

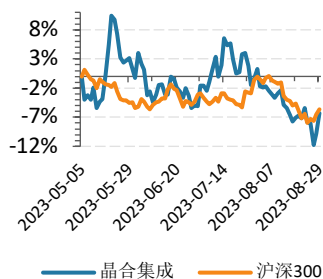
晶合集成：公司二季度环比改善，产能和研发持续推进

投资评级：增持（首次）

报告日期：2023-09-11

收盘价（元）	18.57
近 12 个月最高/最低（元）	23.86/17.51
总股本（百万股）	2006
流通股本（百万股）	351.1
流通股比例（%）	17.5
总市值（亿元）	372.5
流通市值（亿元）	65.21

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：陈耀波

执业证书号：S0010523060001

电话：13560087214

邮箱：chenyaobo@hazq.com

主要观点：

● 晶合集成公布 2023 年半年报，2023 年上半年第二季度收入和利润环比改善显著

从收入和利润端看：公司 2023 年上半年，实现营业收入 29.69 亿元，同比 2022 年同期下降 50.44%；归属于上市公司股东的净利润为-4361 万元，较 2022 年同期下降 101.66%；归属于上市公司股东的扣非净利润为-1.46 亿元，较 2022 年同期下降 105.68%。公司营业收入较上年同期减少 30.22 亿元，主要系半导体行业景气度下滑，市场整体需求放缓所致；公司归母净利润和扣非归母净利润下降主要系公司营业收入同比下降 50.44%，而公司折旧、摊销等固定成本较高，同时公司持续增加研发投入，研发费用较上年同期增长 27.46%。

从单季度营收和利润看：公司 2023 年第二季度经营业绩较一季度有所提升。二季度公司实现营业收入 18.8 亿元、净利润 2.56 亿元、归属母公司所有者的净利润 2.87 亿元，较一季度分别增加 7.9 亿元、6.3 亿元，6.175 亿元，增长比例分别为 72.50%、167.93%、186.81%。

● 公司持续加大研发投入，巩固技术优势，研发费用率提升

公司研发费用从 2022 年上半年的 3.94 亿元提升至 2023 年上半年的 5.02 亿元，同比增长 27.46%。研发费用率从 2022 年上半年的 6.58% 提升至 2023 年上半年的 16.92%。公司研发人员数量从 2022 年上半年的 1058 人提升至 2023 年上半年的 1438 人，研发人员占比从 2022 年上半年的 30.24% 提升至 2023 年上半年 35.11%，研发人员平均薪酬相比 2022 年同期下降 50.16%，主要系 2022 年经营业绩较好公司发放奖金，同时 2023 年新入职员工较多，拉低平均薪酬所致。

● 显示面板是实现信息显示的重要部件，DDIC 是显示面板的核心芯片，公司代工主要产品为 DDIC，同时扩展 CIS、MCU、PMIC 等工艺平台

晶合集成主要从事 12 寸晶圆代工业务，向客户提供 DDIC 及其他工艺平台的晶圆代工服务，公司主要的代工服务产品应用领域主要为面板显示驱动芯片。公司 150nm-90nm LCD 显示驱动芯片技术为力晶科技的技转技术基础上进行改良优化，创新升级后形成。

● 公司主要营业收入来自于 150nm 至 90nm 技术节点

从工艺代工平台看，显示驱动芯片 DDIC 代工是公司主要收入来源。2023 年上半年公司 DDIC 工艺平台晶圆代工收入占比 87.84%，CIS 工艺平台晶圆代工收入占比为 4.08%，PMIC 工艺平台晶圆代工收入占比为 5.77%，MCU 工艺平台晶圆代工收入占比为 1.35%。

截止 2023 年上半年，公司 90nm 及以下制程占比公司整体营收的 95.17%。其中 90nm 制程是公司最核心主力营收，达到 14.77 亿元占比 49.92%，110nm 制程收入为 9.36 亿元占比 31.65%，150nm 制程收入为 4.02 亿元，占比 13.60%。公司较为先进的 55nm 制程收入为 1.43 亿元，占比 4.83%。

- 公司客户群体广泛，已覆盖国际一线客户，获得众多境内外知名芯片设计公司 and 终端产品公司的认可

公司于 2017 年的建设初期通过力晶科技的引荐在确认技术转让平台的适用性后，与奇景光电、奕力科技签订相关合同订单。并于 2017 年 3 月选定联咏科技作为 150nm 工艺平台首个客户。后公司与国内一线厂商思特威，集创北方，紫光展锐，奕斯伟和杰华特等建立长期稳定的合作关系。同时公司在国产设备和材料方面最大程度适用国产化设备和材料，推动中国大陆供应链的国产替代任务。

● 投资建议

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别 75.59 亿/111.29 亿/162.27 亿元。归母净利润为 8.32 亿/16.82 亿/29.29 亿元，对应 EPS 为 0.41/0.84/1.46 元，对应 PE 分别为 45/22/13 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

● 风险提示

消费电子需求疲软，DDIC 库存高企，市场竞争加剧，技术迭代不及预期

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	10051	7559	11129	16227
收入同比 (%)	85.1%	-24.8%	47.2%	45.8%
归属母公司净利润	3045	832	1682	2929
净利润同比 (%)	76.2%	-72.7%	102.3%	74.1%
毛利率 (%)	46.2%	28.9%	32.2%	35.5%
ROE (%)	23.2%	3.5%	6.6%	10.3%
每股收益 (元)	2.02	0.41	0.84	1.46
P/E	0.00	44.79	22.15	12.72
P/B	0.00	1.56	1.46	1.31
EV/EBITDA	0.00	7.83	5.86	3.94

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 晶合集成半年度业绩点评合历史财务状况	5
1.1 公司收入和利润	5
1.2 公司综合毛利率和分产品毛利率	6
1.3 公司费用端情况和研发投入	6
2 晶合集成：国内领先的显示驱动芯片代工厂	7
2.1 公司目前现有工艺、制程的形成和主要产品	7
2.2 公司营业收入情况按照制程和工艺平台占比	8
2.3 中国和全球 DDIC 市场规模和未来增长情况	8
2.4 公司目前主要客户群体、产能情况、市场地位和未来研发投入方向	9
风险提示：	10
财务报表与盈利预测	11

图表目录

图表 1 公司营业收入 2020-2023H1	5
图表 2 公司归母净利润 2020-2023H1	5
图表 3 公司单季度营业收入 2022Q1-2023Q2	5
图表 4 公司单季度归母净利润 2022Q1-2023Q2	5
图表 5 公司毛利率和归母净利润率 2020-2023H1	6
图表 6 公司主要产品分产品毛利率 2020-2022	6
图表 7 公司研发、管理、销售费用率 2020-2023H1	6
图表 8 公司研发人员情况 (2023 年半年报)	6
图表 9 公司主要制程和工艺平台的演进情况	7
图表 10 DDIC 对应终端应用领域所需的数量	8
图表 11 公司主要产品 DDIC 和相关应用领域	8
图表 12 公司晶圆代工服务制程节点收入和占比 (亿元)	8
图表 13 公司按照工艺平台分类的主营业务收入构成	8
图表 14 中国 DDIC 市场规模 2015-2024 (产量亿颗)	9
图表 15 全球 DDIC 市场规模 2015-2024 (产量亿颗)	9
图表 16 2022 年第三季度全球十大晶圆代工厂营收排名 (晶合集成排名全球前十)	9
图表 17 公司募资投入的项目和使用的资金	10

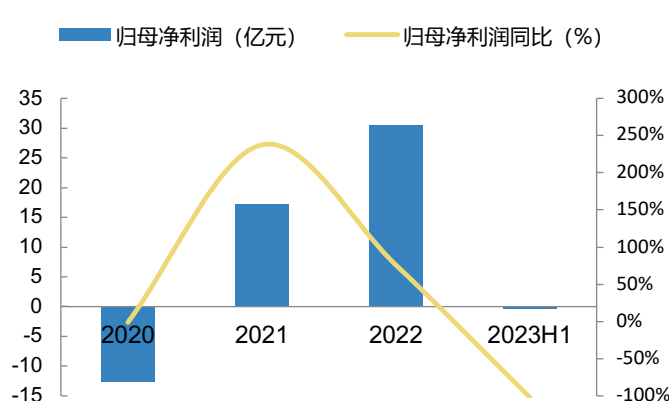
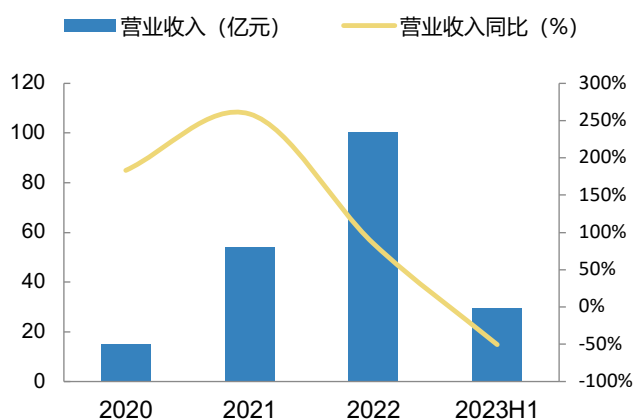
1 晶合集成半年度业绩点评合历史财务状况

1.1 公司收入和利润

从收入和利润端看：公司 2023 年上半年，实现营业收入 29.69 亿元，同比 2022 年同期下降 50.44%；归属于上市公司股东的净利润为-4361 万元，较 2022 年同期下降 101.66%；归属于上市公司股东的扣非净利润为-1.46 亿元，较 2022 年同期下降 105.68%。公司营业收入较上年同期减少 30.22 亿元，主要系半导体行业景气度下滑，市场整体需求放缓所致；公司归母净利润和扣非归母净利润下降主要系公司营业收入同比下降 50.44%，而公司折旧、摊销等固定成本较高，同时公司持续增加研发投入，研发费用较上年同期增长 27.46%。

图表 1 公司营业收入 2020-2023H1

图表 2 公司归母净利润 2020-2023H1



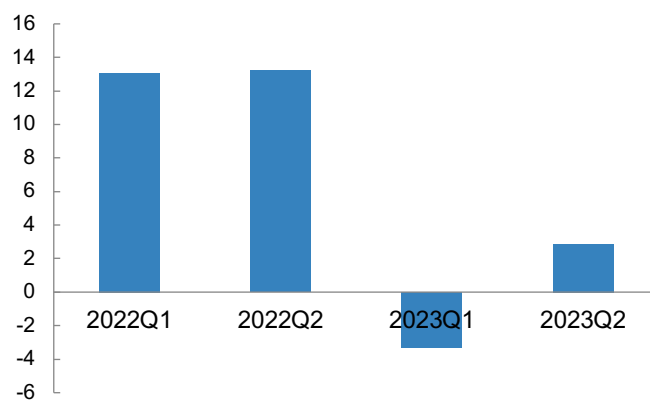
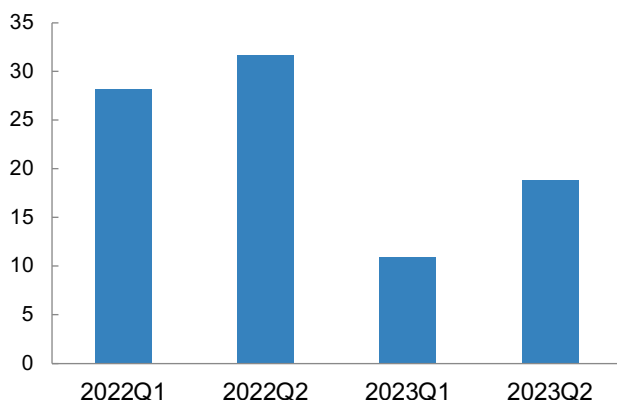
资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

从单季度营收和利润看：公司 2023 年第二季度经营业绩较一季度有所提升。二季度公司实现营业收入 18.8 亿元、净利润 2.56 亿元、归属母公司所有者的净利润 2.87 亿元，较一季度分别增加 7.9 亿元、6.3 亿元，6.175 亿元，增长比例分别为 72.50%、167.93%、186.81%。

图表 3 公司单季度营业收入 2022Q1-2023Q2

图表 4 公司单季度归母净利润 2022Q1-2023Q2



资料来源：wind，华安证券研究所

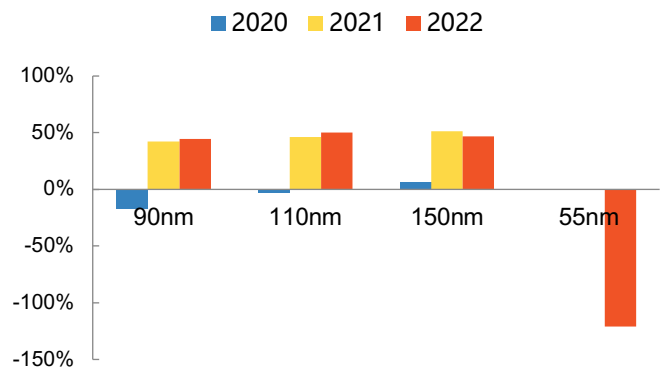
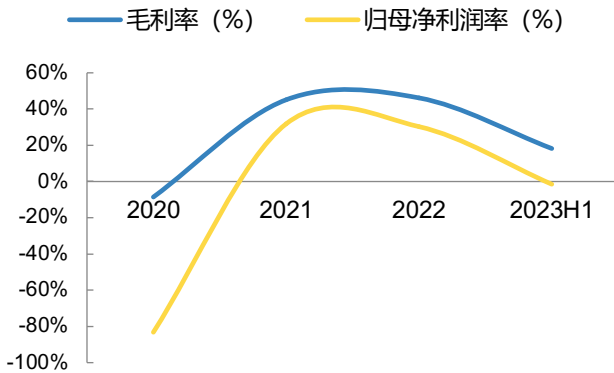
资料来源：wind，华安证券研究所

1.2 公司综合毛利率和分产品毛利率

从毛利率和净利率看：公司综合毛利率从 2020 年的-8.57%，提升至 2021 年的 45.13%，2022 年公司综合毛利率为 46.16%，公司 2023 年上半年综合毛利率为 18.22%。公司归母净利润率从 2020 年的-83.20%，提升至 2021 年的 31.85%，2022 年公司归母净利润率为 30.30%，公司 2023 年上半年综合归母净利润率为-1.48%。从分产品的毛利率看，公司 90nm 制程占比整体营收的近 50%，毛利率提升至 2022 年的 44.61%；公司 110nm 制程占比整体营收的 31.5%左右，毛利率提升至 50.16%；公司 150nm 制程占比整体营收的 13.5%，毛利率提升至 2022 年 47.05%。55nm 制程收入占比较小，2022 年 55nm 制程毛利率为-121.06%。

图表 5 公司毛利率和归母净利润率 2020-2023H1

图表 6 公司主要产品分产品毛利率 2020-2022



资料来源：wind，华安证券研究所

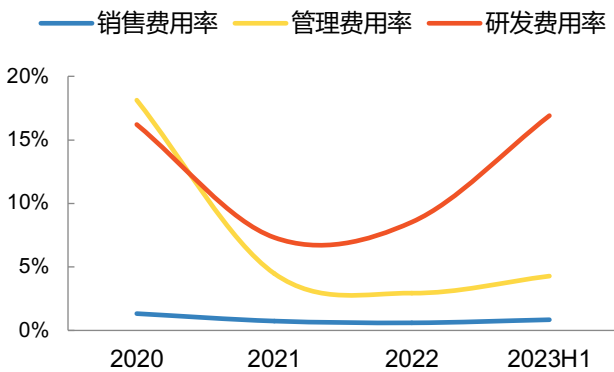
资料来源：wind，华安证券研究所

1.3 公司费用端情况和研发投入

公司持续投入研发，巩固技术优势。公司研发费用从 2022 年上半年的 3.94 亿元提升至 2023 年上半年的 5.02 亿元，同比增长 27.46%。研发费用率从 2022 年上半年的 6.58%提升至 2023 年上半年的 16.92%。公司研发人员数量从 2022 年上半年的 1058 人提升至 2023 年上半年的 1438 人，研发人员占比从 2022 年上半年的 30.24%提升至 2023 年上半年 35.11%，研发人员平均薪酬相比 2022 年同期下降 50.16%，主要系 2022 年经营业绩较好公司发放奖金，同时 2023 年新入职员工较多，拉低平均薪酬所致。

图表 7 公司研发、管理、销售费用率 2020-2023H1

图表 8 公司研发人员情况 (2023 年半年报)



研发基本情况		
	2023H1	2022H1
公司研发人员的数量 (人)	1438	1058
研发人员数量占公司总人数的比例 (%)	35.11	30.24
研发人员薪酬合计 (亿元)	2.52	2.62
研发人员平均薪酬 (万元)	17.21	34.53

资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：公司 2023 年半年报，华安证券研究所

2 晶合集成：国内领先的显示驱动芯片代工厂

2.1 公司目前现有工艺、制程的形成和主要产品

晶合集成主要从事 12 寸晶圆代工业务，向客户提供 DDIC 及其他工艺平台的晶圆代工服务，公司主要的代工服务产品应用领域主要为面板显示驱动芯片。

公司 150nm-90nm LCD 显示驱动芯片技术为力晶科技的技转技术基础上进行改良优化，创新升级后形成。公司于 2015-2018 年先后获得力晶科技提供的 LCD 显示驱动芯片代工相关的 90nm、110nm、150nm 工艺制程基础技术文件，并于 2018 年完善技术转让，同年公司与力晶科技签订技术协议并导入 90nmM+ 技术平台。

公司在基于力晶科技转让的技术基础上，自主研发了包括 LED 显示驱动、CIS、E-tag、MCU、PMIC 以及 55nm 逻辑及显示驱动芯片等领域的核心技术平台。目前公司已经实现 150nm 至 90nm 制程节点的 12 英寸晶圆代工平台的量产，具备 DDIC、miniLED、CIS、e-Tag 等工艺平台的研发能力。公司正在进行 55nm 制程节点的 12 英寸晶圆代工平台的风险量产。公司所代工的产品被广泛应用于液晶面板、手机、消费电子等领域，获得了众多境内外知名半导体设计公司的认可。

图表 9 公司主要制程和工艺平台的演进情况



资料来源：公司招股书，华安证券研究所

显示面板是实现信息显示的重要部件，DDIC 是显示面板的核心芯片，公司代工主要产品为 DDIC。DDIC 通过高压元件对电压的控制与调整，实现对液晶分子的转向控制，从而达成对液晶面板的显示控制。终端所需 DDIC 数量与面板尺寸、分辨率高低成正比，面板尺寸越大，分辨率越高、所需 DDIC 数量越多。未来随着大面板屏幕尺寸继续增加，各类屏幕分辨率、色域要求不断提升，每台终端产品所需的 DDIC 数量还将进一步增长。公司目前所代工的 DDIC 等产品被广泛应用于液晶电视、智能手机、平板电脑、可穿戴设备以及应用在智能家电、智慧办公等场景的显示面板和显示触控面板之中。未来，公司将进一步拓展工业控制、车载电子等更为广泛的应用场景之中。

图表 10 DDIC 对应终端应用领域所需数量

终端应用领域	所需 DDIC 数量 (颗/台)
高清或 2K 电视	4-6
4K 电视	10-12
8K 电视	大于 20
笔记本电脑	3-5
平板电脑	2-3
手机	1

资料来源：公司招股书，华安证券研究所

图表 11 公司主要产品 DDIC 和相关应用领域



资料来源：公司招股书，华安证券研究所

2.2 公司营业收入情况按照制程和工艺平台占比

从技术节点看，目前公司主要营业收入来自于 150nm 至 90nm 技术节点，主要晶圆代工收入来自于提供 DDIC 显示驱动芯片代工业务。截止 2023 年上半年，公司 90nm 及以下制程占比公司整体营收的 95.17%。其中 90nm 制程是公司最核心主力营收，达到 14.77 亿元占比 49.92%，110nm 制程收入为 9.36 亿元占比 31.65%，150nm 制程收入为 4.02 亿元，占比 13.60%。公司较为先进的 55nm 制程收入为 1.43 亿元，占比 4.83%。

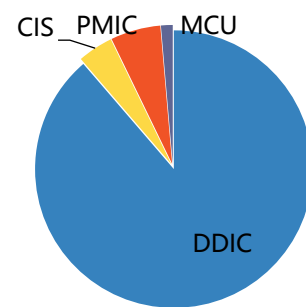
从工艺代工平台看，显示驱动芯片 DDIC 代工是公司主要收入来源。2023 年上半年公司 DDIC 工艺平台晶圆代工收入占比 87.84%，CIS 工艺平台晶圆代工收入占比为 4.08%，PMIC 工艺平台晶圆代工收入占比为 5.77%，MCU 工艺平台晶圆代工收入占比为 1.35%。

图表 12 公司晶圆代工服务制程节点收入和占比 (亿元)

产品制程	2023 年半年度	
	金额	占比
55nm	1.43	4.83%
90nm	14.77	49.92%
110nm	9.36	31.65%
150nm	4.02	13.60%
合计	29.70	100%

资料来源：公司 2023 年半年报，华安证券研究所

图表 13 公司按照工艺平台分类的主营业务收入构成

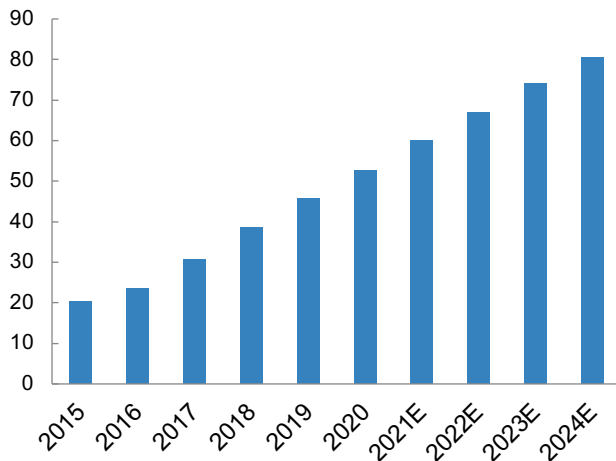


资料来源：公司 2023 年半年报，华安证券研究所

2.3 中国和全球 DDIC 市场规模和未来增长情况

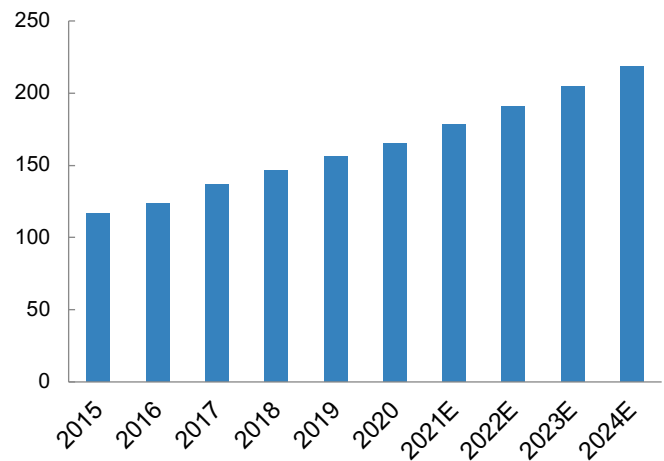
受益于全球显示面板出货量的增长，全球和中国大陆的 DDIC 市场规模快速提升。根据 Frost&Sullivan 的统计，2015 年至 2020 年，按照产量口径，全球 DDIC 市场规模从 116.9 亿颗增长至 165.4 亿颗，年均复合增长率为 7.2%。2015 年至 2020 年，按照产量口径，中国大陆 DDIC 市场规模从 20.3 亿颗增长至 52.7 亿颗，年均复合增长率为 21.0%，高于全球同期的年均复合增长率。

图表 14 中国 DDIC 市场规模 2015-2024 (产量亿颗)



资料来源: Frost&Sullivan, 华安证券研究所

图表 15 全球 DDIC 市场规模 2015-2024 (产量亿颗)



资料来源: Frost&Sullivan, 华安证券研究所

2.4 公司目前主要客户群体、产能情况、市场地位和未来研发投入方向

公司客户群体广泛,已覆盖国际一线客户,获得众多境内外知名芯片设计公司和终端产品公司的认可。公司 2020-2022 年之间,前五大客户集中度已经从 98.80%,下降至 60.59%,并与众多企业签署业务合作协议。公司于 2017 年的建设初期通过力晶科技的引荐在确认技术转让平台的适用性后,与奇景光电、奕力科技签订相关合同订单。并于 2017 年 3 月选定联咏科技作为 150nm 工艺平台首个客户。后公司与国内一线厂商思特威,集创北方,紫光展锐,奕斯伟和杰华特等建立长期稳定的合作关系。同时公司在国产设备和材料方面最大程度适用国产化设备和材料,推动中国大陆供应链的国产替代任务。

公司产能持续提升,代工能力大陆领先,全球排名前列。公司 2020 年度,12 英寸晶圆代工年产能达到 26.62 万片,2021 年公司 12 英寸晶圆代工产能为 57.09 万片,2022 年,公司 12 英寸晶圆代工产能为 126.21 万片。根据 Frost&Sullivan 的统计,截止 2020 年底,晶合集成成为中国大陆收入第三大、12 英寸晶圆代工产能第三大的中国大陆纯晶圆代工企业(不含纯外资控股企业)。根据 Trendforce 的数据,2022 年 Q3,公司在全球晶圆代工企业中,营业收入排名全球第 10。

图表 16 2022 年第三季度全球十大晶圆代工厂营收排名(晶合集成排名全球前十)

排名	公司	3Q22 收入	2022 收入	QoQ	3Q22 市场份额	2022 市场份额
1	台积电	20163	18145	11.1%	56.1%	53.4%
2	三星	5584	5588	-0.1%	15.5%	16.4%
3	联电	2479	2448	1.3%	6.9%	7.2%
4	格芯	2074	1993	4.1%	5.8%	5.9%
5	中芯国际	1907	1903	0.2%	5.3%	5.6%
6	华虹集团	1200	1056	13.6%	3.3%	3.1%
7	力积电	561	656	-14.4%	1.6%	1.9%
8	世界先进	438	520	-15.7%	1.2%	1.5%

9	高塔半导体	427	426	0.2%	1.2%	1.3%
10	晶合集成	371	478	-22.5%	1.0%	1.4%

资料来源：TrendForce，华安证券研究所

基于公司晶圆代工客户对发行人技术迭代和产品多元化的要求日益提升，公司加大研发投入，将通过募将进一步投入先进工艺研发项目，持续实现工艺平台的多元化。公司研发费用呈现逐年上升趋势。主要用于 55nm、40nm、28nm 等更先进制程研发，以及 CIS、MCU、PMIC 等其他产品技术平台拓展。其中包括 55nm 后照式 CMOS 图像传感器芯片工艺平台、40nmMCU 工艺平台、40nm 逻辑芯片工艺平台、28nm 逻辑及 OLED 芯片工艺平台等项目研发。随着制程节点进一步提升及技术平台种类增加。

图表 17 公司募资投入的项目和使用的资金

序号	项目名称	实施主体	拟使用募集资金额 (亿元)
1	合肥晶合集成电路先进工艺研发项目	晶合集成	49.0
1.1	后照式 CMOS 图像传感器芯片工艺平台研发项目 (包含 90nm 及 55nm)	晶合集成	6.0
1.2	微控制器芯片工艺平台研发项目 (包含 55nm 及 40nm)	晶合集成	3.5
1.3	40nm 逻辑芯片工艺平台研发项目	晶合集成	15.0
1.4	28nm 逻辑及 OLED 芯片工艺平台研发项目	晶合集成	24.5
2	收购制造基地厂房及厂务设施	晶合集成	31.0
3	补充流动资金及偿还贷款	晶合集成	15.0
合计			95.0

资料来源：公司招股书，华安证券研究所

风险提示：

消费电子需求疲软，DDIC 库存高企，市场竞争加剧，技术迭代不及预期

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	10838	15972	9679	11996	营业收入	10051	7559	11129	16227
现金	7895	11786	4105	4604	营业成本	5411	5372	7546	10459
应收账款	507	1240	1810	2630	营业税金及附加	23	15	22	32
其他应收款	18	21	31	45	销售费用	60	76	89	81
预付账款	63	161	302	523	管理费用	295	227	334	487
存货	1022	1179	1747	2409	财务费用	69	-97	80	538
其他流动资产	1335	1585	1685	1785	资产减值损失	-307	-15	-20	-25
非流动资产	27926	30810	40518	43905	公允价值变动收益	4	-30	45	50
长期投资	0	15	30	45	投资净收益	4	4	11	32
固定资产	21437	23939	33558	36852	营业利润	3142	885	1790	3116
无形资产	1434	1455	1476	1497	营业外收入	14	1	1	1
其他非流动资产	5055	5402	5454	5511	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	38765	46783	50196	55900	利润总额	3156	885	1790	3116
流动负债	9211	7617	10599	14724	所得税	0	53	107	187
短期借款	287	437	587	737	净利润	3156	832	1682	2929
应付账款	926	3432	5031	7263	少数股东损益	111	0	0	0
其他流动负债	7998	3748	4981	6724	归属母公司净利润	3045	832	1682	2929
非流动负债	11503	10387	9137	7787	EBITDA	5984	4591	7255	10364
长期借款	8227	7227	6227	5227	EPS (元)	2.02	0.41	0.84	1.46
其他非流动负债	3276	3160	2910	2560	主要财务比率				
负债合计	20715	18004	19736	22511	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	4926	4926	4926	4926	成长能力				
股本	1505	2006	2006	2006	营业收入	85.1%	-24.8%	47.2%	45.8%
资本公积	11209	20431	20431	20431	营业利润	81.9%	-71.8%	102.3%	74.1%
留存收益	410	1415	3097	6026	归属于母公司净利	76.2%	-72.7%	102.3%	74.1%
归属母公司股东权	13124	23852	25535	28464	获利能力				
负债和股东权益	38765	46783	50196	55900	毛利率 (%)	46.2%	28.9%	32.2%	35.5%
现金流量表					净利率 (%)	30.3%	11.0%	15.1%	18.0%
单位:百万元					ROE (%)	23.2%	3.5%	6.6%	10.3%
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	ROIC (%)	11.0%	1.9%	4.4%	8.3%
经营活动现金流	6280	1606	8520	11784	偿债能力				
净利润	3156	832	1682	2929	资产负债率 (%)	53.4%	38.5%	39.3%	40.3%
折旧摊销	2780	3803	5386	6711	净负债比率 (%)	114.8%	62.6%	64.8%	67.4%
财务费用	180	11	15	20	流动比率	1.18	2.10	0.91	0.81
投资损失	-4	-4	-11	-32	速动比率	1.05	1.88	0.69	0.59
营运资金变动	-138	-3101	1448	2152	营运能力				
其他经营现金流	3599	3998	234	781	总资产周转率	0.29	0.18	0.23	0.31
投资活动现金流	-8466	-6914	-15087	-10065	应收账款周转率	13.81	8.66	7.30	7.31
资本支出	-6890	-6326	-15026	-10026	应付账款周转率	3.17	2.47	1.78	1.70
长期投资	-1579	-65	-65	-65	每股指标 (元)				
其他投资现金流	4	-523	4	25	每股收益	2.02	0.41	0.84	1.46
筹资活动现金流	5323	9061	-1115	-1220	每股经营现金流薄)	3.13	0.80	4.25	5.87
短期借款	-2225	150	150	150	每股净资产	8.72	11.89	12.73	14.19
长期借款	3050	-1000	-1000	-1000	估值比率				
普通股增加	0	502	0	0	P/E	0.00	44.79	22.15	12.72
资本公积增加	851	9222	0	0	P/B	0.00	1.56	1.46	1.31
其他筹资现金流	3647	187	-265	-370	EV/EBITDA	0.00	7.83	5.86	3.94
现金净增加额	3591	3892	-7682	499					

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

陈耀波：华安证券电子行业首席分析师。北京大学金融管理双硕士，有工科交叉学科背景。曾就职于广发资管，博时基金投资部等，具有 8 年买方投研经验。

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 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；
- 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。