

芯片行业动能强，估值修正近尾声， 部分库存风险升

国金半导体团队

国金创新中心中心长&半导体产业资深专家 陆行之

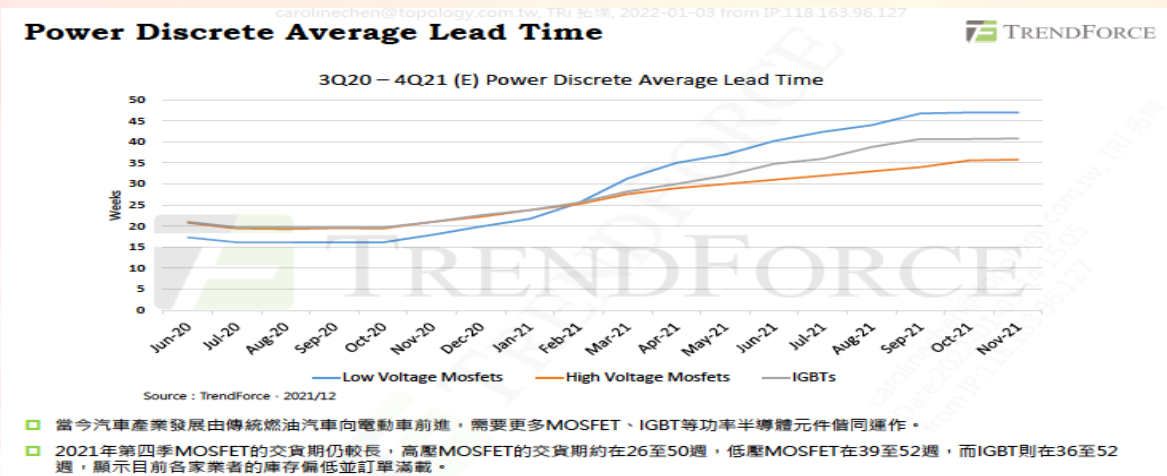
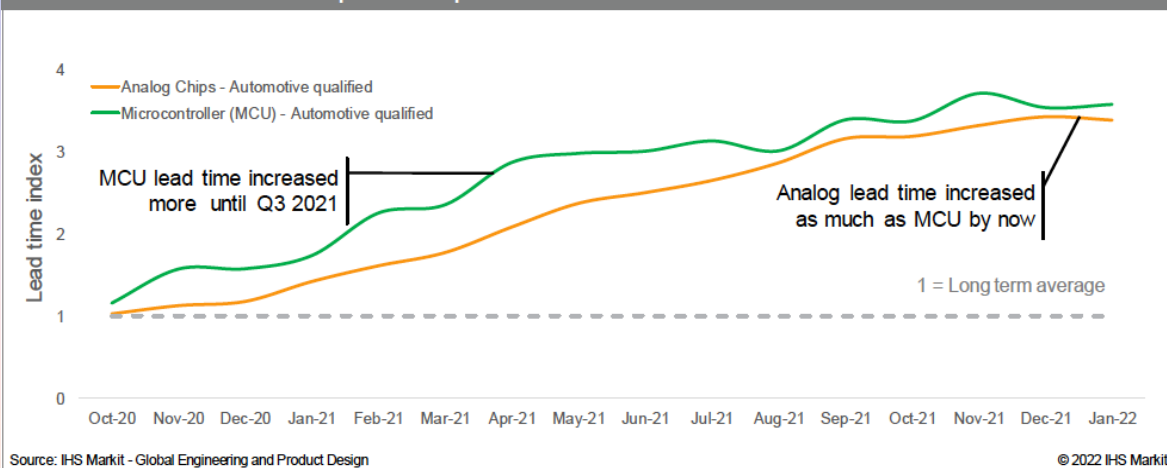
分析师 赵晋 （执业证书S1130520080004）

联系人 邵广雨

DATE: May 02, 2022

晶圆代工动能仍强，国内客户库存是变数

Lead time index for automotive qualified chips



- 中芯国际，华虹超平均：**虽然目前8/12” 的车用 / 服务器用模拟芯片，MCU，电力功率，FPGA，及电源管理芯片仍处于超过40周的长交期阶段，全球及国内晶圆代工工业营收动能仍强，2021年及2022年平均营收同比增长均达29%，而中芯国际及华虹同比营收增长又明显超过2021年全年及2022年一季度的全球平均的营收同比增长。
- 国内芯片客户库存是变数：**归因于 1. 晶圆代工缺货涨价；2. 客户不敢轻易取消订单；3. 担心以后受到美国技术管控，国内芯片设计客户大幅建立库存，2022年一季度平均库存月数高达6.51个月，环比增22%，同比增74%，明年晶圆代工需求及价格要是反转，库存修正将反噬中芯国际及华虹 2023年的营收增长。

中芯国际 / 华虹的风险是国内客户库存月数飙升

公司	代号	行业	2021 营收	同比%	2021归母净利润	同比	1Q22 营收/指引	环比%	同比%	1Q22 归母净利润	环比%	同比%	2Q22营收指引	环比%	同比%
台积电(NT\$bn)	2330 TT	晶圆代工	1,587.4	19%	596.5	15%	491.1	12%	36%	202.7	22%	45%	515.5	5%	39%
联电(NT\$bn)	2303 TT	晶圆代工	213.0	20%	55.8	91%	63.4	7%	35%	19.8	24%	90%	71.0	12%	39%
世界先进(NT\$bn)	5347 TT	晶圆代工	44.0	33%	11.8	87%	13.5	6%	47%	N/A	N/A	N/A			
中芯国际(US\$bn)	981 HK	晶圆代工	5.5	41%	1.7	143%	1.8	16%	66%	N/A	N/A	N/A			
华虹 (US\$bn)	1347 HK	晶圆代工	1.6	70%	0.3	163%	0.6	6%	84%	N/A	N/A	N/A			

库存月数	1Q22 库存	环比%	同比%	库存月数	1Q22 库存	环比%	同比%
寒武纪-U	38.28	618%	130%	芯海科技	5.10	24%	-25%
恒玄科技	12.56	160%	183%	上海贝岭	4.83	33%	38%
复旦微电	10.76	15%	32%	兆易创新	4.57	8%	76%
国科微	10.19	3%	388%	晶晨股份	4.55	21%	146%
景嘉微	9.15	-13%	-24%	希荻微	4.53	-26%	N/A
韦尔股份	8.77	22%	120%	圣邦股份	4.02	1%	-9%
紫光国微	8.21	44%	21%	富瀚微	4.02	-18%	-4%
汇顶科技	8.09	127%	222%	扬杰科技	3.75	-8%	43%
卓胜微	7.44	-17%	74%	芯朋微	3.66	47%	22%
国民技术	7.43	63%	-25%	创耀科技	3.15	229%	N/A
晶丰明源	6.72	52%	238%	力芯微	2.79	-17%	37%
瑞芯微	5.79	68%	146%	中颖电子	2.60	-19%	25%
艾为电子	5.76	50%	90%	思瑞浦	2.39	-4%	-41%
北京君正	5.41	15%	5%	澜起科技	2.38	10%	-58%
纳芯微	5.23	N/A	N/A	国内平均	6.51	22%	74%

来源：各公司，Wind, 国金证券研究所

化合物 / 功率IDM营收仍强

- **国内化合物及功率IDM一季度环比营收仍强：**国内化合物及功率IDM于2021年营收同比增长38%，获利大幅增长，2022年一季度营收环比增4%，同比仍有24%的增长，归母净利润同比仅增15%，归因于非经常性获利减少或增加非经常性亏损。

公司	代号	行业	2021 营收	同比%	2021归母净利润	同比	1Q22 营收	环比%	同比%	1Q22 归母净利润	环比%	同比%
三安	600703	化合物 IDM	125.7	49%	13.1	29%	31.1	2%	14%	4.3	1489%	-23%
士兰微	600460	功率 IDM	71.9	68%	15.2	2145%	20.0	1%	36%	2.7	-66%	55%
闻泰科技	600745	功率 IDM	527.3	2%	26.1	8%	148.0	5%	23%	4.9	-12%	-25%
华润微	688396	IDM晶圆代工	92.5	33%	22.7	135%	25.1	8%	23%	6.1	50%	55%
国内IDM 平均				38%		579%		4%	24%		365%	15%

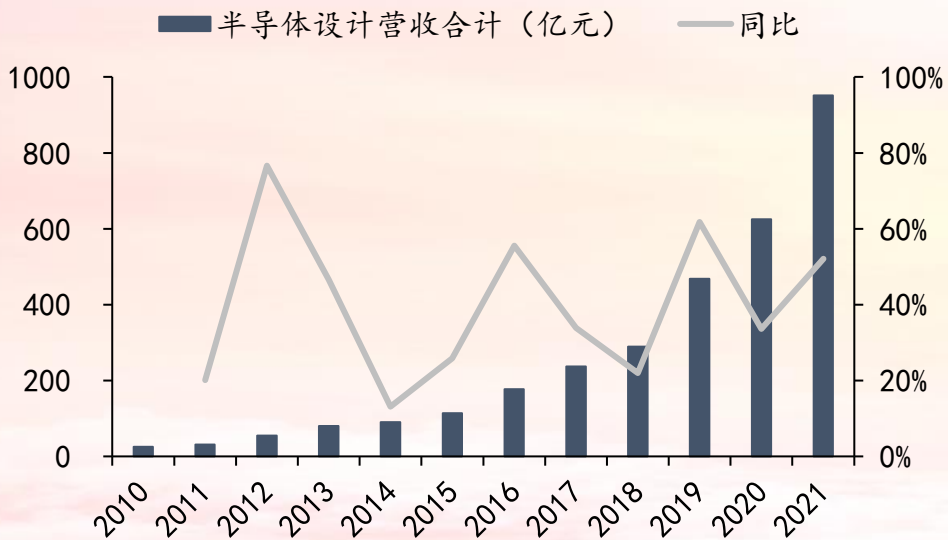
封测需求环比转弱

- **封测需求环比转弱**：虽然国内封测大厂于2021年营收同比增长31%，获利增长近倍，2022年一季度营收环比减10%，同比仍有26%的增长，归母净利润同比增45%。
- **封测及晶圆代工行业营收为何大不同**？1. 封测没有涨价，没有缺产能，没有排队，设计客户没必要争先恐后抢货建立封测芯片成品库存；2. 环旭苹果营收占比大，季节性变化大；3. 封测没有涨价，晶圆代工一季度环比涨价5-10个点
- **2022年同比增长趋缓**：我们预测今年全球封测市场同比增长12%，低于去年的26%，也低于晶圆代工业的29%同比增长。

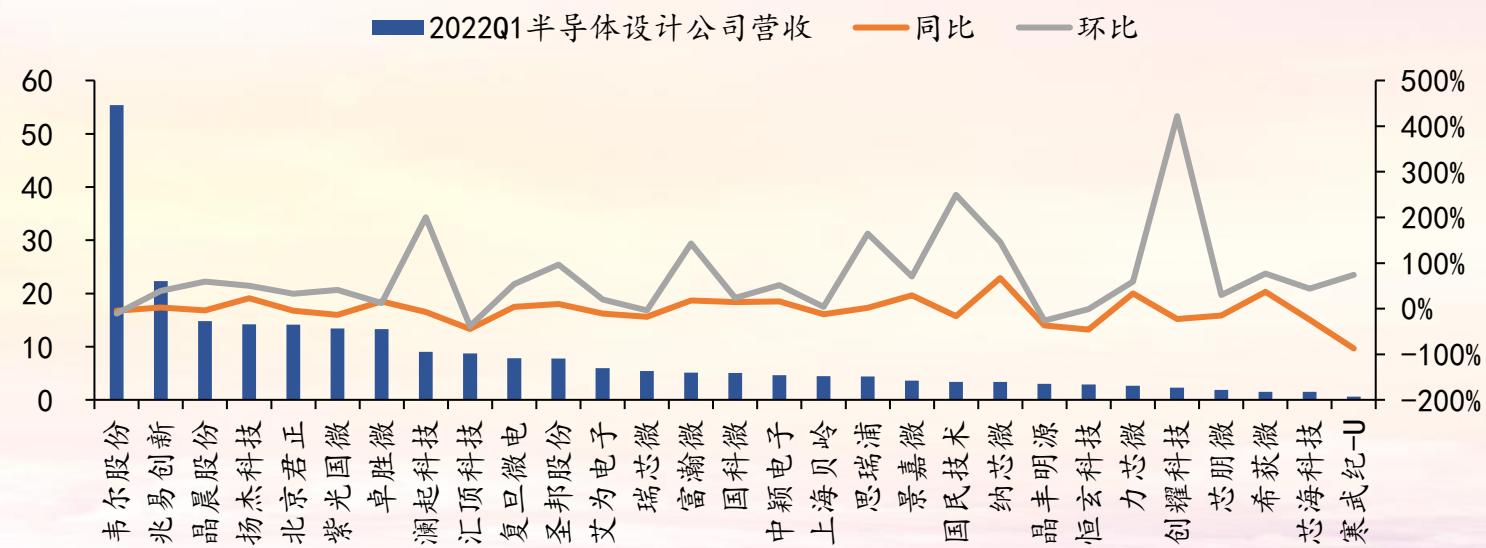
公司	代号	行业	2021 营收	同比%	2021归母净利润	同比	1Q22 营收	环比%	同比%	1Q22 归母净利润	环比%	同比%
长电	600584	封测	305.0	15%	29.6	127%	81.4	-5%	21%	8.6	2%	123%
通富微	002156	封测	158.1	47%	9.6	183%	45.0	-2%	38%	1.6	-35%	6%
华天科技	002185	封测	121.0	44%	14.2	102%	30.1	-7%	16%	2.1	-47%	-27%
环旭	601231	封测	553.0	16%	18.6	7%	139.5	-26%	28%	4.4	-40%	79%
国内封测平均				31%		105%		-10%	26%		-30%	45%

半导体设计业绩趋于分化：模拟增长强劲，消费相关设计厂商承压

- 同比营收增长动能减弱：**收入方面，2021年半导体设计板块整体营收加权平均同比增长52%； 1Q22营收同比增长22%，环比下滑了5%。
- 模拟芯片增速仍快：**增速最快的细分领域为模拟芯片，如纳芯微、希荻微、圣邦、思瑞浦、艾为等，1Q22模拟板块同比增长47%，环比增长17%。
- 消费性电子芯片明显转弱：**受消费电子需求低迷以及疫情影响，与消费电子相关性较强的恒玄科技（TWS耳机主控）、汇顶科技（手机触控芯片）、韦尔股份（手机摄像头）、晶丰明源（LED驱动芯片）等在1Q22均有不同幅度的同比和环比下滑。



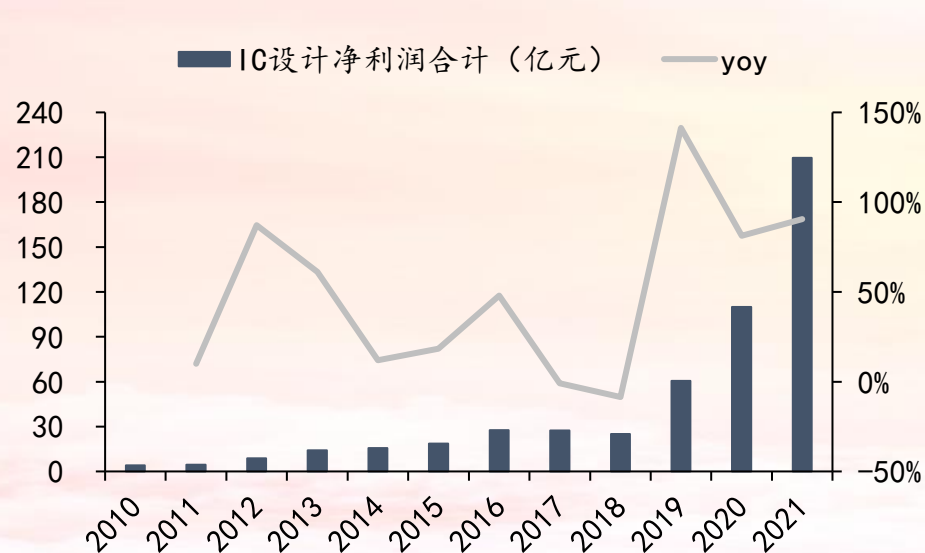
来源：wind，国金证券研究所



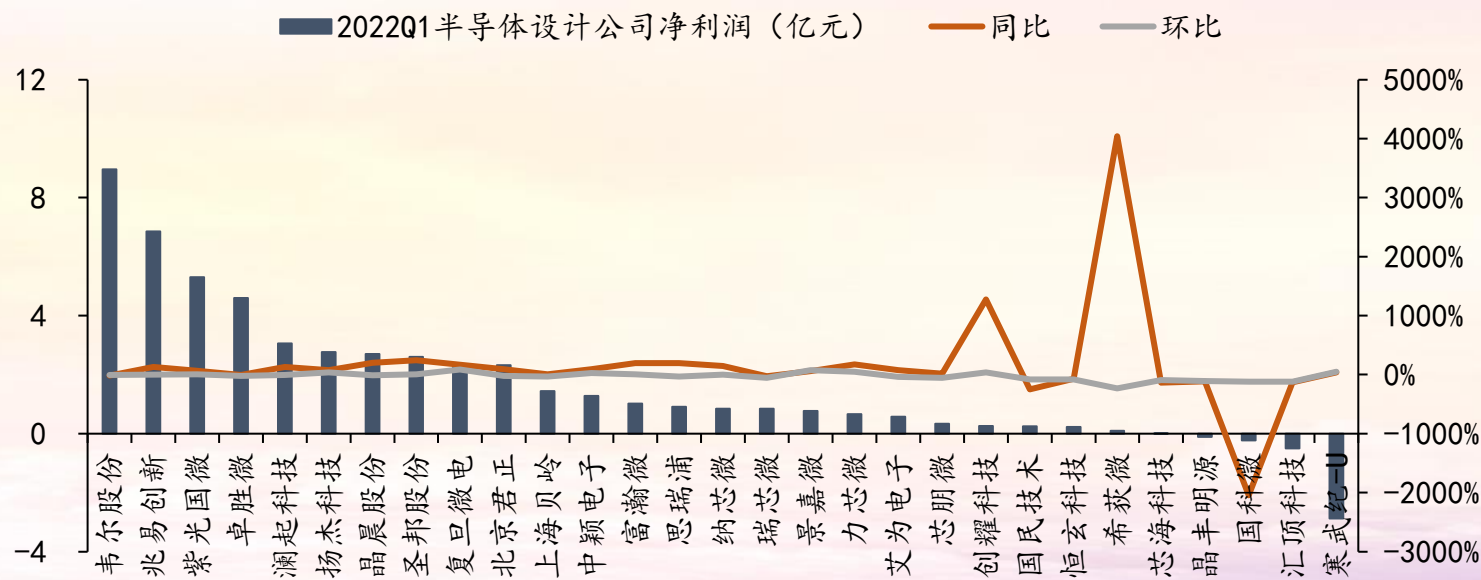
来源：wind，国金证券研究所

半导体设计业绩趋于分化：模拟增长强劲，消费相关设计厂商承压

- 2021年半导体设计板块整体净利润加权平均同比增长52%；1Q22 净利润同比增长37%，环比下滑了18%。
- **模拟，电力功率，OLED驱动，FPGA芯片相对强劲**：1Q22 同比/环比均持续高增长的仍为模拟板块的圣邦股份（245%/5%）、力芯微（172%/49%），功率板块的扬杰科技（78%/36%）以及中颖电子（90%/25%）、复旦微（170%/85%）等，此外还有新股创耀科技、纳芯微等也增长强劲；
- **消费性电子芯片需求转弱**：受消费性电子需求低迷以及疫情影响，与消费电子相关性较强的国科微、国民技术、芯海科技、汇顶科技、晶丰明源等在1Q22均有不同幅度的同比和环比下滑。



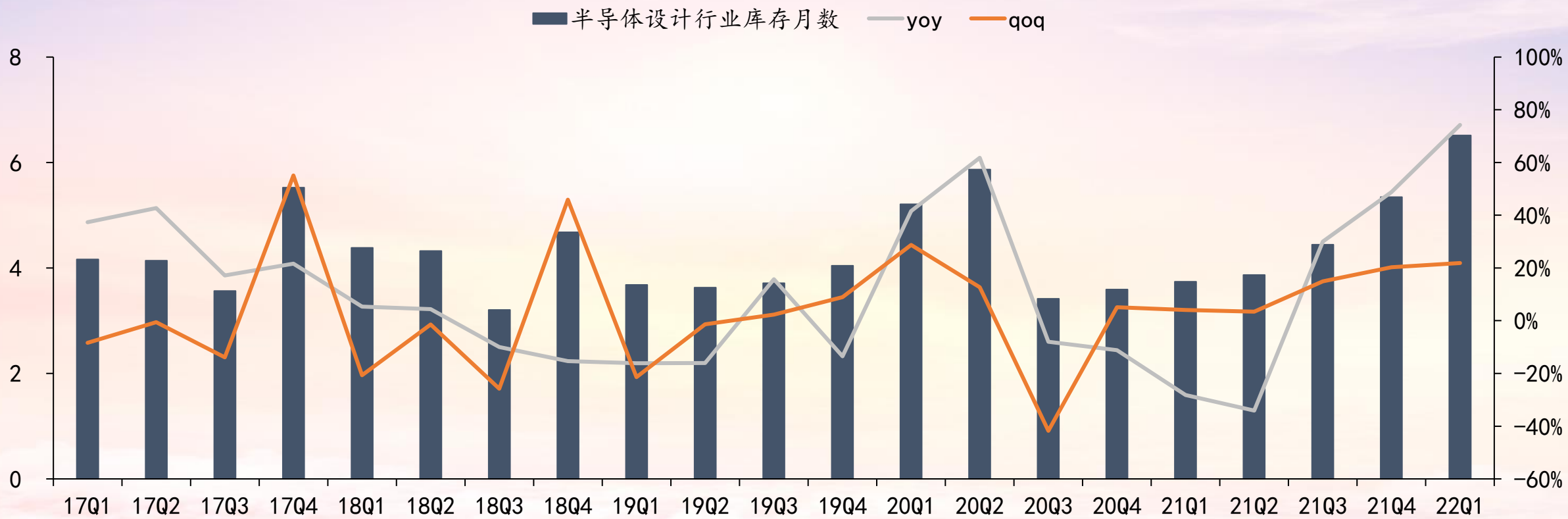
来源：wind，国金证券研究所



来源：wind，国金证券研究所

半导体设计厂商库存周期拉长

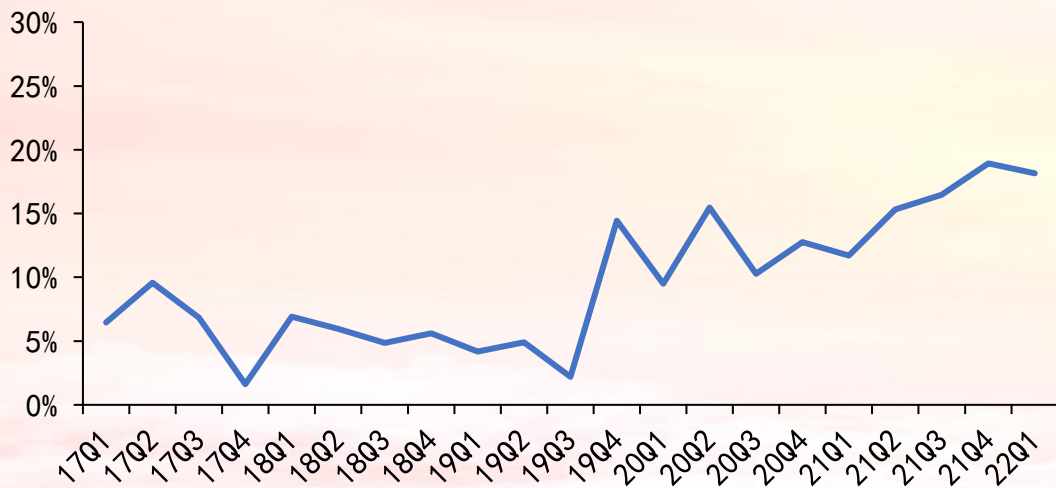
我们观察到22Q1半导体设计厂商的加权平均库存月数达到了5年以来的最高为6.51个月，同比增74%，环比增22%。



半导体设计厂商ROE稳步提升

2022Q1半导体设计板块平均ROE达到18.2%，同比大幅提升6.5pct，环比略降1%，归因于净利率持续增长，半导体设计持续研发投入提升技术实力，叠加行业缺货、国产替代加速，未来盈利能力有望进一步提升。在盈利能力方面，模拟厂商仍然表现优秀，纳芯微、圣邦、晶丰明源位列前三，ROE 分别达到 43%/33%/31%。

半导体设计板块ROE (TTM)



来源：wind，国金证券研究所

2022Q1各半导体设计厂商ROE (TTM)



来源：wind，国金证券研究所

IC设计领域重点关注标的

标的一：晶晨股份

- **机顶盒海外市场：技术优势承接海思退出、抢占博通份额：**未来3-5年，晶晨有望凭借技术领先优势、性价比优势以及可为客户提供贴身的差异化服务，承接海思退出份额以及抢占博通份额。预计2025年晶晨机顶盒海外市占率提升至50%，21-25年该业务营收CAGR达到39%。
- **智能电视Soc与AI音视频芯片市场稳定增长：**晶晨目前位居全球第四（约10%），主要竞争对手为联发科、全志等，晶晨有望凭借谷歌授权、客户优势（阿里、百度、小米、谷歌与亚马孙）实现份额突破，预计到2025年市占率将提升至20%。
- **Wifi与车载芯片打开想象空间：**主要基于编解码领域优势，布局车载信息娱乐芯片，客户为林肯、宝马等，未来有望在座舱芯片突破（当前正在与谷歌一起研发6nm座舱芯片）。Wifi芯片主要配套智能终端主芯片推出，21年晶晨多媒体智能终端主芯片销量达到1.67亿颗，均需搭配一颗wifi芯片，同时wifi6市场需求旺盛，行业成长空间大，为公司重点布局的领域。
- 预计22/23年净利润为11.7/14.8亿元，对应PE为38/30倍。

标的二：圣邦股份

- 未来3-5年汽车、工业和5G通讯等三个强应用驱动模拟芯片需求增长，预计2022年全球模拟芯片持续量价齐升，市场规模增长12%。
- 公司为国内模拟芯片龙头，产品种类丰富、高端芯片料号持续扩充达3800种，工业、通讯、汽车等占比已超40%，且从2Q22开始国内产能有望逐步缓解，有望环比持续增长。
- 预计22年收入与利润均50%以上增长，22/23年净利润为11.2/17.1亿元，对应PE为59/37倍。

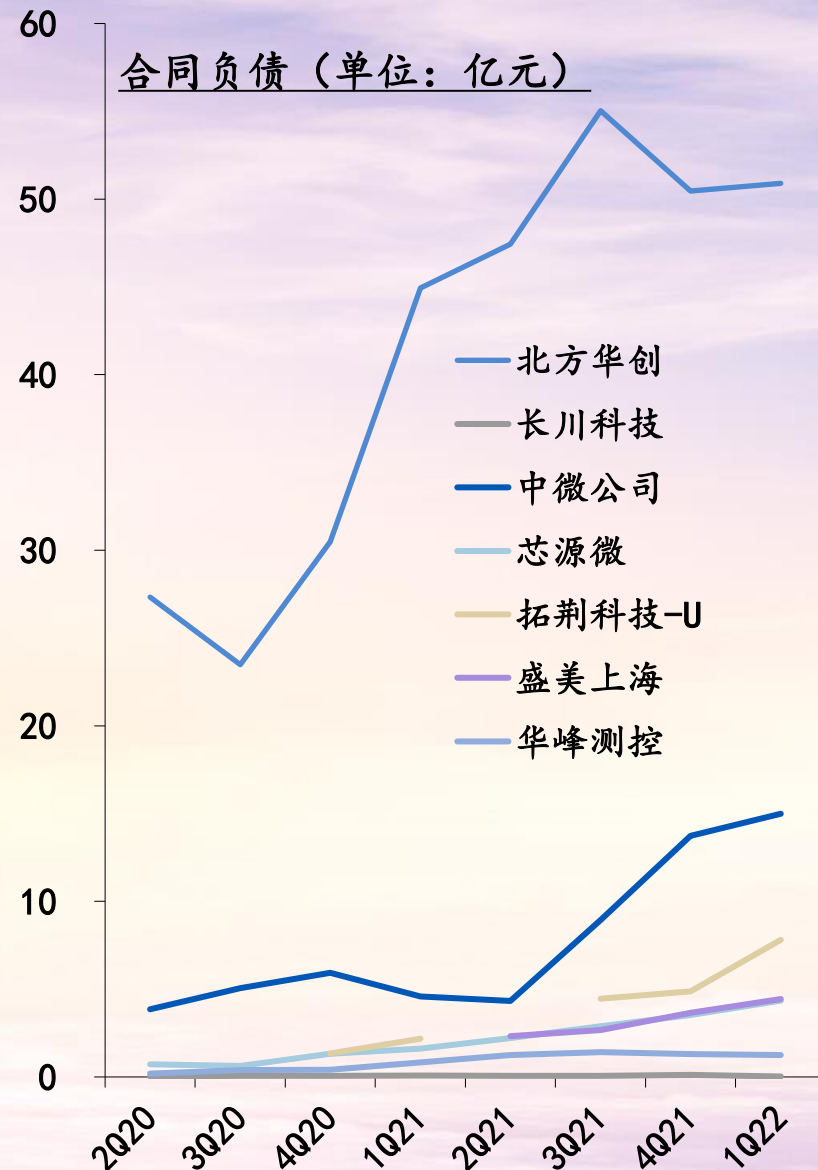
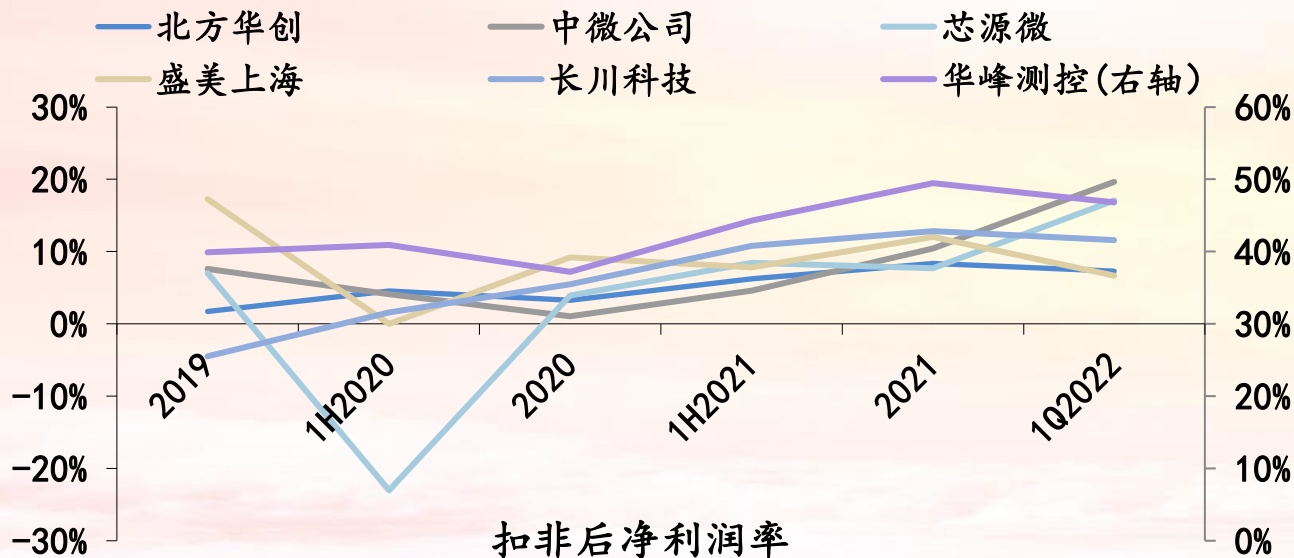
半导体设备：国产厂商营收利润增长动能仍强，海外厂商增长低于预期

- 2021年全球半导体设备销售额为1026亿美元，同比增长45%；中国大陆设备销售额为296亿美元，加权平均同比增长58%。
- 从收入方面来看，**2021年A股半导体设备板块整体营收同比增长63%**；**2022Q1营收同比增长57%**，Q1营收业绩环比下滑为季节性正常波动。利润方面，因为国产设备厂商大都处在发展早期，下游晶圆厂快速渗透，规模效应显现，大部分公司的利润增速均更高。
- 从海外龙头设备厂商的一季度业绩及二季度指引来看：**海外大厂受到供应链缺芯片，缺零器件影响，设备交期延长，一季度营收及利润环比下滑或略增，均低于市场预期。**

单位：亿元/亿美元	2021 营收	同比%	2021 归母 净利润	同比	1Q22 营 收	环比%	同比%	1Q22 归母 净利润	环比%	同比%
阿斯麦 (US\$)	186.1	33%	58.8	66%	35.3	-29%	-19%	7.0	-61%	-48%
拉姆研究 (US\$)	165.4	39%	45.9	55%	40.6	-4%	6%	10.2	-15%	-5%
北方华创	96.8	60%	10.8	101%	21.4	-39%	50%	2.1	-51%	183%
中微公司	31.1	37%	10.1	105%	9.5	-8%	57%	1.2	-75%	-15%
盛美上海	16.2	61%	2.7	35%	3.5	-34%	29%	0.0	-97%	-89%
拓荆科技-U	7.6	74%	0.7	N/A	1.1	-72%	86%	-0.1	N/A	15%
华峰测控	8.8	121%	4.4	120%	2.6	8%	124%	1.2	-4%	356%
长川科技	15.1	88%	2.2	157%	5.4	21%	82%	0.7	-20%	60%
芯源微	8.3	152%	0.8	58%	1.8	-35%	62%	0.3	33%	398%

半导体设备：合同负债持续增长，在手订单饱满

- 合同负债：在下游晶圆厂快速扩展期，叠加设备国产化率提升，国产设备的订单和出货量快速提升。根据IC insight，22年半导体行业资本开支有24%增长。从合同负债来看，近2年国产设备厂商订单量持续快速增长，在手订单饱满。
- 随着国产厂商规模效应的显现以及产品结构性变化（高端占比逐步提升），公司扣非后净利率在过去几年持续快速提升，随着利润率的提升，我们认为设备公司的估值方式会从PS估值过渡到PE估值。



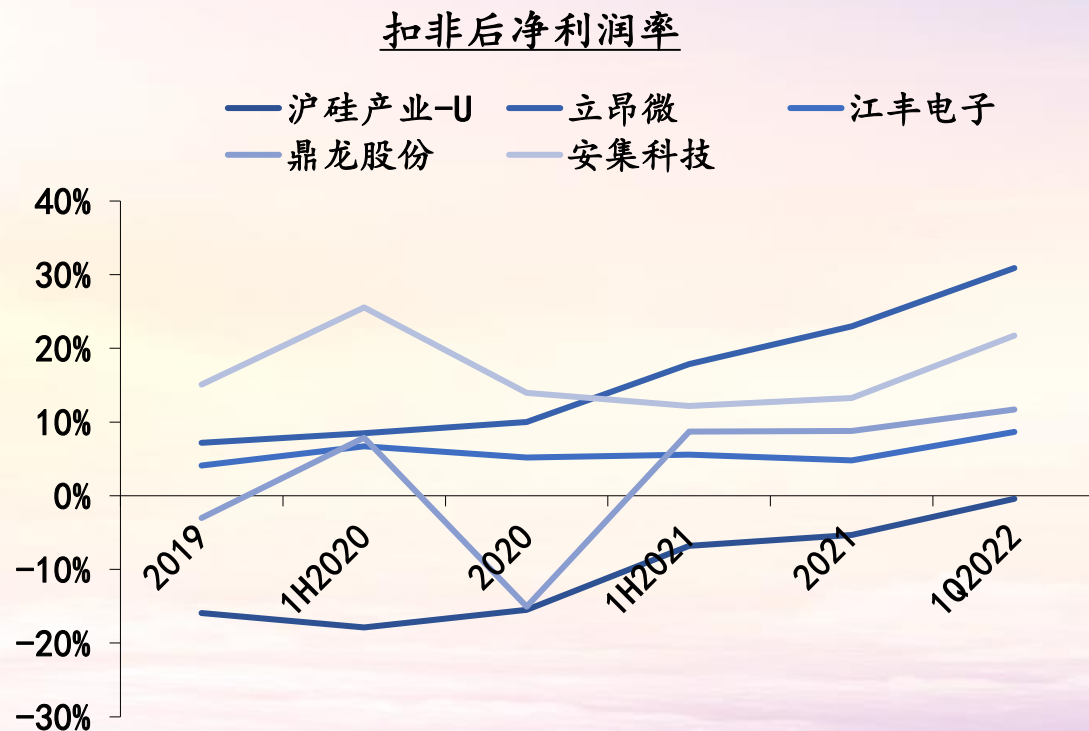
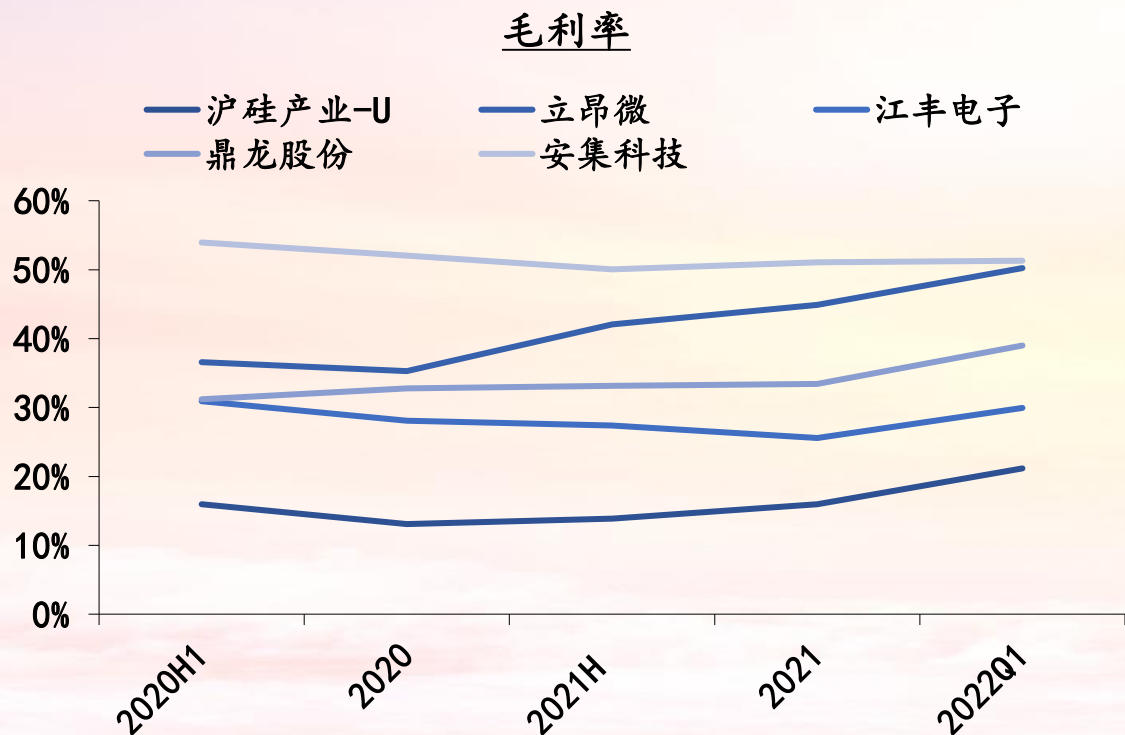
半导体材料：下游晶圆厂产能快速增长+国产化率驱动，业绩快速增长

- 2021年全球半导体材料市场规模为642亿美元，同比增长16%；中国大陆增长22%。收入方面，**2021年半导体材料相关A股标的（下表）整体营收同比增长45%；1Q22 营收同比增长41%，环比基本持平。**利润端同步实现快速增长，1Q22同比增长90%。
- 在材料的细分行业里，**21年增速相对较高的是安集科技（抛光液）和鼎龙股份（营收中拆分出抛光垫）以及神工股份（刻蚀用单晶硅），22年硅片/靶材/抛光材料的营收增速继续提升。**

单位：亿元	2021 营收	同比%	2021 归母 净利润	同比	1Q22 营 收	环比%	同比%	1Q22 归母 净利润	环比%	同比%
沪硅产业-U	24.7	36%	1.5	68%	7.9	12%	47%	-0.2	N/A	N/A
立昂微	25.4	69%	6.0	197%	7.6	-4%	64%	2.4	21%	214%
江丰电子	15.9	37%	1.1	-28%	4.9	4%	54%	0.3	194%	90%
鼎龙股份	23.6	30%	2.1	N/A	5.7	-19%	10%	0.7	13%	90%
安集科技	6.9	63%	1.3	-19%	2.3	8%	95%	0.4	43%	1830%
神工股份	4.7	147%	2.2	118%	1.4	14%	68%	0.5	1%	27%
天岳先进	4.9	16%	0.9	N/A	0.7	-45%	-47%	-0.4	N/A	N/A

半导体材料：补齐产品系列，原材料国产化率提升，盈利能力持续提升

- 半导体材料种类繁多，材料供应商基本上遵循从成熟到先进工艺，由易到难，有低毛利到高毛利产品的结构性变化；同时近年来像靶材/抛光材料以及部分硅片/气体等陆续实现了原材料自给或国产化，同时规模效应显现，材料公司毛利率以及扣非后净利润率持续提升。



半导体设备与材料领域重点关注标的

标的一：北方华创

- 半导体平台型企业，布局刻蚀/薄膜沉积/热处理/清洗核心赛道。2017年七星电子与北方微电子重组后，下游覆盖逻辑、存储、功率、三代半、光伏、面板等多领域，是国内平台型半导体设备龙头供应商。
- 下游逻辑代工/存储/功率IDM持续扩产，IDM与Fab厂方面未来几年合计扩产投资金额超4000亿元。我们测算2021-23年中国大陆8/12英寸内资晶圆厂设备需求将分别达到1002/1251/1328亿元，设备资本支出将持续维持高位。
- 贸易争端威胁供应链安全，国产替代需求迫切。全球半导体设备市场被美国、欧洲、日本供应商垄断，贸易争端背景下，保证产业供应链安全迫在眉睫；国产化推动下，国内设备厂商厚积薄发，持续加快产品研发与应用验证周期。
- 盈利预测与估值：我们预测北方华创 22/23 年营业收入为 145/202亿元，归母净利润14.3/20.0亿元，对应 PS 为 9/6倍，PE为88/63倍。

标的二：立昂微

- 硅片行业景气度持续，公司12英寸快速上量：2022-23年硅片行业产能持续供不应求，同时公司12寸建成15万片的产能于22年有望快速上量，同时收购国晶半导体布局轻掺产能，长期成长空间进一步扩大。
- 新能源汽车、光伏带动公司功率器件增长，景气度持续；积极布局化合物半导体，22年子公司立昂东芯有望实现扭亏为盈。
- 盈利预测与估值： 预计2022/23年公司营收为40/54亿元，同比增长59%/36%；归母净利润为9.5/12.8亿元，同比增长59%/35%，对应PE为37/28倍。

年报季报总结梳理

1. 2021年全球芯片营收同比增长26%，全球晶圆代工同比增长29%，国内半导体同比增长算数平均明显超过50%，归母净利润同比增加超过一倍，从同比营收算数/加权平均增长最高到最低的行业排序为芯片设计(92%/52%)，设备(85%/63%)，材料(57%/45%)，晶圆代工(56%/47%)，化合物/电力功率IDM(38%/14%)，及封测行业(31%/22%)。
2. 2022年一季度国内半导体营收同比增长算数平均仍超过50%，归母净利润同比增长仍近倍，但除了晶圆代工业受惠于5 - 10个点的缺货涨价而继续加速外，其他行业都有15个点左右的营收同比增长减缓，从国内同比营收算数/加权平均增长最高到最低的行业排序为芯片设计晶圆代工(75%/70%)，芯片设计(72%/22%)，设备(70%/57%)，材料(42%/41%)，封测行业(26%/26%)，及化合物/电力功率IDM(24%/23%)。
3. 归因于 1. 晶圆代工缺货涨价；2. 客户不敢轻易取消订单；3. 担心以后受到美国技术管控，国内芯片设计客户大幅建立库存，2022年一季度平均库存月数高达6.51个月，环比增22%，同比增74%，明年晶圆代工需求及价格要是反转，库存修正将反噬中芯国际及华虹 2023年的营收增长。
4. 封测及晶圆代工行业2022年一季度营收为何大不同？1. 封测没有涨价，没有缺产能，没有排队，设计客户没必要争先恐后抢货建立封测芯片成品库存；2. 环旭苹果营收占比大，季节性变化大；3. 封测没有涨价，晶圆代工一季度环比涨价5-10个点。
5. 从设计应用面来看，模拟，电力功率，OLED驱动，FPGA芯片相对强劲，消费性电子芯片明显转弱。从材料来看，抛光液，抛光垫，靶材，大硅片领域增长性较佳。

国内半导体股价腰斩后的估值调整

公司	所属应用	所属行业	股价	股数 bn	营收CAGR	获利CAGR	2024获利CNY\$bn	2024 PE	2024 PEG
闻泰	电力功率IDM	IDM	65.8	1.25	29%	38%	8.3	9.9	0.26
宁德时代	车用, 储能电池	电池	409.4	2.33	59%	52%	55.9	17.1	0.33
通富微	芯片封测	封测	13.3	1.33	24%	24%	1.8	9.7	0.40
澜起	DDR5接口, retimer 设计	设计	58.1	1.13	46%	50%	2.8	23.5	0.47
立昂微	半导体材料	材料	52.1	0.68	36%	39%	1.6	22.0	0.57
韦尔股份	CIS, 驱动设计	设计	150.5	0.88	25%	26%	8.9	14.8	0.57
扬杰	电力功率	设计	69.6	0.51	32%	33%	1.8	19.7	0.60
长电	芯片封测	封测	21.6	1.78	14%	14%	4.4	8.7	0.60
晶晨	机顶盒SOC设计	设计	108.5	0.41	32%	35%	2.0	22.3	0.63
景嘉微	GPU	设计	82.9	0.30	47%	44%	0.9	28.4	0.64
中颖	MCU, OLED驱动设计	设计	57.8	0.31	33%	31%	0.8	21.8	0.70
中芯国际 H	晶圆代工	晶圆代工	16.4	7.91	18%	10%	2.2	7.4	0.71
华虹 H	晶圆代工	晶圆代工	31.2	1.32	22%	17%	0.4	12.4	0.71
圣邦	模拟芯片	设计	280.0	0.24	44%	44%	2.1	31.7	0.72
卓胜微	手机射频设计	设计	185.5	0.33	30%	21%	3.7	16.5	0.81
北京君正	安防, 存储器	设计	74.6	0.48	27%	20%	2.0	17.7	0.86
华天科技	芯片封测	封测	8.6	3.20	16%	15%	2.1	12.9	0.89
兆易创新	存储器/MCU	设计	124.8	0.67	21%	22%	4.2	19.7	0.90
三安	化合物, 电力功率IDM	IDM	18.3	4.48	19%	31%	2.9	27.9	0.90
斯达	电力功率芯片, 模块设计	设计	344.7	0.17	49%	47%	1.3	47.1	1.01
复旦微	FPGA	设计	55.5	0.81	26%	33%	1.2	37.3	1.13
北方华创	半导体设备	设备	239.0	0.53	34%	36%	2.7	46.5	1.30
华润微	功率IDM	IDM	48.7	1.32	19%	14%	3.4	18.9	1.30
士兰微	功率IDM	IDM	42.0	1.42	29%	17%	2.5	24.3	1.40
创耀	电力线载波, 接入网设计	设计	72.2	0.08	49%	26%	0.2	36.8	1.42
中微	半导体设备	设备	105.0	0.62	37%	19%	1.7	38.0	2.00
中芯国际 A	晶圆代工	晶圆代工	39.7	7.91	18%	11%	14.6	21.6	2.02
沪硅产业	半导体材料	材料	20.9	2.72	33%	45%	0.4	128.6	2.88

来源: Wind, 国金证券研究所

风险提示

- **乌俄战争的风险**：不光半导体气体供应受到影响，俄罗斯消费性电子产品需求如智能手机及电脑都明显下滑而影响全球半导体需求。
- **疫情管控**：大上海地区之前因疫情而管控，对半导体厂商如中芯国际，华虹，华力，台积电上海松江8”，环旭生产影响不大，但物流管制，通关反而造成半导体库存明显增加。
- **全球升息**：尤其是美国升息，造成美元升值，对采购美国半导体设备及材料的成本将明显提高，也会降低对半导体板块投资的兴趣。
- **供过于求的风险**：根据我们的预测2023年全球12”成熟制程产能将增加15-20%，明显高于需求增长的10-15%，我们因此预测12”成熟制程产能利用率将无法维持在100%，尤其是40/28nm 制程将有供过于求的风险。

特别声明

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。