贡献占比超过 60%（2019H1），公司主营业务已经转向下游品牌，整体毛利率也由于产品结构的变化而上升至新的层级，公司已经逐步转变成具备品牌力的终端类企业，整体商业模式正发生改变。目前来看，LEDVANCE 与封装业务均在逐步好转的趋势中，毛利率上升与费用率下降同时进行，双方协同效应也逐步体现。展望明年，我们认为公司将迎来较大的改善与较快的增长。

给予“买入”评级。四季度是终端消费旺季，LEDVANCE 有望继续贡献可观利润，我们预计公司 2019~2021 年营收分别为 208.18 亿/240.23 亿/281.91 亿，归母净利润为 9.66 亿/12.10 亿/14.28 亿，对应 PE 分别为 14/11/9，给予“买入”评级。

风险提示事件：LED 照明需求下降；LED 封装行业竞争加剧；LEDVANCE 重组受阻。

国星光电：三季度环比改善，核心业务保持健康

环比 Q2 大幅改善，经营低点已过。Q3 环比 Q2 营收增长 34.94%，扣非后的归母净利润增长 38.46%，均大幅回升。主要原因是 Q2 开始新扩产产能逐步释放，且新增产能大部分为价值量较高的小间距及 MiniLED 产品，带来较大的营收与利润增量。我们判断白光封装业务 Q3 产能利用率有所回升，收入也有所恢复；另外 LED 芯片业务三季度虽然仍有拖累，但是我们测算目前芯片业务的亏损已经在极端值附近，意味着边际上的恶化可能性已经很小。总而言之，我们重申公司核心业务并没有受损，反而是处在量增价稳的向好趋势中。随着高质量新增产能的开出，Q4 环比有望继续增长。

毛利率有所下降，我们判断主要来自白光封装比重上升与芯片业务拖累。Q3 毛利率 24.08%，基本回到 Q1 的水平，环比 Q2 下降 2.37pct，我们判断主要是两个方面的原因：白光封装业务有所恢复，由于毛利率较低，使得 SMD LED 整体毛利率有所下降；另一方面，芯片业务有所拖累；此外，Q3 部分固定资产转固，折旧也有部分影响。

长期竞争力仍在，稳居行业龙头。在显示器件与高端白光器件领域，公司仍是行业佼佼者。在小间距向前进化的微间距领域，公司四合一方案已经成为行业主流，产品覆盖 P0.9 到 P0.7，市场反应良好，销量正逐步打开。在高端白光领域，公司持续提升和优化 Eyelove 全光谱健康照明白光器件，市场亦有突破。公司产品作为行业高端品牌代表，被广泛应用于如 70 周年国庆阅兵等重大场合。根据 LEDinside 的数据，2018 年中国显示屏封装器件市场全球 LED 厂商排名中，国星光电排名第一。虽然 LED 行业景气度整体低迷，但是公司具备超越行业的竞争力。

给予“买入”评级。伴随新增产能的逐步投产，公司未来几个季度的增长有望加速。我们预计 2019~2021 年公司营收分别为 36.25 亿、43.95 亿、50.79 亿，归母净利润为 4.50 亿、5.74 亿、6.97 亿，对应 PE 分别为 13.78/10.79/8.89，给予“买入”评级。

风险提示事件。产能扩张不及预期；芯片业务拖累超预期；MiniLED 新品销售不及预期。

风险提示

供给端潜在进入者。上游芯片虽然供给收缩（产能利用率降低），但是仍有潜在的新进入者，如兆驰股份与兆元光电（未上市），或将延长景气底部的时间。

需求端下滑。LED 照明渗透率已经较高，需求增速已经放缓；若存量需求持续低迷，新需求不及预期，LED 行业需求可能持续下滑。

资产减值风险。上游芯片企业普遍存在存货减值风险。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 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 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。