

台积电 Q1 业绩点评及电话会议纪要

一季度净利润创新高，供需缺口延续至 2022 年

台积电于 4 月 15 日召开投资者电话会议，对公司 2021 年 Q1 业绩进行了说明和展望。受强劲芯片需求带动，一季度净利润以美元计算同比增长近 20%，营收同比增长 16.7%。会议上强调了芯片短缺会从汽车制造领域延续至消费电子产品甚至更广，供应紧张的情况会延续至 2022 年底，有望在 2023 年得到缓解。预测第二季度营收上限上修至 132 亿美元。

会议核心内容

- 芯片需求强劲带动台积电 2021 年 Q1 净利润破纪录，美元计价同比增长近 20%，营收同比增长 16.7%，毛利率 52.4%。公司预测 Q2 营收将超市场预期，处于 129-132 亿美元区间，其中高性能计算机 HPC 和汽车 Automotive 领域增长将超 20%。预计 2021 年营收目标将同比增长 20%，超过全球半导体市场（除存储芯片）12-19% 的增长预期。
- 台积电计划 2021-2023 年资本开支为 1000 亿美元，其中 2021 年资本开支将为 300 亿美元。台积电的 1000 亿美元资本开支计划中将有 80% 投入到涵盖 5 纳米、3 纳米的先进制程和产能扩建中，约 10% 会投入封装工艺和批量生产中，剩余 10% 则投入至特殊制程中。2021 财年计划的 300 亿美元资本开支中约 80% 将投入至 3、5、7 纳米的先进制程的开发扩产中。如此大规模的资本开支计划已经得到客户订单的承诺和市场结构化需求预期的驱动。
- N5 产品将贡献 2021 年晶圆收入的 20%，N3 产品于 2022 年开始量产。N5 量产已进入第二年，受智能手机和高性能计算机 HPC 领域的带动，N5 需求强劲，良品率比预期好。3 纳米会成为台积电最先进的技术，5 纳米和 3 纳米技术的市场空间广阔。
- 芯片供不应求的缺口将延续至 2022 年，系结构化需求和大环境趋势所致，有望于 2023 年得到缓解。大量预生产 N5 晶圆导致库存周转天数环比增加了 10 天至 83 天，虽然 5G 通信和高性能计算机 HPC 的芯片需求强劲，台积电不排除因大规模超售而调整库存的可能性。
- 对于 Intel 宣布进入晶圆代工领域并设立以重回制造业龙头为目标，台积电表示很清楚如何参与市场竞争。台积电表明对客户都持以公平的态度，与客户紧密合作开发让客户产品保持领先地位的技术。与客户不存在内部产品竞争是台积电一直以来获得客户信任的重要原因，而 Intel 是台积电重要客户，在很多领域存在合作关系，也在很多其他领域中存在竞争的关系。台积电将一如既往地专注于领先技术，把目光投放到长期的市场发展，并且把过去 30 余年发展过程中的经验投入到竞争环境中。

投资建议

- 半导体行业景气度超预期拉长，制造产能紧缺拉动半导体设备需求上升，继续强烈推荐 A 股半导体设备板块。

评级面临的主要风险

- 地缘政治摩擦的不确定；公司产能高利用率能否持续。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

机械设备

证券分析师：杨绍辉

(8621)20328569

shaohui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514080001

证券分析师：陶波

(8621)20328512

bo.tao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520060002

业绩超预期，产能紧缺驱动持续高增长。台积电 2021 年一季度营收 129.2 亿美元，毛利率为 52.4%，净利率高达 38.6%，均触碰前期预期上限。作为晶圆代工技术最先进的企业，台积电 2021 年一季度取得骄人的业绩。营收 129.2 亿美元，同比增加 16.7%，但受智能手机客户需求的季节性疲软拖累环比持平。毛利率为 52.4%，接近前预期的上限。净利率高达 38.6%，但环比下降了 0.9%。整体营业水平保持强劲。

图表 1. TSMC 2021 一季度利润表

Statements of Comprehensive Income

(In NT\$ billions unless otherwise noted)	1Q21	1Q21 Guidance	4Q20	1Q20	1Q21 Over 4Q20	1Q21 Over 1Q20
Net Revenue (US\$ billions)	12.92	12.7-13.0	12.68	10.31	+1.9%	+25.4%
Net Revenue	362.41		361.53	310.60	+0.2%	+16.7%
Gross Margin	52.4%	50.5% - 52.5%	54.0%	51.8%	-1.6 ppts	+0.6 ppt
Operating Expenses	(39.11)		(38.32)	(32.33)	+2.1%	+21.0%
Operating Margin	41.5%	39.5% - 41.5%	43.5%	41.4%	-2.0 ppts	+0.1 ppt
Non-Operating Items	4.52		3.99	3.63	+13.5%	+24.9%
Net Income to Shareholders of the Parent Company	139.69		142.77	116.99	-2.2%	+19.4%
Net Profit Margin	38.6%		39.5%	37.7%	-0.9 ppt	+0.9 ppt
EPS (NT Dollar)	5.39		5.51	4.51	-2.2%	+19.4%
ROE	29.5%		31.4%	28.4%	-1.9 ppts	+1.1 ppts
Shipment (Kpcs, 12"-equiv. Wafer)	3,359		3,246	2,925	+3.5%	+14.8%
Average Exchange Rate-USD/NTD	28.05	27.95	28.52	30.14	-1.6%	-6.9%

* Diluted weighted average outstanding shares were 25,930mn units in 1Q21.

** ROE figures are annualized based on average equity attributable to shareholders of the parent company.

© 2021 TSMC, Ltd.

3

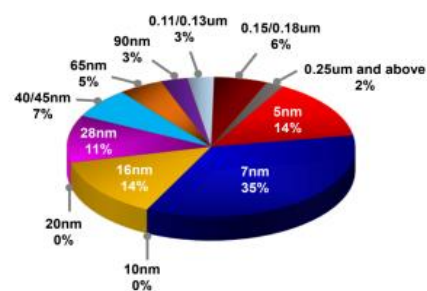
TSMC Property

资料来源：TSMC 2021 Q1 投资者会议展示材料，中银证券

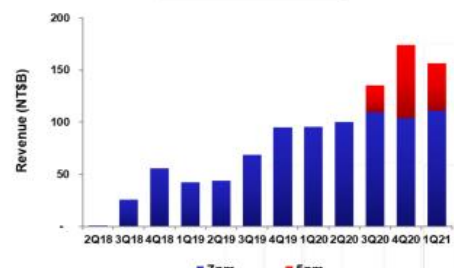
5 纳米制程收入持续改善，16 纳米及以下先进制程占 63%。以技术制程来看，5 纳米占 14%、7 纳米占 35%、16 纳米占 14%，合计共占 63%。其中 5 纳米制程收入比三个月前的情况要好，据悉台积电与客户在 3 纳米、5 纳米技术领域的接触合作比 3 个月前的情况要频繁，以此表现出台积电在该技术领域的先进程度，随着市场产品对于先进制程的使用越来越广泛，未来有望取得更大的市场空间。

图表 2. TSMC 2021 一季度收入 - 分技术制程

1Q21 Revenue by Technology



7nm and Below Revenue



© 2021 TSMC, Ltd.

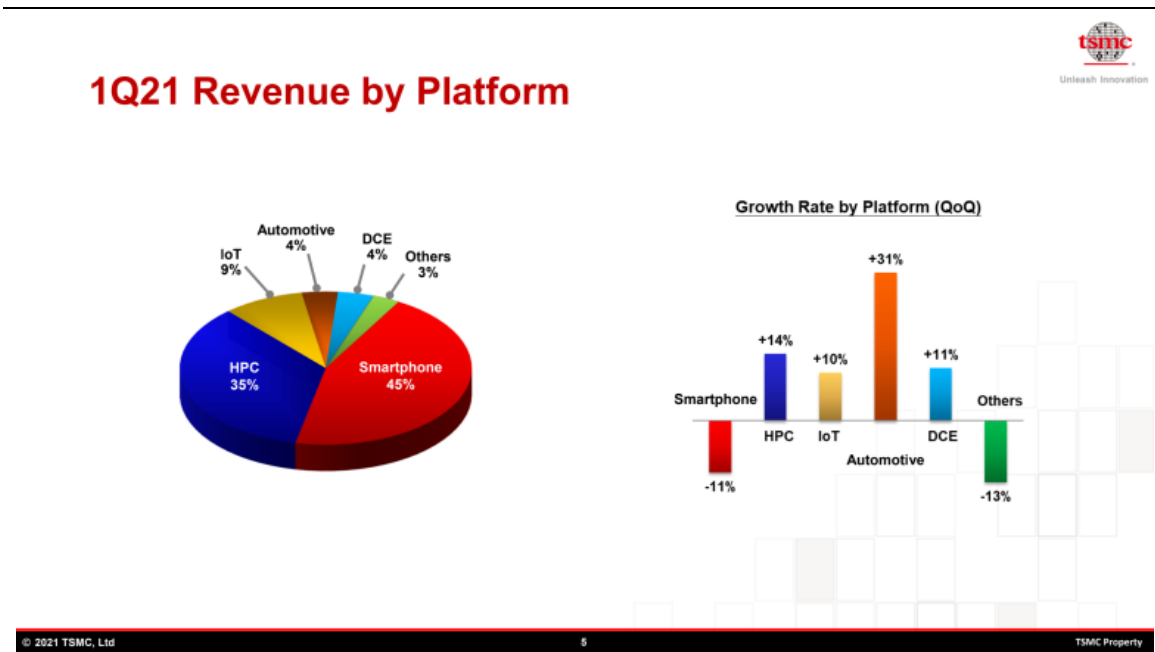
4

TSMC Property

资料来源：TSMC 2021 Q1 投资者会议展示材料，中银证券

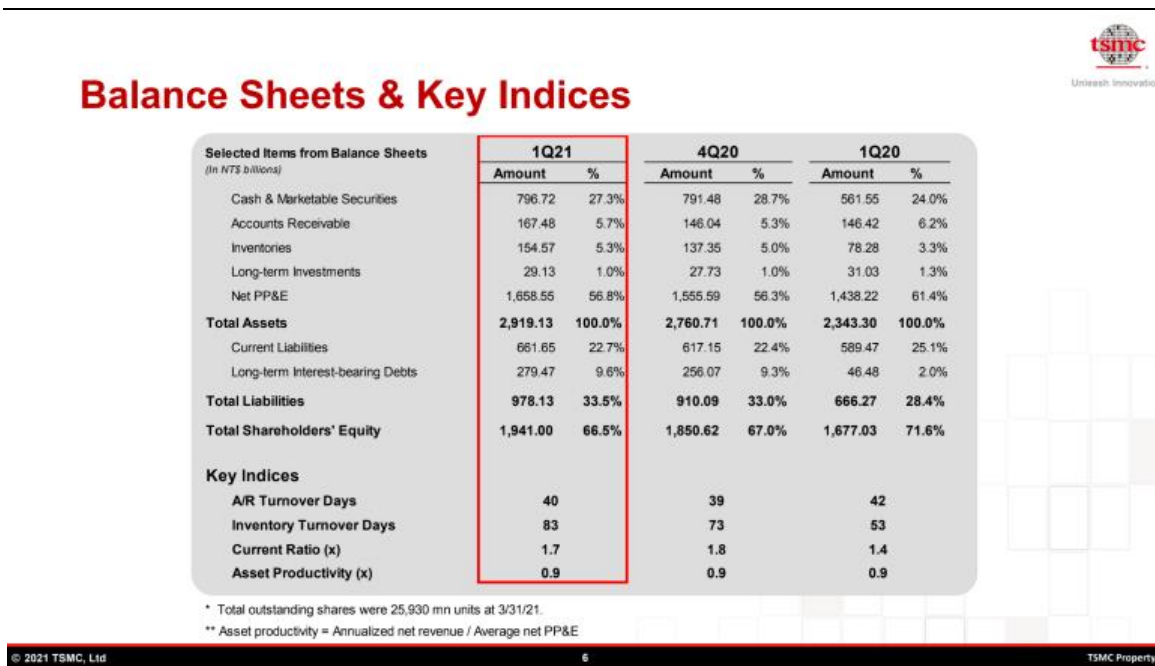
车用芯片需求强劲，智能手机需求增长疲软。从下游领域来看，智能手机和高性能计算机 HPC 领域的需求最强劲，收入占比分别为 45%、35%，合计 80% 的比重。但从季度环比来看，车用芯片需求最为强烈，环比增长 31%，而智能手机表现出季节性疲软，环比下降 11%。台积电表示目前 HPC 领域成为增长的关键驱动因素之一，HPC 与智能手机相关的刻蚀工艺业务是公司的首要增长点，但 HPC 有不同的子分类，如 CPU、GPU、FPGA、人工智能加速电子游戏等等，都有其发展路径和产品生命周期，所以 HPC 不仅只出现在第一波电子器件浪潮中，将来将持续出现在领先技术浪潮中，带领公司技术处于领先地位。

图表 3. TSMC 2021 一季度收入 - 分下游领域



资料来源：TSMC 2021 Q1 投资者会议展示材料，中银证券

图表 4. TSMC 2021 一季度资产负债表



Balance Sheets & Key Indices

Selected Items from Balance Sheets (In NT\$ billions)	1Q21		4Q20		1Q20	
	Amount	%	Amount	%	Amount	%
Cash & Marketable Securities	796.72	27.3%	791.48	28.7%	561.55	24.0%
Accounts Receivable	167.48	5.7%	146.04	5.3%	146.42	6.2%
Inventories	154.57	5.3%	137.35	5.0%	78.28	3.3%
Long-term Investments	29.13	1.0%	27.73	1.0%	31.03	1.3%
Net PP&E	1,658.55	56.8%	1,555.59	56.3%	1,438.22	61.4%
Total Assets	2,919.13	100.0%	2,760.71	100.0%	2,343.30	100.0%
Current Liabilities	661.65	22.7%	617.15	22.4%	589.47	25.1%
Long-term Interest-bearing Debts	279.47	9.6%	256.07	9.3%	46.48	2.0%
Total Liabilities	978.13	33.5%	910.09	33.0%	666.27	28.4%
Total Shareholders' Equity	1,941.00	66.5%	1,850.62	67.0%	1,677.03	71.6%
Key Indices						
A/R Turnover Days	40		39		42	
Inventory Turnover Days	83		73		53	
Current Ratio (x)	1.7		1.8		1.4	
Asset Productivity (x)	0.9		0.9		0.9	

* Total outstanding shares were 25,930 mn units at 3/31/21.
** Asset productivity = Annualized net revenue / Average net PP&E

© 2021 TSMC, Ltd. TSMC Property

资料来源：TSMC 2021 Q1 投资者会议展示材料，中银证券

图表 5. TSMC 2021 一季度现金流量表

Cash Flows



(In NT\$ billions)	1Q21	4Q20	1Q20
Beginning Balance	660.17	604.20	455.40
Cash from operating activities	227.82	259.13	203.03
Capital expenditures	(248.03)	(88.68)	(192.56)
Cash dividends	(64.83)	(64.83)	(64.83)
Short-term loans	52.07	(67.35)	20.35
Bonds payable	18.50	30.50	2.40
Investments and others	19.03	(12.80)	6.99
Ending Balance	664.73	660.17	430.78
Free Cash Flow *	(20.21)	170.45	10.47

* Free cash flow = Cash from operating activities - Capital expenditures

© 2021 TSMC, Ltd.

7

TSMC Property

资料来源: TSMC 2021 Q1 投资者会议展示材料, 中银证券

图表 6. TSMC 2021 一季度重大事项披露

Recap of Recent Major Events



- TSMC Board of Directors Approved the Convening of the 2021 AGM on June 8, 2021 (2021/02/09)
- TSMC Board of Directors Approved the Issuance of Unsecured Corporate Bonds in the Domestic Market for an Amount Not to Exceed NT\$120 Billion (approximately US\$4.4 billion) and US Dollar-Denominated Senior Unsecured Corporate Bonds for an Amount Not to Exceed US\$4.5 Billion (2021/02/09)
- TSMC Board of Directors Approved the Establishment of a Wholly-Owned Subsidiary in Japan to Expand TSMC's 3DIC Material Research, with a Paid-in Capital of not More than ¥18.6 Billion (approximately US\$186 million) (2021/02/09)
- TSMC Board of Directors Approved NT\$2.5 Cash Dividend for the Fourth Quarter of 2020 and Set June 17 as the Ex-Dividend Date, June 23 as the Record Date and July 15, 2021 as the Distribution Date (2021/02/09)

* Please visit TSMC's website (<https://www.tsmc.com>) and Market Observation Post System (<https://mops.twse.com.tw>) for details and other announcements

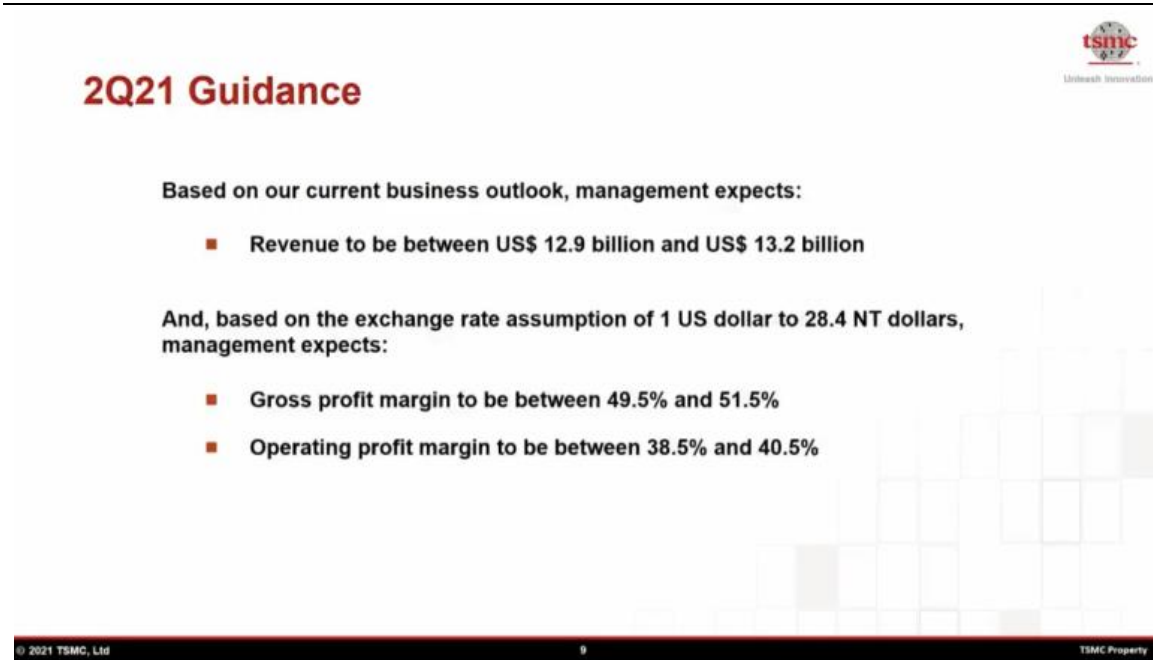
© 2021 TSMC, Ltd.

8

TSMC Property

资料来源: TSMC 2021 Q1 投资者会议展示材料, 中银证券

图表 7. TSMC 2021 二季度展望



资料来源：TSMC 2021 Q1 投资者会议展示材料，中银证券

附：电话会议问答环节具体内容

1. 请问如何看待 Intel 宣布进入晶圆代工领域，想重回制造业龙头的目标？又是如何看待 Intel 作为客户的角色？公司之后会如何持续发展，如何管理带来的潜在风险？

台积电是每个人的晶圆代工厂，对每个客户都公平的对待，当然 Intel 也是我们的一个重要客户，我们在某些领域有合作，在某些领域有竞争，公司一直都与客户合作开发新技术以支持他们的产品，台积电在 30 余年的发展历程中从不匮乏竞争。我们将继续专注技术领先。在很多方面，客户的信任相当重要，我们没有与客户形成竞争关系的内部产品，因此获得客户的信任。对于 Intel 是我们的一个重要客户，我们的目光放将在长远的市场发展而不是短期的需求变化。

2. 对于北美和欧洲越来越多地缘政治摩擦，台积电有什么举措应对？对于美国制造业的看法？南京厂的扩建情况？台积电如何看待越来越多客户关注工厂所在地区的影响？

台积电是一个全球性企业，在中国台湾以外很多地区设立工厂，如美国、中国大陆、新加坡。1996 年在美国华盛顿州北部成立 8 英寸晶圆技术公司，现台积电将于美国亚利桑那州建立 12 英寸晶圆生产车间的计划有序进行，很高兴能参与美国的半导体制造事业。中国南京生产车间 16 纳米晶圆制造第一阶段-20000 片晶圆制造已经安装完毕并且生产一段时间了，根据客户需求和经济形势，我们计划扩大产能。

3. 还有其他地区的扩张计划吗？地理上的选址是参照客户需求或者说公司很清楚客户对于 PPA/成本/生产效率需求？

目前在欧洲的其他地区没有进一步的晶圆厂扩建计划，但我们从不排除其他地区合作的可能性。但强调中国台湾地区仍然是核心基地，研发中心和成熟制程生产线将继续保持在此。客户需求很重要，但更重要的是生产技术和生产效率，比地理边缘政治因素更重要。

4. 1000 亿美元资本支出计划是涵盖未来 3 年的吗？2022、2023 年的资本支出涵盖什么计划？

2021 年资本支出将会到 300 亿美元，之后两年的投入不会以此为基础进行线性增长。

5. 对于成熟制程的扩张计划，请问库存周期的变化？在目前供给紧张的情况下，成熟制程规模的扩大会出现产能过剩或者继续供不应求吗？

我们不排除库存计划修正、超额订单的情况，但结构化需求的强劲势头正在延续，我们正与客户进行紧密合作研发客户所需的新技术并为客户创造差异化和持久的价值。所以市场需求仍然很强劲，供给短缺可能会延续至 2022 年。

6. 是否认为在很长一段时间内，客户的库存水平维持较高水平？

目前国际形势紧张，叠加 COVID-19 的负面影响，我认为需求端客户应该保持较高库存来应对潜在风险。

7. 对于 28 纳米等较老的工艺技术是否会涨价？目前的定价策略？对比之前的变化？

台积电提供的价格是稳定可预测的，不会采取机会主义或，但由于投入先进制程、扩大成熟制程和更换折旧设备导致成本结构发生变化，我们正与客户紧密合作，把价格保持在稳定合理的水平，维持一定的盈利水平以保持继续投资扩张。

8. 各国正努力推动本国晶圆制造业，很多 IDM 制造厂也在寻求扩大产能，请问台积电觉得 IDM 外包的趋势会放缓吗？未来几年是否会因此导致台积电产能过剩？

长期来看，IDM 外包的趋势一直在增长，我们对此也做好了产能的准备。但不认为会因此造成我们的产能过剩，因为技术是更重要的因素，我们会根据客户的需求来进行产能扩张，我们也看到了技术领先的产品在市场上才有竞争力。

9. 2021 年的营收目标同比增长 20% 的驱动因素？与产品价格提升是否有关？

对于价格相关问题不发表言论。公司的资本支出与产能都是基于长期市场需求，叠加大环境基本面和产业周期考虑，5 纳米和 3 纳米客户比三个月前的情况要好，公司与客户紧密合作规划产能，重点投资先进制程和特殊制程。今年预计高性能计算机和汽车领域的业务增长要比公司整体水平要高，智能手机和物联网领域业务将接近公司整体水平。

10. 未来几年资本密集度的发展预期？与公司提到的 35% 长期资本密度发展有什么协同性？对于长期毛利率的趋势有什么意义？

对于资本密集度，未来三年将投入 1000 亿美元，2021 年将投入 300 亿美元，我们预计未来 5 年收入年复合增长率将在 10% 到 15% 之间，以此可以体现出我们的资本密集度投入方向。长期来看，我们的资本密集度会集中在 35% 左右，就毛利率而言，我们在成本端遇到一些挑战，先进制程不断增加的复杂性带来原材料成本上升和新设备的购置，我们正通过调整产品价格、与供应商合作推动改善成本来维持盈利。50% 的毛利率仍然是我们的目标并且是可实现的。

11. 未来 3 年的 1000 亿美元资本开支中，有多少是由于强劲需求所带来的成本攀升？

1000 亿美元的巨大资本开支大部分来源于对我们的先进制程和特殊制程的强劲需求，特别是 5 纳米和 3 纳米产品。

12. 什么样的未来预期带来信心决定 1000 亿美元资本开支？

我们与更多客户在 5 纳米和 3 纳米技术上进行更强的合作，所以我们要为此做好产能的准备。

13. 1000 亿美元的资本支出中，大部分被投入到先进制程中，是否会引起成熟制程的供应缺口越来越大？

我们成熟制程的产能不能覆盖市场上的所有需求，但我们正在积极和我们的客户进行沟通并且研究这个供应缺口，我们也有在成熟制程方面的投资计划。但重要的是，我们也在积极研发成熟制程的技术，让我们的客户产品在市场上更有竞争力，由此在成熟制程的业务才有资金保障，我们也因此决定扩大成熟制程的产能。

14. 是否有从客户端得到资金提前承诺以支撑如此大体量的资本支出，例如预付账款等？

1000 亿美元的决定是因为我们看到了未来大方向和数字化的加速导致的芯片需求强劲所决定的，我们不能透露客户的商业细节，但我们在与客户的落实中，有对一定程度的回报率的要求还有确保客户款项承诺的实现。

15. 面对芯片的强劲需求，订单需要提前多久下达？哪一项制程的供应与需求缺口是最大的？

所有制程都有很大的供应缺口，但我想强调对于产能扩张上的投资，未来几年我们都会与客户积极交流合作，很多客户反映未来有 3-4 年的产品生产计划，台积电也在积极地为客户产品供芯片作容量上的准备。

16. 对于高性能计算机 HPC 领域内的加密货币，公司有多少收入与加密货币或者加密采矿有关？今年下半年有什么样的相关发展预期？长期来看台积电对加密货币业务有什么看法？

公司目前没有统计相关数据，但将来会与相关客户加强合作，毕竟加密货币或加密采矿的技术比 2-3 年前成熟，市场空间更大，而且台积电的技术在领域内的应用很广泛。

17. 什么原因导致第一季度末的库存天数增加？第二季度会有什么样的相关预期？

我们跟以往一样预产了大量的纳米级产品，当我们在强劲市场需求下有提产的举动时，库存会照常自然回落。

18. 1000 亿美元资本开支是否涵盖 2021 年 300 亿美元资本开支？3 年以后 2024、2025 的资本密集度会是什么情况？公司会有什么样的人才培养来支撑如此大的项目投入？

1000 亿美元涵盖 2021 年的 300 亿美元资本开支。长期的资本密集度会在 35% 左右。人才招聘是近年来的优先事项，台积电与中国台湾政府密切合作，积极聘用在半导体领域的毕业生。公司内部也有培训机制，帮助新入职学生和工程师更快地成长。在外积极与当地政府合作，于内积极培养新员工，这是台积电培养人才的机制。

19. 未来 3 年的 8 英寸、12 英寸产能分别会扩大多少？

抱歉细节我们无法透露，但近 80% 的资本开支都会投入先进制程，10% 投入封装和量产，还有 10% 投入特殊制程。

20. 1000 亿美元的资本支出计划中，工具设备供应安全方面是否有包括 EUV 之类的设备瓶颈？

我们会与供应商密切沟通合作，做到事先防范，任何瓶颈都不是我们所希望的。

21. 1000 亿美元资本支出计划的提出，是否事先得到设备供应商的业务承诺？

答案是肯定的。

22. 如何看待 3 纳米即将投产的第一年的收入贡献？

目前讨论 3 纳米的收入贡献太早了，至少还需 2-3 年，但之后的制程收入贡献会明显且持久，与常规的 N5 制程类似。

23. 芯片需求非常紧缺，是否会担心库存不足，在库存方面会有哪些监督指标？

客户的确是在为供应不平衡的风险作准备，我们也需要确保对他们的供应，为此我们正在加强与客户的密切合作。我们密切监督确保对客户的供应得到保障，并为此确保我们的产能。

24. 请举例说明与客户共同合作开发的发展策略，尤其成熟制程方面是什么类型的技术，以及 FD-SOI？在中国台湾地区是否有更多的空间来推广应用这些技术？

FD-SOI 不是我们的业务领域，但我们研发了 CMOS 图像传感器的特殊工艺并且在不断改进，CMOS 图像传感器用于智能手机、汽车和其他很多的领域。最重要的是，台积电研发的超低功耗产品可以满足移动终端的需求。对于移动终端，超低功耗技术很重要。我们与客户密切合作氮化镓之类的特殊工艺并应用于高频或高压应用。台积电正研究射频技术，其在 WiFi、5G 通信的应用很重要。我们正在和客户紧密合作，以便我们在必要时扩大我们的产能。

25. Q2 预计营收、毛利率均比 Q1 低而且连续下降的原因？

下一季度 N5 产品的收入贡献会提高但其对业绩具有稀释效果，晶圆厂持续以高负荷运行导致成本改善的速率放缓，结构性原因是本季度没有进行积极的库存重估。

26. 与客户在 3 纳米和 5 纳米技术领域的合作比 3 个月前的情况要频繁，是否意味着未来三年能获得更大的市场份额？

公司确实与客户在相关方面沟通频繁，获得客户与公司在 5 纳米和 3 纳米方面的合作，这也意味着台积电在该领域的技术领先，但更重要的是我们持续与客户合作研发新技术保证他们的产品需求。每个客户需求都不一样，但我们总能满足他们的要求。

27. 公司在目前高增长期的折旧情况？2020-2025 年复合增长率为 10-15%，则 2021 年及未来的折旧增长将会如何？

2021 年的折旧将会比 2020 年高出近 30%，关于未来 5 年的折旧情况还没有准备好透露。

28. 资本开支大幅增长，但增长预期没有同等幅度上升，而是维持在 10-15% 的原因？

5 年的复合增长 10%-15% 是一个较大区间，目前我们预测的盈利目标仍然在这个范围，但会比以前更接近上限。

29. 对于先进封装领域，SoIC 收入贡献会很显著吗？收入贡献情况将会是怎样？InFO 和 CoWoS 的发展情况？2021 年下半年的毛利率情况？

我们希望所有高性能计算机能应用 SoIC，将于 2022 年开始小批量生产，但具体的收入贡献率还很难预估，但后段技术的收入增长会小幅高于公司整体水平。我们将继续扩大 InFO 和 CoWoS 的客户范围，未来几年业务继续增长。讨论 2021 年下半年的毛利率为时尚早，但可以期待的是，N5 的收入贡献会攀升，但仍然拉低盈利 2-3 个百分点，产能的使用仍然非常紧密，但公司会在高使用状态下改善运营成本。

30. 目前 HPC 领域成为增长的关键驱动因素之一，HPC 与智能手机相关的刻蚀工艺业务是公司的首要增长点，如何看待 HPC 相关的其他业务增长点？是否会因此推动产能改变？

其实 HPC 有不同的子分类，如 CPU、GPU、FPGA、人工智能加速电子游戏等等，都有其发展路径和产品生命周期，所以 HPC 不仅会出现在第一波浪潮中，将来将持续出现在领先技术浪潮中，带领公司技术处于领先地位。

31. 公司在美国亚利桑那州建晶圆厂，而且客户需求强劲，能否讲述未来在美国 N5 相关的发展计划和技术发展？

第一阶段的月产 20000 片 5 纳米晶圆计划将于 2024 年开始生产，在美国亚利桑那州已经获得了一大片土地来实现计划。未来进一步扩张的可能性是有的，但首先要关注的是运营效率和运营成本，其次客户的需求将引领我们下一步的行动。晶圆厂建设计划将如期进行，建成产能将帮助公司满足全球客户的需求。

32. 台积电与客户保持在成熟制程的紧密合作，但也要考虑老技术工艺产品的供应，此次产能扩张后，供给紧张情况什么时候能得到缓解？除去超前订单，成熟制程的需求供给缺口是否仍然很大？

公司没有特别把超前订单的部分纳入考虑，但公司没有排除由此引起很大的供需缺口的可能性。由于新厂房的安装最早到 2023 年才能完成，对于产能短缺将于 2023 年有望缓解，紧张情况会延续至 2022 年。

33. 未来 18 个月供给紧张的情况会继续？

是的，虽然我们正在与客户紧密合作，但供给情况仍然很紧张。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371