

紫光国微 (002049.SZ) 终止收购、韧性不改，安全、特种 IC 两翼齐飞

2020年08月04日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

刘翔（分析师）

liuxiang2@kysec.cn

证书编号：S0790520070002

日期	2020/8/4
当前股价(元)	127.10
一年最高最低(元)	139.52/42.47
总市值(亿元)	771.27
流通市值(亿元)	770.52
总股本(亿股)	6.07
流通股本(亿股)	6.06
近3个月换手率(%)	403.88

● 国产安全 IC、特种 IC 核心厂商，首次覆盖给予“买入”评级

紫光国微是紫光集团旗下半导体设计公司，专注于石英元器件、智能安全芯片、特种集成电路等产品的研发，已成为国内领先的安全芯片和军用芯片厂商。为减轻资金投入压力，2018年和2019年紫光国微分别降低对紫光同创和西安紫光国芯持股比例，剥离了FPGA和存储芯片业务。受益于存储芯片业务的剥离及特种IC持续放量，2020Q1公司归母净利润同比增速高达183.4%。我们预计公司2020-2022年归母净利润为9.08/12.49/16.22亿元，对应EPS为1.50/2.06/2.67元，当前股价对应PE为85/62/48倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 终止收购 Linxens、不改长期价值潜力，金融 IC 国产替代有望加速

2020年7月8日，紫光国微宣布终止定增收购Linxens；Linxens是智能安全芯片微连接器、RFID嵌体及天线等方面的国际领军企业，与紫光国微的安全芯片业务有较强协同作用。紫光国微的THD89产品成功通过国际SOGIS CC EAL6+安全认证，解决了金融IC国产化的技术难点；自2016年以来，我国金融IC累计发卡量保持25%左右的增速提升，且金融IC的国产化率持续提升，预计凭借紫光国微通过SOGIS CC EAL6+安全认证的技术支持，金融IC国产化率有望进一步提升。

● 供应国产大飞机 C919，特种 IC 前景广阔

2020年，紫光国微成为国产大飞机C919的芯片供应商之一，为其提供网络通信类的机载总线交换芯片，意味着公司将全面进入民用航空装备市场；除C919外，紫光国微的FPGA芯片也将应用于无人机市场。2017-2019年，我国国防预算支出同比增速维持在7%左右，并且，相较于其他国家军费支出占GDP比重，2019年我国国防军费占GDP比重仅为1.9%，低于全球平均水平2.2%。随着我国军用装备信息化的持续推进，国产军用芯片极富潜力。

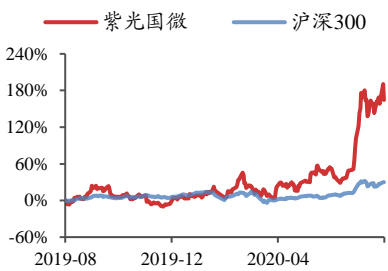
● **风险提示：**受国防装备信息化投资影响，特种IC营收增速存在不确定性；超级SIM卡放量情况存在较大不确定；中低端安全芯片竞争存在进一步加剧风险。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,458	3,430	3,540	4,722	6,092
YOY(%)	34.4	39.5	3.2	33.4	29.0
归母净利润(百万元)	348	406	908	1,249	1,622
YOY(%)	24.3	16.6	123.7	37.6	29.9
毛利率(%)	30.1	35.7	46.5	47.7	47.8
净利率(%)	14.2	11.8	25.6	26.4	26.6
ROE(%)	9.2	9.6	17.9	19.8	20.6
EPS(摊薄/元)	0.57	0.67	1.50	2.06	2.67
P/E(倍)	221.6	190.1	85.0	61.8	47.5
P/B(倍)	20.3	18.4	15.3	12.3	9.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：贝格数据

目 录

1、安全芯片铸就基石，特种 IC 助力腾飞	3
1.1、外延扩张拓宽业务版图，内敛精“剪”优化公司布局	3
1.2、特种 IC 表现持续强势，归母净利润大幅优化	4
2、金融 IC 逐步放量，eSIM 极富潜力	5
3、特种 IC 飞速增长，业务进入高速发展阶段	6
4、盈利预测与投资建议	8
4.1、关键假设	8
4.2、盈利预测与估值	8
5、风险提示	8
附：财务预测摘要	9

图表目录

图 1：紫光国微经历了外延并购和精简业务两个阶段	3
图 2：剥离 FPGA、存储器业务后，紫光国微由六大业务变为四大业务	4
图 3：2016-2019 年紫光国微营业收入加速增长	4
图 4：2020Q1 紫光国微归母净利润大幅增长	4
图 5：2019 年特种集成电路营收占比大幅提升	5
图 6：特种集成电路毛利率持续上升	5
图 7：2016-2019 年智能安全芯片营收稳健增长	5
图 8：预计全球智能卡出货量将呈持续上升趋势	5
图 9：2014-2018 年国内金融 IC 发卡量稳步增长	6
图 10：2016-2019 年国产金融 IC 卡占比持续增长	6
图 11：基于 eSIM 的设备出货量预计 2025 年达到 20 亿	6
图 12：手机领域占据 eSIM 市场主要份额、年均增速 22%	6
图 13：2019 年特种集成电路业务营收大幅上涨	7
图 14：2019 年特种集成电路补助占政府补助比重 87.8%	7
图 15：2014-2019 年中国国防预算支出稳步增长	7
图 16：2019 年中国军费支出占 GDP 比重低于全球平均	7
表 1：半导体设计行业上市公司估值情况：紫光国微作为 A 股少数特种 IC 上市企业具有稀缺性	8

1、安全芯片铸就基石，特种 IC 助力腾飞

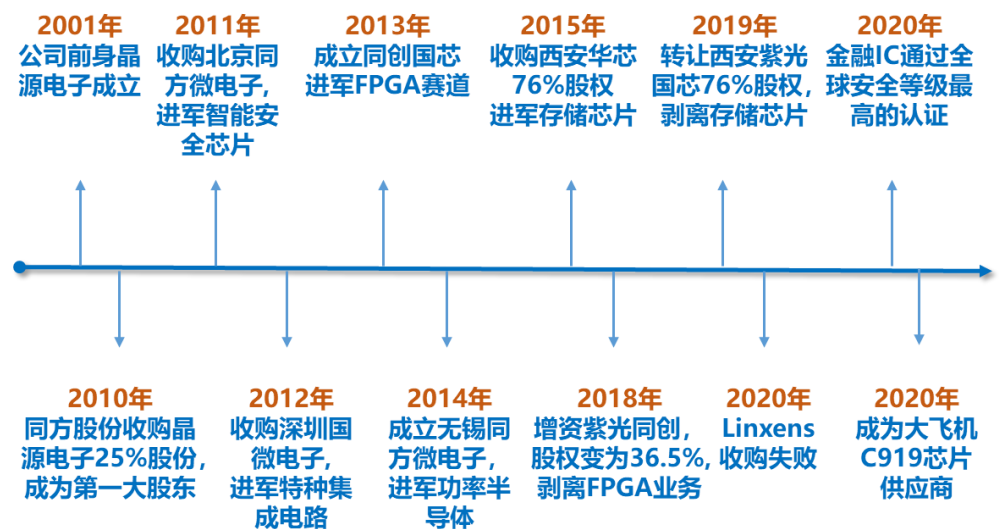
1.1、外延扩张拓宽业务版图，内敛精“剪”优化公司布局

背靠紫光集团，专注芯片设计。紫光国微是紫光集团旗下的半导体设计公司，专注于石英元器件、智能安全芯片、特种集成电路等产品的研发，已成为国内领先的安全芯片和军用芯片厂商。

通过外部并购，迅速扩张业务版图。紫光国微的前身晶源电子（现称为：国芯晶源）成立于 2001 年，是国内压电晶体元器件领域的领军企业。2010 年，同方股份收购晶源电子的 25% 股份，并成为第一大股东；2011 年，晶源电子收购北京同方微电子（现称为：北京紫光同芯）100% 股份，进军智能安全芯片；2012 年 8 月，晶源电子更名为“同方国芯”，并于该年 12 月，同方国芯收购深圳国微电子 100% 股份，进军特种集成电路领域。2013 年，同方国芯子公司深圳国微电子成立全资子公司同创国芯（现称为：紫光同创），布局 FPGA 领域。2014 年同方国芯子公司北京同方微电子公司成立全资子公司无锡同方微电子（现称为：无锡紫光微电子），布局功率半导体领域。2015 年，同方国芯收购西安华芯半导体（现称为：西安紫光国芯）76% 股权，布局存储器芯片业务。

增资转让，优化净利润水平。2018 年，为减轻资金投入压力，紫光国微对紫光同创进行增资，使持股比例下降为 36.5%，不再为其实际控制人，至此 FPGA 业务告一段落。2019 年，由于存储器芯片业务毛利率过低，为改善公司财务状况和盈利能力，公司转让西安紫光国芯 76% 股权，逐步退出存储器芯片业务。

图1：紫光国微经历了外延并购和精简业务两个阶段



资料来源：紫光国微官网、巨潮资讯网、开源证券研究所

剥离 FPGA 和存储芯片业务后，紫光国微的产品布局主要包括晶体元器件、智能安全芯片、特种集成电路和功率半导体四种，其中，晶体业务由国芯晶源负责，智能安全芯片业务由紫光同芯负责，特种集成电路业务由深圳国微电子负责，功率半导体业务由无锡紫光微电子负责。

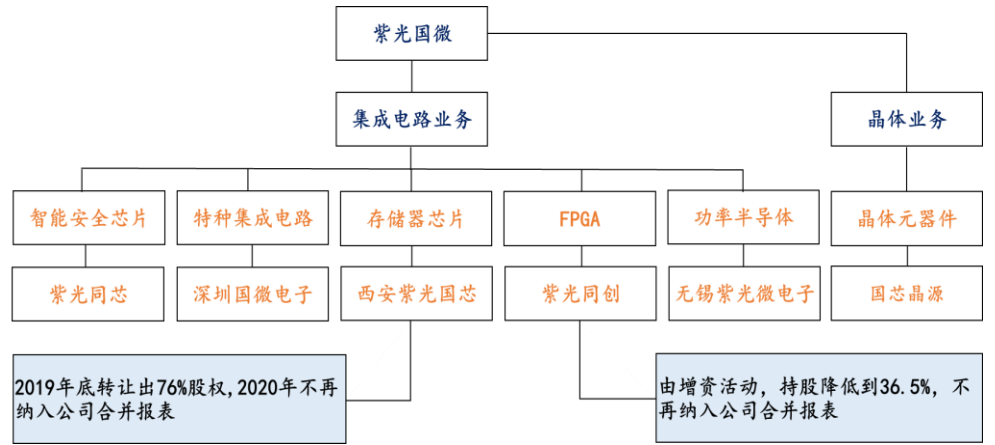
1.智能安全芯片：分为智能卡安全芯片和智能终端安全芯片。智能卡安全芯片应用于 SIM 卡、金融 IC、社保卡等。智能终端安全芯片应用于门禁、金融 POS 机等。

2.特种集成电路：包括特种微处理器、特种 FPGA、特种存储器、特种网络总线及接口、特种模拟器件、特种 SoPC 系统器件和 ASIC 芯片七大方向，产品覆盖航空、航天、船舶等行业。

3.半导体功率器件：包括 500V~900V 超结功率 MOSFET、IGBT、高压半桥 Driver IC 等，产品广泛应用于逆变器、交直流驱动、开关电源等市场。

4.晶体业务：分为石英晶体谐振器和石英晶体振荡器，广泛应用于通讯设备、医疗器械、消费电子等领域。

图2：剥离 FPGA、存储器业务后，紫光国微由六大业务变为四大业务



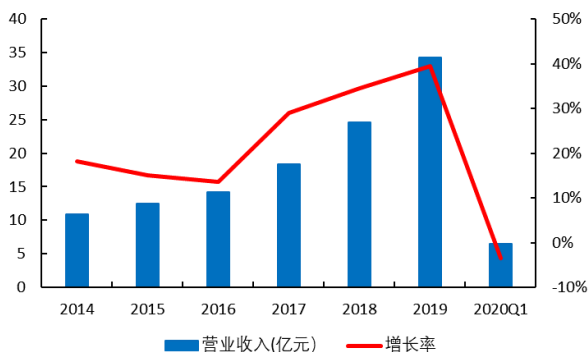
资料来源：巨潮咨询网、开源证券研究所

1.2、特种 IC 表现持续强势，归母净利润大幅优化

营业收入稳步增长，2019 年增速进一步提高：2016-2019 年，紫光国微营业收入保持高速增长，其中，受益于特种集成电路主流成熟产品被大批量选用，2019 年公司整体营收同比增速达 39.5%。由于从 2020 年开始存储芯片业务营收不再将其纳入公司合并报表范围，2020Q1 公司营收小幅下挫，同比下降 3.5%。

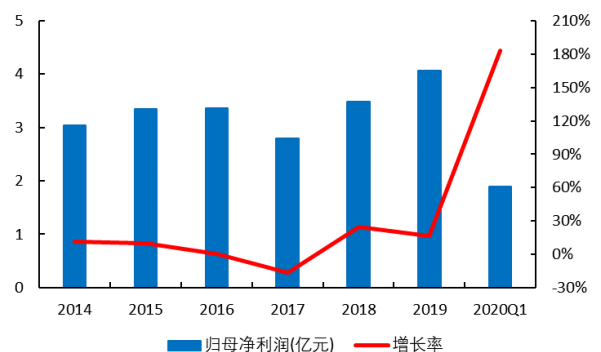
剥离存储业务，利润压力得到充分缓解：2020Q1 公司归母净利润同比增长 183.4%，原因有两点：（1）处于亏损状态的存储业务业务不再纳入合并报表。（2）毛利率较高的特种集成电路业务增长迅速，持续贡献稳定利润。

图3：2016-2019 年紫光国微营业收入加速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2020Q1 紫光国微归母净利润大幅增长



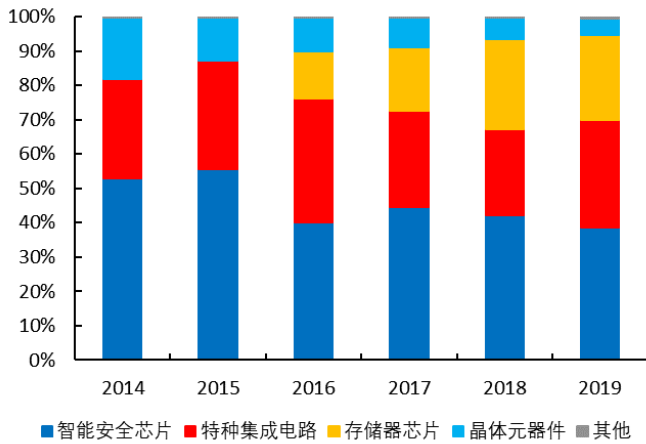
数据来源：Wind、开源证券研究所

特种 IC 营收占比大幅提升，智能安全芯片营收占比持续下降：由于 2019 年特种集

成电路营收同比增幅高达 74.4%，在智能安全芯片营收同比增长为 27.5%的情况下，智能安全芯片营收占比由 42.2%下降至 38.5%，而特种集成电路芯片营收占比由 25.0% 上升到 31.5%。

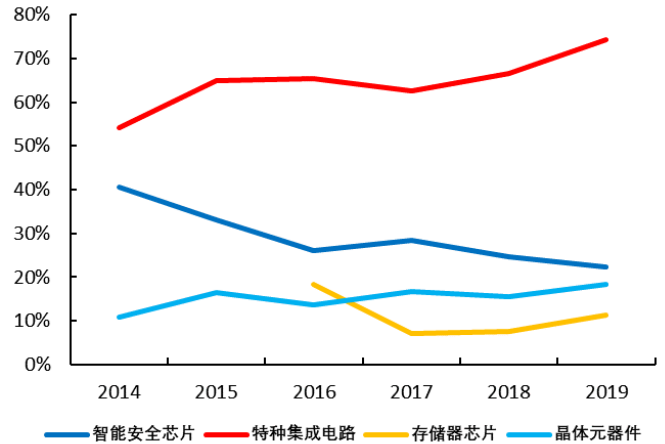
特种集成电路毛利率持续上升，智能安全芯片毛利率持续下降：随着主流成熟产品竞争力不断提高、进入良性循环，2019 年特种集成电路毛利率达到 74.35%。受中低端 SIM 卡市场竞争激烈的影响，2014-2019 年，智能安全芯片毛利率呈下降趋势。由于晶圆成本过高问题尚未解决，存储器芯片毛利率一直处于较低水平。

图5：2019 年特种集成电路营收占比大幅提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：特种集成电路毛利率持续上升

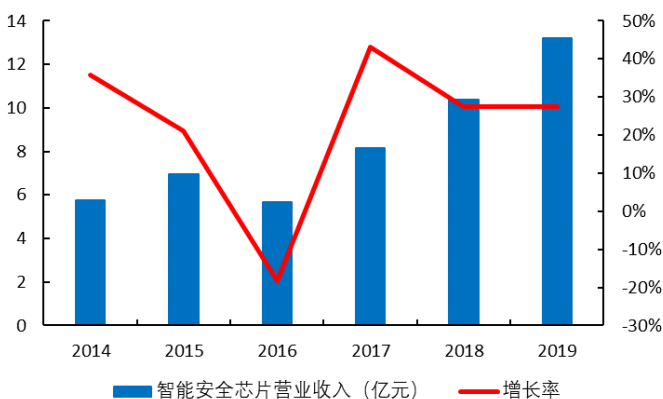


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、金融 IC 逐步放量，eSIM 极富潜力

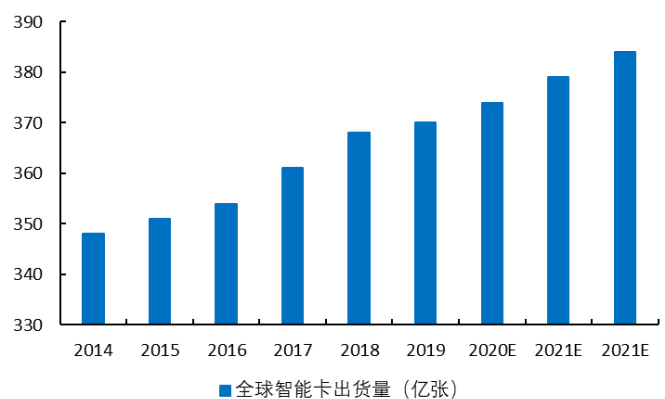
全球智能卡需求持续扩张，公司安全芯片营收稳健增长：受益于东南亚及印度地区 4G 网络省际需求，叠加金融支付、POS 机方面需求的快速增长，2016-2019 年紫光国微智能安全芯片营业收入稳步增长，其中，2019 年该产品营收增速为 27.5%。

图7：2016-2019 年智能安全芯片营收稳健增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：预计全球智能卡出货量将呈持续上升趋势



数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

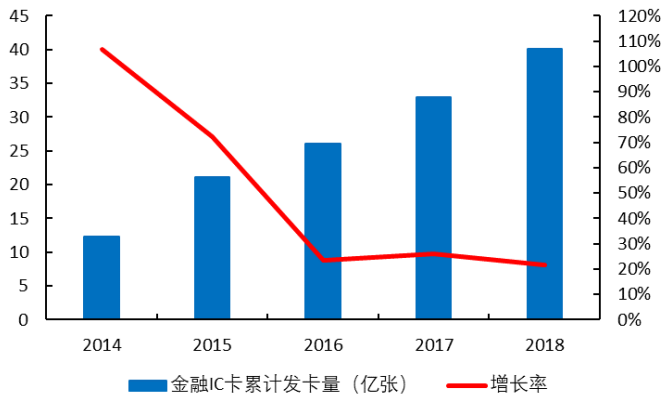
通过国际 CC 认证，技术壁垒成功破除：金融 IC 国产化的难点在于安全等级认证。

紫光国微 THD89 是国内首款通过国际 SOGIS CC EAL6+ 安全认证的芯片产品，是全

球安全等级最高的安全芯片之一，符合银行对金融 IC 卡的安全要求，解决了金融 IC 国产化的技术难点。

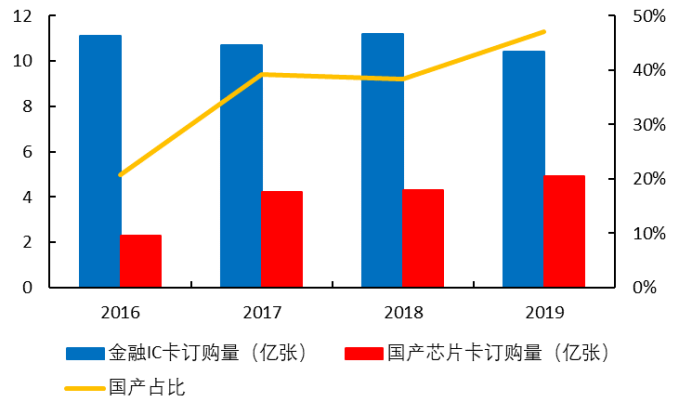
金融 IC 市场持续扩张，国产渗透率加速提升：随着我国金融 IC 推广步入成熟期，自 2016 年以来，我国金融 IC 累计发卡量保持 25% 左右的增速提升。根据《2020 年中国银行卡产业发展报告》所述，我国金融 IC 的国产化率持续提升，预计凭借紫光国微通过 SOGIS CC EAL6+ 安全认证的技术支持，金融 IC 国产化率有望进一步提升。

图9：2014-2018 年国内金融 IC 发卡量稳步增长



数据来源：《2020 年中国银行卡产业发展报告》、开源证券研究所

图10：2016-2019 年国产金融 IC 卡占比持续增长

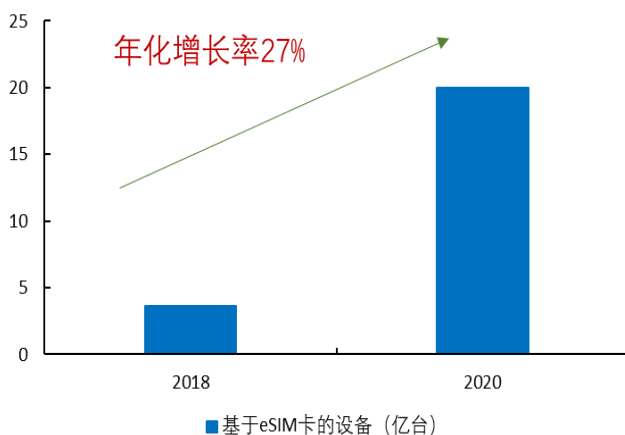


数据来源：《2020 年中国银行卡产业发展报告》、开源证券研究所

深耕 eSIM 技术研发，把握物联网时代机遇：2018 年公司安全芯片通过联通 eSIM 测试。据紫光同芯预测，全球移动互联网连接增速放缓，而物联网连接数增长强劲，预计到 2020 年 IoT 连接数将达 501 亿，预计到 2025 年 eSIM 连接占比将超过 50%。

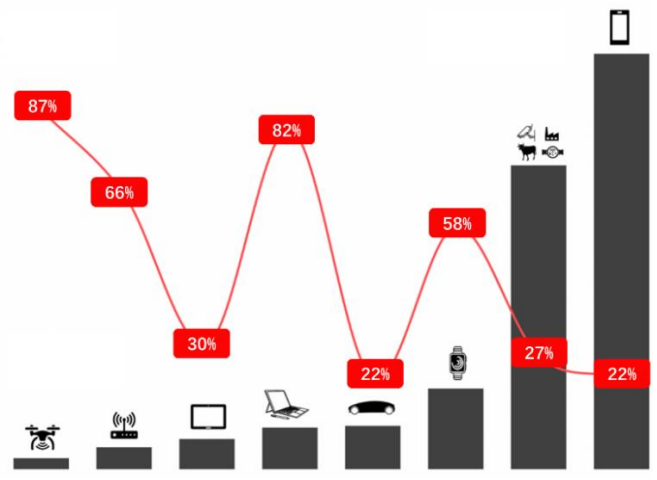
eSIM 市场前景广阔，手机市场仍占主要份额：根据 Counterpoint 预测，2018-2025 年 eSIM 设备出货量年均增长率将达到 27%，由 2018 年的 3.64 亿台增至 2025 年的 20 亿台，其中，手机领域年均增速为 22%，电脑领域年均增速为 82%。

图11：基于 eSIM 的设备出货量预计 2025 年达到 20 亿



数据来源：Counterpoint、开源证券研究所

图12：手机领域占据 eSIM 市场主要份额、年均增速 22%



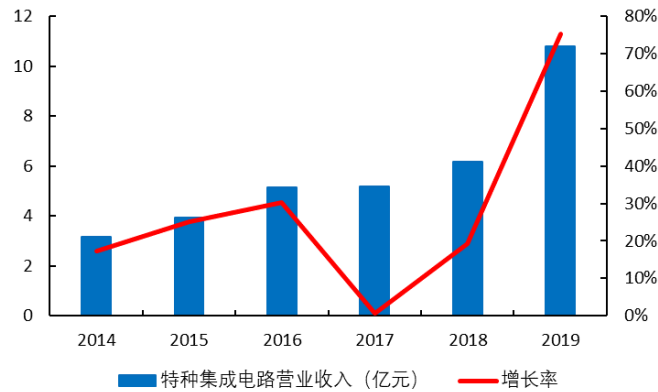
资料来源：Counterpoint

3、特种 IC 飞速增长，业务进入高速发展阶段

不同于商用芯片对制程、成本、体积等方面的追求，军用芯片更重视稳定性和安全性。因此，军用芯片呈现出主流制程往往停留在成熟制程（90nm、65nm）、多为单一功能芯片且毛利率较高的特点。

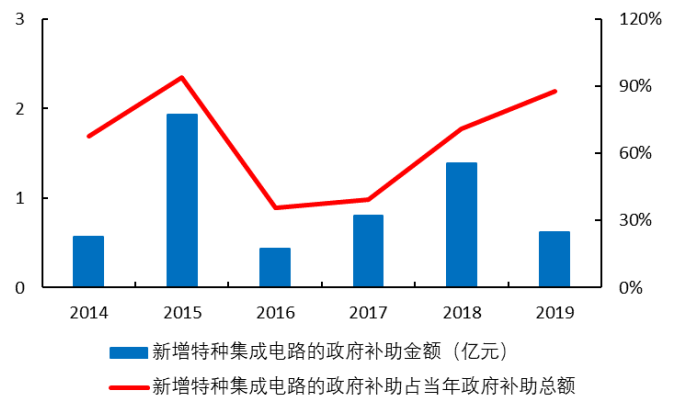
特种集成电路业务营收大幅增长，政府支持力度较大：受益于优质大客户数量不断增加以及主流成熟产品竞争力不断提高，2019年公司特种集成电路业务营业收入同比增速高达76.5%。2014-2019年，每年特种集成电路的政府补助占紫光国微当年新增政府补助金额的30%以上，其中，2019年占比高达87.8%。

图13: 2019年特种集成电路业务营收大幅上涨



数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 2019年特种集成电路补助占政府补助比重87.8%

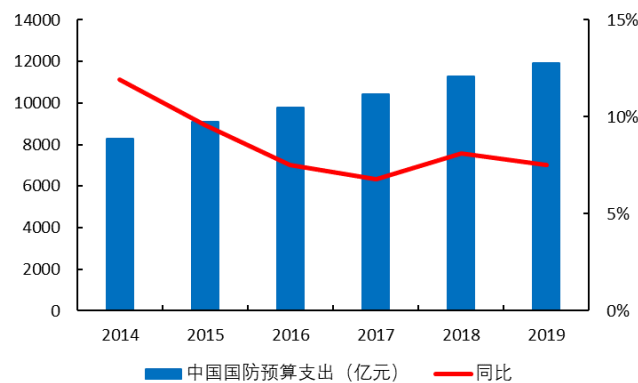


数据来源: Wind、开源证券研究所

成功应用于国产飞机C919：2020年，紫光国微成为国产大飞机C919的芯片供应商之一，为其提供网络通信类的机载总线交换芯片，意味着公司将全面进入民用航空装备市场；除C919外，紫光国微的FPGA芯片也将应用于无人机市场。

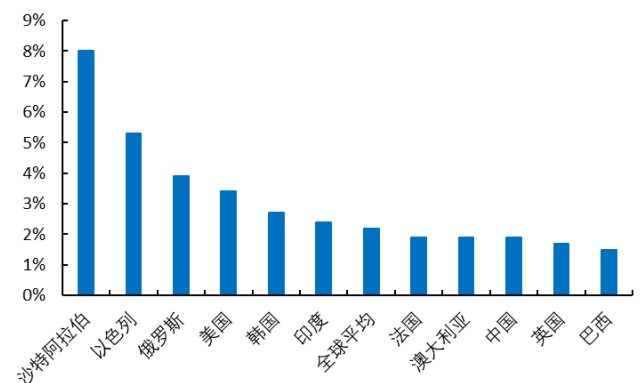
军费仍存较大增长空间，军用芯片前景广阔：2014-2019年，我国国防预算支出呈持续增长趋势，且2017-2019年同比增速维持在7%左右。然而，相较于其他国家军费支出占GDP比重，2019年我国国防军费占GDP比重仅为1.9%，低于全球平均水平2.2%。随着我国军用装备信息化的持续推进，国产军用芯片极富潜力。

图15: 2014-2019年中国国防预算支出稳步增长



数据来源: 中国财政部、开源证券研究所

图16: 2019年中国军费支出占GDP比重低于全球平均



数据来源: Statista、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

(1) 随着超级 SIM 卡的逐步放量以及高端金融 IC 的持续拓展, 2020-2022 年公司智能安全芯片业务将呈稳步增长态势, 2020/2021/2022 智能安全芯片营收增速分别为 30%/30%/30%。并且, 随着智能安全芯片产品向高端化持续发展, 公司智能安全芯片毛利率下滑趋势能得以控制, 2020/2021/2022 智能安全芯片毛利率分别为 22%/22%/22%。

(2) 受益于优质大客户数量不断增加以及主流成熟产品竞争力不断提高, 2020-2022 年公司特种集成电路业务将保持高速增长态势, 2020/2021/2022 电源管理业务营收增速分别为 50%/50%/50%。

4.2、盈利预测与估值

公司是国内安全芯片、特种 IC 核心厂商。我们认为, 依靠 THD89 产品通过国际 SOGIS CC EAL6+安全认证的技术支持, 叠加对 eSIM 卡研发的持续投入, 紫光国微的智能安全芯片有望深度受益于金融 IC 国产化加速以及物联网时代的到来。同时, 特种集成电路是个进入壁垒较高、订单情况稳健的优质赛道, 随着优质大客户持续拓展以及主流成熟产品竞争力不断提高, 紫光国微的特种集成电路业务有望呈现稳健发展趋势。

我们预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润为 9.08/12.49/16.22 亿 (同比增速分别为 123.7%/37.6%/29.9%), 对应 EPS 为 1.50/2.06/2.67 元, 当前股价对应 PE 为 85/62/48 倍。公司作为 A 股少数安全芯片、特种 IC 上市企业, 具备稀缺性, 目前估值水平相较半导体设计行业平均水平而言, 也具备一定的估值优势。

首次覆盖给予“买入”评级。

表1: 半导体设计行业上市公司估值情况: 紫光国微作为 A 股少数特种 IC 上市企业具有稀缺性

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速				PE (倍)			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
300661.SZ	圣邦股份	362.60	69.8%	30.7%	37.1%	37.7%	320	245	179	130
603986.SH	兆易创新	233.90	49.9%	77.2%	30.6%	41.5%	181	102	78	55
688008.SH	澜起科技	88.10	26.6%	22.2%	32.6%	33.0%	107	87	66	50
	行业平均						203	145	108	78
002049.SZ	紫光国微	127.10	16.6%	123.7%	37.6%	29.9%	190	85	62	48

数据来源: Wind、开源证券研究所 (收盘价日期为 2020/08/04)

5、风险提示

受国防装备信息化投资进度影响, 特种集成电路营收增速存在不确定性;

超级 SIM 卡放量情况存在较大不确定;

中低端安全芯片竞争存在进一步加剧风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3405	4404	4782	7414	8068
现金	1130	1179	2528	2466	3788
应收票据及应收账款	1422	1920	1529	3071	2864
其他应收款	4	281	13	378	126
预付账款	55	62	59	103	106
存货	789	864	555	1298	1087
其他流动资产	6	98	98	98	98
非流动资产	2321	2382	2286	2298	2247
长期投资	179	90	-30	-159	-298
固定资产	201	173	215	374	502
无形资产	951	1038	1064	1061	1028
其他非流动资产	991	1080	1037	1021	1015
资产总计	5726	6786	7068	9712	10315
流动负债	1028	1618	1112	2615	1711
短期借款	13	258	258	712	258
应付票据及应付账款	737	992	492	1446	1048
其他流动负债	279	368	362	457	405
非流动负债	897	975	902	837	766
长期借款	300	371	298	232	162
其他非流动负债	597	604	604	604	604
负债合计	1925	2594	2015	3452	2477
少数股东权益	7	5	-1	-8	-17
股本	607	607	607	607	607
资本公积	619	619	619	619	619
留存收益	2536	2949	3758	4872	6319
归属母公司股东权益	3794	4188	5055	6268	7855
负债和股东权益	5726	6786	7068	9712	10315

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	319	266	1403	-285	1983
净利润	349	401	902	1242	1613
折旧摊销	162	133	98	123	155
财务费用	-0	29	-2	5	6
投资损失	-112	96	-5	-6	-7
营运资金变动	-142	-493	411	-1648	216
其他经营现金流	62	101	-0	-0	-0
投资活动现金流	-243	-482	3	-128	-97
资本支出	304	513	25	140	88
长期投资	31	10	121	151	139
其他投资现金流	93	41	148	163	130
筹资活动现金流	-21	261	-58	-104	-110
短期借款	-232	245	0	0	0
长期借款	290	71	-73	-66	-70
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-79	-56	15	-38	-40
现金净增加额	67	39	1349	-516	1776

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2458	3430	3540	4722	6092
营业成本	1717	2204	1893	2471	3180
营业税金及附加	15	22	28	34	42
营业费用	92	140	159	198	252
管理费用	232	205	397	469	557
研发费用	129	202	99	164	265
财务费用	-0	29	-2	5	6
资产减值损失	62	-100	0	0	0
其他收益	51	47	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	112	-96	5	6	7
资产处置收益	0	-0	0	0	0
营业利润	373	458	974	1386	1797
营业外收入	0	1	33	9	11
营业外支出	0	2	1	1	1
利润总额	373	456	1006	1395	1807
所得税	24	56	104	153	194
净利润	349	401	902	1242	1613
少数股东损益	1	-5	-6	-7	-9
归母净利润	348	406	908	1249	1622
EBITDA	521	594	1075	1480	1904
EPS(元)	0.57	0.67	1.50	2.06	2.67

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	34.4	39.5	3.2	33.4	29.0
营业利润(%)	19.0	22.7	112.8	42.4	29.6
归属于母公司净利润(%)	24.3	16.6	123.7	37.6	29.9
获利能力					
毛利率(%)	30.1	35.7	46.5	47.7	47.8
净利率(%)	14.2	11.8	25.6	26.4	26.6
ROE(%)	9.2	9.6	17.9	19.8	20.6
ROIC(%)	7.2	7.5	14.0	15.3	17.5
偿债能力					
资产负债率(%)	33.6	38.2	28.5	35.5	24.0
净负债比率(%)	-5.9	1.4	-25.9	-13.7	-34.4
流动比率	3.3	2.7	4.3	2.8	4.7
速动比率	2.5	2.1	3.7	2.3	4.0
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	2.0	2.1	2.1	2.1	2.1
应付账款周转率	2.8	2.5	2.5	2.5	2.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.57	0.67	1.50	2.06	2.67
每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	0.44	2.31	-0.47	3.27
每股净资产(最新摊薄)	6.25	6.90	8.33	10.33	12.94
估值比率					
P/E	221.6	190.1	85.0	61.8	47.5
P/B	20.3	18.4	15.3	12.3	9.8
EV/EBITDA	147.5	129.9	70.4	51.5	39.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn