行业观点

● 电子

5G 创新大周期+供应链本土化， 射频滤波器国产化机遇解析

5G 时代，新增大量高频频段，射频滤波器单机价值量大幅增加。根据 Resnant 数据，2020 年全球射频前端市场超过 1500 亿元，其中滤波器市场超过 1000 亿元，是射频前端最大的细分产品方向。5G 手机终端新增 N77/N78/N79 等高频频段，滤波器用量大幅增加。根据 Skyworks 数据，4G 手机滤波器用量约为 40 个，5G 手机用量将增加至 70 个，单部手机的射频滤波器价值量有望从 4-7 美金提升至 10 美金以上。在芯片封装端，射频前端模块逐步从 CSP 封装形式转为 WLP 封装形式。

LTCC 及体声波滤波器用量增加。另外从 4G 发展到 5G，传输最大带宽将从 60Mhz 提升至 100Mhz，宽频带的滤波应用兴起，给 LTCC 滤波器产业带来新的发展机遇。5G 时代，滤波器技术路径出现变革。体声波滤波器用量增加，根据 Qorvo 数据，到 2025 年，体声波滤波器产值占比有望从 2019 年的 24%上升至 54%，Saw 滤波器则出现下降。

射频模组化大势所趋，有望带来射频龙头厂商的 ASP 扩张及行业整合潮。射频模组化能降低射频模块 PCB 面积占用，降低射频设计复杂度，缩短射频设计时间。射频包括 FEM（射频开关+滤波器）、FeMid（射频滤波器+开关+双工器）、DiFEM(射频开关+滤波器+LNA)、PaMid（FeMid+PA）等多种模组化产品形态。各大手机品牌厂商中，苹果射频模组化比例最高，其次为三星、华为、Oppo、Vivo、小米射频模组化比例相对较低。进入 5G 时代，设计复杂度的增加迫使射频模组化的比例快速提升。

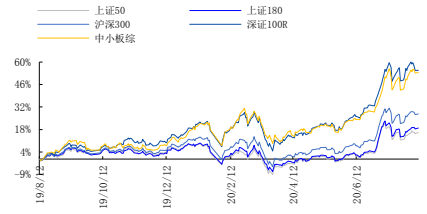
射频滤波器产业被日本、美国企业寡头垄断，国产化势在必行。

由于技术和专利上的领先优势，当前滤波器市场主导权在美日厂商手中，Saw 滤波器主要供应商为 Murata、TDK、太阳诱电、Skyworks 等几家厂商，而体声波滤波器则为 Broadcom 以及 Qorvo 主导，两家厂商占据全球超过 95%以上份额。 射频滤波器国产化率仅仅为低个位数，国内企业成长空间广阔。

投资建议：

射频滤波器产业是千亿市场蓝海，从分立滤波器到滤波器模组为国内本土企业提供广阔的发展空间。中美贸易摩擦背景下，射频滤波器国产化率有望逐步提升。射频行业，推荐关注卓胜微（全面布局的射频平台企业）、经纬辉开（参股诺思为 Fbar 滤波器国内龙头企业）、天通股份（射频压电材料龙头）、信维通信（射频滤波器+天线）、麦捷科技（射频滤波器）、华天科技（射频封装）、通富微电（射频封装）。

主要市场走势图



资料来源：Wind

A 股市场涨幅前五

股票	收盘价	涨跌幅%		
	RMB	1 日	5 日	本年
高测股份	76.74	432.55	0.00	0.00
天正电气	16.43	63.97	0.00	0.00
国联证券	10.75	20.11	54.23	54.23
西域旅游	12.43	20.10	0.00	5.43
新日恒力	11.01	20.07	56.17	185.23

A 股市场跌幅前五

股票	收盘价	涨跌幅%		
	RMB	1 日	5 日	本年
千山退	2.47	-20.06	0.00	-19.02
嘉化能源	9.97	-20.05	-23.19	-9.50
方邦股份	98.61	-18.50	-14.93	9.70
三超新材	22.97	-17.17	1.14	39.84
天龙光电	5.80	-17.14	-12.91	-0.68

风险提示：（1）全球经济下滑甚至衰退的风险；（2）疫情控制不当导致手机销售量不及预期风险；（3）5G网络建设不及预期风险

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001）

● 传媒

电影行业深度跟踪报告：疫情加速尾部出清，观影需求积压有望集中释放

*电影业态多维稳步复苏，票房观影人次恢复状态可观

截至 2020 年 8 月 8 日，影院复工率恢复至 72.9%，城市复工率恢复至 93.8%，业内放映终端复苏过半；伴随着 7 月 24 日、7 月 31 日、8 月 7 日三轮高预期新片上映以及周末的到来，票房、观影人次分别实现了 209.73%、146.01%；65.91%、51.33%；45.29%、37.88%的提升，截至 2020 年 8 月 8 日全国日票房达到 4353 万元，和 2019 年同期仍然相去甚远但整体恢复速度可观。

*疫情加速尾部出清，行业整合可期，头部市占率有望快速提升

我国票房市场步入低速增长区间，叠加过去几年的银幕高扩张，单银幕产出地不断下跌使得影院大规模扩张地资本支出、运营成本无法被合理轧平，资金实力较弱的影院、院线处在较高经营风险的境地，“新冠疫情”的影响可谓是雪上加霜，长达将近半年的停业使得大量尾部影院不堪重负，根据中国电影家协会调研统计，多数样本影院由于疫情冲击面临现金困境、停业风险，黑天鹅事件推动了行业尾部出清。另一方面，头部影投整体抗风险能力较强，恢复情况较好，其中横店院线，复工率达到 88.7%。2020 年 7 月 17 日至 7 月 23 日全国新建银幕数达到至 146 块，恢复至 2019 年同期扩张水准，其中横店院线、大地院线、万达领跑，头部影投开启逆势扩张；而目前整体头部影投不论是票房市占率还是银幕市占率均处于较低水平，前十影投票房占比仅为 36.11%，行业集中度较低，头部影投市占率有望主动+被动提升。

*观影需求旺盛、供给端待消化片单丰富

下游观影需求旺盛，观影需求被较长时间积压，有望随头部影片上映集中爆发。供给端上看，目前储备待播片源丰富，《八佰》定档有望掀起一轮票房小高潮。新片开拍上，目前剧组逐渐恢复运转，7 月份影视剧组拍摄状况总体恢复至往年同期水准，院线电影拍摄恢复状况略逊于电视剧，但整体处于逐渐恢复阶段。

*投资建议

总体看，随着影院复工，《八佰》等头部影片定档，票房市场逐渐底部向上，走出低谷，观影热情仍在，需求积压后有望随新片上映集中爆发。我们看好能生产优质内容的上游影视制作类企业；与此同时，经过了困境考验、资金实力较强的头部院线，在行业逐渐恢复后有望把握行业尾部出清以及整合节奏，市占率、行业集中度有望进一步提升。推荐关注：横店影视、中国电影、上海电影、光线传媒、万达电影。

*风险提示

上新排片档期的不确定性，公共卫生安全管控风险，流媒体冲击风险，政策风险。

分析师：李典（执业证书：S0020516080001）、路璐（执业证书：S0020519080002）

重点报告

两种经济周期的研究方法

分析师：陈大鹏（执业证书： S0020520070002）

当前情况综述和资产配置建议

中国经济先行指标已经处在较高的位置

中国经济同步指标正在恢复

中国经济滞后指标正在恢复

期限利差长期均值已经处在高位

信用利差长期均值已经处在高位

2017 年开始民企与国企的融资成本差距正在拉开

成长股跑赢低市净率股票的情况普遍存在

资产配置建议

股票/商品优于债券

低市净率股票可能在 5 年以上的时间段跑赢

央企的比价优势依然存在

当前面临的风险

经济复苏进程可能被打断

对民企的宽松可能不达预期

疫情可能超预期

敏芯股份：专注 MEMS 传感器的领先企业

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001）

国内 MEMS 传感器龙头，内外双重加持驱动发展

敏芯股份是国内 MEMS 传感器领先企业，产品包括 MEMS 麦克风、MEMS 压力传感器和 MEMS 惯性传感器，用于消费电子、汽车、医疗、通信和国防等领域。公司凭借内部自身研发投入，在 MEMS 传感器芯片设计、封装和测试领域积累了深厚的技术基底；外部凭借合作下游终端大厂扩大市场份额，逐步形成自身优势。未来在内外驱动力加持下核心技术和业绩在未来有望实现持续突破和增长。

消费电子市场繁荣，拓展 MEMS 传感器应用场景

MEMS 在消费电子中应用广阔，伴随 5G 商用推动，以及下游应用的拓展升级，也将带来对公司 MEMS 产品的需求升级。公司依托拥有自主的研发能力和核心技术积累，重点布局 MEMS 麦克风领域，同时不断投入 MEMS 压力传感器和 MEMS 惯性传感器，提升国产产品竞争力。公司 MEMS 麦克风主要应用在以智能音箱为代表的的智能家居市场、以 TWS 耳机为代表的可穿戴产品以及手机、笔记本电脑等领域，MEMS 压力传感

器主要应用于胎压计、血压计、高度计等产品，MEMS 惯性传感器主要应用于可穿戴产品中。公司的战略布局逐步推动，产品覆盖范围逐步扩大，随着消费电子市场的发展，公司营收有望进一步提升。

募集资金投入新项目，核心技术升级突破未来可期

公司在现有主营业务的基础上，结合未来市场需求，在 MEMS 产品生产体系上的进一步拓展。本次募集资金是公司依据未来发展规划做出的战略性安排，资金主要用于 MEMS 麦克风生产基地新建项目、MEMS 压力传感器生产项目、MEMS 传感器技术研发中心建设项目以及补充流动资金项目。有利于有效提高公司核心竞争力，促进现有主营业务的持续稳定发展。

投资建议与盈利预测

随着公司深入布局 MEMS 麦克风及传感器，未来随着 5G 逐步推进，下游多领域将迸发出新的需求，公司将显著受益，进入快速发展期。预计 2020-2022 年，公司营收为 3.41、4.30 与 5.23 亿元，归属母公司股东净利润分别为：0.67、0.92 和 1.14 亿元，给予公司“增持”评级。

风险提示

公司研发进展不及预期；疫情影响、消费电子、汽车发展低于预期；“专利战”对公司核心专利影响。

跨周期调控与经济周期长度

分析师：陈大鹏（执业证书： S0020520070002）

跨周期宏观调控可能是什么

我们认为跨周期调控，是国家在发展过程中，非正式经济占比逐渐降低，经济周期逐渐延长，经济体量增长，逆周期调控难度逐渐增大后的一个必然选择。它的实现方法是调节需求/产出的波动率，进而实现对于风险的控制。

这种行为将有两种组成部分：

- 在需求波动率过高时遏制需求的波动率（财政刺激，拉动内需，“房住不炒”都在此类）
- 在供给波动率过高时遏制供给的波动率（供给侧改革，环保限产都在此类）

在这种调控思路下，货币政策，财政政策实际上都只是手段而非目的，实现供给和需求的平衡，降低需求/供给的波动率是目的。这个目的实现的过程中，国家的非正式经济将逐渐转化为正式经济，从而实现国家发展的目标（城镇化即为代表）。

从逆周期到跨周期，美国的经验

跨周期调节的优势在于它可以延长经济周期的长度，但风险在于延长后的经济周期将会积累更大的风险。

从美国的经验来看，1950-1980 年更偏向于逆周期的监管，但结果是经济周期碎片化，持续时间较短。1980 年之后更偏向于跨周期的监管，即便通胀制约存在，也依然以维持经济结构为先。尽可能降低经济周期中的波动率。但代价是，2000 年科网泡沫和 2008 年金融危机比先前的危机更为严重。

跨周期可能拉长经济周期的时间

如果在可预见的未来，共和国实行跨周期的调控，潜在的影响和可能的机会

- 经济周期可能被延长

- 未来除了经济数据之外，我们可能需要关注供给和需求的波动率

- 跨周期调节意味着更稳定的发展周期，当然代价是在更长时间段内积累的尾部风险需要用更大的决心和智慧化解

结论及投资策略

综上所述，我们的结论如下：本轮中国经济周期的持续时间可能较以往更长；未来中国经济指标的波动率可能降低；从长期来看，中国经济版图中非正式经济的规模将逐渐缩小，低波动率环境更有利于企业集中度的提高

我们认为未来期权策略有可能成为良好的指数增强方法，上证 50 Buy Write/Put Write 策略有可能类似美国 PUT,BXM 基金，在长期跑赢 SPX 指数。

风险提示：不确定性事件发生导致必须回到逆周期调节模式；反垄断审查开始从严导致集中度提高存在上限；尾部风险的积累比预期更快。

芯原股份(688521)首次覆盖报告：全球领先的 IP 授权服务商

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001）

报告要点：

全球第七、国内第一的 IP 授权提供商

芯原依托自主半导体 IP，为客户提供平台化、全方位、一站式芯片定制服务和半导体 IP 授权服务。产品方面，公司拥有丰富的 IP 库，覆盖图形处理器、神经网络处理器、视频处理器、数字信号处理器和图像信号处理器、数模混合和射频等，以及在此之上开拓的多种一站式芯片定制服务及解决方案；技术方面，公司在传统 CMOS、先进 FinFET 和 FD-SOI 等全球主流半导体工艺节点上都具有优秀的设计能力，已拥 14nm/10nm/7nm FinFET 和 28nm/22nm FD-SOI 工艺节点芯片的成功流片经验；客户方面，公司已受到全球领先的半导体知名企业、大型互联网公司的认可，客户包括英特尔、博世、恩智浦、博通、Facebook、谷歌、亚马逊、华为等。公司已成为中国大陆排名第一、全球排名第七的半导体 IP 授权服务提供商，在优秀的产品与技术、良好的客户结构加持下，公司未来的竞争力将进一步加强。

下游应用多点开花，半导体市场空间广阔

当今半导体产业已进入继个人电脑和智能手机后的下一个发展周期，其最主要的变革力量源自于物联网、云计算、人工智能、大数据和 5G 通信等新应用的兴起。全球半导体行业的市场规模将从 2019 年的 4000 亿美元增长至 2030 年的 1 万亿美元。公司的产品广泛的应用于上述领域，在物联网、AI、高清视频处理、大数据等行业的快速发展下，公司未来发展可期。

行业分工不断细化，IP 市场逐渐扩大

随着集成电路行业的不断发展，行业内分工不断细化，IC 设计则成为各分工中占比较大的环节。随着超大规模集成电路设计、制造技术的发展、先进制程的演进、线宽的缩小，芯片中晶体管数量大幅提升，使得单颗芯片中可集成的 IP 数量也大幅增加。全球半导体 IP 市场将从 2018 年的 46 亿美元增长至 2027 年的 101 亿美元，公司作为全球领先的半导体 IP 供应商，将优先受益。

盈利预测与投资建议

公司处于中国芯片崛起大业的重要环节，随着设计研发水平提升以及 IP 储备增强，公司更加有选择性地

进入先进技术领域和优质客户群体，提升自身市场竞争力。我们预计 2020-2022 年营收为 17.37 亿、22.57 亿和 27.59 亿元，归母净利润为-0.67 亿、0.8 亿、1.75 亿元，给予“增持”评级。

风险提示

AI 进程、物联网行业发展低于预期；芯片一站式芯片定制业务毛利率提升不及预期；研发投入效果不及预期。

晶丰明源（688368）公司深度报告：立足智能化驱动芯片，向模拟芯片 PMIC 领域进军

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001）

报告要点：

通用芯片稳定盈利叠加高增长的智能芯片是公司未来的成长核心

公司是 LED 照明驱动芯片龙头，无论是规模和技术储备均处于国内领先地位。公司通用 LED 照明驱动芯片业务三年复合增速为 7.5%，而智能 LED 驱动芯片年增速超过 40%。鉴于 LED 行业的刚需特性以及电源管类芯片的广泛市场，通用芯片稳定盈利叠加高增长的智能芯片是公司未来成长的动力。

纵向深入布局智能家居领域，横向收购丰富产品组合

公司在智能 LED 驱动芯片业务深入布局，针对消费者调光、调色、远控、互动等照明需求而增加的电源管理模块进一步向智能化发展。同时，通过收购岷创科技和英特格灵切入电机产品线，实现产品互补和应用领域横向拓展。

国内 IC 电源管理蓝海，借国产替代东风快速成长

公司处于模拟 IC 电源管理芯片赛道，我们认为鉴于公司在该领域的深厚技术积累和人才储备，未来有望覆盖更多电源管理应用领域，内生+外延兼修将会是公司稳定高速发展的主旋律。随着国内电源管理类产品性能和市场认可度日渐提升，进口替代趋势明显，巨大国内市场空间叠加稳定行业增速和进口替代趋势，国产电源管理芯片龙头持续受益。

投资建议与盈利预测

根据公司一季度业绩反映下游客户需求旺盛，且 LED 照明行业属于刚需产业，产品需求受短期疫情影响较小；中长期受益于全球 LED 渗透率提升和智能 LED 产品在智能家具市场中的高速增长，以及新业务电机驱动芯片逐步放量，公司业绩有望稳定增长。我们预测公司 2020-2022 年收入分别为 9.61 亿元、11.13 亿元、12.80 亿元，归母净利润为 0.66 亿元、1.05 亿元、1.44 亿元，对应 PE 估值分别为 109x、68x、50x。考虑到公司作为细分行业龙头且拥有自研核心技术，具备横向和纵向拓展能力，未来将在智能家居行业快速发展的进程中将充分受益。给予公司 2020-2021 年 140x、100x 估值较为合理，对应股价为 150-170 元/股，给予公司“增持”评级。

风险提示

LED 行业景气度恢复不及预期；智能照明市场拓展不及预期；公司技术与产品研发进度不及预期；

石基信息(002153.SZ)：踏云而上，进击全球

分析师：耿军军（执业证书：S0020519070002）

报告要点：

聚焦大消费行业信息化，在多个赛道处于领先地位

公司主要从事酒店、餐饮、零售、休闲娱乐等大消费行业信息管理系统软件的开发与销售、系统集成、技术支持与服务，是目前国内最主要的酒店信息管理系统全面解决方案提供商之一，并在零售、餐饮等多个赛道居于市场领先地位。上市以来，公司营业收入呈现稳健增长态势，CAGR 达 23.91%。2019 年，公司实现营业收入 36.63 亿元，同比增长 18.24%，云化转型导致扣非归母净利润下滑，转型成功后净利润有望实现较快增长。近四年，公司经营性净现金流持续高于扣非归母净利润，经营质量良好。

酒店行业云转型加速，公司海外布局逐渐成型

全球酒店信息管理系统市场规模大、竞争格局分散，目前处于云转型的战略机遇期。2019 年，公司已基本完成了全球化研发、销售和服务网络的建设，境外国际化业务团队人数超过 1000 人。继新一代云平台 POS 系统获得超过十家知名酒店集团认可并不断拓展上线之后，新一代云平台架构的企业级酒店信息系统的研发和测试已经取得实质性进展并开始正式上线。截至 2019 年年底，云 POS 产品累计上线总客户数达 1455 家酒店及餐厅。

直连需求旺盛，助力公司战略转型升级

公司将基于直连技术的平台化战略作为实现转型的重要途径，致力于从预订和支付这两个环节延伸打造基于畅联直连技术的预订平台和基于一体化直连技术的支付平台。公司目前全部客户的年度营业额约为 5 万亿人民币，市场规模巨大。2019 年，石基畅联分销解决方案有效直连产量超过 948 万间夜，同比增长 38.8%。2019 年，公司客户与支付宝和微信直连的支付业务交易总金额超过 1600 亿元人民币，与去年同期流量相比增长约 45%。

投资建议与盈利预测

随着酒店业云化转型加速推进，新一代云平台有望打开全球高端市场；凭借海量客户资源，平台化战略有望助力公司转型升级。预计公司 2020-2022 年营业收入为 36.09、41.38、47.32 亿元，归母净利润为 3.72、4.25、4.95 亿元，EPS 为 0.35、0.40、0.46 元/股。目前处于转型期，各项投入较大，对净利润率影响较大，故采用 PS 估值法。过去三年公司 PS 主要运行在 8-14 倍之间，考虑到国内新冠肺炎疫情得到有效控制，下游需求逐步恢复，调升 2020 年目标 PS 至 13 倍，目标价为 43.82 元，维持“增持”评级。

风险提示

新冠肺炎疫情导致下游客户 IT 投资意愿下降；云 PMS 等在海外拓展进度低于预期；平台化战略推进不及预期；中美贸易争端影响海外业务拓展。

御家汇（300740）首次覆盖报告：底部反转，一代淘品牌有望破茧成蝶

分析师：李典（执业证书：S0020516080001）

报告要点：

“自有品牌+代理业务”双轮驱动，2020Q1 业绩拐点初现

御家汇由淘品牌御泥坊起家，通过自有品牌培育+国际品牌代理，逐渐成长为一家多品牌、多品类、全渠道的美妆集团。自有品牌包括“御泥坊”、“小迷糊”、“大水滴（原名‘薇凤’）”、“御 MEN”、“花瑶花”、“HPH”等，产品品类覆盖面膜、水乳膏霜、彩妆、清洁洗护等多个品类，其中面膜品类优势显著。代理业务主要承接国际品牌在中国地区的销售业务，目前已与城野医生、强生、露得清等 20+国际品牌达成合作。2019Q4 公司业绩触底回升，2020Q1 进一步改善，经营与业绩拐点初现。

行业：化妆品行业高景气，代运营行业持续扩容

公司是业内唯一具备自有品牌孵化及运营经验的代运营商，同时占据化妆品与电商代运营两条高景气赛道,有望随行业发展持续高增长。1）化妆品行业：护肤品类自 2017 年以来增长不断提速，其中面膜品类 2013-2019 年 CAGR 高达 16.6%，处于需求释放期。2）代运营行业：B2C 电商快速发展，跨境品牌数量与规模仍处于高增长期，代运营业务下游需求持续扩容。

多品牌+多渠道+灵活营销+智能工厂，铸造公司核心竞争力

1）多品牌：核心品牌御泥坊聚焦爆款打造与品牌升级，子品牌差异化定位拓展细分市场，代理品牌业务持续放量。2）多渠道：线上积极拓展拼多多、云集等新兴电商平台，同时上线微信“水羊潮妆”平台，布局私域流量运营；线下渠道恢复良性增长，成功覆盖屈臣氏、沃尔玛等 CS、KA 核心网点。3）灵活营销：积极拥抱小红书、抖音、B 站等新媒体平台，发力 KOL 营销，布局直播带货，赋能产品销售，淘外平台投放效果迎来边际改善。4）智能工厂：斥资 8 亿打造面膜智能生产基地，布局美妆全产业链。

投资建议与盈利预测

公司自有品牌止跌转涨，代运营业务持续放量，基本面持续向好。未来随自有品牌毛利率提升、代运营品牌进入收获期，利润端有望逐渐释放。预计 2020-2022 年公司实现归母净利润 0.75/1.57/2.37 亿元，EPS 0.18/0.38/0.58 元，对应 PE127/61/40x，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

品牌市场竞争加剧，新品牌孵化不达预期，盈利节奏不达预期。

重要新闻

- 中国 7 月 CPI 同比上涨 2.7%，预期涨 2.6%，前值涨 2.5%，其中猪肉价格环比上涨 10.3%，同比上涨 85.7%，影响 CPI 上涨约 2.32 个百分点。7 月 PPI 同比下降 2.4%，预期降 2.4%，前值降 3%。
- 国务院国资委主任郝鹏表示，《国企改革三年行动方案（2020—2022 年）》不久将印发实施，改革重点领域主要包括完善中国特色现代企业制度、积极稳妥深化混合所有制改革、加快健全市场化经营机制、完善国有资产监管体制、充分释放和激发基层改革活力等。
- 证券时报头版刊文称，明晟（MSCI）将于 8 月 12 日宣布最新季度指数评审结果。MSCI 亚太区业务部总裁、董事总经理林伟杰表示，如果按照指数纳入的自然流程推进，有一天 A 股将被 100%纳入，那时可能会吸引千亿美元级的增量资金流入中国市场。与此同时，中国的投资者也需要进行多元化配置，增加配置本土之外的资产，中国会逐步融入全球金融市场。
- 创业板改革并试点注册制各项工作正紧锣密鼓推进之中，本周有 11 只创业板注册制新股申购，至此，已申购或进入申购列表的新股达到 18 只。
- 据经济参考报，作为民生补短板的重要领域，我国养老服务业高质量发展按下“快进键”。

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：（0551）62207952	传真：（021）68869125
	电话：（021）51097188