

分析师：费瑶瑶
执业证书：S0380518040001
联系电话：0755-82830333 (107)
邮箱：feiy@wanhesec.com

研究助理：朱琳
联系电话：0755-82830333 (101)
邮箱：zhulin@wanhesec.com

行业整体业绩稳健，半导体、电子制造、PCB 表现亮眼

——电子行业 2019 年三季度报点评

主要观点：

2019 年前三季度申万电子板块合计实现营收 15804.09 亿元，同比+16.32%；归母净利润 711.61 亿元，同比 8.87%。行业整体业绩稳健，但增速趋缓。一季度，受折叠屏手机概念催化和安卓阵营新机发布潮带动，电子板块大幅上涨；随后受中美贸易摩擦加剧影响，4-6 月份有所回落；7 月份以来，受 5G 产业链带动、科创板正式开市、消费电子进入新品发布季等事件影响，板块整体明显回暖；9 月底，盘面短暂冲高后小幅回调，预计尾端拉升趋势不变。

细分行业比较：细分领域表现分化，半导体、电子制造、PCB 表现亮眼。
半导体：营收 865.96 亿元，同比+4.15%；归母净利润 55.37 亿元，在整体行业营收微增的情况下，实现净利润 35.07% 的增长。行业的自主化将变得越来越重要，随着 5G 带动的下游需求拉动，半导体行业将迎来新一轮爆发。
PCB：营收 953.67 亿元，同比+36.51%；归母净利润 84.36 亿元，同比+27.37%，行业净利润持续走高。5G 建设拉动 PCB 板块走出一波高景气行情，下游通讯、消费电子领域先后受益。
光学光电子：营收 3721.61 亿元，同比+33.8%；归母净利润 113.4 亿元，同比-25.23%。行业规模虽然在持续扩大，但利润持续下行，业绩不容乐观。
安防：以海康威视和大华股份两家代表公司为统计对象。两家公司营收合计 562.67 亿元，同比+15.22%；归母净利润合计 99.05 亿元，同比+10.55%。行业增速趋缓，主要受宏观经济和中美贸易摩擦影响。三季度两家公司营收合计 215.37 亿元，环比+5.37%，归母净利润合计 44.49 亿元，环比 23.48%，三季度表现好于一、二季度。
电子制造：营收 6367.16 亿元，同比+12.53%；归母净利润 366.78 亿元，同比+25.18%。2019 年以来，受智能手机和智能可穿戴设备更新迭代影响，下游零部件厂商明显受益。

投资策略：随着 5G 时代的到来，未来通讯、消费电子、汽车电子领域将发生巨大变化，并带动相关领域的发展，建议持续关注景气度改善的半导体、电子制造和 PCB 板块的后续投资机会。

风险提示：中美贸易摩擦加剧，5G 推行不及预期，下游需求低于预期。

目录

一、	行业整体情况	5
1.	板块行情表现	5
2.	板块估值变化	7
3.	行业业绩表现	7
二、	细分板块分析	11
1.	半导体	11
2.	印刷电路板	13
3.	光学光电子板块	16
4.1	显示器件	18
4.2	LED	22
4.	安防	24
5.	电子制造	26
三、	投资策略与建议	28
四、	风险提示	28

图表 1	2019 年年初至 11 月 01 日行业指数走势 (%)	5
图表 2	2019 年年初至 11 月 01 日申万一级行业涨跌幅 (%)	5
图表 3	2019 年年初至 11 月 01 日申万电子行业细分板块指数走势 (%)	6
图表 4	2019 年年初至 11 月 01 日申万电子板块区间涨跌幅前二十个股 (亿元, %)	6
图表 5	电子板块估值变化 (PE, 历史 TTM_中值) 截止至 2019 年 11 月 01 日	7
图表 6	前三季度电子板块营业收入及增速 (亿元, %)	8
图表 7	前三季度电子板块归母净利润及增速 (亿元, %)	8
图表 8	单季度电子板块营业收入及增速 (亿元, %)	8
图表 9	单季度电子板块归母净利润及增速 (亿元, %)	8
图表 10	2019 年前三季度申万一级行业营收同比增速 (%)	9
图表 11	2019 年前三季度申万一级行业归母净利润同比增速 (%)	9
图表 12	2019 前三季度细分领域营收、归母净利润增速排名	9
图表 13	2018、2019 前三季度个股营收增速区间 (家)	10
图表 14	2018、2019 前三季度个股归母净利润增速区间 (家)	10
图表 15	前三季度电子板块毛利率变化趋势 (%)	11
图表 16	2019 前三季度电子细分板块毛利率 (%)	11
图表 17	前三季度半导体板块营收及增速 (亿元)	11
图表 18	前三季度半导体板块归母净利润及增速 (亿元)	11
图表 19	季度半导体板块营收及增速 (亿元)	12
图表 20	季度半导体板块归母净利润及增速 (亿元)	12
图表 21	前三季度半导体板块销售毛利率 (%)	12
图表 22	前三季度半导体板块销售净利率 (%)	12
图表 23	前三季度 PCB 板块营业收入及增速 (亿元, %)	13
图表 24	前三季度 PCB 板块归母净利润及增速 (亿元, %)	13
图表 25	季度 PCB 板块营业收入及增速 (亿元, %)	14
图表 26	季度 PCB 板块归母净利润及增速 (亿元, %)	14
图表 27	2014-2019H1 三大运营商 4G 宏基站累计数目 (万站)	14
图表 28	2014-2022E 通信电子产品产值 (十亿美元)	14
图表 29	前三季度 PCB 板块销售毛利率、销售净利率 (%)	15
图表 30	前三季度光学光电子板块营业收入及增速 (亿元, %)	17
图表 31	前三季度光学光电子归母净利润及增速 (亿元, %)	17
图表 32	季度光学光电子板块营业收入及增速 (亿元, %)	17
图表 33	季度光学光电子板块归母净利润及增速 (亿元, %)	17
图表 34	季度光学光电子板块销售毛利率、销售净利率 (%)	17
图表 35	前三季度显示器件营收及增速 (亿元, %)	18
图表 36	前三季度显示器件归母净利润及增速 (亿元, %)	18
图表 37	季度显示器件营收及增速 (亿元, %)	18
图表 38	季度显示器件归母净利润及增速 (亿元, %)	18
图表 39	前三季度显示器件板块销售毛利率 (%)	19
图表 40	季度显示器件板块销售毛利率 (%)	19
图表 41	2019 年 TV 面板价格月度数据 (美元)	19
图表 42	全球液晶电视面板半年度厂能面积增速 (%)	20
图表 43	2019H1 液晶电视面板主流尺寸价格降幅 (%)	20
图表 44	2017-2019 年京东方和群创光电季度净利润对比 (亿元)	21
图表 45	2018-2019 年国内 OLED、LCD 产线投资情况 (亿元)	21
图表 46	前三季度 LED 板块营收及增速 (亿元, %)	22
图表 47	前三季度 LED 板块归母净利润及增速 (亿元, %)	22
图表 48	前三季度 LED 板块毛利率 (%)	23

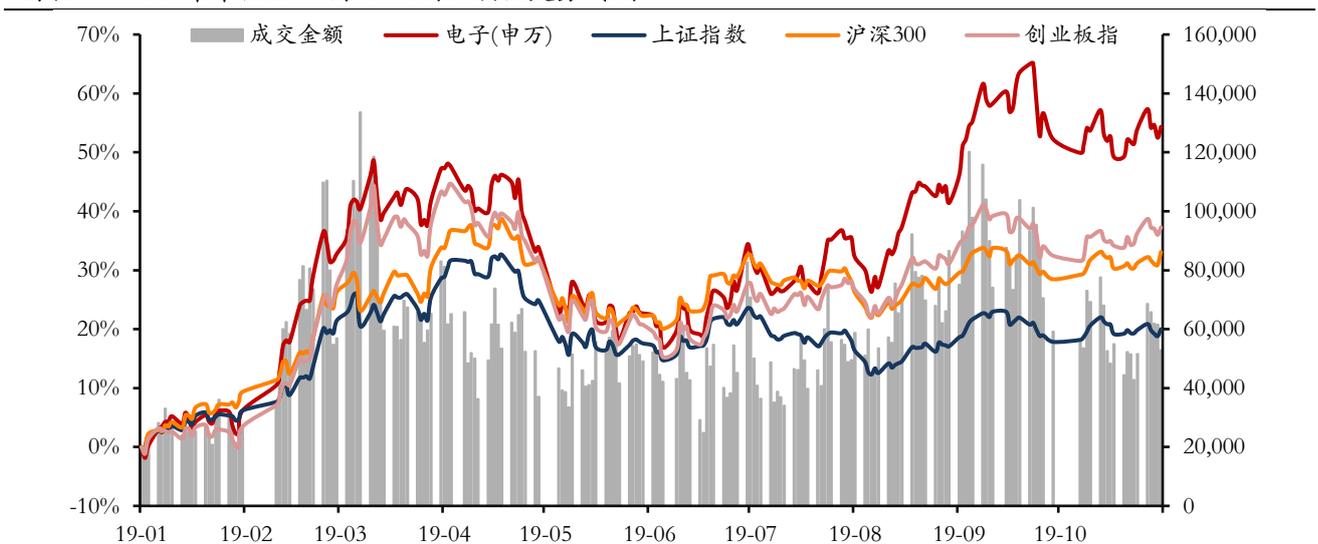
图表 49	季度 LED 板块毛利率 (%)	23
图表 50	LED 应用领域分布情况 (%)	23
图表 51	2015-2020 中国 LED 照明产品产量及国内市场渗透率预测 (亿只, %)	23
图表 52	小间距 LED/MiniLED/MicroLED 性能对比	24
图表 53	前三季度海康、大华营业收入及增速 (亿元, %)	25
图表 54	前三季度海康、大华归母净利润及增速 (亿元, %)	25
图表 55	季度海康、大华营业收入及增速 (亿元, %)	25
图表 56	季度海康、大华归母净利润及增速 (亿元, %)	25
图表 57	前三季度海康、大华毛利率 (%)	25
图表 58	季度海康、大华毛利率 (%)	25
图表 59	前三季度电子制造板块营收、归母净利润及增速情况 (亿元, %)	27
图表 60	季度电子制造板块营收、归母净利润及增速情况 (亿元, %)	27
图表 61	前三季度智能制造板块销售毛利率、销售净利率 (%)	27

一、行业整体情况

1. 板块行情表现

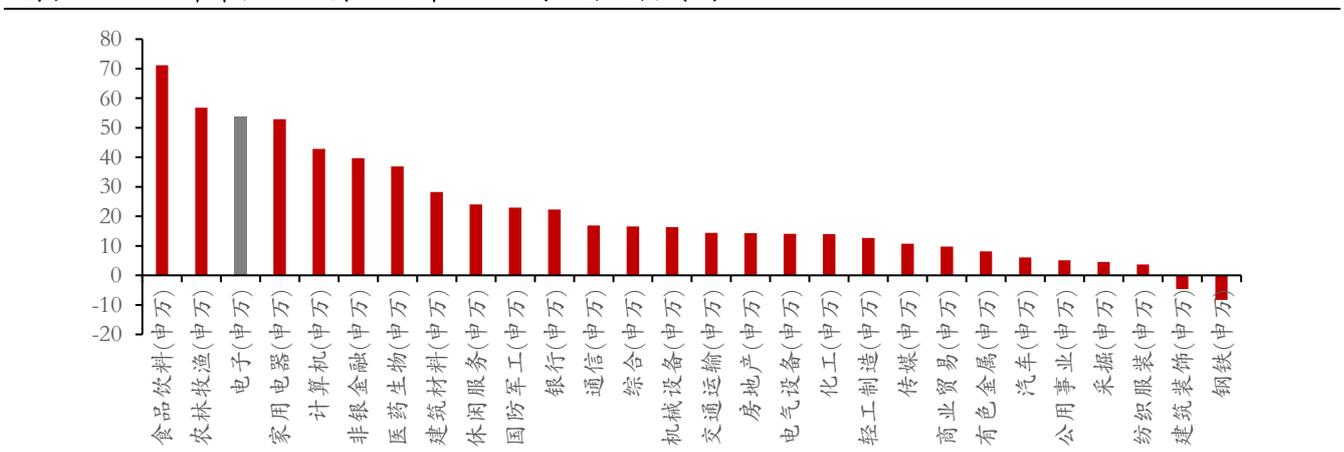
电子行业跑赢大盘，年初至今涨幅 54%。2019 年前三季度 A 股指数整体呈上涨趋势，电子行业跑赢整个大盘。截至 11 月 1 日，上证综指上涨 19.99%，沪深 300 上涨 30.10%，创业板指上涨 37.29%，SW 电子上涨 54.33%，在申万 28 个板块中排名第三，表现优异。一季度，受折叠屏手机概念催化和安卓阵营新机发布潮带动，电子板块大幅上涨；随后受中美贸易摩擦加剧影响，4-6 月份有所回落；7 月份以来，受 5G 产业链带动、科创板正式开市、消费电子进入新品发布季等事件影响，板块整体明显回暖；9 月底，盘面短暂冲高后小幅回调，预计尾端拉升趋势不变。

图表 1 2019 年年初至 11 月 01 日行业指数走势 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

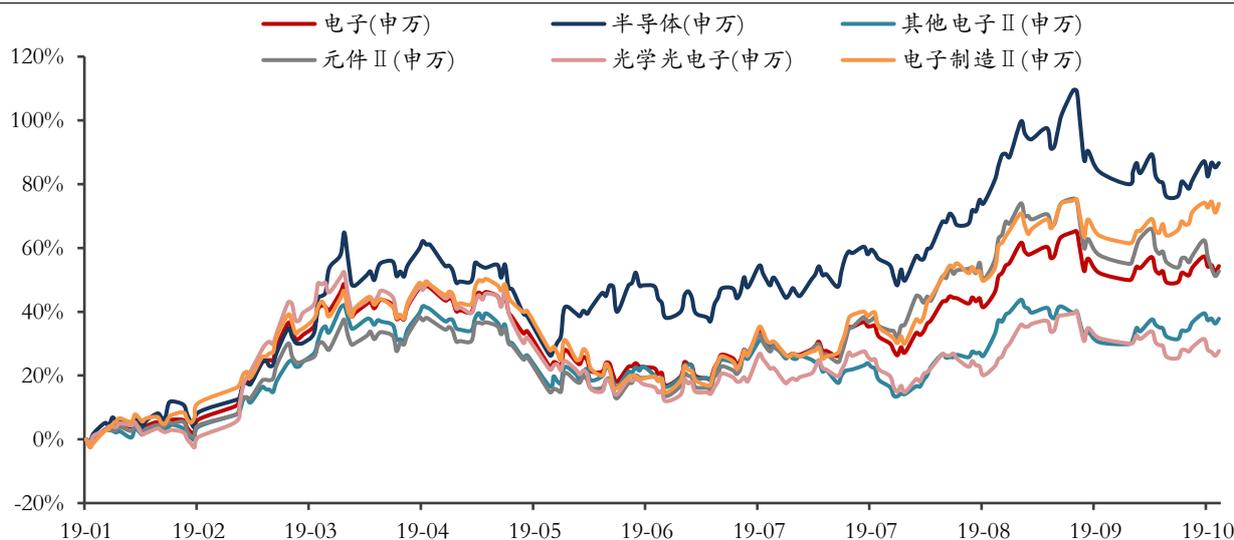
图表 2 2019 年年初至 11 月 01 日申万一级行业涨跌幅 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

细分板块走势分化，半导体、电子制造、元件板块表现亮眼。自年初以来，半导体板块受益于国产化替代效应强势走强，截止至11月01日录得86.62%的涨幅，超出电子行业32.29个百分点；电子制造紧跟其后，录得73.83%涨幅；电子元件板块，主要因PCB厂商受5G通信基站建设进程的推进而迈上风口，录得52.71%涨幅；光学光电子板块则处于行业周期性底部，价格下行，仅录得27.7%的增幅。

图表3 2019年年初至11月01日申万电子行业细分板块指数走势(%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

个股方面，电子板块截止至11月01日涨跌幅前二十的公司平均涨跌幅284.29%，所属的细分领域主要为半导体、电子制造、电子元件，分别占据7席、4席、6席。截至11月01日收盘，前二十名总市值8829.58亿元，较2019年上半年前二十名总市值增加6384.83亿元。

图表4 2019年年初至11月01日申万电子板块区间涨跌幅前二十个股(亿元，%)

排名	股票代码	股票简称	区间涨跌幅	截至19-11-01市值	细分行业
1	300782.SZ	卓胜微	620.02	364.95	电子-半导体-集成电路
2	002869.SZ	金溢科技	353.14	86.23	电子-其他电子II-其他电子III
3	002600.SZ	领益智造	308.00	698.40	电子-电子制造-电子零部件制造
4	300661.SZ	圣邦股份	302.09	218.77	电子-半导体-集成电路
5	603501.SH	韦尔股份	266.25	926.54	电子-半导体-集成电路
6	603068.SH	博通集成	266.18	135.98	电子-半导体-集成电路
7	300220.SZ	金运激光	261.14	44.35	电子-其他电子II-其他电子III
8	600745.SH	闻泰科技	245.81	760.42	电子-电子制造-电子零部件制造
9	603186.SH	华正新材	239.96	66.23	电子-元件II-印制电路板
10	002463.SZ	沪电股份	207.63	376.85	电子-元件II-印制电路板
11	002475.SZ	立讯精密	204.01	1,755.01	电子-电子制造-电子零部件制造
12	300223.SZ	北京君正	195.39	108.41	电子-半导体-集成电路
13	002241.SZ	歌尔股份	174.10	604.56	电子-电子制造-电子系统组装

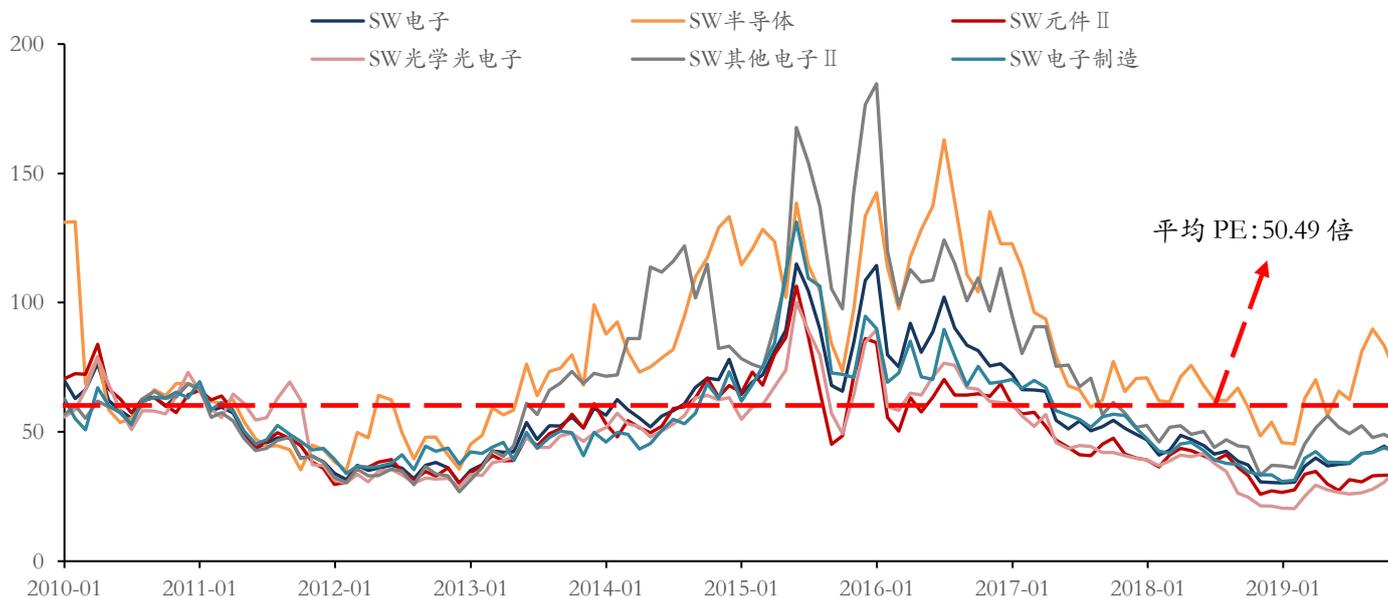
14	002938.SZ	鹏鼎控股	166.36	1,057.25	电子-元件II-印制电路板
15	300793.SZ	佳禾智能	159.36	83.61	电子-电子制造-电子系统组装
16	603986.SH	兆易创新	157.42	513.28	电子-半导体-集成电路
17	300014.SZ	亿纬锂能	143.64	371.18	电子-其他电子II-其他电子III
18	300346.SZ	南大光电	143.38	58.80	电子-半导体-半导体材料
19	600183.SH	生益科技	137.96	531.49	电子-元件II-印制电路板
20	002351.SZ	漫步者	133.88	67.28	电子-电子制造-电子系统组装

资料来源：Wind，万和证券研究所

2. 板块估值变化

估值仍处于近十年历史底部。过去近十年电子板块 PE（历史 TTM_中值）均值为 50.49 倍，截止至 2019 年 11 月 01 日，板块 PE 值为 41.81 倍，处于历史相对低点。当前 PE 水平与 2013 年年中水平相当，而 2015 年-2016 年行业 PE 估值达到历史高点 110 倍左右。细分半导体板块估值水平整体上高于电子行业水平，2016 年年中 PE 估值历史高点达 163 倍。当前电子板块估值虽然较年初略有上涨，但仍处于近十年均值以下水平，随着 5G 建设的推动和消费电子复苏的拉动，未来估值有望修复。

图表 5 电子板块估值变化（PE，历史 TTM_中值）截止至 2019 年 11 月 01 日



资料来源：Wind，万和证券研究所

3. 行业业绩表现

电子行业整体业绩企稳，增速趋缓。2019 年前三季度申万电子板块合计实现营业收入 15804.09 亿元，同比+16.32%，较去年同期下降 91.01 个百分点；归

母净利润 711.61 亿元，同比 8.87%，较去年同期下降 14.02 个百分点。三季度营收 5927.81 亿元，环比+16.30%；归母净利润 307.41 亿元，环比 33.24%。受宏观经济增速放缓影响，电子行业营收增速骤缓，利润端持续承压，但整体下滑趋势有所缓解，Q3 业绩明显好于 Q2，且呈现明显的季节性特点。

图表 6 前三季度电子板块营业收入及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

备注: 上表中数据均为历年 Q1-3 数据

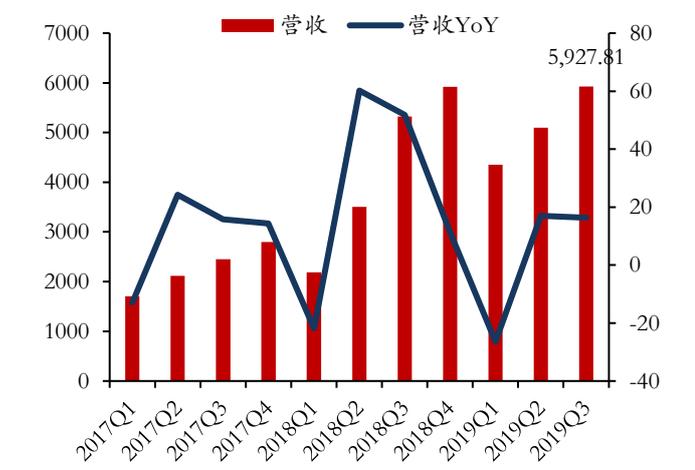
图表 7 前三季度电子板块归母净利润及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

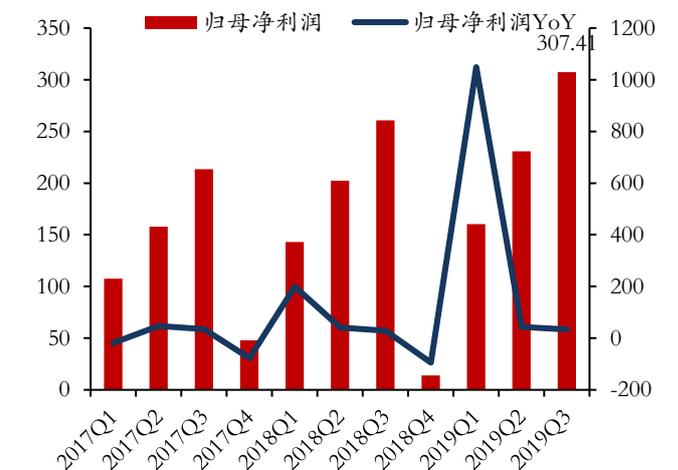
备注: 上表中数据均为历年 Q1-3 数据

图表 8 单季度电子板块营业收入及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

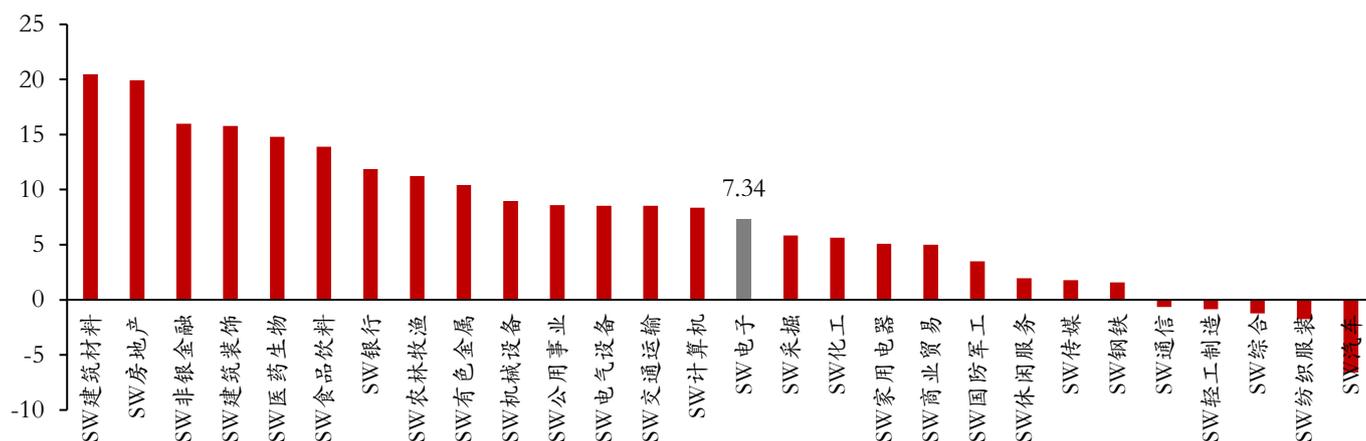
图表 9 单季度电子板块归母净利润及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

与申万一级行业比较, 电子板块表现处于中等偏下位列。2019 年前三季度, 申万电子行业营收增速 7.34%, 在 28 个一级行业中排名第 15 位, 申万电子行业归母净利润增速 2.77%, 在 28 个一级行业中排名第 18 位, 两项均处于行业中后位置。(此处数据统计口径使用 Wind 调整值数据)

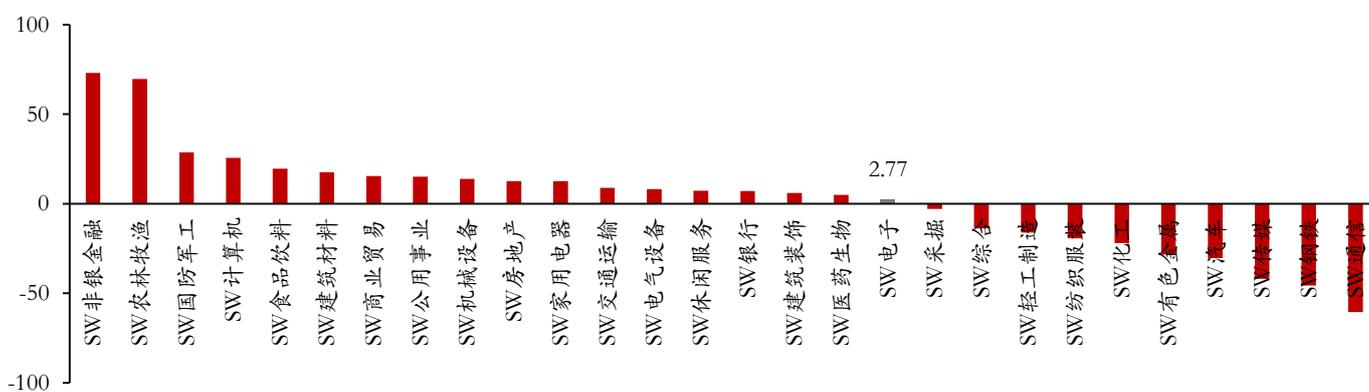
图 10 2019 年前三季度申万一级行业营收同比增速 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

备注：同比数据统计口径使用 Wind 调整值数据

图 11 2019 年前三季度申万一级行业归母净利润同比增速 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

备注：同比数据统计口径使用 Wind 调整值数据

细分子板块业绩分化。受益与国内 5G 建设拉动、国产化替代和下游消费电子复苏，半导体、电子制造板块和元件板块业绩表现出色。2019 年前三季度，SW 元件板块营收增速 13.98%，归母净利润增速 4.03%，分别在五个细分子领域里排名第二、第四，营收表现优异，但利润端相对承压；SW 电子制造板块营收增速 10.38%，归母净利润增速 27.29%，分别在五个细分子领域里排名第二、第一；SW 半导体板块营收增速 9.72%，归母净利润增速 7.79%，分别在五个细分子领域里排名第三、第二；而光学光电子板块表现则差强人意，这主要是受液晶面板价格下跌，LED 景气度低迷的影响。前三季度，光学光电子板块营收增速 0.35%，归母净利润增速-38.37%，双项排名垫底。

图 12 2019 前三季度细分领域营收、归母净利润增速排名

细分板块	营收同比 (%)	排名	归母净利润同比 (%)	排名
SW 半导体	9.72	3	7.79	2
SW 元件 II	13.98	1	4.03	4

SW 光学光电子	0.35	5	-38.37	5
SW 其他电子II	6.07	4	4.56	3
SW 电子制造	10.38	2	27.29	1

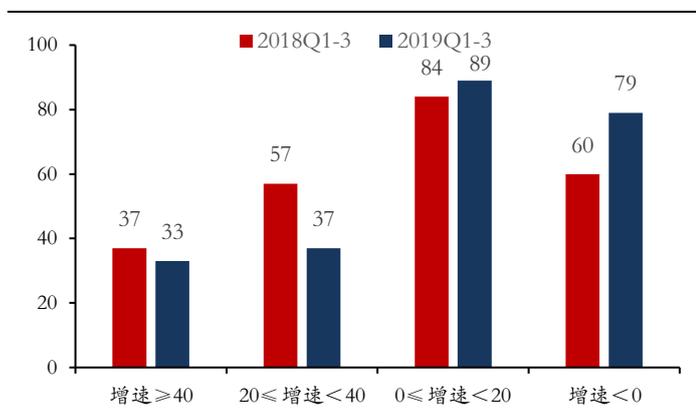
资料来源：Wind，万和证券研究所

备注：同比数据统计口径使用Wind调整值数据

个股业绩普遍下滑，负增长企业大幅增加。我们以申万电子板块全部 259 家上市公司为统计对象，剔除 21 家 18 年 3 季度以后上市的数据不全的公司，按 0%、20%、40% 的归母净利润增速为断点划分上市公司区间，分析发现电子行业上市公司盈利能力普遍下降，高增速企业（增速 \geq 20%）数量减少，微增速企业（0% \leq 增速 $<$ 20%）数量略微上涨，负增长企业数量大幅上涨。

2019 年前三季度营收增速为负的企业数为 79 家，占比 33.19%，较去年同期增加 19 家，归母净利润增速为负的企业数为 107 家，占比 44.96%，较去年同期增加 15 家；营收增速在 0%-20% 区间的企业总数为 89 家，占比 37.39%，较去年同期增加 5 家，归母净利润增速为负的企业数为 47 家，占比 19.75%，较去年同期增加 8 家；营收增速大于 20% 区间的高增企业总数为 70 家，占比 29.41%，较去年同期减少 24 家，归母净利润增速大于 20% 的企业数为 84 家，占比 35.29%，较去年同期减少 23 家。

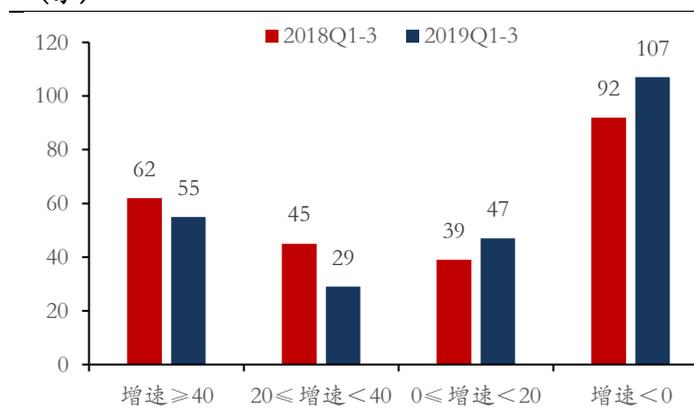
图表 13 2018、2019 前三季度个股营收增速区间（家）



资料来源：Wind，万和证券研究所

备注：剔除 21 家数据不全公司，主要为 18 年 3 季度以后上市公司

图表 14 2018、2019 前三季度个股归母净利润增速区间（家）



资料来源：Wind，万和证券研究所

备注：剔除 21 家数据不全公司，主要为 18 年 3 季度以后上市公司

毛利率整体下行，盈利能力下滑。2019 年前三季度申万电子行业毛利率 15.48%，持续下滑态势；净利率 4.46%，同比也在下滑通道上。行业整体盈利能力面临较大挑战。分板块来看，半导体板块毛利率 23.89% 高居榜首，其他依次为光学光电子 17.08%、电子元件 16.90%、电子制造 15.48%、其他电子 10.38%。

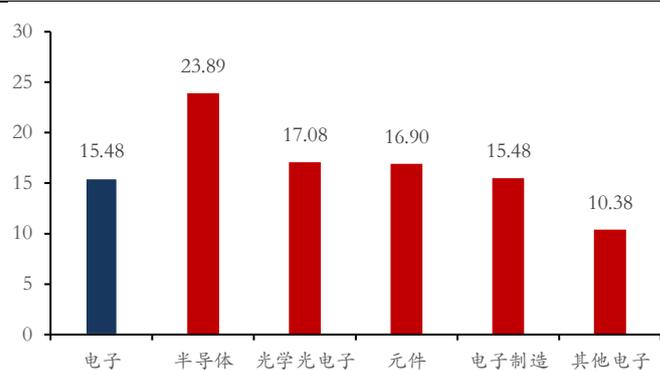
图表 15 前三季度电子板块毛利率变化趋势 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

备注: 上表中数据均为历年 Q1-3 数据

图表 16 2019 前三季度电子细分板块毛利率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

二、细分板块分析

1. 半导体

2019 年前三季度申万半导体板块整体实现营收 865.96 亿元, 同比+4.15%; 实现归母净利润 55.37 亿元, 在整体行业营收微增的情况下, 实现净利润 35.07% 的增长。三季度营收 335.94 亿元, 环比+11.25%; 实现归母净利润 26.15 亿元, 环比+41.33%。申万半导体板块 44 家公司里, 营业收入同比增长的有 31 家, 下降的有 13 家, 其中睿创微纳、卓胜微、博通集成、汇顶科技几乎实现成倍增长, 其增速分别为 133.21%、123.80%、113.66%、97.77%; 归母净利润同比增长的有 24 家, 下降的有 20 家, 其中汇顶科技、北京君正、睿创微纳、卓胜微分别实现 437.22%、212.20%、143.41%、135.03% 的增长。我国半导体行业目前仍旧保持着增长的趋势, 受中美贸易摩擦的影响, 无论是从行业发展的趋势上还是政策导向的驱动上, 半导体行业的自主化将变得越来越重要, 随着 5G 带动的下游需求拉动, 半导体行业将迎来新一轮爆发。

图表 17 前三季度半导体板块营收及增速 (亿元)



图表 18 前三季度半导体板块归母净利润及增速 (亿元)



资料来源：Wind，万和证券研究所
备注：上表中数据均为历年 Q1-3 数据

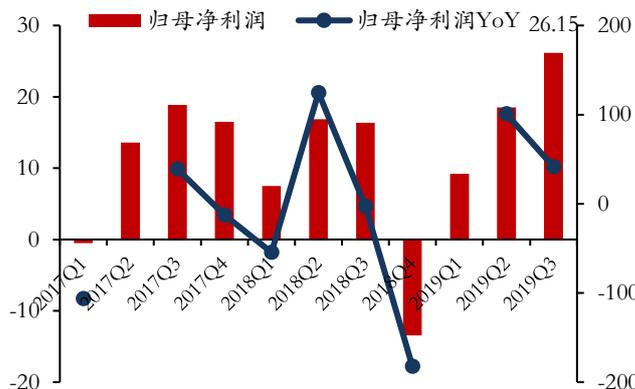
图表 19 季度半导体板块营收及增速 (亿元)



资料来源：Wind，万和证券研究所

资料来源：Wind，万和证券研究所
备注：上表中数据均为历年 Q1-3 数据

图表 20 季度半导体板块归母净利润及增速 (亿元)



资料来源：Wind，万和证券研究所

从盈利能力来看，2019 年前三季度半导体行业销售毛利率 23.89%，较去年同期提高 0.39 个百分点，其中半导体材料和集成电路板块毛利率上涨，其值分别为 35.59%和 23.02%，较去年同期增加 1.28、0.25 个百分点，分立器件板块毛利率 25.67%则较去年同期下降 1.57 个百分点；半导体行业销售净利率 6.71%，较去年同期有所上升，其中集成电路板块和半导体材料板块毛利率为 6.25%和 9.73%，分别较去年同期增加 2.04、0.15 个百分点，分立器件板块毛利率 10.82%，较去年同期减少 2.34 个百分点。

图表 21 前三季度半导体板块销售毛利率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所
备注：上表中数据均为历年 Q1-3 数据

图表 22 前三季度半导体板块销售净利率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所
备注：上表中数据均为历年 Q1-3 数据

重点公司跟踪：

卓胜微：公司 2019 年上半年，营业收入 4.70 亿元，同比增长 159.08%；整体毛利率 52.67%，同比上升 0.84pct；归母净利润 1.70 亿元，同比增长 150.99%。

公司 2019 年切入华为供应链，目前开关、LNA 等产品放量情况较好，推动 Q3 业绩大增。增长逻辑：5G 对射频技术要求更高，国产化替代将增加射频领域需求，未来该领域有较大的成长空间。

2. 印刷电路板

5G 建设拉动 PCB 板块走出一波高景气行情。2019 年前三季度，申万 PCB 板块实现营业收入合计 953.67 亿元，同比+36.51%，维持高速增长状态；实现归母净利润 84.36 亿元，同比+27.37%，行业净利润持续走高。三季度，实现营业收入 365.26 亿元，环比+51.72%；实现归母净利润 39.72 亿元，环比+45.78%。当前，PCB 板块走出一波高景气行情，这主要受益于 5G 建设的持续拉动。在申万印制电路板板块 24 家公司里，营业收入同比增长的有 19 家，下降的有 5 家，其中前三名深南电路、沪电股份、博敏电子分别实现 43.50%、30.18%、25.82% 的增长；归母净利润同比增长的有 17 家，下降的有 7 家，其中前三名天津普林、沪电股份、深南电路分别实现 148.49%、122.13%、83.40% 的增长。

图表 23 前三季度 PCB 板块营业收入及增速 (亿元, %)



资料来源：Wind，万和证券研究所

备注：上表中数据均为历年 Q1-3 数据

图表 24 前三季度 PCB 板块归母净利润及增速 (亿元, %)



资料来源：Wind，万和证券研究所

备注：上表中数据均为历年 Q1-3 数据

图表 25 季度 PCB 板块营业收入及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 26 季度 PCB 板块归母净利润及增速 (亿元, %)

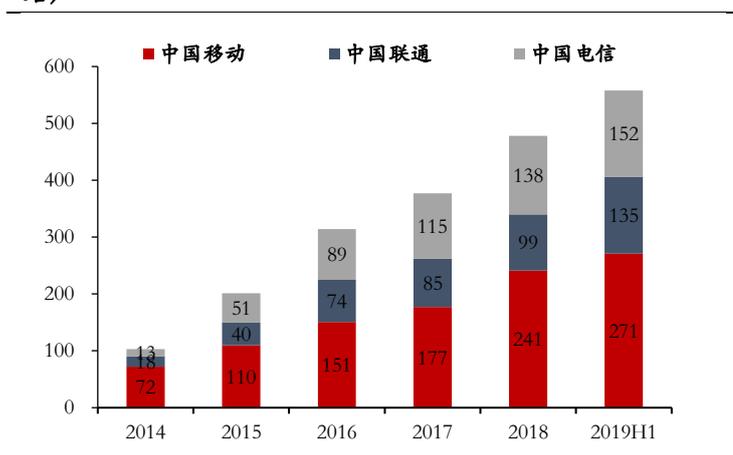


资料来源: Wind, 万和证券研究所

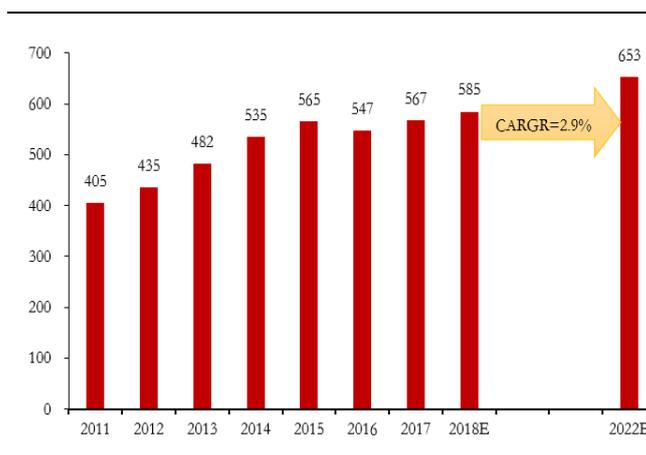
下游通讯、消费电子领域先后受益。随着 5G 技术的推进进程, 下游通讯、消费电子领域将先后受益。5G 建设初起, 通信基建领域先行起步, 通信设备对 8-16 高多层板、封装基板需求最先放量; 随着 5G 布局的完善化, 消费电子领域 5G 推动的手机换机潮将持续放量, 以 VR/AR、可穿戴设备等智能终端有望全面爆发, HDI 及挠性板需求随之大增。

5G 通信技术的演进将促使通信设施的换代和重建, 根据 TBR 预测, 全球 5G 资本开支在 2022 年将达到 120 亿美元, 且赛迪顾问预计中国国内基站数量将是 4G 基站的 1.1~1.5 倍, 而截至 2019H1 三大运营商 4G 宏基站的总数达到 558 万站, 考虑到中国移动将主要在 2.6GHz 频段建设 5G 网络, 中国电信、中国联通 3.5GHz 建网, 我们预计 5G 宏基站总数有望达到 600 万站, 全球 5G 宏基站总数有望突破 1000 万站, 以 7 年内 (2019-2025) 建设 600 万 5G 宏基站进行测算, 我们认为国内三家运营商 2019 年新建 15 万左右 5G 宏基站, 5G 投资高峰期将在 2022 年左右到来, 可以预见 5G 建设将在未来 3-5 年显著拉动 PCB 产业链景气度。

图表 27 2014-2019H1 三大运营商 4G 宏基站累计数目 (万站)



图表 28 2014-2022E 通信电子产品产值 (十亿美元)



近年 AR（增强现实）、VR（虚拟现实）、平板电脑、可穿戴设备频频成为消费电子行业热点，叠加全球消费升级之大趋势，消费者逐渐从以往的物质型消费走向服务型、品质型消费。目前，消费电子行业正在酝酿下一个以 AI、IoT、智能家居为代表的新蓝海，创新型消费电子产品层出不穷，并将渗透消费者生活的方方面面。据 Prismark 统计，2017 年全球消费电子领域 PCB 产值预估达 79 亿美元，占全球 PCB 产业总产值的 13.4%，而 2017 年下游消费电子行业电子产品产值预估达到 2,570 亿美元，预计 2017 年-2022 年消费电子行业复合增长率为 4.6%。

盈利水平基本保持稳定。2019 年前三季度 PCB 板块销售毛利率 23.03%，较上年同期增加 0.26 个百分点，较 2017 年水平略有上升，这主要因 2017 年后上游覆铜板价格有所回落，原材料价格有所降低；销售净利率 9.14%，较上年同期减少 0.71 个百分点，这主要归功于各大厂商纷纷推进智能化建设，注重管理效率的提升，使得内部成本有所降低，盈利水平不断提高。随着 5G 对高频、高速等高层次板块需求的增加，多数厂商纷纷增加研发投入，未来随着产品结构的升级，行业利润水平有望继续提高。

图表 29 前三季度 PCB 板块销售毛利率、销售净利率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

备注：上表中数据均为历年 Q1-3 数据

PCB 厂商纷纷扩产增量，需警惕库存增加带来产品价格下降的风险。由于 5G 对高端 PCB 板需求的增加，多数 PCB 厂商纷纷投资建厂，随着产能建设的推进，2019 年、2020 年 PCB 行业产能将有一个大的放量，行业供需有望双增，规模效益凸显，行业成长可期，但须警惕产能扩张造成行业库存增加，价格下跌的风险。

重点公司跟踪：

沪电股份：公司 2019 年前三季度实现营收 50.10 亿元，同比增长 30.18%，归母净利润 8.51 亿元，同比增长 122.13%。这主要源于人工智慧、虚拟货币和高速运算中心等新应用领域需求拉动。公司以企业通讯市场板、中高阶汽车板为主，并以工业设备板等为有力补充，广泛应用于通讯设备、汽车、工业设备、微波射频等多个领域。当前公司已参与到全球各地多处 5G 试验网的建设。随着，全球 5G 正在进入商用部署的关键期，预计 2019 年 5G 将继续拉动公司业绩大爆发。

生益科技：公司 2019 年前三季度实现营收 94.7 亿元，同比增加 5.53%，归属于上市公司股东的净利润 10.42 亿元，同比增加 28.66%。2019 年三季度单季度营收为 34.97 亿元，同比增长 10.44%，环比增加 8%，继二季度以后又创下公司单季度营收新高。公司是国内覆铜板龙头企业，目前业务已拓展到覆铜板下游 PCB 产业，客户主要是华为、中兴、三星和诺基亚等通信设备商。当前，公司高速材料紧紧抓住服务器的认证实现销量提升，高频材料基于过去多年的积累以及 5G 带来通信领域业务放量，抓住机遇实现了认证和销量的重大突破，并随着材料国产化的趋势有望实现销量增长。

3. 光学光电子板块

行业景气度下行，业绩不容乐观。2019 年前三季度申万光学光电子板块合计实现营业收入 3721.61 亿元，同比+33.8%；实现归母净利润 113.4 亿元，同比-25.23%。三季度，实现营业收入 1308.54 亿元，环比+12.43%；实现归母净利润 29.85 亿元，环比-26.58%。行业规模虽然在持续扩大，但利润持续下行。

申万光学光电子板块 76 家公司中，营业收入同比增长的有 46 家，下降的有 30 家，排名前三的公司为彩虹股份、聚灿光电、维信诺，分别录得 404.73%、107.97%、102.45%的增速；归母净利润同比增长的有 37 家，下降的有 39 家，排名前三的公司为长方集团、锦富技术、雷曼光电，分别录得 520.63%、192.30%、181.02%的增速。

图表 30 前三季度光学光电子板块营业收入及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

备注: 上表中数据均为历年 Q1-3 数据

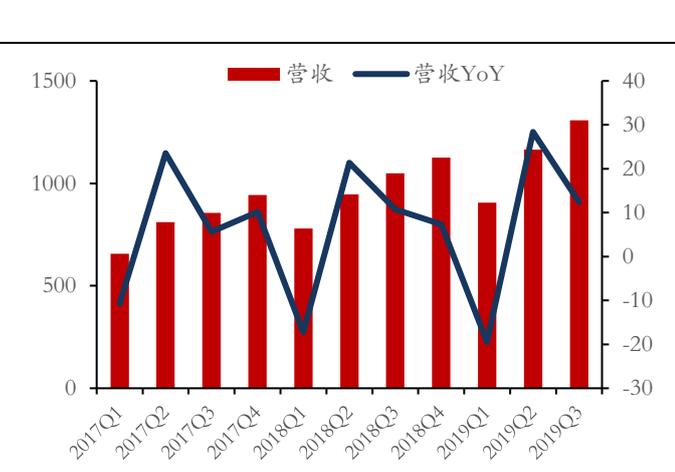
图表 31 前三季度光学光电子归母净利润及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

备注: 上表中数据均为历年 Q1-3 数据

图表 32 季度光学光电子板块营业收入及增速(亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 33 季度光学光电子板块归母净利润及增速 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

从盈利水平来看,2019 年前三季度销售毛利率 17.08%,较去年同期下降 2.57 个百分点;销售净利率 2.54%,较去年同期下降 2.36 个百分点。行业盈利水平自 17 年短暂冲高后,持续下降,业绩不容乐观。

图表 34 季度光学光电子板块销售毛利率、销售净利率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

备注: 上表中数据均为历年 Q1-3 数据

4.1 显示器件

行业低谷，业绩表现不佳。2019 年前三季度，申万显示器件板块整体营业收入 2510.57 亿元，同比+47.17%，营收增长幅度较大；归母净利润 66.57 亿元，同比+17.76%，较去年同期-48.64%的增速有较大改善。三季度，实现营业收入 867.18 亿元，环比+13.68%；实现归母净利润 9.73 亿元，环比-69.42%。行业规模虽然在持续扩大，但利润持续下行。我们可以发现国内面板行业虽然在规模上持续扩大，但由于行业供需失衡，液晶电视价格暴跌，行业盈利能力堪忧，仍旧深处寒冬。

申万显示器件三级子板块 34 家公司中，营业收入同比增长的有 19 家，下降的有 15 家，排名前三的公司为彩虹股份、维信诺、深纺织，分别录得 404.73%、102.45%、80.82%的增速；归母净利润同比增长的有 15 家，下降的有 19 家，排名前三的公司为莱宝高科、*ST 宇顺、联创电子，分别录得 32.45%、24.22%、22.42%的增速。

图表 35 前三季度显示器件营收及增速 (亿元, %)



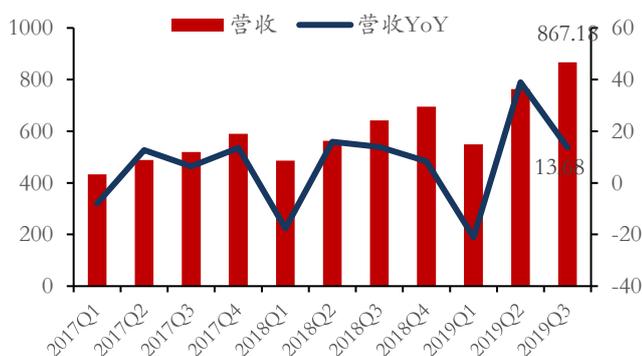
资料来源：Wind，万和证券研究所
备注：上表中数据均为历年 Q1-3 数据

图表 36 前三季度显示器件归母净利润及增速(亿元,%)



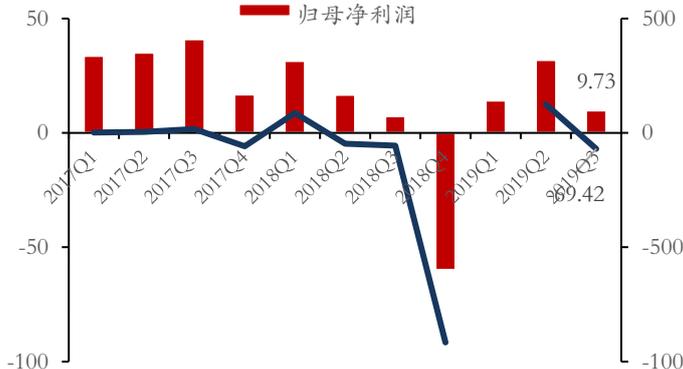
资料来源：Wind，万和证券研究所
备注：上表中数据均为历年 Q1-3 数据

图表 37 季度显示器件营收及增速 (亿元, %)



资料来源：Wind，万和证券研究所

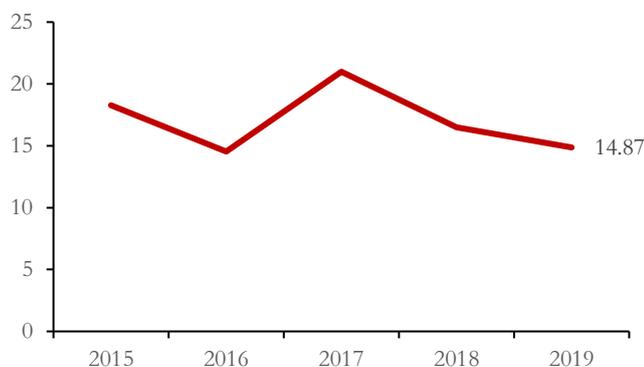
图表 38 季度显示器件归母净利润及增速 (亿元, %)



资料来源：Wind，万和证券研究所

受面板价格下跌拖累，盈利能力持续下滑。2019 前三季度显示器件板块销售毛利率 14.87%，同比减少 1.63 个百分点，环比减少 0.61 个百分点。行业整体盈利水平处于较低水平，面板价格下跌是拖累行业整体盈利水平的最主要原因。

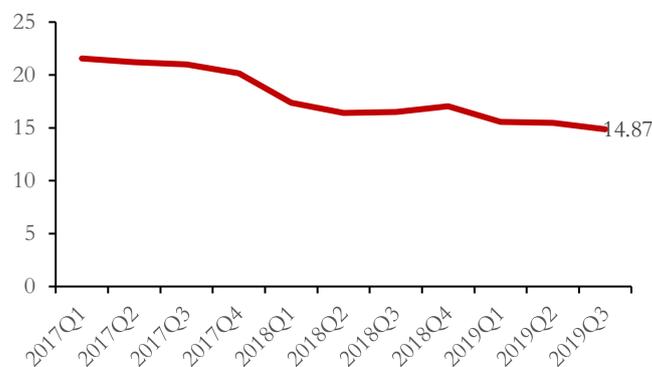
图表 39 前三季度显示器件板块销售毛利率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

备注：上表中数据均为历年 Q1-3 数据

图表 40 季度显示器件板块销售毛利率 (%)



资料来源：Wind，万和证券研究所

供需失衡，导致价格持续下行，四季度或将继续底部徘徊。面板行业具有较强的周期性，自 17 年面板价格触底后，行业进入下行周期，在加上 18 年贸易摩擦和下游制造商去库存的影响，价格持续走低。从需求端来看，下游市场趋于饱和，新的产品更换周期还未到来。根据中商产业研究院数据显示，面板下游彩电行业形势不容乐观，预计 2018 全年中国市场彩电预计销量将达 4500 万台，预测 2019 年整体销量或出现下滑 3-5 个百分点的可能。虽然 4K、8K 电视、OLED 屏有引领行业新趋势的可能，但目前终端需求暂未释放，行业新的周期尚未到来。从供给端看，面板行业主要依靠规模效益为竞争力，行业存在周期底部扩建厂能的特点。目前市场上京东方、LG、三星、群创光电为主要的面板供应商，其出货量占市场总量的六成以上，并且新的产能还在不断释放中。根据群智咨询数据显示，2018 年下半年全球液晶面板产能面积同比增速 10.3%，2019 年上半年产能面积同比增速 12.2%，随着新建厂线的不断投厂，预期未来产能还将继续扩大。目前市场供大于求，导致面板价格持续下探，2019 年上半年，32 寸、50 寸、55 寸、65 寸面板价格分别下降 10%、8%、17%、14%，三季度面板价格继续下探，预计四季度面板价格将继续底部徘徊。

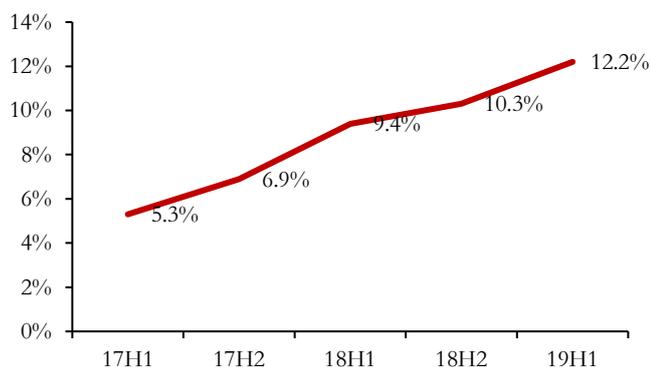
图表 41 2019 年 TV 面板价格月度数据 (美元)

尺寸	32"	39.5"/40"	43"	49"	50"	55"	65"	
分辨率	1366*768	1920*1080	1920*1081	1920*1082	3840*2160	3840*2161	3840*2162	3840*2163
1 月	42	68	84	101	108	110	140	223

2月	42	68	84	101	108	110	136	215
3月	44	69	86	101	108	110	135	213
4月	45	70	88	101	108	110	134	210
5月	42	68	86	101	108	109	128	203
6月E	38	68	83	97	104	104	123	193
7月	35	66	75	91	97	95	109	181
8月	33	62	69	86	92	87	102	171
9月	33	61	67	84	88	86	101	169
10月	33	61	66	83	87	85	100	168
11月E	33	61	66	83	87	85	100	168

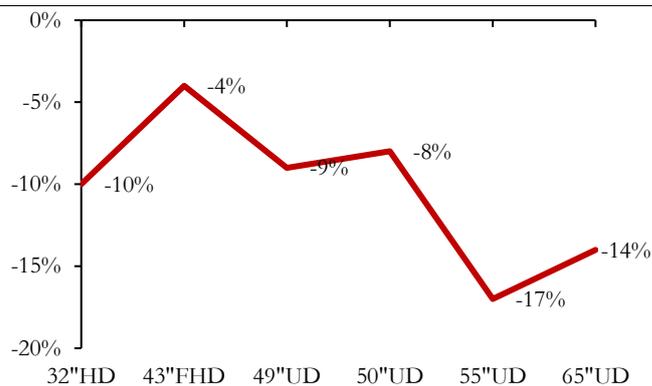
资料来源：群智咨询，万和证券研究所

图表 42 全球液晶电视面板半年度厂能面积增速 (%)



资料来源：Sigmaintell，万和证券研究所

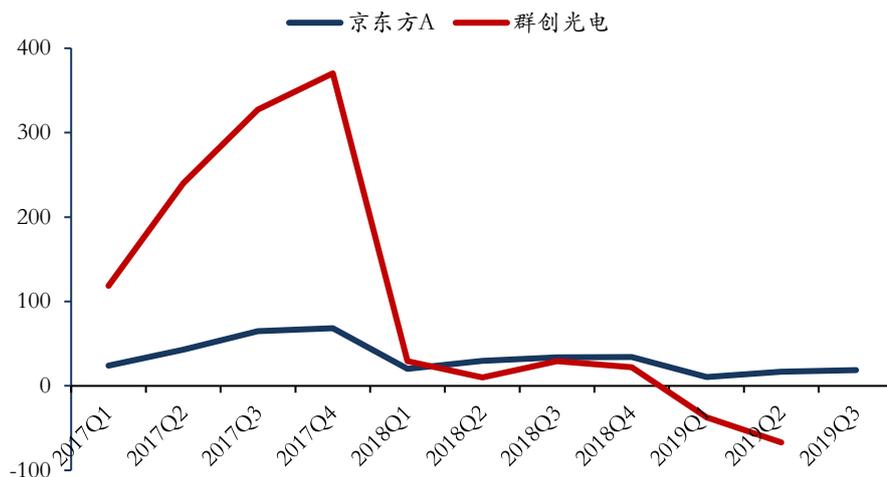
图表 43 2019H1 液晶电视面板主流尺寸价格降幅 (%)



资料来源：Sigmaintell，万和证券研究所

LCD 即将跌破成本价，面板厂纷纷缩减产能。当前 LCD 面板价格大跌主要由于国内的 LCD 面板厂，包括京东方、华星光电等，在过去一两年内大尺寸屏产能大幅扩张，造成市场上同质产品竞争加剧。国内厂商通过杀价抢占市场份额，韩国三星和 LG、台湾群创和友达等面板厂商不仅面临市场份额的损失，还遭受利润的亏损。我们将国内京东方和台湾群创光电季度净利润数据对比发现，自 2018 年一季度开始，受行业竞争加剧影响，这两家公司净利润持续下滑，但京东方利润水平由落后转向赶超群创光电，到 2019 年，两家企业净利润水平差距开始急剧拉大。虽然行业处于底部，但这一轮价格下跌，国内企业实则借机获益。但持续杀价的局面是不可持续的，根据 IHS Markit 调研的数据，2019 年 Q1 全球面板厂商的平均产能利用率为 89%，Q2 跌至 82%，Q3 季度预计还将持续下降。随着产能的消减，行业库存将逐步出清，行业盈利水平将有所改善。

图表 44 2017-2019 年京东方和群创光电季度净利润对比 (亿元)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

OLED 接替 LCD 成为新的增长点。在全球 OLED 供应商格局中,韩国占据相对主导地位,中国企业则处于第二梯队奋起追赶。预计到 2020 年,中国 OLED 产能将占据全球产能 28%左右,成为全球 OLED 供应第二极。国内京东方、华星光电、维信诺、深天马、信利等企业纷纷投资 6 代柔性 OLED 面板产线外,仅以 6 代柔性 OLED 面板产线数量来看,2019 年中国内地已建和在建的加起来,总共约有 11 条产线。

图表 45 2018-2019 年国内 OLED、LCD 产线投资情况 (亿元)

国内企业 OLED 产线投资情况				
企业	产线	地点	量产时间	投资额
京东方	柔性 OLED/LPTS	成都一期	2017	220
柔宇科技	柔性 OLED	深圳	2017	100
深天马	6 代柔性 OLED	武汉	2017	120
曼格科技	6 代 AMOLED	宁波	2018	400
京东方	柔性 OLED/LPTS	成都二期	2018	245
华星光电	6 代柔性 OLED	武汉	2018	350
信利光电	5.5 代 AMOLED	惠州	2018	188
国显光电	5.5 代 AMOLED	昆山	2018	32
京东方	6 代柔性 OLED	绵阳	2019	465
国显光电	6 代 OLED	固安	2019	262
和辉光电	6 代 OLED	上海	2019	273
国内企业 LCD 产线投资情况				
企业	产线	地点	量产时间	投资额
京东方	8 代线	福州	2017	300
中电熊猫	8.6 代线	咸阳	2017	280
惠科	8 代线	重庆一期	2017	120
富士康	6 代线	贵州	2017	300
华映科技	6 代线	莆田	2017	120
京东方	10.5 代线	合肥	2018	400

中电熊猫	8.6 代线	成都	2018	280
富士康	6 代 LTPS	郑州	2018	280
华星光电	11 代线	深圳	2019	538
惠科	8 代线	重庆二期	2019	120
富士康	10.5 代线	广州	2019	600

资料来源：Wind，万和证券研究所

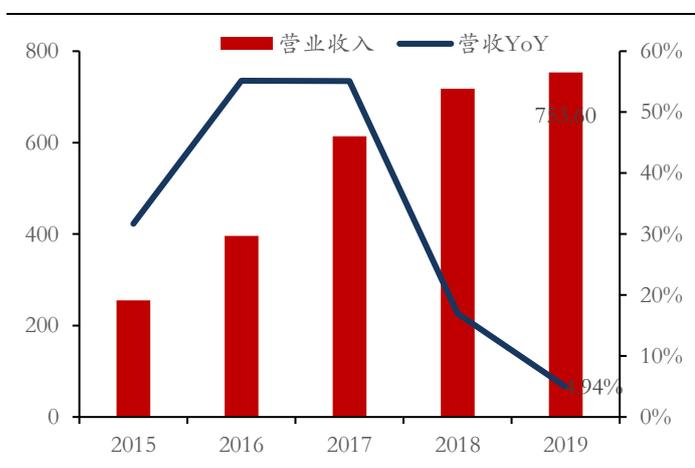
重点公司跟踪：

京东方：公司 2019 年前三季度公司实现营收 857.22 亿元，同比增加 23.40%，实现归母净利润 18.52 亿元，同比减少 45.18%，2019 年第三季度实现营收 306.83 亿元，同比增加 18.05%，实现归属母东净利润 1.84 亿元，同比减少 54.49%。当前面板价格持续下滑，拖累公司盈利能力，看好 OLED 产线良率提升带来的行业变革，预计 LCD 供需结构将持续改善，公司作为国内面板行业龙头，规模将与日俱增，其国际话语权也将不断提升。

4.2 LED

行业需求放缓，前三季度净利润负增长。2019 年前三季度，LED 板块整体营业收入 753.60 亿元，同比+4.94%；归母净利润 35.50 亿元，同比-52.14%，下降幅度较大，主要系行业景气度下行，市场竞争加剧影响，利润端受损。2019 年前三季度，LED 板块销售毛利率 27.22%，比去年同期减少 1.46 个百分点，分季度来看，三季度毛利率延续下降趋势，较二季度下降 0.18 个百分点。

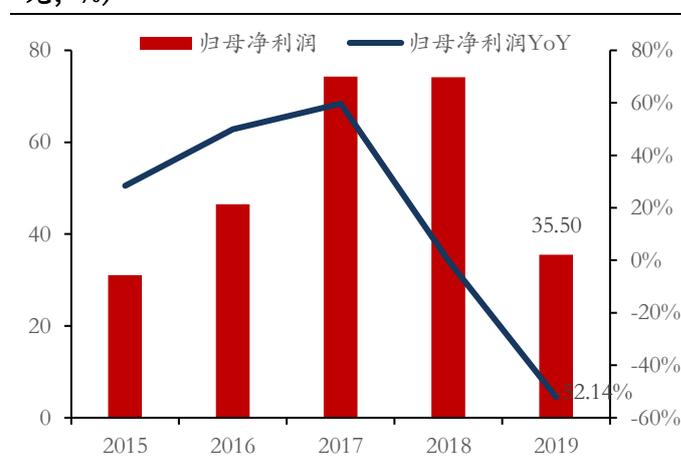
图表 46 前三季度 LED 板块营收及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

备注：上表中数据均为历年 Q1-3 数据

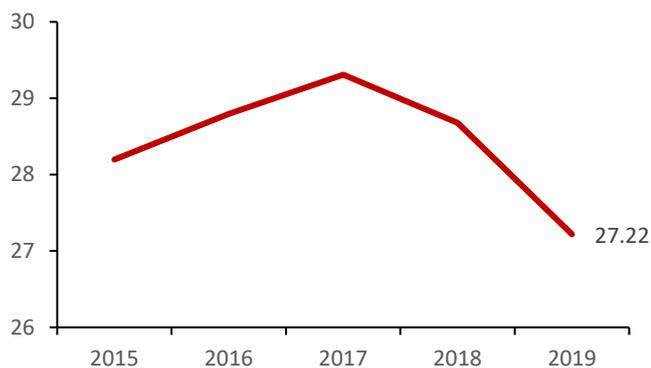
图表 47 前三季度 LED 板块归母净利润及增速（亿元，%）



资料来源：Wind，万和证券研究所

备注：上表中数据均为历年 Q1-3 数据

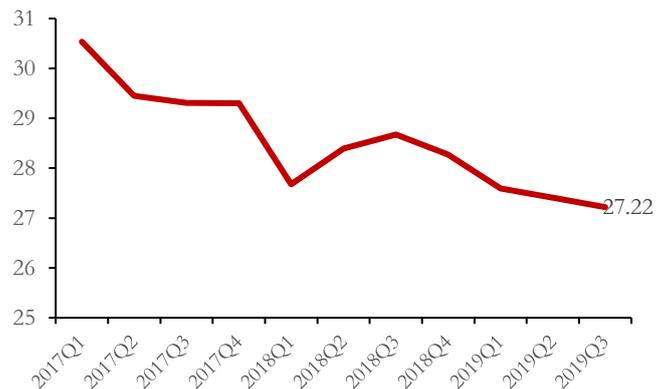
图表 48 前三季度LED板块毛利率(%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

备注: 上表中数据均为历年 Q1-3 数据

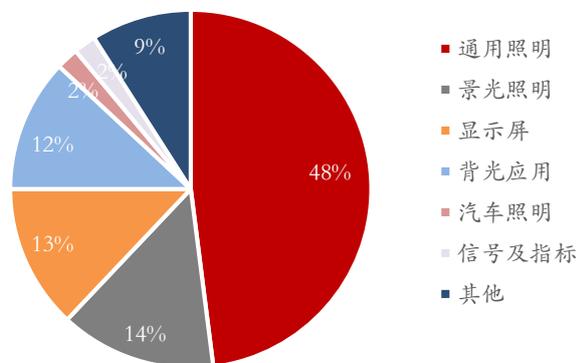
图表 49 季度LED板块毛利率(%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

市场趋于成熟，行业亟待新的增长点。LED 主要应用于显示和照明领域，显示领域小间距屏自 13 年爆发后，需求逐年缩窄；而照明领域当前主要应用于政府智慧城市建设，产业正处于爆发期，但业绩持续期较短。预计到 2020 年 LED 照明产品国内市场渗透率将达到 78%，照明领域市场空间即将触及产业天花板。

图表 50 LED 应用领域分布情况 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 51 2015-2020 中国 LED 照明产品产量及国内市场渗透率预测 (亿只, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

Mini LED 蓄势待发，蓝海渐近。Mini LED 是小间距 LED 和 Micro LED 的过渡方案。小间距 LED 显示屏是指 LED 点间距在 P2.5 及以下的室内 LED 显示屏，目前市场已趋向红海。相较传统小间距 LED，MiniLED 既承接了小间距 LED 高效率、高可靠性、高亮度和反应时间快的特性，在耗能、反应时间、可视角上又有着一定的优势；对比 MicroLED，MiniLED 采用的封装技术可兼容大部分生产设备，由于 MicroLED 尺寸小于 $100\mu\text{m}$，需要芯片巨量转移技术才可完成封装，这一技术难度高，尚未成熟，因此 MiniLED 凭借优于传统 LED 和技术生产易于 MicroLED 的优势，愈发得到关注。2018

年全球 MiniLED 的应用市场规模达到 3 亿元，预测 2020 年 MiniLED 市场规模将达 22 亿元，年复合增长率高达 175%，Mini LED 有望替代小间距 LED，开辟 LED 行业新的蓝海。

图表 52 小间距 LED/MiniLED/MicroLED 性能对比

类别	小间距 LED	Mini-LED	Micro-LED
尺寸	500 μ m	100-200 μ m	<100 μ m
技术	自发光	自发光/背光	自发光
封装技术	SMD/COB	倒装 COB/“四合一”	巨能转移
NTSC 色域	110%	80-110%	140%
最大可视角（垂直/水平）	160° -170° /160° -170°	178° /178°	178° /178°
寿命	10 万小时	10 万小时	8-10 万小时
反应时间	>纳秒级	纳秒级	纳秒级
平均能耗	高	低	低

资料来源：中国产业信息网，万和证券研究所

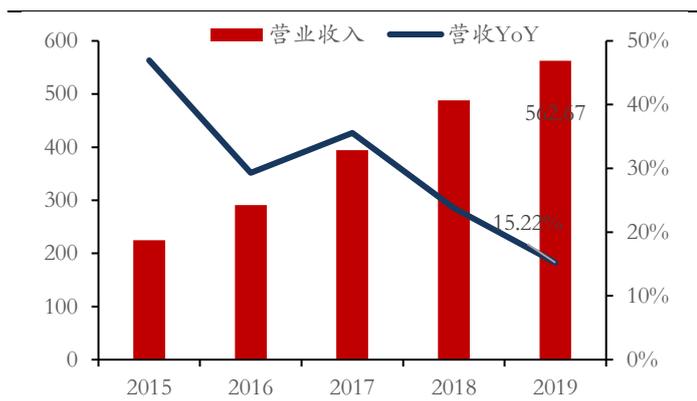
重点公司跟踪：

洲明科技：公司 2019 年前三季度实现营业收入 40.00 亿元，同比增 25.58%，实现归母净利润 4.03 亿元，同比增长 24.49%，实现扣非净利润 3.77 亿元，同比增长 21.20%。三季度单季度实现营业收入 14.58 亿元，同比增长 26.75%，实现归母净利润 1.48 亿元，同比增长 20.8%，实现扣非净利润 1.4 亿元，同比增长 20.82%。公司业绩维持高速增长，同时 LED 显示业务与照明业务双轮驱动。小间距屏虽然景气度有所下滑，但整个市场驱动逻辑是，上游成本下降带动下游销售价格下降，带动整个市场空间的打开；照明领域的主要驱动逻辑是 5G、智慧城市的推动带动智慧路灯、景观照明的发展。

4. 安防

业绩企稳，增速趋缓。我们以海康威视和大华股份两家公司作为安防行业的代表企业。2019 年前三季度，两家公司营收合计 562.67 亿元，同比+15.22%，较去年同期下降 8.56 个百分点；归母净利润合计 99.05 亿元，同比+10.55%。行业增速趋缓，主要受宏观经济和中美贸易摩擦影响。三季度两家公司营收合计 215.37 亿元，环比+5.37%，归母净利润合计 44.49 亿元，环比 23.48%，三季度表现好于一、二季度。

图表 53 前三季度海康、大华营业收入及增速(亿元,%)



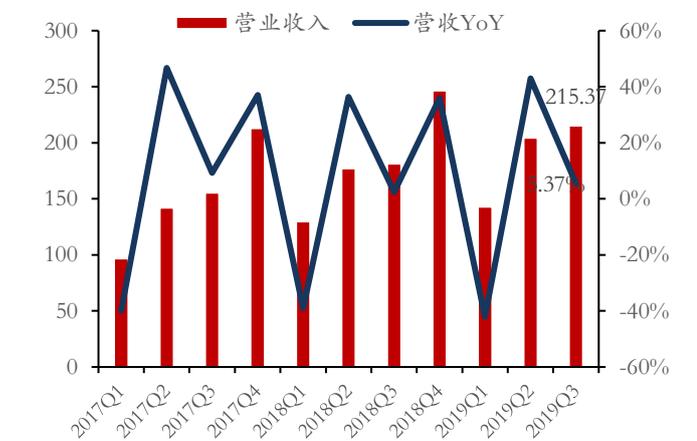
资料来源: Wind, 万和证券研究所
备注: 上表中数据均为历年 Q1-3 数据

图表 54 前三季度海康、大华归母净利润及增速(亿元,%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所
备注: 上表中数据均为历年 Q1-3 数据

图表 55 季度海康、大华营业收入及增速(亿元,%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

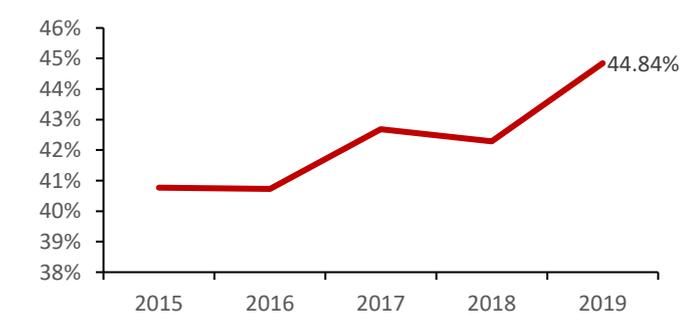
图表 56 季度海康、大华归母净利润及增速(亿元,%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

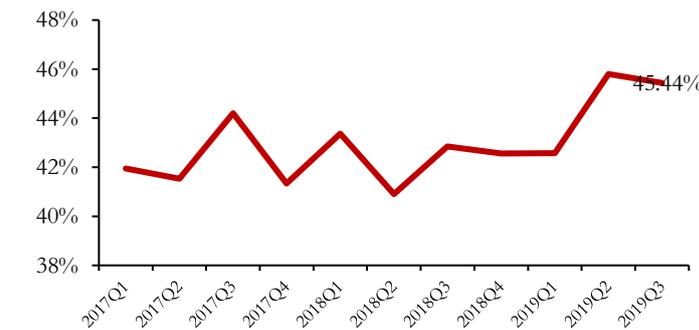
盈利能力改善。2019 年前三季度,海康、大华合计毛利率 44.84%,比上年同期上升 2.56 个百分点。毛利率的提高表明行业在成本端有所改善,贸易摩擦的加剧,使得行业上游国产化替代加速,尤其是芯片的部分替代,使得行业毛利水平提升显著。但盈利的改善集中体现在二季度,三季度毛利率 45.44%,较二季度降低 0.36 个百分点,稍有下滑。

图表 57 前三季度海康、大华毛利率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所
备注: 上表中数据均为历年 Q1-3 数据

图表 58 季度海康、大华毛利率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

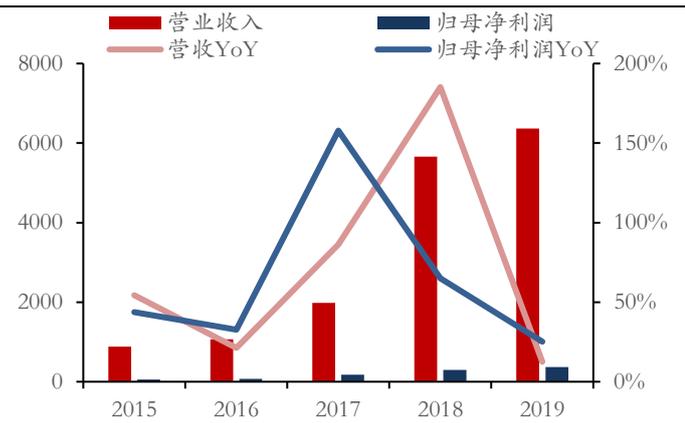
重点公司跟踪:

海康威视: 2019 年前三季度实现营业收入 398.39 亿元, 同比增长 17.86%; 实现归母净利润 80.27 亿元, 同比增长 8.54%。三季度单季的营收和净利润分别为 159 和 38 亿元, 同比分别增长 23%和 17%, 相比二季度增速进一步提升。三季度单季毛利率维持在 46.6%的较高水平, 净利率重返 23.9%的较高水平。虽然在 2019 年 10 月份, 公司被列入美国出口管制实体清单, 但是视频监控行业国产化程度高, 仅有服务器 CPU、GPU 等少数零部件依赖美国进口。海康从 1 年多之前就对原材料风险有所重视, 全面开展了美国元器件的替代工作。目前绝大多数美国元器件都可进行直接替代或通过新的设计方案进行替代, 不会影响产品性能或影响较为轻微。公司是安防行业的龙头企业, 其竞争优势主要依赖其完备的渠道优势。随着 AI 时代的推进, 公司提出构建“AICloud”架构, 提供一体化的视频监控解决方案, 并推动边缘智能化。

5. 电子制造

零部件厂商受益, Q3 净利润高企。 2019 年前三季度, 申万电子制造板块实现营业收入合计 6367.16 亿元, 同比+12.53%; 实现归母净利润 366.78 亿元, 同比+25.18%。三季度, 实现营业收入 2543.45 亿元, 环比+22.79%; 实现归母净利润 173.96 亿元, 环比+57.99%。电子制造板块企业覆盖范围广、技术壁垒较低, 主要受益于规模优势。2019 年以来, 受智能手机和智能可穿戴更新迭代影响, 下游零部件厂商明显受益。当前, 以苹果 AirPods Pro 降噪耳机为代表的 TWS 市场火热, 带动无线耳机、蓝牙技术的成熟发展, 智能可穿戴市场成为消费电子主要发力点。在申万电子制造板块 63 家公司里, 营业收入同比增长的有 52 家, 下降的有 11 家, 其中前三名智动力、闻泰科技、飞荣达分别录得 194.08%、98.74%、84.72%的增速; 归母净利润同比增长的有 42 家, 下降的有 21 家, 其中前三名智动力、传音控股、领益智造分别录得 914.25%、732.03%、696.62%的增速。

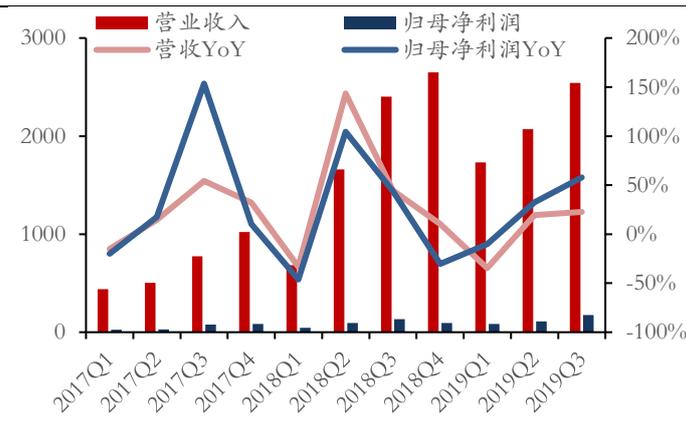
图表 59 前三季度电子制造板块营收、归母净利润及增速情况 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

备注: 上表中数据均为历年 Q1-3 数据

图表 60 季度电子制造板块营收、归母净利润及增速情况 (亿元, %)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

2019 年前三季度电子制造板块销售毛利率 15.48%，较上年同期增长 0.53 个百分点；销售净利率 5.83%，较上年同期增长 0.63 个百分点。从历年趋势看，电子制造板块整体利润水平处在下降轨道上，但 2019 年前三季度有所反弹，这主要归功于消费电子在智能手机和智能可穿戴设备上的复苏，带动零部件厂商集中收益。

图表 61 前三季度智能制造板块销售毛利率、销售净利率 (%)



资料来源: Wind, 万和证券研究所

备注: 上表中数据均为历年 Q1-3 数据

重点公司跟踪:

立讯精密: 公司 2019 年前三季度实现营业收入 378.36 亿元, 较上年同期增长 70.96%; 实现归母净利润 28.88 亿元, 较上年同期增长 74.26%, 三季度单季实现营业收入 163.95 亿, 同比增长 62.24%, 单季度实现归母净利润 13.86 亿, 同比增长 66.74%。公司当前的增长逻辑主要是受益于 AirPods 和 iWatch 的销量和公司份额的大幅提升; 此外无线充电、LCP 天线等产品导入大客

户也将带动收入增长。

三、投资策略与建议

2019 年前三季度电子行业整体业绩稳健但增速趋缓。从细分板块业绩来看，半导体、电子制造和 PCB 板块表现最为亮眼。随着 5G 时代的到来，未来通讯、消费电子、汽车电子领域将发生巨大变化，并带动相关领域的发展，建议可持续关注景气度改善的半导体、电子制造和 PCB 板块的后续投资机会。

四、风险提示

中美贸易摩擦加剧，5G 推行不及预期，下游需求低于预期。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的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，特此声明。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告由本公司研究所撰写,报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道7028号时代科技大厦西座20楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>