

公司研究

智能制造再进阶，安世有望高速增长

——闻泰科技（600745.SH）跟踪报告之二

买入（维持）

当前价：99.50元

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebsecn.com

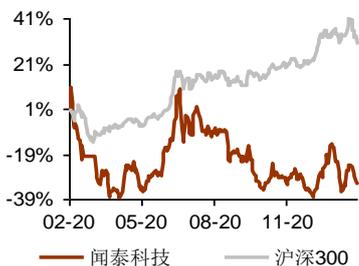
联系人：栾玉民

luanyumin@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	12.45
总市值(亿元)	1,233.38
一年最低/最高(元)	90.09/167.75
近3月换手率	100.01%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-2.56	-10.69	-55.62
绝对	-13.34	-6.41	-17.57

资料来源：Wind

相关研报

收购摄像头模组业务，ODM 巨头打造全产业链服务能力——闻泰科技(600745.SH)跟踪报告之一（2021-02-08）

经营性业绩符合预期，功率龙头拟布局 12 英寸车规级晶圆厂——闻泰科技（600745.SH）2020 年三季度报点评（2020-11-01）

业绩符合预期，安世收购顺利——闻泰科技（600745.SH）2020 年半年报点评（2020-08-31）

全球 ODM 龙头空间巨大，安世并表卡位功率半导体市场——闻泰科技（600745.SH）投资价值分析报告（2020-08-22）

要点

事件：

2021年3月23日，公司发布公告拟发行可转换公司债券募集资金86亿元，投资于智能制造项目，包括闻泰无锡智能制造产业园项目、闻泰昆明智能制造产业园项目、闻泰印度智能制造产业园项目、西安研发中心建设项目和补充流动资金。

点评：

多点布局，智能制造再进阶。公司拟募集86亿元投资于智能制造项目，其中无锡项目拟投资/使用募集资金约为45/32亿元，昆明项目拟投资/使用募集资金约为31/22亿元，印度项目拟投资/使用募集资金约为16/11亿元，西安研发中心项目拟投资/使用募集资金约为4/3亿元，补充流动资金及偿还银行贷款拟投资/使用募集资金约为18/18亿元。

无锡项目拟布局智能终端 ODM 生产制造子项、MOSFET 器件及 SIP 模组封装测试子项，计划年产 2500 万台智能终端（包含智能手机、平板电脑、笔记本电脑和 TWS 耳机等产品类型），MOSFET 器件将达到年产 24.4 亿颗的生产能力。该项目的静态投资回收期为 8.17 年，内部收益率为 14.23%。

昆明项目拟新建年产 3000 万台智能手机的生产制造产线，该项目的静态投资回收期为 8.45 年，内部收益率为 13.52%。印度项目拟新建 1500 万台智能终端的生产制造产线，该项目的静态投资回收期为 8.93 年，内部收益率为 14.08%，以上 3 个 ODM 项目合计产能达 7000 万台/年。西安研发中心拟针对智能手机、平板、笔电、IoT、TWS 耳机等项目进行重点研发布局。

ODM 制造能力进一步提升，产品结构进一步优化。2019 年中国手机 ODM 出货量为 3.25 亿台，占全球智能手机出货量的比例为 3.55%，未来仍有较大增长空间，公司布局 ODM 智能制造，进一步加强了 ODM 生产制造能力。另一方面公司从智能手机项目向其他智能终端延伸，对平板电脑、笔记本电脑、TWS 耳机等产品进行持续投入，成立专门事业部，产品结构进一步优化。

先进封装趋势下，SIP 封装有望成为公司下一增长点。SIP 封装能够实现复杂的异质集成需求，将各类性能迥异的有源和可选无源器件整合为单个标准封装件，形成一个系统或者子系统，具有低成本、低功耗、高性能、小型化、多元化的优势，被认为是下一代主流的封装的技术。公司主要布局在 5G 手机射频、手机单元电路小型化、穿戴产品和部分功率模块等。凭借子公司安世传统封装技术的积累和与闻泰的协同效应，未来有望成为公司的下一增长点。

汽车电子高景气下，MOSFET 等功率器件受益明显。在价值量方面，根据 Strategy Analytics 统计，传统汽车的单车功率器件价值约 71 美元，而电动车的单车功率器件价值量将上升至 387 美元，单车功率半导体需求量是传统汽车的 5 倍。在销量方面，各国均积极推动新能源汽车的发展，中国新能源汽车 2020 年销量为 136.7 万辆，同比增速为 10.9%。公司加大 MOSFET 等功率器件生产能力，在汽车电动化趋势下，公司将显著受益。

安世高速增长。根据安世管理层预测，预计 2021 年第一季度，安世集团的营业收入超过 5 亿美元，预计同比 2019 年第一季度营业收入增长 33.44%，同比 2020 年第一季度营业收入增长 50.38%，营业收入和毛利均达到近 8 个季度的最高值，业绩持续快速增长。

盈利预测、估值与评级：公司并购安世后卡位功率半导体市场，其最大下游领域为汽车领域，在新能源汽车快速发展的背景下，安世有望步入快速发展通道。公司作为 ODM 龙头企业，未来将启动 EMS2.0 战略，依托于安世半导体的积累，通过 SIP 自制提升闻泰消费电子业务的半导体一站式解决方案能力 21 年 2-3 月通过与下游客户协调，逐步缓解上游零组件涨价带来的成本，整体盈利能力开始恢复。此外，闻泰并购欧菲光光学模组资产，未来光学模组和 SIP 模组有望进一步打开闻泰科技 ODM 业务的盈利空间，我们维持公司 20-22 年归母净利润为 24.92、40.41、57.82 亿元，当前股价对应 PE 分别为 50x、31x、21x，维持“买入”评级。

风险提示：新能源汽车放量不及预期、原材料价格进一步上涨。

图表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	17,335.11	41,578.16	61,388.32	83,448.86	102,704.72
营业收入增长率	2.48%	139.85%	47.65%	35.94%	23.08%
净利润 (百万元)	61.02	1,253.56	2,491.82	4,041.40	5,781.84
净利润增长率	-81.47%	1954.37%	98.78%	62.19%	43.07%
EPS (元)	0.10	1.12	2.00	3.25	4.64
ROE (归属母公司) (摊薄)	1.70%	5.92%	7.24%	10.60%	13.32%
P/E	1,039	89	50	31	21
P/B	17.6	5.3	3.6	3.2	2.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-03-23

附录：

新能源汽车高景气，安世步入快速发展通道

安世半导体是闻泰科技于 2020 年收购的重要子公司：安世是全球领先的半导体标准器件供应商，专注于分立器件、逻辑器件及 MOSFET 器件的设计、生产、销售，产品广泛应用于汽车、工业与能源、移动及可穿戴设备、消费级计算机等领域。安世 2019 年约 100 亿元收入中约 42% 来自汽车领域，为国内最大的车规级功率半导体厂商。2019 年安世收入约 103 亿元，净利润为 12.6 亿元。

2020 年受疫情影响，我们预计安世半导体 2020 年实现收入约 90 亿元，净利润 7 亿元。但从 2020 年四季度开始，汽车芯片开始缺货，汽车芯片和功率半导体处于高景气度状态。短期来看，安世半导体业绩将在 21 年大幅改善，我们预计 21Q1 安世经营情况将大幅改善，2021 年全年有望实现收入和利润的快速增长。长期来看，新能源汽车的快速发展与对功率半导体的大量需求，安世凭借积累多年的车规级功率器件的技术实力和工艺经验，将进入快速增长的新阶段。

控股股东体外建设 12 英寸晶圆制造中心，拟布局车规级功率功率半导体项目：公司 10 月 31 日发布《关于控股股东拟先行投资建设 12 英寸功率半导体自动化晶圆制造中心项目暨控股股东补充承诺的公告》，控股股东拟在上海临港地区投资建设 12 英寸功率半导体自动化晶圆制造中心项目，该项目有利于在中国落地优质的车规级功率半导体晶圆制造项目，投资额为 120 亿元人民币，年产能预计为 36 万片。根据公司公告，在项目建设完成的 2 年内，该项目最近一年 12 英寸晶圆片实际产量达到规划产量的 60% 时，该项目股权将有望转让给闻泰科技。

氮化镓器件持续升级，不断加码第三代半导体投入：安世作为老牌功率器件厂商，在第三代半导体材料上的研发布局已久，并于 2019 年发布氮化镓 FET，2020 年 6 月发布 650V 硅基氮化镓，实现氮化镓器件的全面升级，包括“H2 氮化镓”技术使芯片尺寸缩小约 24%，级联结构使得芯片驱动更为简单，CCPAK 封装技术有效减少了寄生电感，使产品的开关损耗有效降低，抗电磁干扰能力得到有效增强。公司氮化镓产品性能不断升级，在第三代半导体快速发展中充分受益。另外，在产业链合作方面，公司与国内汽车行业主要供应商联合汽车电子在氮化镓领域开展了深度合作，聚焦车载充电器、高压 DC-DC 直流转换器等项目。

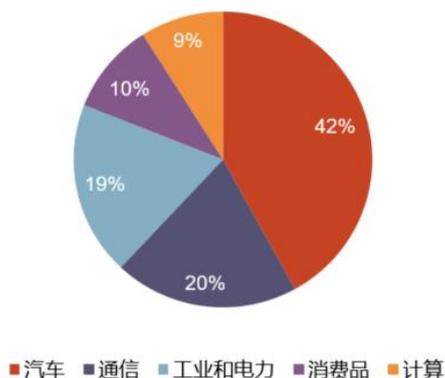
安世产品线丰富，下游以汽车为主：安世集团的产品线主要分为双极性晶体管和二极管、逻辑及 ESD 保护器件和 MOSFET 器件三类，每一大类下都有多种不同的产品类别，产品线较为丰富，双极性晶体管包括通用双极性晶体管、配电组晶体管 (RET)，二极管包括通用齐纳二极管、开关二极管等；ESD 保护器件和 TVS 包括通用 ESD 保护器件和瞬时电压电涌抑制器，逻辑器件包括触发器、锁存器、逻辑门等；MOSFET 器件包括汽车 MOSFET、小信号 MOSFET 和功率 MOSFET 等。

安世集团三块业务营收中，双极性晶体管和二极管业务占比最大，2017 年和 2018 年占比约为 40%，其次是逻辑及 ESD 保护器件，占比约为 33%，MOSFET 器件占比最小，约为 25%，三种产品营收占比较为均衡。

根据下游应用领域不同，安世集团已形成汽车、移动和可穿戴设备、工业、通信基础设施、消费电子和计算机业务板块，其中汽车板块业务收入占比为 42%，为第一大业务板块。通信及工业和电力占比次之，分别为 20%和 19%。

在汽车应用中，主要分为安全、动力、照明、汽车电动转向系统和高级驾驶辅助系统等细分应用；在工业电力应用中，主要分为电动机控制、电信基础设施、数据服务、电力供给、室内照明；在移动和可穿戴设备应用中分为可穿戴设备、移动电子设备；在消费及计算机应用中，分为广播电视、无人机、电子烟、台式电脑笔记本、存储设备。

图表 2：安世集团 2019 年下游收入构成



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 3：安世集团产品下游应用领域与客户结构



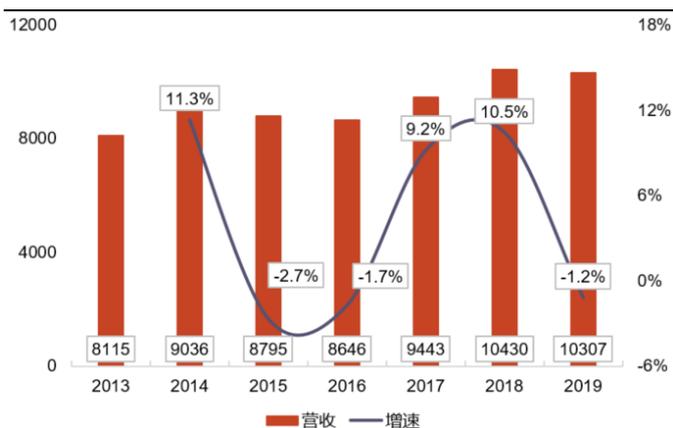
资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 4：安世产品下游行业具体细分应用

领域	图例	细分应用
汽车		<ul style="list-style-type: none"> 安全(包括电子稳定控制系统、防锁死刹车系统、道路识别控制系统等) 动力(包括车载充电系统、过载管理及电池平衡等) 照明(包括前照灯、尾灯等外部照明, 车顶灯及环境光等内部照明, 以及依靠 LED 背光的仪表照明等) 汽车电动转向系统 高级驾驶辅助系统
工业 电力		<ul style="list-style-type: none"> 电动机控制(包含监控传感器、微控制单元及场效应管等) 电信基础设施(如热插拔控制器) 数据服务(如家用电表) 电力供给 室内照明
移动 和 可穿戴 设备		<ul style="list-style-type: none"> 可穿戴设备(如智能手表、健康监测仪、智能服装、GPS 定位系统) 移动电子设备(包括平板电脑及电子阅读器)
消费 及 计算机		<ul style="list-style-type: none"> 广播电视(如机顶盒) 无人机(包含电动机、图像传输系统及传感器) 电子烟(电源电压、ESD 保护等) 台式电脑及笔记本(如电脑主板) 存储设备(如 USB type-C 接口和固态硬盘)

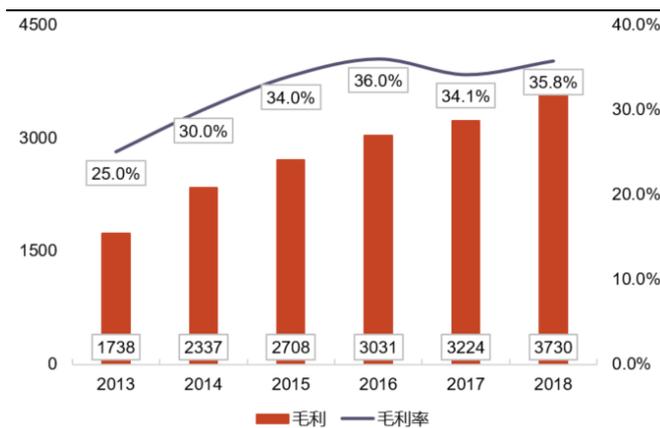
资料来源：《闻泰科技发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（修订稿）》

图表 5: 安世集团近年营业收入及增速 (单位: 百万元)



资料来源: Wind、光大证券研究所

图表 6: 安世集团近年毛利和毛利率 (单位: 百万元)



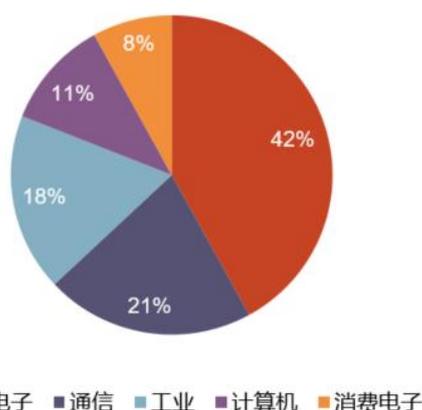
资料来源: Wind、光大证券研究所

功率半导体将显著受益新能源汽车的快速发展

电动化与数字化是未来汽车电子成长的主要驱动力: 汽车电子发展的驱动力主要分为电动化/数字化与传统电子。电动化与数字化主要依靠单台汽车的硅含量提升, 根据 Strategy Analytics 预测, 预计 2018-2023 年汽车电动化/数字化产品的年均复合增速高达 18%; 传统电子产品与汽车销量增速呈线性正相关, 预计 2018-2023 年年均复合增速为 3%。因此, 电动化与数字化是未来汽车电子成长的主要驱动力。目前中高端汽车电子化程度较高, 随着半导体行业进步以及汽车行业的发展, 汽车电子技术也呈现由中高端汽车向中低端汽车渗透的局面, 会为半导体行业带来较大的市场空间。

汽车电子是功率半导体最大下游应用: 根据 EEPW 统计, 2018 年功率半导体下游应用中, 汽车电子份额最大, 占比为 42%, 其次是通信领域, 占比为 21%, 工业领域占比为 18%, 计算机和消费电子领域分别占据 11%和 8%的市场份额。

图表 7: 2018 年功率半导体按下游应用分类



资料来源: EEPW、光大证券研究所

新能源汽车、电动车、智能汽车将为行业发展趋势：虽然短期内全球的汽车销量已经不再增长,但是新能源汽车以及电动汽车正保持持续高速增长并将在未来几年取代大部分传统汽车。根据 Marklines 的预测,2025 年全球新能源汽车销量将达到 1,370 万辆,2019-2025 年均复合增长率为 34.7%。根据彭博新能源财经数据,2019 年全球电动汽车(仅含纯电动)销量达 221 万辆,电池成本下跌以及更加严格的环保政策将推动电动车市场高速增长,预计 2030、2040 年可分别达 2,800 万辆、5,600 万辆(预计占全部新车销量的 57%)。

我国大力支持新能源汽车发展：从 2001 年开始,我国就开始研发新能源汽车,并推出一系列国家及地方政府配套政策支持新能源汽车的发展。经过 10 多年的研发,我国新能源汽车实现了产业化和规模化的飞跃式发展。2011 年我国新能源汽车产量仅为 8,000 辆,2019 年产量已经达到 121 万辆,占全国汽车产量比重的 2.7%。2020 年 2 月,我国国家发改委等 11 部委联合印发《智能汽车创新发展战略》,将“到 2025 年,中国标准智能汽车的技术创新、产业生态、基础设施、法规标准、产品监管和网络安全体系基本形成”以及“展望 2035 到 2050 年,中国标准智能汽车体系全面建成、更加完善”定为战略愿景,政策内容全面覆盖智能汽车发展的主要方面及核心矛盾,预计将对我国智能汽车产业的生态构建和发展形成显著推力。与此同时,各国政府都在推动新能源汽车和智能汽车的发展。英国政府于 2020 年 2 月宣布,2035 年前禁止销售所有搭载汽油和柴油发动机的汽车,包括混合动力车和插电式混合动力车,比之前的计划提前了 5 年,进一步确立了全球汽车电动化趋势。

在传统汽车向新能源汽车过渡中,功率半导体增量最为明显：功率半导体作为汽车电子的核心,是电动车中成本仅次于电池的第二大核心零部件,在汽车引擎中的压力传感器、驱动系统中的转向、变速、制动,以及车灯、仪表盘等仪器的运作控制等方面均发挥着重要作用。根据 Strategy Analytics 统计,2019 年传统内燃汽车功率半导体用量为 71 美金,占比为 21%,而在纯电动汽车中,功率半导体用量为 387 美金,占比达到 55%,相较于传统内燃汽车,单车价值量提升了 5.5 倍。其他半导体器件,如 IC 和传感器,单车价值量提升分别为 1.0 倍和 1.1 倍,增量不明显。

图表 8: 2019 年传统车与新能源车半导体用量拆解(单位:美元)

半导体器件	传统内燃汽车		混合动力汽车		纯电动汽车	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
功率半导体	71	21%	354	50%	387	55%
IC	78	23%	93	13%	78	11%
传感器	44	13%	59	8%	49	7%
其他	145	43%	205	29%	190	27%
合计金额	338	100%	710	100%	704	100%

资料来源: Strategy Analytics、光大证券研究所

安世集团在汽车电子领域拥有领先的市场地位：除在分立器件及 ESD 保护器件保持全球第一的市场占有率外,关于逻辑器件业务,安世集团在微型逻辑和标准逻辑领域的产品组合丰富,特别是在汽车工业客户群广泛,逻辑器件产品在全球市场的占有率排名第二。关于 MOSFET 器件业务,安世集团产品范围涵盖 30-100 伏各种高可靠性沟道 MOSFET 工艺,中、低压 MOSFET 产品组合领先,车用功率 MOSFET 器件在全球市场的占有率排名第二。

安世集团在汽车领域已通过 AEC-Q100 和 Q101 标准认证两项汽车认证测试,广泛的产品组合能够符合汽车电子级可靠性认证的严格标准,并符合 IATF 16949 汽车标准;同时,安世集团在汽车领域拥有包括博世 (Bosch)、比亚迪、大陆 (Continental)、德尔福 (Delphi)、电装 (Denso) 在内的国际知名企业。安世集团战略性聚焦于汽车电子领域,拥有领先的市场地位。尽管短期内汽车行业受到整车销量下滑以及新冠病毒疫情的冲击,但中长期来看,汽车电子行业仍旧具备较好的市场前景。预计随着汽车电子的不断发展,安世集团将会获得持续增长并持续受益。

闻泰科技历史报告汇总

公司深度报告

- 1、《全球 ODM 龙头空间巨大,安世并表卡位功率半导体市场——闻泰科技 (600745.SH) 投资价值分析报告》2020-06-18

公司点评与跟踪

- 2、《收购摄像头模组业务,ODM 巨头打造全产业链服务能力——闻泰科技 (600745.SH) 跟踪报告之一》2021-02-09
- 3、《经营性业绩符合预期,功率龙头拟布局 12 英寸车规级晶圆厂——闻泰科技 (600745.SH) 2020 年季报点评》2020-11-01
- 4、《业绩符合预期,安世收购顺利——闻泰科技 (600745.SH) 2020 年半年报点评》2020-08-31

行业深度报告

- 5、《“汽车+工业”重构供需格局,缺货涨价带来国产化发展良机——功率半导体行业专题报告》2018-07-31

行业点评与跟踪

- 6、《需求向好+供给受限,高景气驱动涨价潮——功率半导体行业报告之三》2020-12-14
- 7、《需求向好和供给受限,高景气驱动涨价潮——功率半导体行业跟踪报告之二》2020-12-02

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	17,335	41,578	61,388	83,449	102,705
营业成本	15,764	37,286	53,332	72,959	89,571
折旧和摊销	283	568	581	595	609
税金及附加	62	74	110	150	185
销售费用	151	484	1,228	1,669	2,054
管理费用	295	615	1,842	1,669	1,562
研发费用	732	1,320	2,038	2,370	2,896
财务费用	212	556	542	378	353
投资收益	-10	564	0	0	0
营业利润	69	1,537	2,724	4,379	6,238
利润总额	64	1,473	2,715	4,370	6,229
所得税	-8	94	173	278	397
净利润	72	1,379	2,542	4,091	5,832
少数股东损益	11	126	50	50	50
归属母公司净利润	61	1,254	2,492	4,041	5,782
EPS(按最新股本计)	0.10	1.12	2.00	3.25	4.64

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3,272	4,620	3,607	6,631	8,183
净利润	61	1,254	2,492	4,041	5,782
折旧摊销	283	568	581	595	609
净营运资金增加	-4,295	4,834	5,697	3,944	3,423
其他	7,223	-2,036	-5,164	-1,950	-1,631
投资活动产生现金流	-1,639	-12,304	1,587	-325	-300
净资本支出	-175	-921	245	-250	-250
长期投资变化	1,176	42	0	0	0
其他资产变化	-2,640	-11,426	1,342	-75	-50
融资活动现金流	-1,424	13,722	3,063	-119	-356
股本变化	0	487	121	0	0
债务净变化	1,086	13,909	-7,627	0	0
无息负债变化	4,876	16,589	8,980	13,192	11,453
净现金流	163	6,021	8,257	6,187	7,527

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	9.1%	10.3%	13.1%	12.6%	12.8%
EBITDA 率	3.6%	6.9%	5.2%	6.4%	7.0%
EBIT 率	1.7%	5.3%	4.3%	5.7%	6.4%
税前净利润率	0.4%	3.5%	4.4%	5.2%	6.1%
归母净利润率	0.4%	3.0%	4.1%	4.8%	5.6%
ROA	0.4%	2.1%	3.2%	4.2%	5.1%
ROE (摊薄)	1.7%	5.9%	7.2%	10.6%	13.3%
经营性 ROIC	8.0%	5.5%	5.8%	9.8%	12.9%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	78%	67%	57%	60%	61%
流动比率	0.90	0.99	1.32	1.33	1.38
速动比率	0.78	0.81	1.09	1.10	1.14
归母权益/有息债务	1.69	1.32	4.09	4.54	5.16
有形资产/有息债务	6.99	2.31	6.30	8.32	10.32

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	16,942	65,132	79,748	96,721	113,506
货币资金	1,903	7,714	15,971	22,158	29,685
交易性金融资产	0	1,499	10	10	10
应收帐款	4,832	14,022	20,700	28,139	34,632
应收票据	257	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	43	1,062	1,565	2,128	2,619
存货	1,625	5,678	8,122	11,112	13,642
其他流动资产	263	230	204	176	151
流动资产合计	11,824	30,823	46,879	64,118	81,210
其他权益工具	0	113	113	113	113
长期股权投资	1,176	42	42	42	42
固定资产	544	5,118	4,817	4,499	4,166
在建工程	33	487	470	458	448
无形资产	461	4,075	4,043	4,012	3,981
商誉	1,300	22,697	22,697	22,697	22,697
其他非流动资产	1,218	160	556	556	556
非流动资产合计	5,118	34,308	32,869	32,602	32,295
总负债	13,211	43,710	45,063	58,255	69,709
短期借款	2,000	2,778	0	0	0
应付账款	5,981	15,829	22,639	30,971	38,023
应付票据	2,107	5,864	8,533	11,674	14,331
预收账款	755	437	645	876	1,078
其他流动负债	0	-33	-33	-33	-33
流动负债合计	13,131	31,069	35,433	48,056	59,013
长期借款	0	11,306	8,306	8,306	8,306
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	12	638	1,149	1,719	2,215
非流动负债合计	80	12,641	9,630	10,199	10,696
股东权益	3,731	21,422	34,684	38,465	43,797
股本	637	1,124	1,245	1,245	1,245
公积金	2,427	18,410	29,427	29,659	29,659
未分配利润	527	1,684	3,758	7,257	12,539
归属母公司权益	3,595	21,189	34,402	38,133	43,414
少数股东权益	136	233	283	333	383

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	0.9%	1.2%	2.0%	2.0%	2.0%
管理费用率	1.7%	1.5%	3.0%	2.0%	1.5%
财务费用率	1.2%	1.3%	0.9%	0.5%	0.3%
研发费用率	4.2%	3.2%	3.3%	2.8%	2.8%
所得税率	-13.3%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.00	0.15	0.25	0.40	0.57
每股经营现金流	5.13	4.11	2.90	5.32	6.57
每股净资产	5.64	18.85	27.62	30.62	34.86
每股销售收入	27.20	36.99	49.29	67.01	82.47

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	1039	89	50	31	21
PB	17.6	5.3	3.6	3.2	2.9
EV/EBITDA	116	46	41	25	18
股息率	0.0%	0.2%	0.3%	0.4%	0.6%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：
A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------