

强于大市

电子行业 2020 年中期策略

寻找疫情冲击和贸易摩擦变局下的投资机会

电子行业产业链长，全球化分工合作程度高，而新冠疫情的冲击和贸易摩擦的影响给整个电子产业带来了较大的变数。需求方面，疫情冲击导致的经济衰退和人员流动受限影响了部分电子终端的需求，但社交方式的改变也带来对部分电子产品的增量需求；供应链方面，电子产业链高度依赖全球范围内的分工协作，而疫情和贸易摩擦可能产生的逆全球化趋势将给电子产业链带来较大影响。本文通过分析当前行业基本面情况，阐述相关投资机会。

支撑评级的要点

- **贸易摩擦倒逼国产化，半导体迎发展机遇。**受疫情影响，半导体行业复苏斜率放缓，但是增长趋势不改。2020 年 3、4 月，全球半导体月度销售额分别同比增长 8%和 7%。2018 年以来，美国相继实施对中国科技企业的出口限制，使得半导体国产化需求凸显，给国内半导体产业发展带来了机遇。资本方面，大基金一期、二期以及地方基金、社会资本等相继投入半导体产业，科创板成立提供的便捷融资渠道，这些都为国内半导体产业的发展创造了良好条件。
- **5G 手机持续渗透，TWS 需求强劲。**上半年受疫情影响，全球手机整体出货量下滑幅度较大，但是 5G 手机的渗透率持续提升，成出货量下滑趋势下的一抹亮色。预计下半年，苹果将推出 5G 智能手机，5G 技术创新带来的物料成本的增长以及对下半年乃至明年上半年出货量的提振，将给产业链带来增长机会。另外，TWS 需求强劲也给相关产业链带来了成长机会，从一季度 TWS 出货量数据看，尽管有疫情影响，但是 TWS 的出货量依然呈现高速增长趋势，随着 TWS 新功能的升级、手机的标配，TWS 需求仍有较大的成长空间。
- **5G 拉动 MLCC 需求，被动元件景气向上。**台股被动元件企业 3 月、4 月营收增速回升明显，龙头国巨的毛利率自 2019 年下半年以来持续回升，存货周转效率也在持续提升。5G 通信的发展，将带来智能手机、基站、服务器等对 MLCC 需求的提升，根据村田的数据，预计到 2024 年智能手机、基站、以及服务器和存储对 MLCC 的用量将分别是 2019 年的 1.50、1.35、1.25 倍，叠加新能源汽车等的拉动，MLCC 需求有望持续增长。

重点推荐

- 半导体：把握贸易摩擦倒逼下的半导体国产替代趋势。标的推荐：韦尔股份、澜起科技、兆易创新、紫光国微、捷捷微电、斯达半导，关注中芯国际、卓盛微、聚辰股份、闻泰科技。
- 消费电子：5G 有望拉动智能手机下半年乃至明年上半年出货量的增长；TWS 需求强劲，产业链受益。标的推荐：立讯精密、歌尔股份、环旭电子、鹏鼎控股，关注飞荣达。
- 被动元件：行业景气复苏，MLCC 需求有望持续增长。标的方面，建议关注：风华高科、洁美科技、鸿远电子。

评级面临的主要风险

- 疫情对智能手机等消费电子需求影响超出预期；半导体行业整体估值过高风险；5G 进展不及预期。

相关研究报告

《行业周点评》20200621
《半导体行业周报》20200525
《半导体系列专题》20200327

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

电子

证券分析师：赵琦
(8621)20328313
qi.zhao@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300518080001

证券分析师：王达婷
(8621)20328284
dating.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519060001

目录

贸易摩擦倒逼国产化，半导体迎发展机遇 5

5G 持续渗透，TWS 需求强劲 14

5G 拉动 MLCC 需求，被动元件景气向上 19

投资建议 21

风险提示 22

图表目录

图表 1. 全球半导体月度销售额 5
图表 2. 2019 年至 2020 年 4 月各地区半导体月度销售额增速 6
图表 3. 全球各地区半导体设备季度销售额（十亿美元） 6
图表 4. 全球各地区半导体设备季度销售额同比增速 6
图表 5. 北美半导体设备月度出货额 7
图表 6. 全球 PC 出货量（百万台） 7
图表 7. 全球平板电脑出货量（百万台） 7
图表 8. 全球智能手机出货量（百万部） 8
图表 9. 全球服务器出货量（百万台） 8
图表 10. 美对华科技企业的打压措施 8
图表 11. 2019 年全球半导体市场格局 9
图表 12. 半导体各细分市场格局 9
图表 13. 各地区半导体产业的研发支出占销售额的比例 10
图表 14. 2019 年半导体资本开支地区占比 10
图表 15. 我国集成电路年进口额 10
图表 16. 大基金一期投向不完全统计 11
图表 17. 科创板上市公司及融资规模 11
图表 18. 三星 S10 和 S10 5G 版半导体价值量对比（美元） 12
图表 19. 已发布的主要 5G 芯片平台 12
图表 20. 智能手机 AP 市场格局 13
图表 21. 射频前端单机价值量变化 13
图表 22. 三星 S20 射频前端器件 13
图表 23. 全球智能手机月度出货量及增速 14
图表 24. 2020Q1 全球智能手机市场各品牌厂市占率 14
图表 25. 全球高端智能手机市场格局 14
图表 26. 苹果线下门店分布 15
图表 27. 国内智能手机月度出货量 15
图表 28. 5G 手机出货量及占比 15
图表 29. 国内市场各品牌厂市占率 16
图表 30. 北美智能手机市场各品牌的市占率 16
图表 31. 欧洲智能手机市场各品牌的市占率 16
图表 32. 2020Q1 各品牌 TWS 市占率 17
图表 33. TWS 主要 ODM/OEM 厂商 17

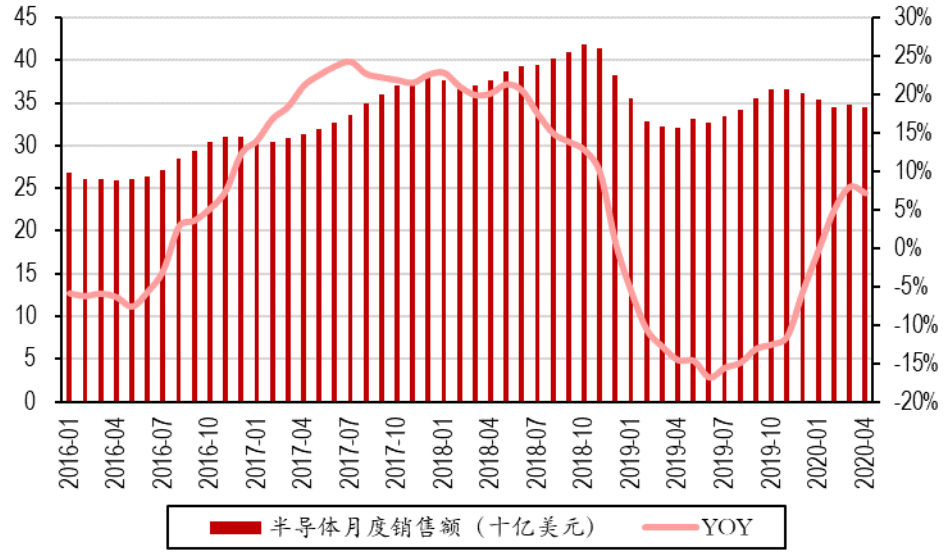
图表 34. TWS 芯片市场格局 18
图表 35. 2020 年 4 月 TWS 芯片的出货量排名 18
图表 36. 主要品牌 TWS 的芯片解决方案 18
图表 37. 台湾被动元件上市公司月度营收（亿新台币） 19
图表 38. 台股 MLCC 相关上市公司月度营收（亿新台币） 19
图表 39. MLCC 市场格局 19
图表 40. 台股国巨毛利率走势和存货周转情况 19
图表 41. 5G 对 MLCC 需求的拉动 20
图表 42. 智能手机单机 MLCC 用量 20
图表 43. 主要 MLCC 厂商的产能情况 20
图表 44. 报告中提及上市公司估值表 23

贸易摩擦倒逼国产化，半导体迎发展机遇

行业复苏斜率放缓，但增长趋势不变

疫情冲击下，全球半导体月度销售额仍维持增长趋势。全球半导体产业景气度自 2018 年下半年开始下行，到 2019 年底，行业景气度逐步见底。根据美国半导体行业协会数据，2018 年年中，全球半导体月度销售额底同比增速逐步下降，到 2019 年初，同比开始负增长，2019 年下半年同比下滑幅度逐月收窄，2019 年底出现回暖趋势。2020 年，由于疫情先后在全球范围内蔓延，对全球经济造成一定冲击，也给半导体产业带来一定的不确定性，但从全球半导体的月度销售额数据看，2020 年前 4 个月，全球半导体月度销售额基本仍保持同比增长的趋势，1-4 月的同比增速分别为-0.23%、4.99%、7.96%和 7.16%。

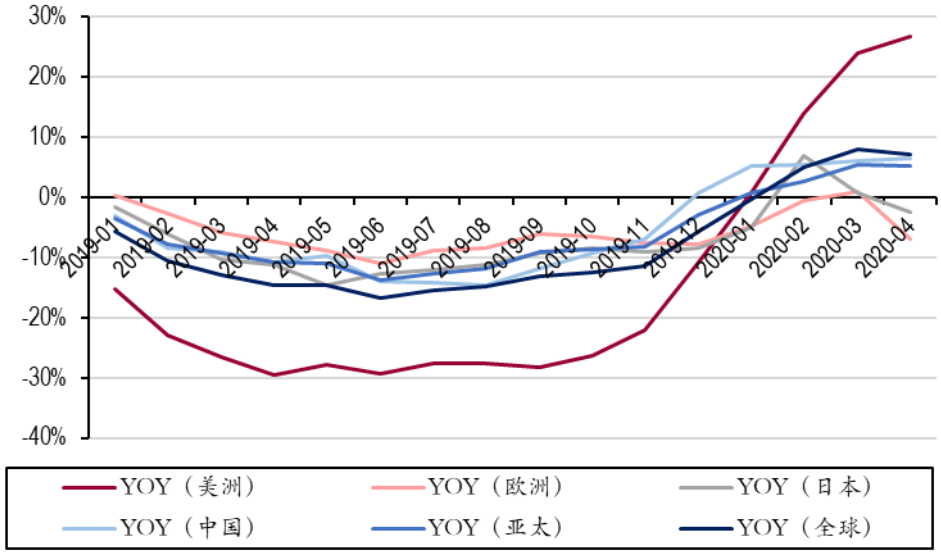
图表 1. 全球半导体月度销售额



资料来源：美国半导体行业协会，中银证券

美洲同比增长强劲，欧洲、日本 4 月销售额同比下滑。根据美国半导体行业协会统计数据，2020 年 1-4 月，全球半导体月度销售额同比增速分别为-0.23%、4.99%、7.96%和 7.16%。分地区看，美洲 1-4 月的月度销售额同比增速分别为 0.82%、13.97%、24.07%和 26.78%，增长最为强劲。欧洲和日本 4 月份月度销售额同比下滑，分别为-6.85%和-2.39%。中国 1-4 月份半导体月度销售额同比增速分别为 5.16%、5.41%、6.08%和 6.61%。

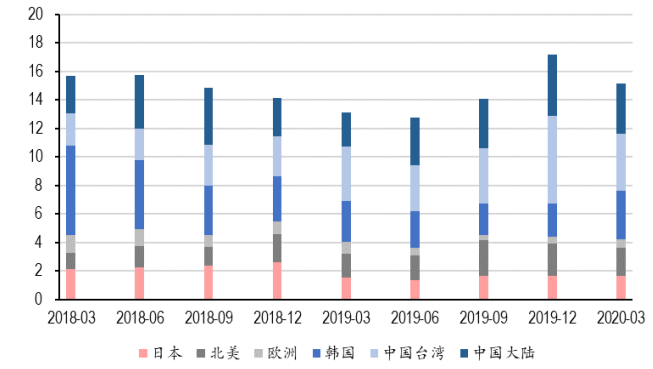
图表 2. 2019 年至 2020 年 4 月各地区半导体月度销售额增速



资料来源：美国半导体产业协会，中银证券

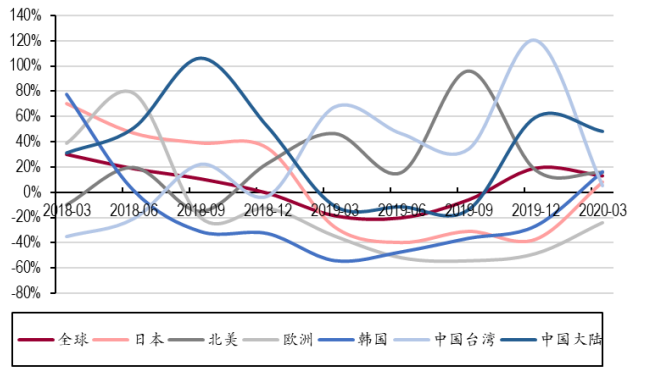
2020Q1 全球半导体设备销售额仍保持同比增长趋势。从上游半导体设备的销售额数据看，全球半导体设备季度销售额在 2018 年底出现同比下滑，下滑趋势一直延续到 2019 年三季度，显示受行业景气度下行影响，半导体厂商收减资本开支规模。2019 年四季度，全球半导体设备销售额达到 178 亿美元，同比增长 19%，在连续四个季度负增长之后转正，显示在 5G 商用等因素的驱动下，半导体行业景气度出现回暖趋势。分地区看，2019Q4 半导体设备销售额的增长主要得益于中国台湾、中国大陆和北美的增长，其中，中国台湾半导体设备销售额同比增长 120.60%，中国大陆半导体设备销售额同比增长 59.50%，北美同比增长 17.5%，而欧洲、日本及韩国半导体设备销售额同比分别下滑 48.40%、37.00%和 26.50%。2020Q1 全球半导体设备销售额同比 12.90%，延续 2019Q4 的增长趋势，其中中国大陆地区同比增长 48.30%，韩国同比增长 16.30%，北美同比增长 15.60%，而欧洲仍同比下滑 23.80%。

图表 3. 全球各地区半导体设备季度销售额（十亿美元）



资料来源：公司，中银证券

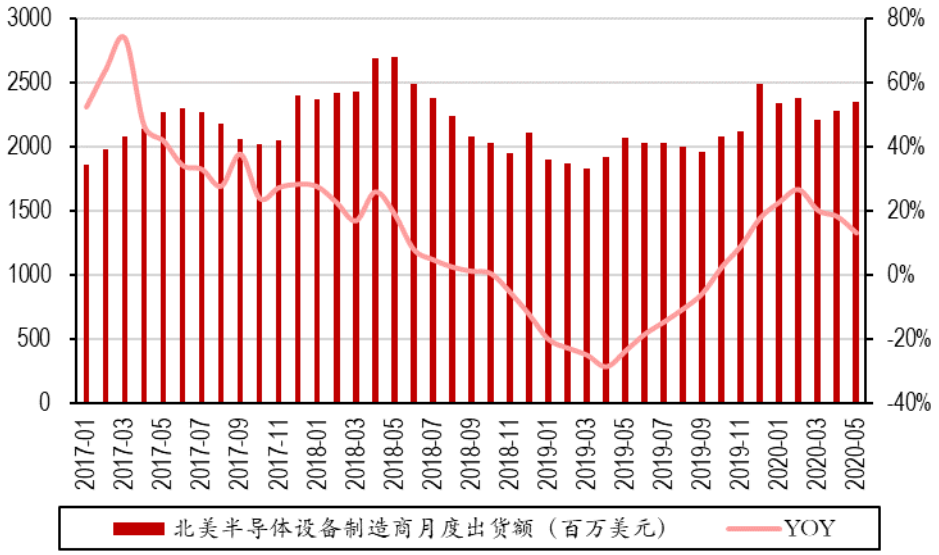
图表 4. 全球各地区半导体设备季度销售额同比增速



资料来源：万得，中银证券

从北美半导体设备制造商的出货额数据看，2020 年 1-5 月，北美半导体设备制造商的出货额分别为 23.40、23.74、22.13、22.81 和 23.46 亿美元，同比增速分别为 22.70%、26.60%、20.10%、18.20%和 13.10%。数据显示，2020 年以来北美半导体设备制造商的出货额同比维持增长趋势，但是 3、4、5 月份，由于疫情冲击，增长势头有所减弱。

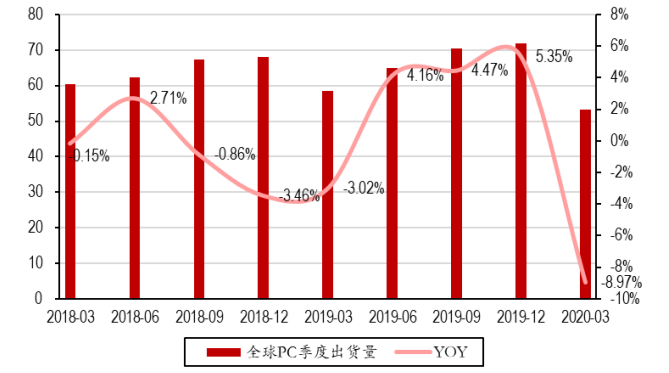
图表 5. 北美半导体设备月度出货额



资料来源：日本半导体制造装置协会，中银证券

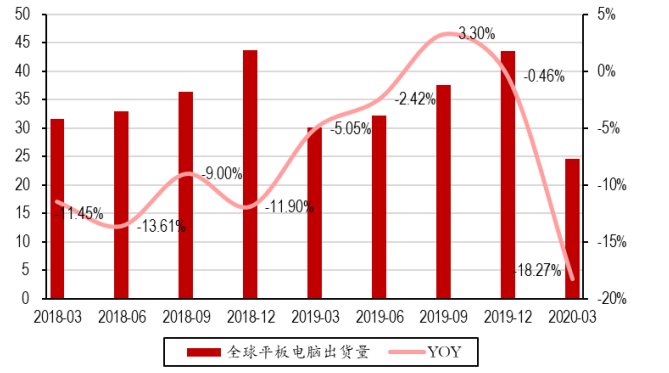
消费性电子产品出货量受冲击，服务器出货量需求增长。从半导体下游应用终端情况看，根据 IDC 数据，2020Q1 全球 PC 出货量为 5324 万台，同比下滑 9%；平板电脑出货量为 2460 万台，同比下滑 18%；智能手机的出货量为 2.76 亿部，同比下滑 11%。由于新冠疫情对生产端及需求端的影响，一季度各类消费性电子终端的出货量均受到一定程度影响。二季度由于海外疫情蔓延，对智能手机等出货量影响较大，根据 Strategy Analytics 数据，4 月份全球智能手机出货量同比下滑 41%，5 月份同比下滑 27%。而由于在线教育等需求的增加，预计全球平板电脑出货量下滑幅度在二季度将明显收窄。服务器方面，根据 DRAMexchange 数据，ODM 生产订单已较第一季增长两成，由于部分海外服务器组装厂复工状况仍不理想，预计第二季服务器出货季增约 9%。

图表 6. 全球 PC 出货量（百万台）



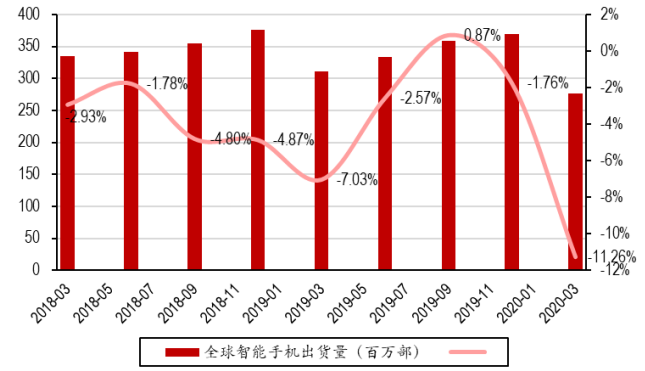
资料来源：IDC，中银证券

图表 7. 全球平板电脑出货量（百万台）



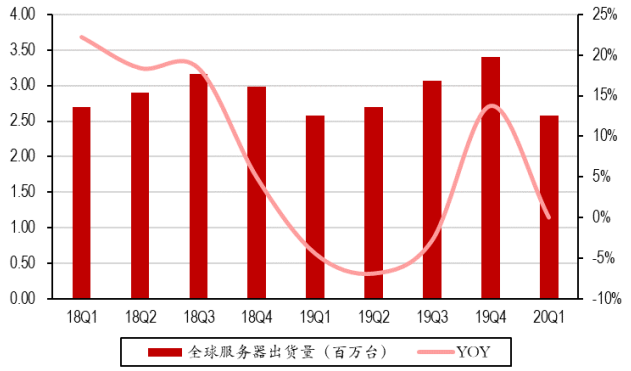
资料来源：IDC，中银证券

图表 8. 全球智能手机出货量（百万部）



资料来源：IDC，中银证券

图表 9. 全球服务器出货量（百万台）



资料来源：IDC，中银证券

贸易摩擦倒逼国产化加速

中美贸易摩擦，半导体国产化需求凸显。自 2018 年起，美国先后实施对中国多个科技企业的打压政策，2018 年 4 月，美国商务部激活对中兴通讯的拒绝令，禁止美国公司向中兴通讯出口电讯零部件产品和技术。2019 年 5 月，美国商务部将华为及其非美附属公司列入“实体清单”，禁止美企向华为出售相关技术和产品。2019 年 10 月，美国商务部再次将包括海康威视、大华股份、科大讯飞等在内的 28 家中国公司和机构列入“实体清单”。被列入实体清单，将受到的主要限制包括：从美国或其他国家进口美国原产的商品、技术或软件受到限制；进口其他国家商品，如果美国管制物项的价值占比超过 25%受到限制；产品利用美国原产技术或软件直接生产，或利用美国原产技术或软件建设的工厂生产受到限制。2020 年 5 月，美国商务部升级对华为的制裁，主要包括：1）任何利用美国软件工具设计的华为或海思设计都需获得美国许可；2）任何根据华为/海思设计生产的芯片都需要事先获得美国许可。美国对国内相关科技企业的限制政策，推动了供应链国产化的需求，也给国内半导体企业带来了机遇。

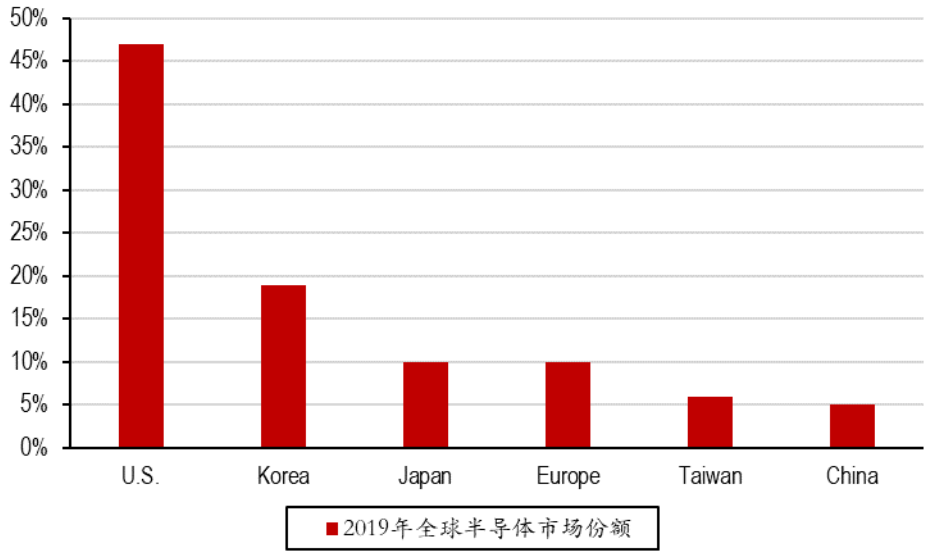
图表 10. 美对华科技企业的打压措施



资料来源：万得，中银证券

美国半导体产业在全球销售市场份额领先。根据 SIA 的报告，自 20 世纪 90 年代末以来，美国半导体行业一直是全球销售市场份额的领导者，占据全球市场接近 50%的份额。并且美国半导体公司在研发、设计和制造工艺技术方面也保持着领先地位或者较强的竞争力。根据 SIA 统计的 2019 年全球半导体市场情况份额情况，美国半导体产业占据全球半导体销售市场份额的 47%，韩国占 19%，其次为日本和欧洲，均占有 10%。中国台湾和中国大陆分别占全球半导体市场份额的 6%和 5%。

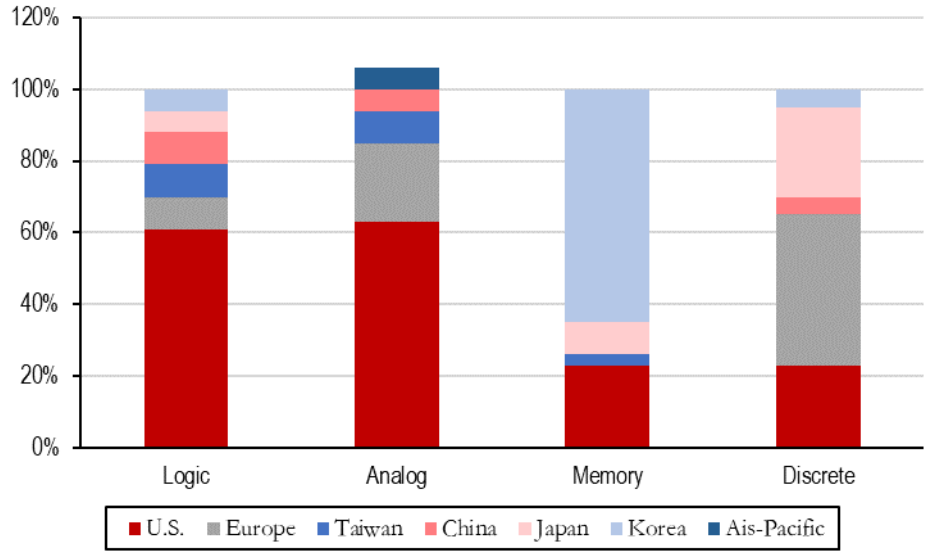
图表 11. 2019 年全球半导体市场格局



资料来源：SIA，中银证券

从具体领域来看，美国半导体产业在逻辑和模拟半导体的销售方面保持绝对领先的市场地位；韩国在存储领域具有绝对领先地位。根据 SIA 的数据，在逻辑和模拟半导体市场，美国均占据超过 60%的市场份额；在存储领域，韩国占据 65%的市场份额，美国占有 23%的市场份额；而在分立器件领域，欧洲具有领先地位，市场份额占比为 42%，其次为日本和美国，分别占有 25%和 23%的市场份额。

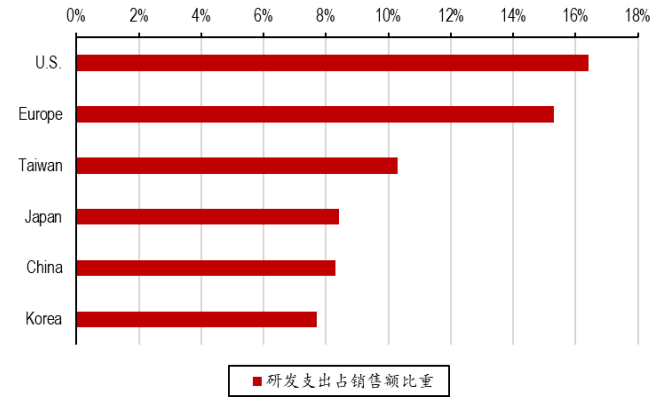
图表 12. 半导体各细分市场格局



资料来源：SIA，中银证券

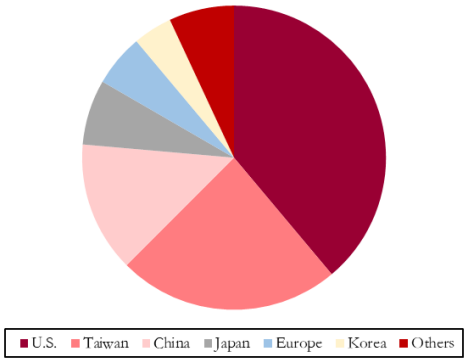
美高研发投入和高资本开支支撑技术和市场的领先性。得益于较高的销售市场占比，美国半导体产业在研发投入以及资本开支等方面也均保持较高的水平。根据 SIA 的数据，从研发开支的销售收入占比情况看，2019 年美国半导体公司的研发开支占整体销售额的比重为 16.4%，其次为欧洲，研发开支的收入占比为 15.3%，中国台湾为 8.4%，中国大陆地区为 8.3%，韩国为 7.7%。从全球半导体资本开支情况看，韩国半导体企业的资本开支占全球半导体资本开支的比重为 31%，美国仅次于韩国，占比为 28%，其次为中国台湾和中国大陆，资本开支占比分别为 17%和 10%。

图表 13. 各地区半导体产业的研发支出占销售额的比例



资料来源：SIA，中银证券

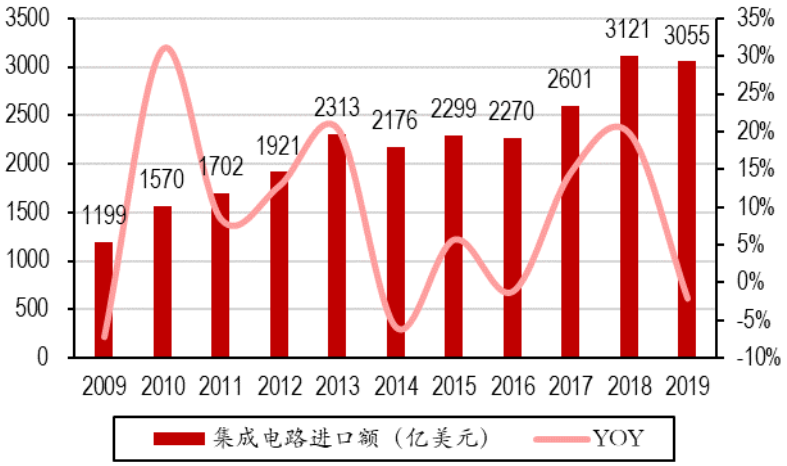
图表 14. 2019 年半导体资本开支地区占比



资料来源：SIA，中银证券

国内集成电路年进口规模大，国产替代具有较大的市场空间。根据海关总署的统计数据，近年来，国内每年进口的集成电路规模约达到 3000 亿美金，2018 年进口金额 3121 亿美元，2019 年进口金额 3055 亿美元。

图表 15. 我国集成电路年进口额



资料来源：海关总署，中银证券

资本助力，国产化有望加速。自 2014 年以来，大基金一期、二期以及地方政府资金在内的国有资本以及社会资本相继投入半导体产业，以及科创板的成立，均为国内半导体产业的发展创造了良好条件。2014 年 9 月 26 日，国家集成电路产业投资基金股份有限公司即“大基金一期”注册成立，基金总规模 1387 亿元，撬动 5145 亿元地方政府及私募基金。2019 年 10 月，国家集成电路产业投资基金二期股份有限公司（大基金二期）注册成立，注册资本至 2041.5 亿元。2020 年 3 月，大基金二期首个投资项目落地，计划向紫光展锐增资 22.5 亿元。2020 年 5 月 15 日，中芯国际公告，中芯控股与国家集成电路基金、国家集成电路基金二期及上海集成电路基金等签订协议，大基金二期计划向中芯南方注资 15 亿美元。

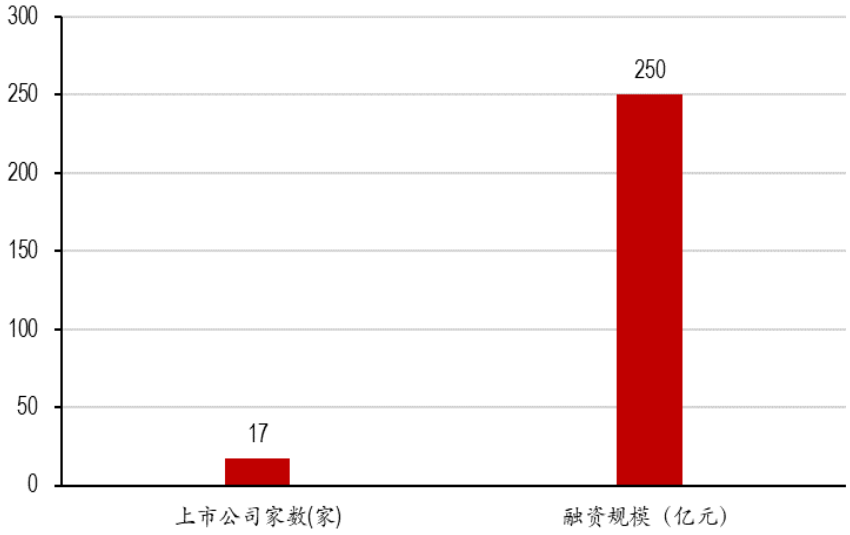
图表 16. 大基金一期投向不完全统计

领域	投资标的
设计	兆易创新、汇顶科技、国科微、景嘉微、中兴微电子、纳思达、北斗星通等
制造	中芯国际、长江存储、三安光电、士兰微、华虹半导体、上海华力、耐微科技等
封测	长电科技、华天科技、通富微电、晶方科技、太极实业等
设备	北方华创、中微公司、长川科技、沈阳拓荆、精测电子、上海睿励、万业企业等
材料	上海新昇、安集科技、雅克科技、世纪金光、江苏鑫华
子基金	中芯聚源、芯动能、芯鑫租赁、北京/上海的基金等

资料来源：相关公司公告、产业信息网，中银证券

科创板为半导体企业提供便捷的融资渠道。2019 年 6 月 13 日，科创板正式开板，2019 年 7 月 22 日，首批公司上市。截至目前，科创板已有超过 100 家上市公司，其中半导相关企业 17 家，17 家公司 IPO 融资规模合计 250 亿元。

图表 17. 科创板上市公司及融资规模

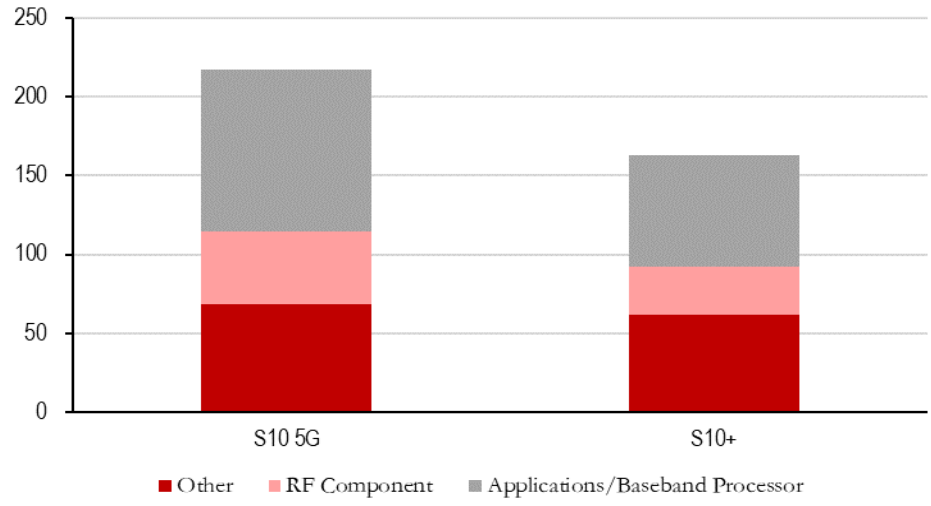


资料来源：Wind，中银证券

5G 通信带来新的增量市场

5G 手机技术升级，半导体价值量提升。智能手机向 5G 升级，将带来半导体价值量的大幅提升，主要增量来源包括 AP/基带芯片，以及射频前端等。根据 Techinsights 的报告，对比三星 S10+ 4G 版本和 S10 5G 智能手机，其中，S10 5G 版本的 AP/基带芯片价值量较 S10+ 4G 版提升约 45%，射频半导体价值量提升近 50%。

图表 18. 三星 S10 和 S10 5G 版半导体价值量对比（美元）



资料来源：iFixt，中银证券

5G 基带需要支持不同 5G 频段，向下兼容 4G/3G/2G 网络，并且由于 5G 追求更高的数据数据吞吐量，更低的时延和更大的网络容量，5G 基带需要兼顾极高的下载和上传速度，因此 5G 基带/AP 芯片设计难度较大。另外，由于性能和功耗要求，5G AP/基带芯片通常采用先进工艺制程。因此，5GAP/基带芯片价格相对较高。目前已经发布的主要 5G 芯片平台包括华为的麒麟 990、麒麟 985，高通骁龙 865，联发科天玑 1000 系列等，大部分采用了 7nm 制程。

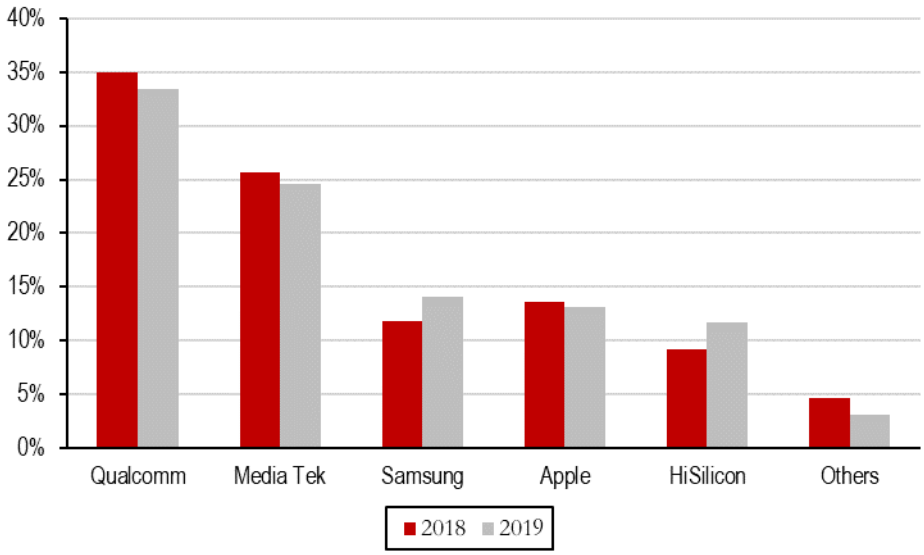
图表 19. 已发布的主要 5G 芯片平台

Mobile Platform	Modem	Process	5G Peak Download Speed	5G Peak Upload Speed	CPU Cores	GPU Name
Snapdragon 865 5G	X55 Modem-RF System	7 nm	7.5 Gbps	3 Gbps	Kryo™ 585 CPU	Adreno™ 650 GPU
Snapdragon 765G 5G	X52 Modem-RF System	7 nm	Up to 3.7 Gbps	Up to 1.6 Gbps	Kryo™ 475 CPU	Adreno™ 620 GPU
Snapdragon 765 5G	X52 Modem-RF System	7 nm	Up to 3.7 Gbps	Up to 1.6 Gbps	Kryo™ 475 CPU	Adreno™ 620 GPU
Snapdragon 768G 5G	X52 Modem-RF System	7 nm	Up to 3.7 Gbps (5G)	Up to 1.6 Gbps (5G)	Kryo™ 475 CPU	Adreno™ 620 GPU
Snapdragon 690 5G	Intergrited X51 Modem-RF System	三星 8nm	4 Gbps	2.5 Gbps	Kryo™ 560 CPU	Adreno™ 619L GPU
Kirin 990 5G		7nm+ EUV	-	-	2*A76-Based@2.86GHz + 2*A76-Based@2.36GHz + 4*A55@1.95GHz	16 core Mali-G76
Kirin 985		7nm	-	-	1*Cortex-A76 Based@2.58GHz + 3*Cortex-A76 Based@2.40GHz + 4*Cortex-A55@1.84GHz	8 core Mali-G77, Kirin Gaming+ 2.0
Kirin 820		7nm	-	-	1*Cortex-A76 Based@2.36GHz + 3*Cortex-A76 Based@2.22GHz + 4*Cortex-A55@1.84GHz	16 core Mali-G76
MediaTek Dimensity 1000 Series	5G modem-Integrated	7nm	4.7 Gbps	2.3Gbps	4*Cortex-A77@2.6GHz + 4*Cortex-A55 cores	9*Mali-G77
MediaTek Dimensity 820	5G modem-Integrated	7nm	-	-	4*Cortex-A76@2.6GHz + 4*Cortex-A55 up to 2GHz	5*Mali-G57
MediaTek Dimensity 800	5G modem-Integrated	7nm	-	-	4*Cortex-A76@up to 2GHz + 4*Cortex-A55 @ up to 2GHz	4*Mali-G57 MC4
紫光展锐虎贲 T7520	5G modem-Integrated	6nm EUV	3.25Gbps	1.25Gbps	4*Cortex-A76 + 4*Cortex-A55	4*Mali-G57

资料来源：华为、高通、MediaTek、紫光展锐网站，中银证券

目前，智能手机 AP 市场主要厂商包括高通、华为海思、苹果、联发科和三星，另外，紫光展锐也占有一定市场份额。其中，华为海思、苹果和三星主要供给自有手机品牌。根据 Counterpoint 数据，2019 年，全球智能手机 AP 市场，高通占据 33.4%的市场份额，联发科占有 24.6%的市场份额，三星市占率为 14.1%，苹果市占率为 13.1%，华为海思的市占率为 11.7%。

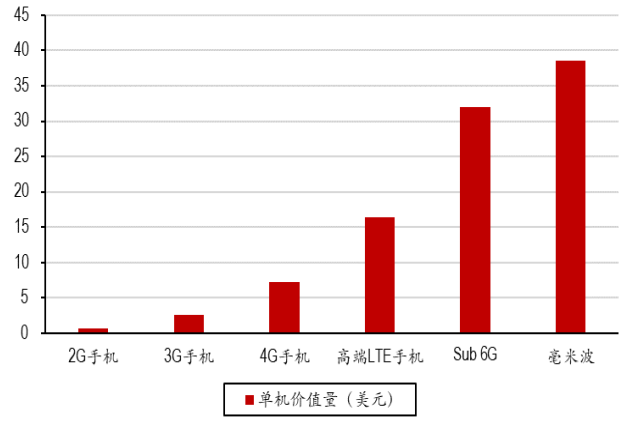
图表 20. 智能手机 AP 市场格局



资料来源：Counterpoint，中银证券

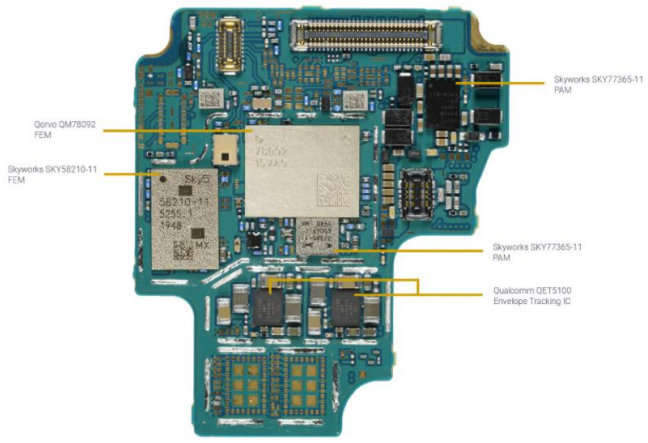
5G 手机需要支持频段数量增加，带来射频前端价值量的提升。全网通的 5G 手机至少需要新增 n77、n79 以及 n41 三大频段，射频收发模块相应增加。根据 Yole 数据，高端 4G 手机的射频前端价值量约 16 美金，而 Sub 6GHz 智能手机射频前端价值量将达到 32 美金，毫米波智能手机将增至 38 美金。

图表 21. 射频前端单机价值量变化



资料来源：Yole，中银证券

图表 22. 三星 S20 射频前端器件



资料来源：Yole，中银证券

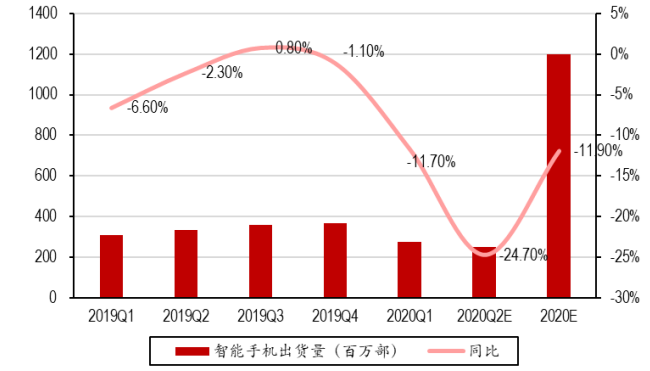
市场格局看，滤波器市场主要由美国、日本企业把控。根据 Yole 数据，日本 TDK、Murata、太阳诱电等占据 SAW 滤波器约 80%市场份额，而 Avago、Qorvo 等占据 BAW 滤波器市场 90%以上市场份额。国内在滤波器厂商主要有麦捷科技、德清华莹、卓胜微等。射频开关市场主要厂商包括 Skyworks、Qorvo 等，国内主要有卓胜微、紫光展锐等。PA 领域，根据 Yole 数据，Skyworks、Qorvo 和 Avago 占据了将近 90%的市场份额，国内主要有慧智微、汉天下、唯捷创新等。从模组端看，具有较强射频前端模组整合能力的有 Avago、Skyworks、Qorvo、Qualcomm 等。

5G 持续渗透，TWS 需求强劲

疫情冲击下的亮色：5G 手机持续渗透

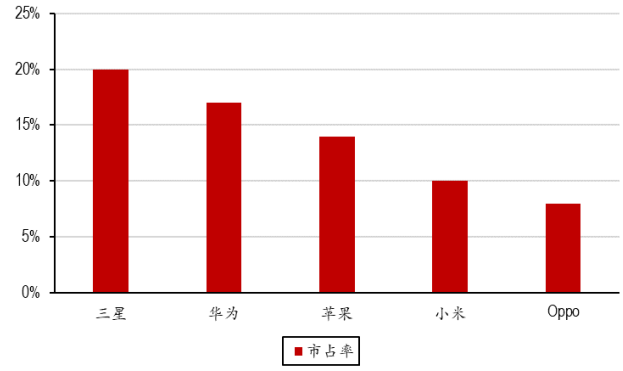
全球智能手机出货量下滑，5G 手机成下滑中的一抹亮色。2020 年 1 月根据中国产业信息网预测，2020 年全球智能机增速 8%，达到 14.86 亿部。但是根据 IDC 数据，由于受到疫情冲击，2020Q1 全球智能手机出货量为 2.76 亿台，同比下降 11.3%，预计 Q2 全球智能手机出货量约为 2.5 亿台，为 2017 年以来单季度最低，同比下降约 24.7%，整个上半年智能手机出货量将下降 18.2%，2020 年全年的出货量将下降 11.9%至 12 亿部。全球智能手机市场恢复正增长要到 2021 年一季度。根据 Countpointer 的数据，2020Q1 全球 5G 手机在整体智能手机中的出货量占比已经超过 7%，而 2019Q4 仅约 1%。2020 年上半年，华为、三星等知名手机品牌厂已经相继发布 P40、S20 等全系 5G 手机，下半年包括苹果在内的各手机厂将继续推出 5G 新机型，预计 5G 手机将成为下半年以及明年智能手机增长的主要驱动力。

图表 23. 全球智能手机月度出货量及增速



资料来源：IDC，中银证券

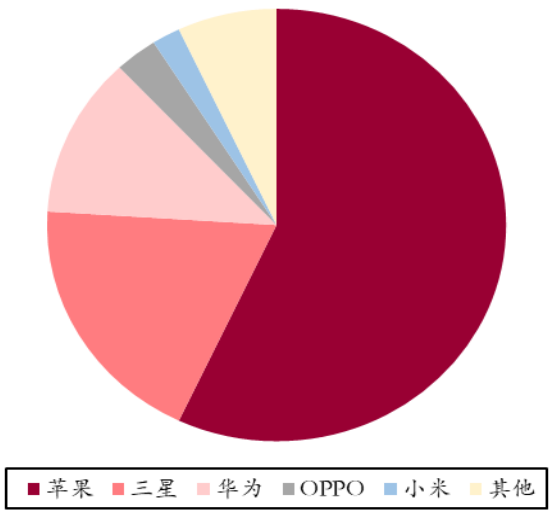
图表 24. 2020Q1 全球智能手机市场各品牌厂市占率



资料来源：Yole，中银证券

苹果高端机市场份额领先，5G 新机有望提振下半年乃至明年上半年销量。在高端智能手机市场，苹果一直占据领先地位。根据 countpointer 统计，2020Q1 全球高端智能手机市场（400 美金以上）苹果的市占率达到 57%，占据领先地位，其次为三星、华为，分别持有约百分之十几的市占率。预计下半年苹果将推出新一代智能手机，5G 新机的发布有望带来下半年乃至明年上半年 iPhone 销量的提升，也将进一步提升其在高端智能机市场的占有率。

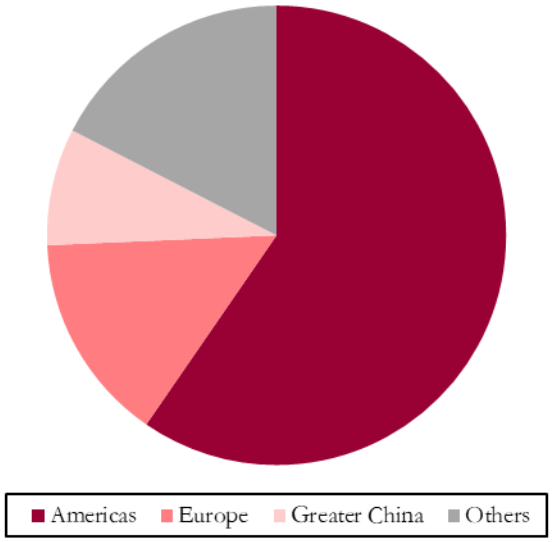
图表 25. 全球高端智能手机市场格局



资料来源：Counterpointer，中银证券

线下零售店大部分重启，疫情影响逐步减小。苹果公司在全球拥有 510 家零售店，其中美国本土有 271 家，中国大陆 42 家。由于疫情影响，2 月份之后，苹果陆续关停线下零售商店。2 月 1 日,苹果官网发布公告，即日起至 2 月 9 日 24 时将临时关闭中国大陆所有零售店；3 月 13 日，苹果宣布在中国大陆的 42 家零售店全部恢复营业，但是计划在 3 月 27 日前关闭大中华地区以外的所有零售店。截至 6 月中旬，已有 365 家零售店重新恢复营业。随着线下零售店的重启，苹果线下销售将逐步好转。

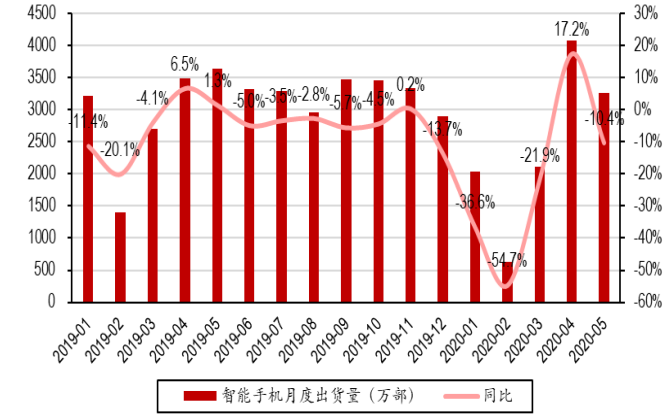
图表 26. 苹果线下门店分布



资料来源：Counterpoint，中银证券

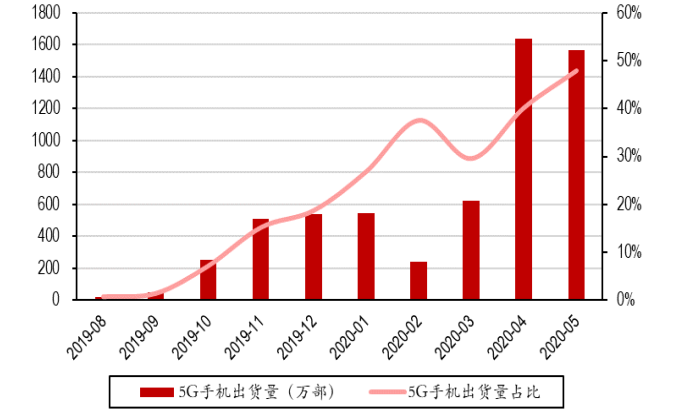
国内市场最糟糕时期已过，5G 手机出货量占比持续增长。从国内智能手机出货量数据看，2020 年 1-3 月疫情影响较大，智能手机出货量同比分别下降 36.6%、54.7%和 21.9%，4 月份好转明显，单月智能手机出货量达到 4078 万部，同比增长 17.2%，5 月份智能手机出货量 3266 万部，同比下滑 10.4%。其中，5G 手机的出货量在 4、5 月份提升明显，4 月份 5G 手机出货量达到 1638 万部，占智能手机整体出货量的 40%，5 月份 5G 手机出货量 1564 万部，占智能手机整体出货量的 48%。我们认为，疫情对国内的影响主要在一季度，当前时点看，国内市场最糟糕的时期已过，预计下半年在随着更多 5G 新机的上市，国内市场智能手机出货量将逐步恢复。

图表 27. 国内智能手机月度出货量



资料来源：工信部，中银证券

图表 28. 5G 手机出货量及占比



资料来源：工信部，中银证券

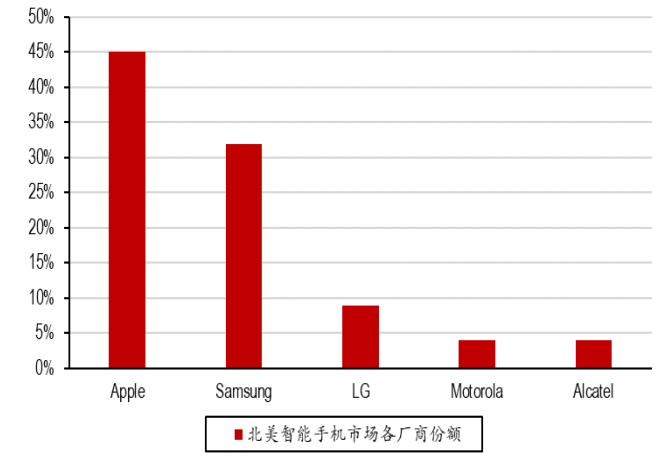
图表 29. 国内市场各品牌厂市占率

	2020Q1				2019Q1		2019Q4	
	出货量（百万台）	市场份额 (%)	出货量同比 (%)	出货量环比 (%)	出货量（百万台）	市场份额 (%)	出货量（百万台）	市场份额 (%)
华为	28.4	42.6	(4.4)	(14.2)	29.7	35.5	33.1	38.5
VIVO	12.0	18.1	(24.5)	(14.9)	16.0	19.1	14.1	16.4
OPPO	11.8	17.8	(15.8)	(16.3)	14.1	16.8	14.1	16.3
小米	7.0	10.6	(33.8)	(12.5)	10.6	12.7	8.0	14.4
苹果	5.1	7.6	(12.2)	(58.9)	5.8	6.9	12.4	9.3
其他	2.3	3.4	(69.9)	(47.7)	7.6	9.0	4.4	5.1
合计	66.6	100.0	(20.3)	(22.7)	83.6	100.0	86.2	100.0

资料来源：IDC，中银证券

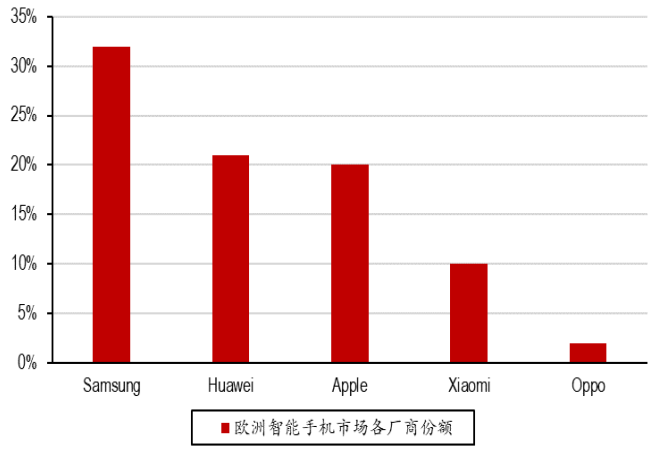
受疫情影响，欧美市场 3、4 月份智能手机销量下滑严重。从当前时点看，大部分欧洲国家疫情高峰已过，随着解禁和复工复产的推进，智能手机销量有望逐步复苏。美国市场方面，美国多州相继在 5、6 月份启动复工复产计划，但是由于近期疫情出现反复，后续存在一定不确定性。

图表 30. 北美智能手机市场各品牌的市占率



资料来源：Yole，中银证券

图表 31. 欧洲智能手机市场各品牌的市占率

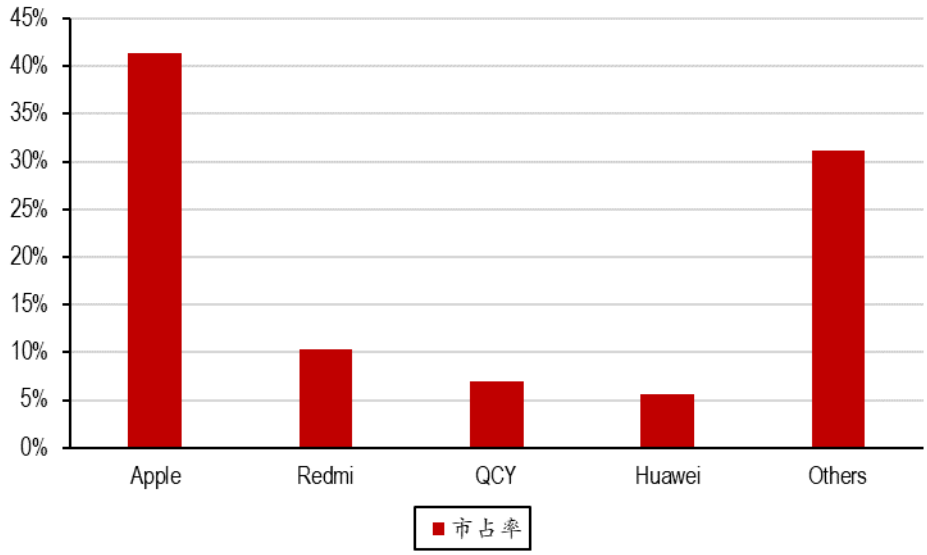


资料来源：Yole，中银证券

TWS 需求强劲，产业链受益

TWS 需求强劲，成长空间较大。自苹果于 2016 年发布第一代 Airpods，2019 年 3 月发布第二代 Airpods 后，多个厂商纷纷跟进，无线蓝牙耳机市场迅速成长。根据 Counterpoint Research 数据，2019 年全球 TWS 耳机出货量 1.2 亿台，同比增长 160%，2020 年一季度，尽管有疫情影响，全球 TWS 的出货量依然保持高速成长趋势，预计 2020 年将达到 2.30 亿部。从 TWS 技术升价来看，第一代 Airpods 采用苹果 W1 芯片，蓝牙 4.2 协议，而第二代 Airpods 采用了自研 H1 芯片，蓝牙 5.0 协议，增加语音唤醒功能，并且延长了续航时间。2019 年 10 月发布的 Airpods Pro 中进一步加入降噪功能。随着 TWS 在传输速率、功耗、稳定性等方面的持续升级，降噪、AI、健康监测等更多功能的加入，以及智能手机 TWS 标配的实现，预计 TWS 市场仍有较大的成长空间。

图表 32. 2020Q1 各品牌 TWS 市占率



资料来源：旭日大数据，中银证券

TWS 出货量高速增长，ODM/OEM 环节受益。目前，TWS 品牌厂商主要包括苹果、华为、小米、OPPO 等手机品牌厂商，以及哈曼、Bose、Beats、漫步者等音频厂商。从产业链情况看，大部分终端品牌厂商将业务核心集中于产品的设计、研发、营销和品牌管理，将产品的生产制造环节由专业 OEM/ODM 厂商负责。因此，TWS 出货量的高增长将直接利好整机制造环节。

图表 33. TWS 主要 ODM/OEM 厂商

公司名称	主要领域
立讯精密	国内精密制造龙头企业
歌尔股份	全球电声领导厂家
佳禾智能	国内领先的电声产品制造商
通力电子	从事音频、视频、电声及智能家居类产品的 ODM 业务
瀛通通讯	全球领先的智能音频产品整体解决方案服务商
朝阳科技	从事电声产品研发、生产及销售的高新技术企业
富士高实业	主要从事耳机、音箱、麦克风及免提耳机等产品
美律	全球著名的电声领导厂商
江西瑞声	电声制造、方案提供、智能穿戴产品制造
安特信	专注于 TWS 耳机研发和生产
科奈信	专注于无线音频行业的国家高新技术企业
豪恩声学	致力于声学产品整体解决方案的开发与应用
易力声	国际电声产品制造商
东聚电子	全球 ODM 3C 产品制造商
伟创力	全球知名 3C 产品 OEM 代工厂
万魔声学	专注于研发设计与智能软硬件开发
富士康	全球知名 3C 产品 ODM 厂家
联创宏声	联创电子旗下子公司
丰禾原	台湾 SUNITEC 在大陆的生产工厂
百泰	为无线通讯、音频领域提供技术解决方案和产品
晶迅软件	一家智能照明和无线音频解决方案提供商
沃莱特	主要领域涉及开发蓝牙模组、WIFI、NFC 感应类方案
天健电声	国内十大耳机生产企业之一
猎声电子	小米生态链企业
三诺声智联	专注于音频领域

资料来源：旭日大数据，中银证券

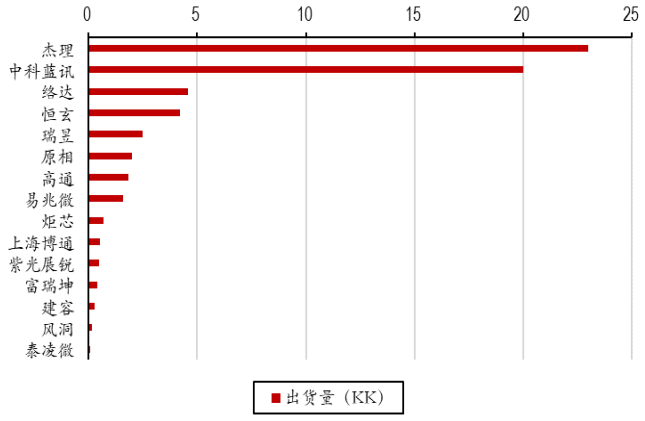
蓝牙音频 SOC 芯片作为 TWS 耳机的核心零部件，在 TWS 成本中的占比较高，将受益于 TWS 出货量的增长。从行业情况看，苹果自研 H1 及 W1 芯片用于其 AirPods 系列、华为海思自研麒麟 A1 芯片用于其 FreeBuds 3，前述两家不对外销售芯片。另外，市场上主要独立芯片厂商包括：杰理科技、恒玄科技、博通集成、高通、联发科旗下络达、瑞昱等。

图表 34. TWS 芯片市场格局

类型	厂商	代表型号
蓝牙音频芯片	恒玄科技	BES2000系列、BES2399系列
	Qualcomm	QCC30XX系列、QCC51XX系列
	MediaTek（联发科及旗下络达）	AB15XX系列
	REALTEK（瑞昱）	RTL8763B、RTL877X
	博通集成	BK2366
	珠海杰理	AC692系列、AC693系列

资料来源：恒玄科技招股书，中银证券

图表 35. 2020 年 4 月 TWS 芯片的出货量排名



资料来源：旭日大数据，中银证券

图表 36. 主要品牌 TWS 的芯片解决方案

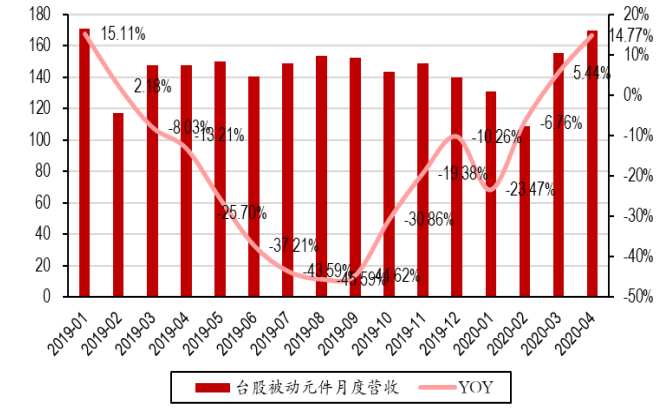
品牌	耳机产品	发布时间	芯片方案
苹果	AirPods	2016.9	苹果 W1
	AirPods 2	2019.3	苹果 H1
	AirPods Pro	2019.1	苹果 H1
三星	Galaxy Icon X	2016.6	博通（Broadcom）BCM43436
	Galaxy Buds	2019.2	博通（Broadcom）BCM43014
华为	FreeBuds	2018.4	恒玄 BES2000 系列
	FreeBuds 2/pro	2018.9	恒玄 BES2300 系列
	FlyPods	2018.1	恒玄 BES2300 系列
	FreeBuds 3	2019.9	海思麒麟 A1
	FlyPods 3	2019.11	恒玄 BES2300 系列
小米	AirDots 青春版	2018.11	瑞昱 RTL8763BFR
	Air	2019.1	恒玄 WT200 系列
	Redmi AirDots	2019.3	瑞昱 RTL8763BFR
	Air 2	2019.1	恒玄 WT230 系列
	Air 2s	2020.4	恒玄 WT230 系列
OPPO	O-Free	2018.6	高通 QCC3026
	Enco Q1	2019.1	恒玄 BES2300 系列
	Enco Free	2019.12	恒玄 BES2300 系列
vivo	TWS Earphone	2019.9	高通 QCC512X
魅族	Pop	2018.4	恒玄 BES2000 系列
	Pop 2	2019.4	恒玄 BES2300 系列

资料来源：我爱音频网，恒玄科技招股书，中银国际证券

5G 拉动 MLCC 需求，被动元件景气向上

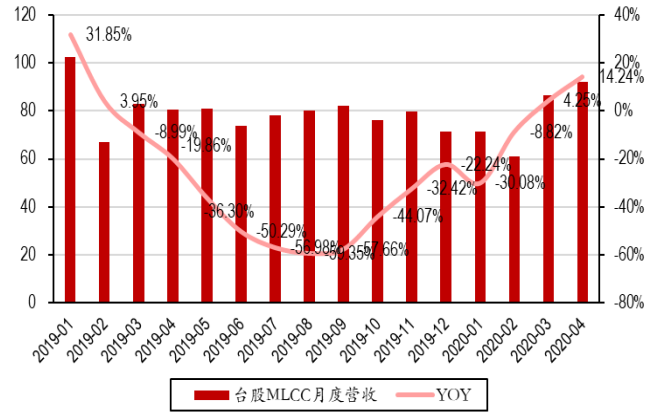
台股营收增速回升，行业回暖。根据台股上市公司月度营收数据，台股被动元件企业 3 月、4 月营收增速回升明显，3 月台股被动元件企业营收合计 156 亿新台币，同比增长 5.44%，环比增长 43.76%；4 月台股被动元件企业营收合计 170 亿新台币，同比增长 14.77%，环比增长 8.95%。单从 MLCC 的数据看，台股 MLCC 相关公司 3 月营收合计 86 亿新台币，同比增长 4.25%，环比增长 41.08%；4 月营收合计 92 亿新台币，同比增长 14.24%，环比增长 6.55%。

图表 37. 台湾被动元件上市公司月度营收（亿新台币）



资料来源：各公司公告，万得，中银证券

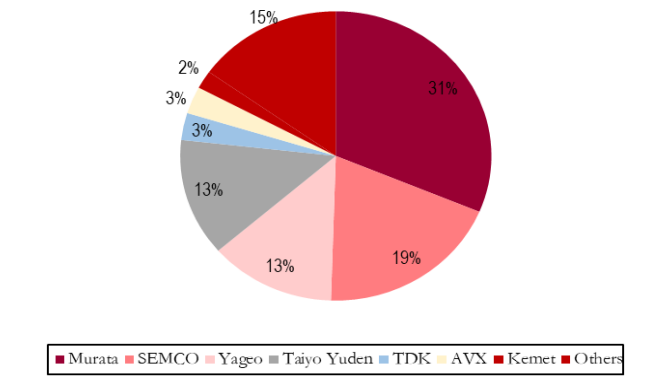
图表 38. 台股 MLCC 相关上市公司月度营收（亿新台币）



资料来源：各公司公告，万得，中银证券

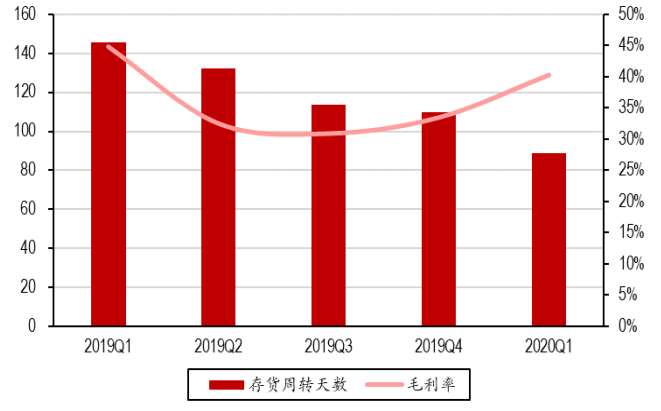
国巨毛利率回升，存货周转效率持续提升。从 MLCC 市场格局来看，日本村田市占率排名第一，达到 31%，其次为三星电机和国巨，市占率均为 13%。从台股被动元件龙头国巨的财务数据看，自 2019 年下半年以来，村田的毛利率情况逐季改善，2020 年一季度回升至 40.30%，存货周转天数逐季下降，2020Q1 降至 89 天。

图表 39. MLCC 市场格局



资料来源：国巨官网，中银证券

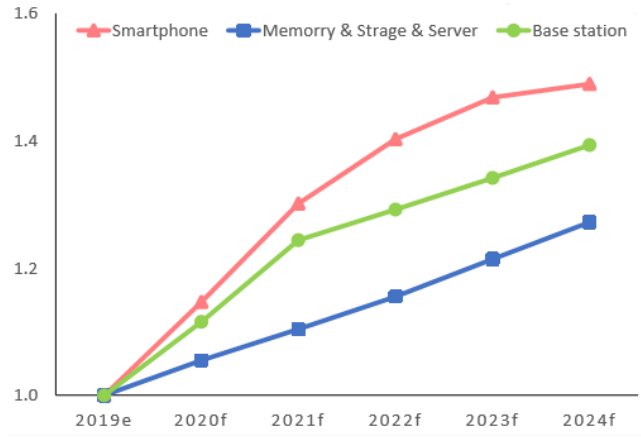
图表 40. 台股国巨毛利率走势和存货周转情况



资料来源：各公司公告，万得，中银证券

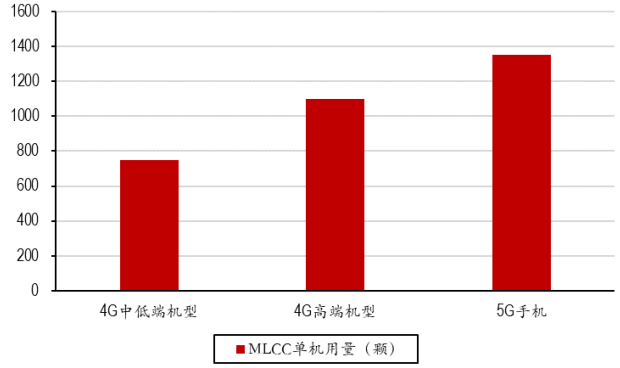
5G 通信拉动 MLCC 需求。5G 通信的发展，将带动智能手机、基站、服务器等对 MLCC 需求的提升。根据村田的数据，随着 5G 通信的发展，预计到 2024 年智能手机、基站、以及服务器和存储对 MLCC 的用量将分别是 2019 年的 1.50、1.35、1.25 倍。根据中国信息产业网数据，从目前智能手机 MLCC 单机用量情况看，4G 手机中低端机型 MLCC 用量约 700-800 颗，高端机型 MLCC 用量约 1000-1200 颗，而 5G 手机 MLCC 用量将提升至 1200-1500 颗。

图表 41. 5G 对 MLCC 需求的拉动



资料来源：村田官网，中银证券

图表 42. 智能手机单机 MLCC 用量



资料来源：中国产业信息网，中银证券

从市场格局看，MLCC 市场主要为日韩厂商把持，其中，日本村田、韩国三星电机位于第一梯队，产能规模较大，中国台湾国巨、华新科等位于第二梯队。另外，大陆风华高科等也在积极扩大产能。随着 5G 通信以及新能源汽车产业等的发展，MLCC 需求将持续增长，产业链将受益。

图表 43. 主要 MLCC 厂商的产能情况

厂商	产能
村田	约在 1500 亿只/月，主要工厂位于中国无锡、日本福井、出云以及新加坡
太阳诱电	约在 500 亿只/月，工厂主要位于中国东莞、日本新泻、石碣
TDK	约在 100 亿只/月
三星电机	约在 1000 亿只/月，主要工厂位于中国天津、韩国釜山及菲律宾
国巨	500 亿只/月，工厂主要位于苏州、东莞（主要做后端）、台湾，2020 年预计新扩 50 亿只/月
华新科	400 亿只/月，工厂主要位于台湾、东莞、苏州
风华高科	月产能 100 多亿只

资料来源：智研咨询，中国产业信息网，中银证券

投资建议

电子行业产业链长，全球化分工合作程度高，而新冠疫情的冲击和贸易摩擦的影响给整个电子产业带来了较大的变数。需求方面，疫情冲击带来的人员流动受限和经济衰退影响了部分电子终端的需求，但社交方式的改变也带来了对部分电子产品的增量需求。供应链方面，电子产业链高度依赖全球范围内的分工协作，而疫情和贸易摩擦可能产生的逆全球化趋势将给电子产业链带来较大影响。本文通过分析当前电子行业的基本面情况，建议围绕以下主线把握相关投资机会：

1) 半导体：把握贸易摩擦倒逼下的半导体国产替代趋势。2018 年以来，美国相继实施对中国科技企业的出口限制，使得半导体国产化需求凸显，给国内半导体产业发展带来了机遇。资本方面，大基金一期、二期以及地方基金、社会资本等相继投入半导体产业，科创板成立提供的便捷融资渠道，这些都为国内半导体产业的发展创造了良好条件。建议关注半导体板块相关机会，标的方面推荐：韦尔股份、澜起科技、兆易创新、紫光国微、捷捷微电、斯达半导，关注中芯国际、卓盛微、聚辰股份、闻泰科技。

2) 消费电子：5G 有望拉动智能手机下半年乃至明年上半年出货量的增长；TWS 需求强劲，产业链受益。上半年受疫情影响，全球手机整体出货量下滑幅度较大，但是 5G 手机的渗透率持续提升，成出货量下滑趋势下的一抹亮色。预计下半年，苹果将推出 5G 智能手机，5G 技术创新带来的物料成本的增长以及对下半年乃至明年上半年出货量的提振，将给产业链带来增长机会。另外，TWS 需求强劲也给相关产业链带来了成长机会，从一季度 TWS 出货量数据看，尽管有疫情影响，但是 TWS 的出货量依然呈现高速增长趋势，随着 TWS 新功能的升级、手机的标配，TWS 需求仍有较大的成长空间。标的方面，推荐：立讯精密、歌尔股份、环旭电子、鹏鼎控股，关注飞荣达。

3) 被动元件：行业景气复苏，MLCC 需求有望持续增长。从台股上市公司月度营收数据看，台股被动元件企业 3 月、4 月营收增速回升明显，龙头国巨的毛利率自 2019 年下半年以来持续回升，存货周转效率也在持续提升。5G 通信的发展，将带来智能手机、基站、服务器等对 MLCC 需求的提升，根据村田的数据，预计到 2024 年智能手机、基站、以及服务器和存储对 MLCC 的用量将分别是 2019 年的 1.50、1.35、1.25 倍，叠加新能源汽车等的拉动，MLCC 需求有望持续增长。标的方面，建议关注：风华高科、洁美科技、鸿远电子。

风险提示

1、疫情对智能手机等消费电子需求影响超出预期。全球新冠疫情的爆发对智能手机等消费电子产品的需求造成了较大的冲击，目前美国、印度等海外部分国家疫情依然严重，若后续疫情改善不及预期，企业复工复产以及人员流动将会继续受到限制，对全球智能手机等消费电子的需求仍将会产生不利影响。

2、半导体行业整体估值过高风险。截止最近收盘日，SW 电子板块整体市盈率（TTM）为 47 倍，而 SW 半导体板块整体市盈率（TTM）为 116 倍，远高于 SW 电子板块整体估值。

3、5G 进展不及预期，5G 手机渗透率不及预期。5G 通信技术的应用有利于驱动技术创新，对电子零部件需求的拉动效应明显，但若疫情影响继续发酵，以及贸易摩擦可能产生的逆全球化浪潮，可能会导致 5G 进展低于预期。目前对于今年 5G 手机的出货量预期较 2019 年底已经有所下调，若疫情持续加剧，可能继续影响 2020 年 5G 手机的出货量，从而对产业链产生不利影响。

4、贸易摩擦升级。若美国对华为等国内科技企业的打压升级，造成部分原材料供应受影响，可能会影响整个供应链供货情况。

图表 44. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产
			(元)	(亿元)	2019A	2020E	2019A	2020E	(元/股)
603501.SH	韦尔股份	增持	244.00	2,107	0.54	2.55	453	96	9.18
688008.SH	澜起科技	增持	117.20	1,324	0.83	1.02	142	115	6.49
603986.SH	兆易创新	增持	273.80	1,289	1.29	2.66	212	103	16.27
002049.SZ	紫光国微	买入	129.00	783	0.67	1.07	193	121	6.90
600584.SH	长电科技	增持	47.66	764	0.06	0.39	862	122	7.88
002185.SZ	华天科技	增持	17.28	473	0.10	0.19	165	91	2.84
300623.SZ	捷捷微电	买入	33.15	162	0.39	0.50	85	66	7.36
603290.SH	斯达半导	增持	264.63	423	0.85	1.38	313	192	4.66
688123.SH	聚辰股份	未有评级	97.44	118	0.79	0.95	124	102	10.99
600745.SH	闻泰科技	未有评级	160.03	1,799	1.12	3.00	143	53	18.85
002475.SZ	立讯精密	买入	56.17	3,923	0.67	1.16	83	48	3.79
002241.SZ	歌尔股份	买入	32.31	1,048	0.39	0.57	82	57	4.96
601231.SH	环旭电子	增持	24.55	536	0.58	0.70	42	35	4.72
002938.SZ	鹏鼎控股	增持	52.25	1,208	1.27	1.38	41	38	8.58
300602.SZ	飞荣达	未有评级	35.93	182	0.69	0.97	52	37	4.99
000636.SZ	风华高科	未有评级	33.76	302	0.38	0.79	89	43	6.23
002859.SZ	洁美科技	未有评级	31.79	131	0.29	0.73	111	44	6.13
603267.SH	鸿远电子	未有评级	48.07	111	1.20	1.51	40	32	12.58
300782.SZ	卓胜微	未有评级	521.91	939	2.76	4.45	189	117	17.03
0981.HK	中芯国际	未有评级	41.25	2,358	0.03	0.04	1375	1058	1.23

注：股价截止日 2020 年 7 月 10 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

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