

卓胜微 (300782.SZ)

盈利能力凸显，射频前端全面版图形成

事件：卓胜微披露 2021 年中报，营收及利润端同比高增；射频模组贡献重要增量。推出 5G 主集发射端模组产品，完善射频前端版图。自建 SAW 滤波器晶圆制造和射频模组封装产线预计年底投产。

营收业绩双高增，盈利能力凸显。公司 2021 年上半年营收 23.59 亿元，yoy+136.48%，归母净利润 10.14 亿元，yoy+187.37%，扣非归母净利 9.94 亿元，yoy+192.42%。2021Q2 营收 11.76 亿元，yoy+115.13%，qoq-0.57%；归母净利润 5.22 亿元，yoy+159.47%，qoq+6.04%。公司业绩同比高增主要系 5G 渗透驱动射频前端需求萌发，公司射频模组贡献增加。2021H1，毛利率 57.63%，yoy+4.99pt；净利率 42.96%，同比+7.71pt。Q2 毛利率 57.45%，yoy+4.83pt，qoq-0.36 pt；净利率 44.36%，yoy+7.69 pt，qoq+2.78pt。

手机射频前端全面版图初步形成，产品结构持续优化。目前公司产品全面覆盖 FEM 模组、分立传导开关、分立射频 LNA、天线开关和 WiFi 连接模组等市场。公司持续丰富接收端射频模组产品形态，推出适用于 5G 通信制式的 LDIFEM 产品（集成射频低噪声放大器、射频开关和滤波器），已于部分客户量产出货；公司持续丰富 5GNR LFEM 产品组合。公司推出 5GNR 主集发射端模组产品 L-PAMIF，已开始送样推广，初步实现移动智能终端领域的射频前端产品形态全面布局雏形。

研发持续高投入，研发团队持续扩容。2021H1 公司研发费用 1.23 亿元，yoy+37.28%，研发强度 5.20%。2021H1 公司研发效率进一步提升，共获得 11 项集成电路布图设计，申请专利 17 项，其中发明专利 9 项；公司研发人员快速增长至 285 人，同比增长 66.67%。

5G 时代射频前端需求萌发，模组化趋势延续。通讯技术升级，带来射频器件量价齐升；据三方数据，2023 年全球射频前端市场将达 313.10 亿美元，2018~2023 CAGR 16.0%。射频元器件数量增加驱动射频前端高集成度模组化需求增加，高端市场射频前端集成度将持续提升。公司充分布局射频前端，有望凭借大客户优势以及国产替代的逻辑持续加速成长，提高国内市占率。

盈利预测及投资建议：我们预计 2021E/2022E/2023E 年公司实现营收 52.25/72.79/91.08 亿元，归母净利润 22.12/29.09/38.02 亿元，对应 PE 58.2x/44.3x/33.9x，维持“买入”评级。

风险提示：疫情影响加剧、国际政治及贸易影响加剧

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,512	2,792	5,225	7,279	9,108
增长率 yoy (%)	170.0	84.6	87.1	39.3	25.1
归母净利润(百万元)	497	1,073	2,212	2,909	3,802
增长率 yoy (%)	206.3	115.8	106.2	31.5	30.7
EPS 最新摊薄(元/股)	1.49	3.22	6.63	8.72	11.40
净资产收益率(%)	29.1	40.4	47.1	39.1	34.5
P/E(倍)	259.0	120.0	58.2	44.3	33.9
P/B(倍)	75.6	48.4	27.4	17.3	11.7

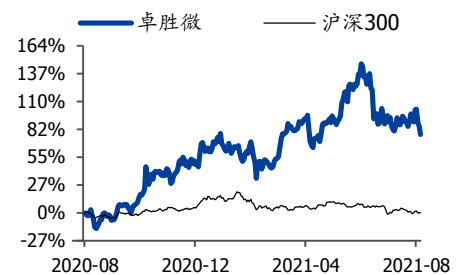
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 8 月 30 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	半导体
前次评级	买入
8月30日收盘价(元)	386.07
总市值(百万元)	128,777.81
总股本(百万股)	333.56
其中自由流通股(%)	60.16
30日日均成交量(百万股)	5.56

股价走势



作者

分析师 郑震湘

执业证书编号：S0680518120002

邮箱：zhengzhenxiang@gszq.com

分析师 余凌星

执业证书编号：S0680520010001

邮箱：shelingxing@gszq.com

相关研究

- 1、《卓胜微 (300782.SZ)：2021Q1 业绩大幅加速，射频龙头再超预期》2021-04-12
- 2、《卓胜微 (300782.SZ)：结构优化替代加速，国产射频龙头再创新高》2021-03-31



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1784	2652	4808	7536	11265
现金	477	1475	2412	5107	7700
应收票据及应收账款	378	338	1002	865	1471
其他应收款	2	17	18	30	30
预付账款	32	32	88	79	129
存货	366	632	1130	1298	1775
其他流动资产	529	159	159	159	159
非流动资产	139	439	507	557	593
长期投资	24	26	28	30	32
固定资产	72	103	162	201	222
无形资产	5	62	71	82	94
其他非流动资产	38	248	247	245	245
资产总计	1923	3090	5316	8094	11858
流动负债	209	403	600	655	843
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	130	224	401	459	629
其他流动负债	79	180	199	195	214
非流动负债	17	35	35	35	35
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	17	35	35	35	35
负债合计	226	438	635	689	878
少数股东权益	-6	-8	-20	-39	-57
股本	100	180	334	334	334
资本公积	940	860	716	716	716
留存收益	660	1646	3642	6199	9437
归属母公司股东权益	1703	2660	4701	7443	11036
负债和股东权益	1923	3090	5316	8094	11858

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	56	1005	1172	2892	2738
净利润	494	1071	2199	2890	3784
折旧摊销	20	30	33	50	65
财务费用	-12	19	-25	-56	-146
投资损失	-1	-5	-1	-2	-2
营运资金变动	-485	-116	-1024	22	-946
其他经营现金流	39	7	-10	-13	-16
投资活动现金流	-582	130	-90	-86	-82
资本支出	96	153	67	48	33
长期投资	-486	295	-2	-2	-2
其他投资现金流	-972	578	-25	-39	-51
筹资活动现金流	730	-101	-146	-111	-62
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	25	80	154	0	0
资本公积增加	804	-80	-144	0	0
其他筹资现金流	-98	-101	-155	-111	-62
现金净增加额	211	998	937	2695	2594

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1512	2792	5225	7279	9108
营业成本	719	1317	2325	3203	4053
营业税金及附加	9	4	10	22	36
营业费用	43	34	57	87	100
管理费用	33	32	63	82	102
研发费用	138	182	313	684	687
财务费用	-12	19	-25	-56	-146
资产减值损失	-16	-40	0	0	0
其他收益	7	12	0	0	0
公允价值变动收益	5	37	10	13	16
投资净收益	1	5	1	2	2
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	563	1218	2492	3271	4295
营业外收入	2	2	2	2	2
营业外支出	2	3	1	2	2
利润总额	563	1217	2493	3272	4295
所得税	68	147	293	382	511
净利润	494	1071	2199	2890	3784
少数股东损益	-3	-2	-12	-18	-19
归属母公司净利润	497	1073	2212	2909	3802
EBITDA	568	1203	2468	3210	4168
EPS (元)	1.49	3.22	6.63	8.72	11.40

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	170.0	84.6	87.1	39.3	25.1
营业利润(%)	219.3	116.5	104.6	31.3	31.3
归属于母公司净利润(%)	206.3	115.8	106.2	31.5	30.7
获利能力					
毛利率(%)	52.5	52.8	55.5	56.0	55.5
净利率(%)	32.9	38.4	42.3	40.0	41.7
ROE(%)	29.1	40.4	47.1	39.1	34.5
ROIC(%)	28.3	38.8	45.8	37.5	32.8
偿债能力					
资产负债率(%)	11.7	14.2	11.9	8.5	7.4
净负债比率(%)	-28.0	-55.5	-51.6	-69.0	-70.2
流动比率	8.5	6.6	8.0	11.5	13.4
速动比率	6.5	4.8	5.9	9.3	11.0
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.1	1.2	1.1	0.9
应收账款周转率	7.1	7.8	7.8	7.8	7.8
应付账款周转率	8.8	7.4	7.4	7.4	7.4
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.49	3.22	6.63	8.72	11.40
每股经营现金流(最新摊薄)	0.17	3.01	3.51	8.67	8.21
每股净资产(最新摊薄)	5.11	7.97	14.06	22.28	33.06
估值比率					
P/E	259.0	120.0	58.2	44.3	33.9
P/B	75.6	48.4	27.4	17.3	11.7
EV/EBITDA	224.9	105.7	51.2	38.5	29.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 8 月 30 日收盘价

内容目录

一、盈利能力凸显、射频前端全面版图形成.....	4
二、5G时代射频前端需求鹏发，模组化趋势延续.....	7
盈利预测及投资建议.....	10
风险提示.....	10

图表目录

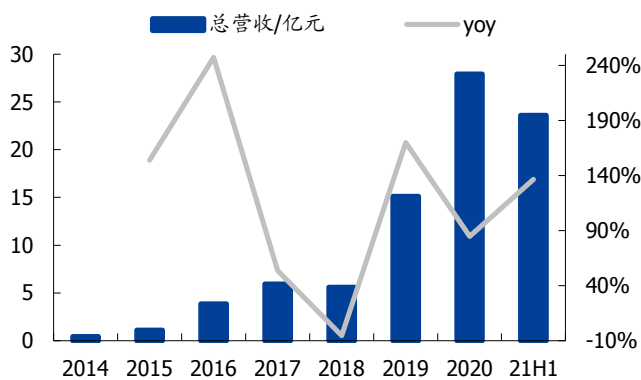
图表 1: 公司营收及其增速.....	4
图表 2: 公司归母净利及其增速.....	4
图表 3: 公司利润率情况.....	5
图表 4: 公司期间费用率情况.....	5
图表 5: 公司营收结构.....	5
图表 6: 公司各业务毛利率情况.....	5
图表 7: 公司研发费用及其占比、增速情况.....	6
图表 8: 公司各业务毛利率情况.....	6
图表 9: 募投项目产线建设拟优化调整、加速建设.....	7
图表 10: 全球射频前端市场规模预测（亿美元）.....	7
图表 11: 全球射频开关销售收入（亿美元）.....	7
图表 12: 移动终端射频前端市场规模预测.....	8
图表 13: 电信基础设施射频前端市场规模预测.....	8
图表 14: 智能手机单机所用射频前端各部分价值量（美元）.....	8
图表 15: 随着通讯技术升级，滤波器占比逐步提高.....	8
图表 16: 不同型号智能手机射频前端成本占比（按供应商）.....	9
图表 17: 主流智能手机厂商射频前端及连接架构趋势.....	9
图表 18: 中国 SAW 滤波器自产量及需求量对比（亿只）.....	9
图表 19: 中国 SAW 滤波器市场规模预测（亿元）.....	9

一、盈利能力凸显、射频前端全面版图形成

事件：卓胜微披露 2021 年中报，营收及利润端同比高增；射频模组贡献重要增量。推出 5G 主集发射端模组产品，完善射频前端版图。自建 SAW 滤波器晶圆制造和射频模组封装产线预计年底投产。

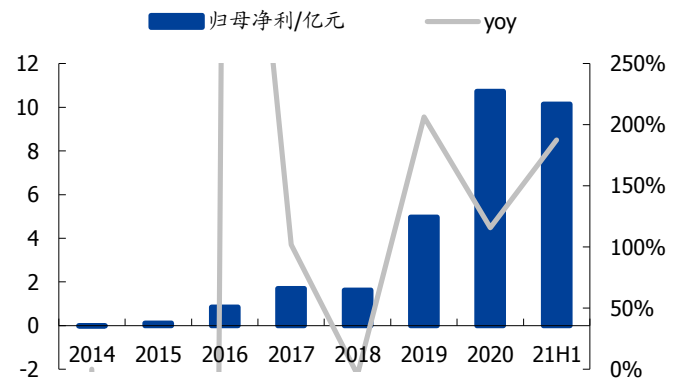
营收及利润端同比高增，5G 渗透驱动射频前端需求爆发，接收端模组贡献重要增量。公司 2021 年上半年实现营业收入 23.59 亿元，同比+136.48%，归母净利润 10.14 亿元，同比+187.37%，扣非归母净利 9.94 亿元，同比增长 192.42%。2021Q2 营收 11.76 亿元，同比增长 115.13%，环比增长-0.57%；Q2 归母净利润 5.22 亿元，同比增长 159.47%，环比增长 6.04%。2021H1 公司业绩同比高增主要系 1) 5G 通信技术发展带动了射频前端市场需求快速增长，公司产品在客户端持续渗透。2) 公司产品类型实现从分立器件向射频模组的跨越，凭借产品高性能及稳定交付等综合优势，5G 接收端射频模组产品需求持续攀升。

图表 1：公司营收及其增速



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 2：公司归母净利润及其增速

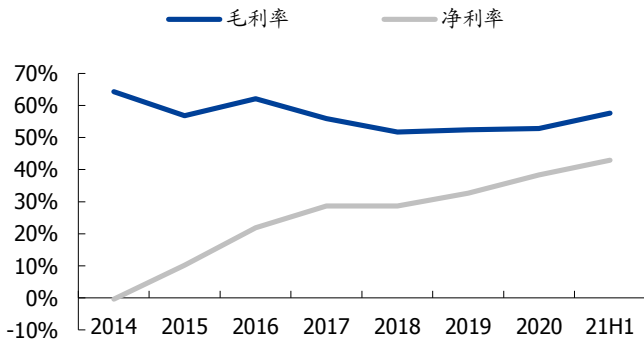


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

利润率同比提升较显著，产品优势及成本管控能力凸显。2021H1，公司毛利率 57.63%，同比+4.99pt；净利率 42.96%，同比+7.71pt。2021Q2，公司毛利率 57.45%，同比+4.83pt，环比-0.36 pt；净利率 44.36%，同比+7.69 pt，环比+2.78pt。公司深刻理解和准确把握客户需求，在设计中最优化成本。以射频开关为例，公司结合应用需求定义了接收类型射频开关种类，构建了高性能低成本优势；另一方面，在全球半导体供应紧张情况下，公司受益于与上游晶圆制造商和封装厂长期合作关系、大量订单形成的规模优势，享有更强的议价能力。同时，公司与供应商协作建立生产专线、参与关键工艺与技术研发、自购关键设备等再度降低优化成本。

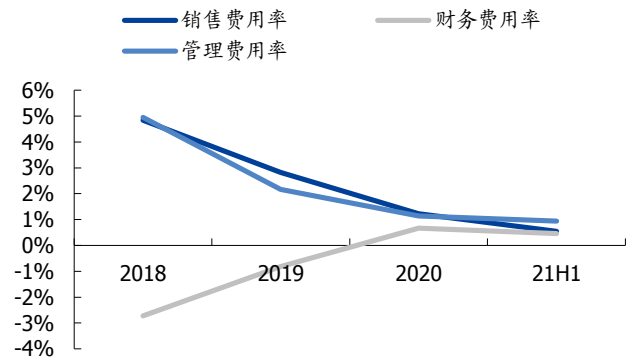
期间费用率维持较低水平。2021H1 公司期间费用率自 2019、2020 年显著优化以来维持低位；2021 上半年销售费用率 0.54%，财务费用率 0.46%，管理费用率 0.94%。

图表 3: 公司利润率情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 4: 公司期间费用率情况

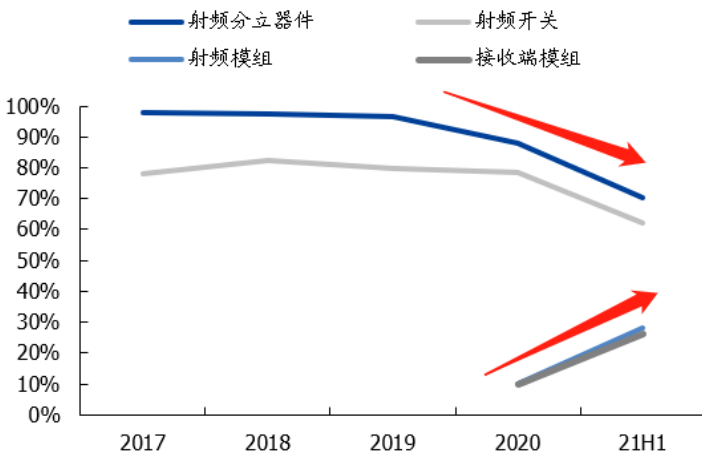


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司丰满产品版图, 模组营收快速放量。公司在射频领域有多年的技术积累, 是国内射频接收端模组技术领域和市场化推进的先行者。公司早期仅涉及分立射频开关和分立射频低噪声放大器市场, 目前公司产品可全面覆盖 FEM 模组、分立传导开关、分立射频低噪声放大器、天线开关和 WiFi 连接模组等市场, 并于 2021H1 新推出 5G 主集发射端模组产品。2021H1, 射频模组营收贡献持续扩大, 占比 28.05%, 营收同比 62127.17% 增至 6.62 亿元, 其中接收端模组 6.13 亿元, 同比增速 57522.57%, 占比 25.97%。上半年射频分立器件营收贡献 70.39%, 营收同比 70.56% 增至 16.61 亿元; 其中射频开关营收 14.70 亿元, 同比增长 72.37%, 占比 62.29%。

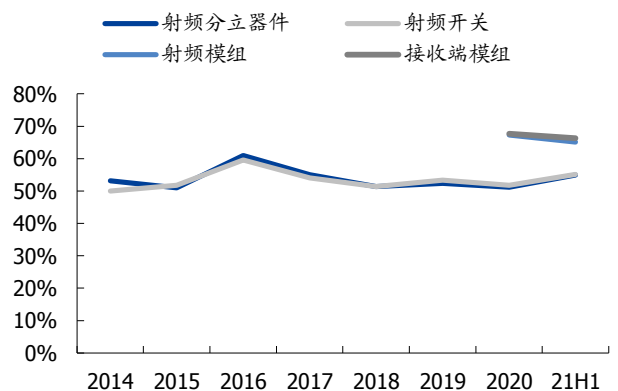
公司各产品毛利率维系高水平。2021H1 公司射频分立器件毛利率 54.91%, 同比提升 2.28pt; 其中, 射频开关毛利率 55.12% 同比提升 1.75pt。2021H1 公司射频模组毛利率 65.13%, 同比提升 6.25pt; 其中接收端模组毛利率 66.33%, 同比提升 7.46pt。

图表 5: 公司营收结构



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 6: 公司各业务毛利率情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

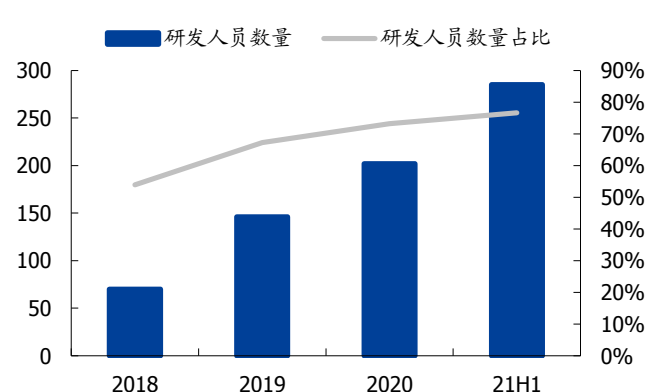
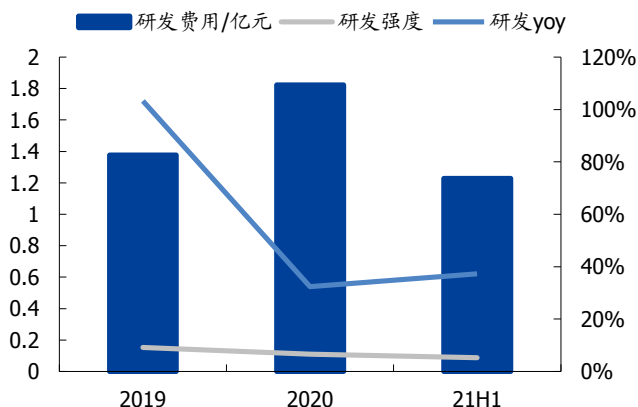
公司立足于前期射频分立器件和接收端模组市场，持续丰富接收端射频模组产品形态，2021H1 推出发射端射频模组产品，已初步实现了移动智能终端领域的射频前端产品形态全面布局雏形。未来公司将持续精进发射端模组研发，充分发挥产品协同效应，孕育布局全面、差异化的竞争优势。

- **射频分立器件：**目前公司射频分立器件产品型号丰富，适用于多种应用场景，技术成熟度和产品覆盖面行业领先。2021H1，公司拳头产品之一的天线开关产品出货量有所上升，营收 7.11 亿元，占比 30.13%。
- **射频模组——接收端射频模组：**2021H1，公司新推出适用于 5G 通信制式的 LDIFEM 产品（集成射频低噪声放大器、射频开关和滤波器），目前该产品已在部分客户实现量产出货。同时，公司持续丰富适用于 5GNR 频段的 LFEM 产品组合，提高产品覆盖度，优化产品结构。目前，公司接收端射频模组产品形态丰富，覆盖接收端的完整应用，可以满足各种应用场景需求，并具有显著的成本优势。
- **射频模组——发射端射频模组：**公司顺利推出应用于 5GNR 频段的主集发射端模组产品 L-PAMiF，并已开始送样推广。应用于 5G NR 频段的 L-PAMiF 主要由射频功率放大器、射频开关、低噪声放大器、滤波器所集成，该产品是兼具信号接收和发射功能的高集成度模组，集成的射频器件类型较多，其设计难度和工艺复杂度更大，性能要求更高。
- **WiFi 连接模组：**目前满足 WiFi 5 连接标准的产品已实现量产出货，公司 2020 年推出满足 WiFi 6 连接标准的连接模组产品，该部分产品目前已在部分客户验证通过。WiFi 连接模组产品是公司在射频领域的技术延伸，公司同时正研究满足 WiFi 6E 连接标准的产品，持续探索更高复杂度、更高性能、更高技术标准，以及更广阔的市场空间。

研发持续高投入，研发团队持续扩容。2021H1 公司研发费用 1.23 亿元，同比增速 37.28%，占营收比例 5.20%。2021H1 公司研发效率进一步提升，共获得 11 项集成电路布图设计，共申请专利 17 项，其中发明专利 9 项，实用新型专利 8 项。2021 上半年公司研发人员快速增长至 285 人，同比增长 66.67%。

图表 7：公司研发费用及其占比、增速情况

图表 8：公司研发人员数量及其占比



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

公司拟优化调整“高端射频滤波器芯片及模组研发和产业化”、“5G 通信基站射频器件研发及产业化”募投项目产线建设为自主建设。可节省原合作建设所需沟通协调成本，加速募投项目实施。

图表9: 募投项目产线建设拟优化调整, 加速建设

事项	优化调整前	优化调整后
募投项目产线建设	与 Foundry 共同投入资源合作建立前道晶圆生产专线, 由公司提供部分关键设备, 同时将约定全部或部分公司所投入设备所在专线用于公司产品的生产, 形成的新工艺和技术由公司所有	通过在自有厂房自建厂线的方式实施募投项目, 实现对募投项目实施以及产能和知识产权的完全自主、可控

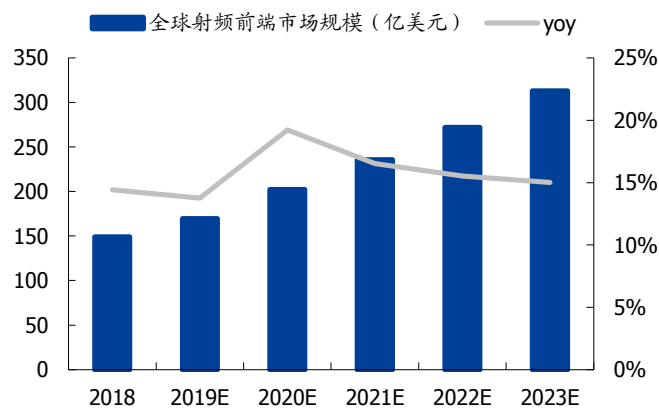
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

加码芯卓半导体, SAW 滤波器晶圆制造和射频模组封测产能将加速落地。公司对芯卓半导体产业化建设项目追加投资 27 亿元, 以进一步扩充 SAW 滤波器晶圆制造和射频模组封装测试产能及厂房及配套设施建设。该项目各栋主体结构已于 2021 年 6 月底顺利封顶, 计划于年底前投入使用。公司将针对射频滤波器产线建设, 导入滤波器工艺技术与制造设备, 形成工艺技术能力和规模化量产能力, 形成设计研究、晶圆制造、封测的全产业链参与。

二、5G 时代射频前端需求鹏发, 模组化趋势延续

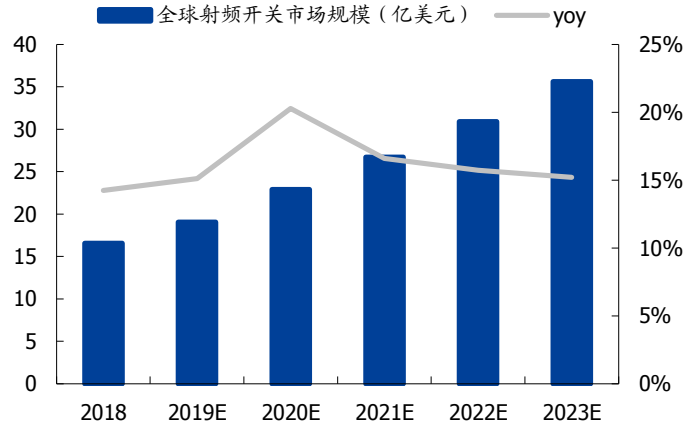
全球射频前端市场受 5G 驱动, 快速增长。根据 Global Radio Frequency Front-end Module Market Research Report 2019 报告中的统计, 从 2011 年至 2018 年全球射频前端市场规模以年复合增长率 13.10% 的速度增长, 2018 年达 149.10 亿美元。受到 5G 网络商业化建设的影响, 自 2020 年起, 全球射频前端市场将迎来快速增长。2018 年至 2023 年全球射频前端市场规模预计将以年复合增长率 16.0% 持续高速增长, 2023 年达接近 313.10 亿美元。

图表 10: 全球射频前端市场规模预测 (亿美元)



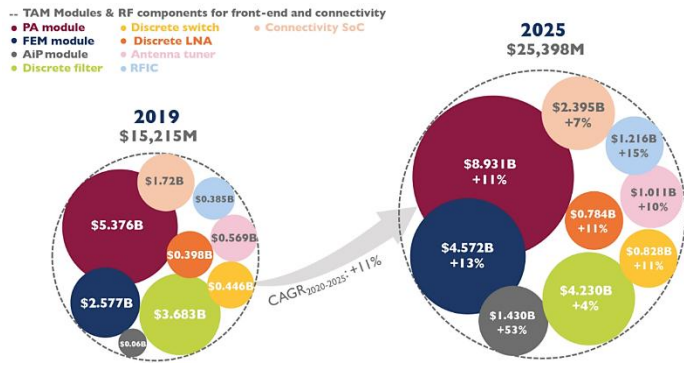
资料来源: Global Radio Frequency Front-end Module Market Research Report 2019, 国盛证券研究所

图表 11: 全球射频开关销售收入 (亿美元)



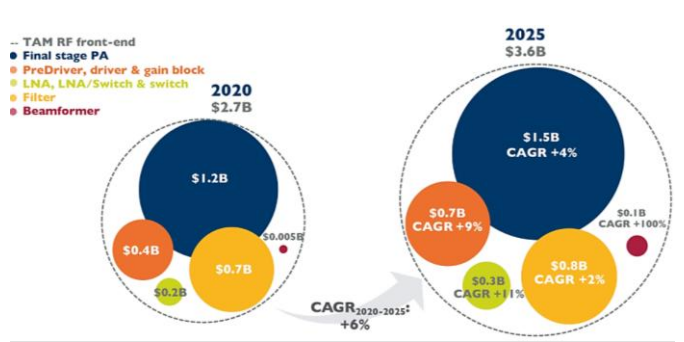
资料来源: Global Radio Frequency Front-end Module Market Research Report 2019, 国盛证券研究所

图表 12: 移动终端射频前端市场规模预测



资料来源: Yole 2020.9, 国盛证券研究所

图表 13: 电信基础设施射频前端市场规模预测



资料来源: Yole 2021.3, 国盛证券研究所

通讯技术升级, 带来射频器件量价齐升。随着通讯技术的不断提高, 全球的通讯网络也从 2G、3G、升级到目前最广泛的 4G, 逐步进入正处于基站铺设的 5G 时代。随着通讯升级, 频段增加, 智能手机射频前端的 PA 等器件价值量进一步提升量。以 3G 向 4G 升级为例, 移动通讯的频段数量由 2010 年的 6 个扩张到 43 个, 5G 时代更有望提升至 60 以上。目前主流 4G 通信采用 5 频 13 模, 平均使用 7 颗 PA, 4 个射频开关器。

图表 14: 智能手机单机所用射频前端各部分价值量 (美元)

	3G	区域 LTE	全网通 LTE
SAW 滤波器	1.25	2	2.25
TC-SAW 滤波器	0	0.5	1.5
BAW 滤波器	0	1.5	3.5
全部滤波器	1.25	4	7.25
PA、天线开关及其他	2.5	3.5	5.5
射频前端	3.75	7.25	12.75+

资料来源: TriOunit, 国盛证券研究所

图表 15: 随着通讯技术升级, 滤波器占比逐步提高

	滤波器	PA	LNA	开关	射频天线协调器	mmW FEM
2016	52%	38%	10%			
2017	54%	34%	2%	7%	3%	
2023	65%	20%	2%	9%	2%	2%

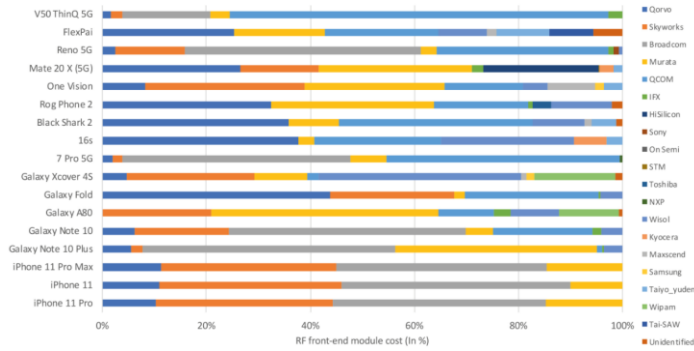
资料来源: Simit, 国盛证券研究所

模组化是目前射频前端国际竞争主赛道。5G 时代, 智能终端天线数量增加带来射频元器件数量增加, 但 5G 手机中射频前端 PCB 面积受限, 因此对射频前端高集成度模组化需求增加, 声学滤波器是前端模块的重要一环以及很多公司的最后一环。近些年博通、Qorvo、Skyworks 等公司通过兼并整合, 兼具生产独立的滤波器和前端模块的能力。日本企业如 TDK、村田、太阳诱电等目前仍主要生产分立滤波器元件, 这些公司不仅对设备制造商直供集成式的滤波器, 也向射频前端模块生产商提供滤波器元件生产外包服务。射频前端模组化是目前国际业界积极布局的主赛道。

高端手机注重模组化, 分立器件仍在中低端市场占重要地位。根据 Yole 及 SystemsPlus

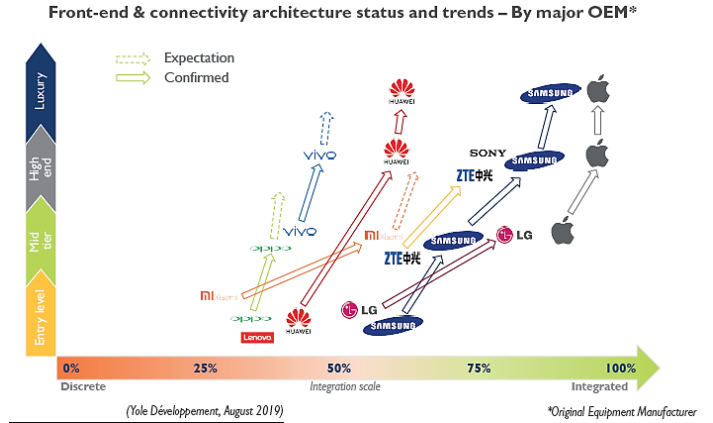
Consulting 对主流厂商手机拆解发现,智能手机从低端到高端,模组成本占比逐步提升,苹果、三星等高端机型中模组化程度非常高,射频前端成本也较高。未来市场整体有射频前端集成度提升趋势,高端市场射频前端集成度将持续提升,但考虑成本问题,国产安卓系厂商产品中,射频前端仍将大量采用分立器件。

图表 16: 不同型号智能手机射频前端成本占比(按供应商)



资料来源: Yole, 国盛证券研究所

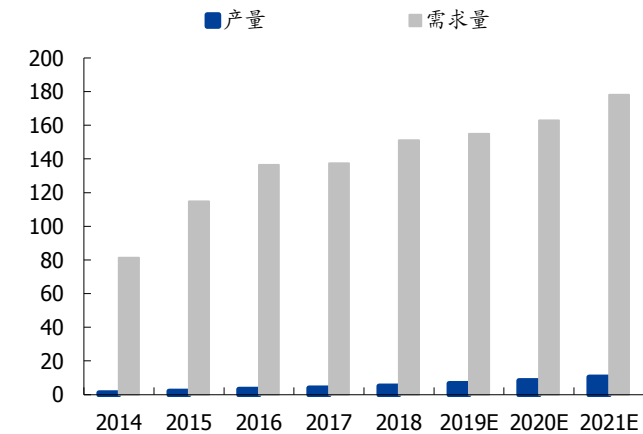
图表 17: 主流智能手机厂商射频前端及连接架构趋势



资料来源: Yole, 国盛证券研究所

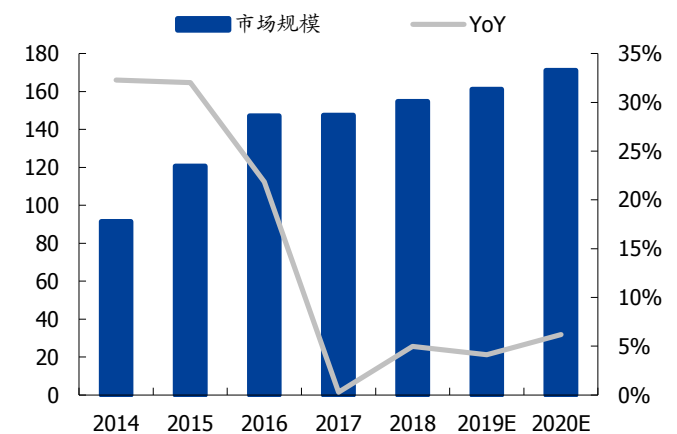
需求量与国产量相差甚远,国产替代机遇大。根据智研资讯,中国自 2014 年开始对于 SAW 的需求持续上涨,然而国产 SAW 的产量长期以来都只是需求量的不及 10%。同样根据预测,中国 SAW 的市场规模在 2019 年 SAW 的市场规模将会达到 161 亿元,而在 2020 年将会达到 171 亿元,增速为 6.2%。

图表 18: 中国 SAW 滤波器自产量及需求量对比(亿只)



资料来源: 智研资讯, 国盛证券研究所

图表 19: 中国 SAW 滤波器市场规模预测(亿元)



资料来源: 智研资讯, 国盛证券研究所

卓胜微加速完善滤波器全产品线布局,持续丰富接收端射频模组产品形态,已拓展发射端射频模组产品,已初步实现了移动智能终端领域的射频前端产品形态全面布局雏形;最有望受益国产射频产业链黄金替代机遇。近年来公司大力投入研发,定增加码新产品研发及产业化,作为国内射频龙头,公司研发转化效率高,竞争优势明显。另一方面,公司具备全球主流安卓手机品牌客户优势,同时中国作为最大的半导体应用下游市场,国产替代不断推进,我们认为卓胜微将会借助着大客户的优势以及国产替代的逻辑,未来持续加速成长,提高国内市占率。

盈利预测及投资建议

在国产替代加速推进背景下，卓胜微作为最受益标的之一，未来有望持续加速成长。我们预计 2021E/2022E/2023E 年公司实现营收 52.25/72.79/91.08 亿元，归母净利润 22.12/29.09/38.02 亿元，对应 PE 58.2x/44.3x/33.9x，维持“买入”评级。

风险提示

疫情影响加剧、国际政治及贸易影响加剧

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com