证券研究报告—动态报告/公司快评

中芯国际（688981）

买入（维持评级）

电子元器件

动态点评

2020 年 07 月 09 日

筚路蓝缕，中国第一“芯”开启新征程

证券分析师：	欧阳仕华	0755-81981821	ouyangsh1@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517080002
证券分析师：	唐泓翼	021-60875135	tanghy@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980516080001
证券分析师：	何立中	010-88005322	helz@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980516110003

事项：中芯国际科创板上市点评

1、中国第一“芯”，肩负民族科技产业崛起希望。2019 年 14nm FinFET 正式量产，先进制程节点带动国内半导体产业链同步崛起。公司突破 FinFET 工艺后，“N+1/N+2”先进工艺加速推进，在国内芯片设计及制造的庞大替代市场支持下，有望推动国内半导体产业与公司一同加速崛起；

2、中芯国际为国内晶圆制造龙头厂商，市占率全球第四，大陆第一。公司原有成熟工艺稳定量产能力，公司产品涵盖逻辑电路、MCU、射频、储存等多个领域均保持较好增长，为公司提供稳定业绩基础。14nm 在上市后募资快速扩产，提升全球竞争力；

3、公司是全球第四家，国内第一家继续追赶先进制程晶圆代工厂，具有重要战略意义。未来随着公司在科创板上市，大幅提升公司融资能力，为未来高资本投入提供良好基础。公司科创板发行后两地市值合计约 2259 亿，对标可比上市公司估值，预计中芯国际目标市值区间为 4363~4821 亿，给予“买入”评级。

评论：

■ 筚路蓝缕，中国第一“芯”，肩负民族科技产业崛起希望

筚路蓝缕，五位董事长、四位 CEO 接力奋斗，缔造中国第一“芯”。2000 年 4 月中芯国际由张汝京博士与王阳元院士，带领 300 多位台湾同胞和 100 多位欧美日韩等国专业人才共同创立，成立以来始终肩负着中国半导体产业崛起的重任。创始人张博士及整个团队为了中芯国际建设呕心沥血，第一条产线仅用 13 月建成投产，3 年时间已建设拥有 4 条 8 英寸和 1 条 12 英寸产线，为业界所惊叹。张博士为建设“中国的第一芯”遭到台湾方面百般阻挠，于 2005 年毅然放弃台湾户籍，胸怀大义令人敬佩，全心全意的付出为中芯国际长期发展奠定了良好的基础。

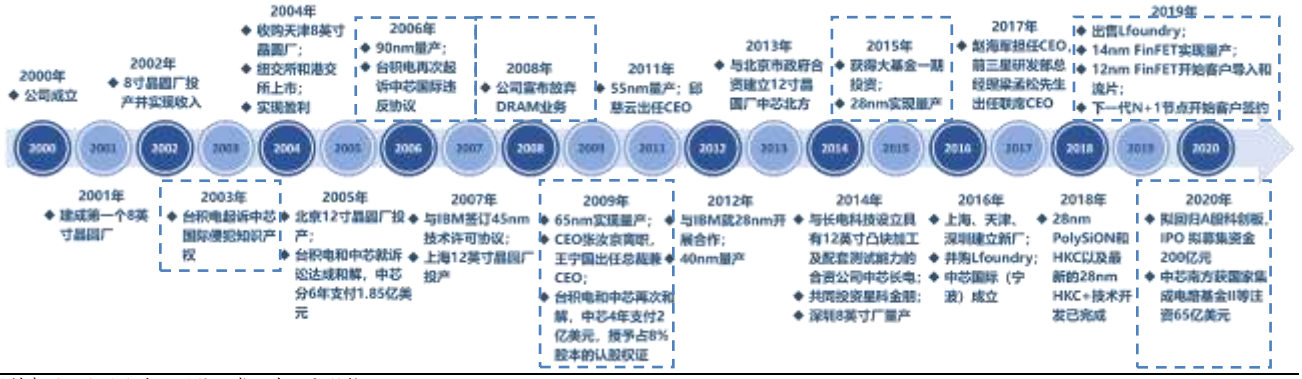
图 1：中芯国际五位董事长四位 CEO，不忘初心接力奋斗



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

二十年发展历经磨难。2005 年公司先后两次受到台积电专利起诉，前后共缴纳合计约 4 亿美金，2009 年 11 月创始人张汝京博士被迫离职，同时中芯国际也停止了先进制程追赶的步伐。2012 年邱慈云出任公司 CEO，开始注重成熟工艺的研发，成功实现扭亏为盈，但是先进制程上的技术差距和台积电进一步拉大。

图 2：中芯国际成立以来主要历程



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

■ **成立初期利用有限资金，秉持合作联盟，引入外资及重要客户入股，覆盖前期晶圆代工高资本投入。**

公司初期引入较多股东以解决资金问题，随着 2009 年张汝京博士淡出，追求先进制程步伐停滞，公司股权结构分散且部分股东看重短期财务回报，公司战略方向出现摇摆，与国际龙头先进制程差距逐步拉大。

随着 2015 年大基金为代表的国家队 22.5 亿美元注资中芯南方，标志着国家意志核心主导中芯国际未来发展方向。同期工信部总经济师周子学成为中芯国际董事长，公司从股权结构理顺到运营目标调整，再次坚定创始人张汝京博士为打造“中国第一芯”的初心。

2017 年梁孟松博士加盟中芯任联席 CEO，公司重回先进制程追赶行列。梁博士毕业于加州大学柏克莱分校，其导师胡正明教授正是 Finfet 技术发明者。梁博士 2003 年曾帮助台积电优先攻克 130nm “铜制程”技术难关，2014 年再度帮助三星优先攻克 14nm 技术，可谓战功显赫。此次加盟中芯国际，仅 300 天帮助公司顺利突破 14nm 工艺关键节点，并且顺利推进 N+1/N+2 工艺的研发，开启对 14nm 及以下先进制程的追赶，重燃国人“中国第一芯”的希望。虽然公司跨越了 20nm 制程节点，在 14nm 及以下制程经验积累仍然有所不足，工艺提升之路仍旧任重而道远。

图 3：外资股东逐步退出，国内企业占据主导，回归“中国第一芯”之初心

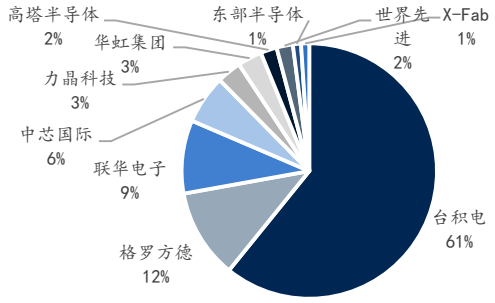


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

■ 中国半导体产业链旗手，大陆先进制程晶圆代工引领者

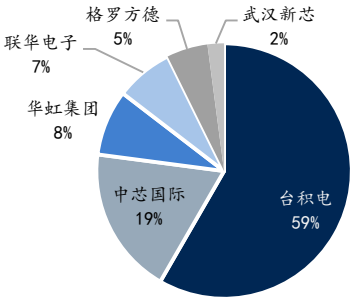
当前中芯国际晶圆代工全球第四，代表中国大陆最先进水平。公司主要为客户提供 0.35 微米至 14 纳米多种技术节点、不同工艺平台的集成电路晶圆代工及配套服务。在逻辑工艺领域，公司率先实现 14 纳米 FinFET 量产；在特色工艺领域，公司陆续推出最先进的 24 纳米 NAND、40 纳米高性能图像传感器等特色工艺，深度受益相关细分赛道的持续增长。根据 IC Insights 数据显示，公司 2018 年全球市占率约为 6%，全球第四，其中国内市占率约为 18%。

图 4：全球晶圆代工格局



资料来源：IC Insights，国信证券经济研究所整理

图 5：中国晶圆代工格局

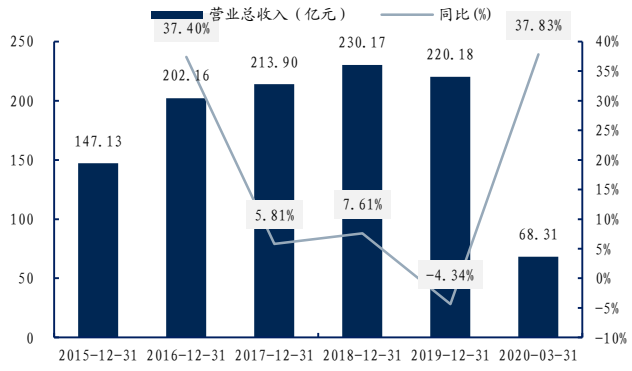


资料来源：IC Insights，国信证券经济研究所整理

2020 年公司营收重拾增长态势，毛利率显现改善。公司近三年来营收保持相对稳定，基本维持在 200 亿人民币以上，20Q1 受益国产替代的市场扩容机会，增速高达 37.83%。预计随着 14nm 量产进程的加速，以及国内下游企业转单，今年营收有望实现高速增长。2019 年下半年以来，公司在 28nm 以上成熟制程维持较高景气度，产能利用率得到持续提升，销售毛利率 2019 年触底反弹。

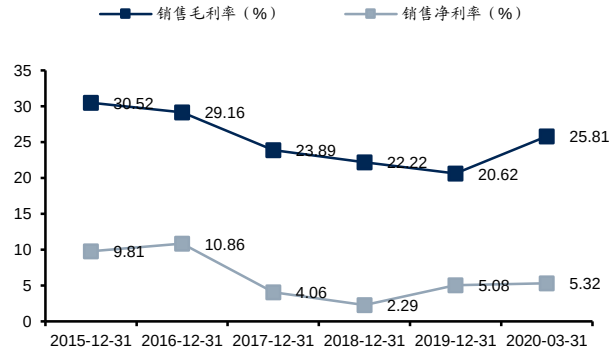
20 年 Q1 公司收入为 64.01 亿元，同比增长 38.42%。晶圆出货量折合成 8 英寸为 140.67 万片，同比增长 29%；销售毛利率回升至 25.81%，预计随着 14nm 先进制程的放量，销售毛利率将持续上行。Q1 扣非后净利润为 1.42 亿元，相比 2019 年同期-3.29 亿元，实现盈利。公司指引 2020 年 Q2 收入环比增长 3%-5%，收入区间为 65.93 亿元~67.21 亿元，同比增长 21%~23%，持续高增长。

图 6：公司营收及增速（人民币）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 7：公司销售毛利率及净利率



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

公司拥有 7 个厂区，国产替代需求驱动产能扩张稳步推进。目前公司在上海、北京、天津和深圳拥有多个 8 英寸和 12 英寸的晶圆厂，截止 20 年 Q1，月产能高达 46.6 万片/月（约当 8 英寸）。其中先进制程 14nm 产能已建设月产能 6000 片/月，良率高达 95%以上，预计 2020 年度将达到 1.5 万片/月。随着中芯南方的顺利投产，完工后 14nm 月产能可扩张至 3.5 万片/月，极大地满足国内 Fabless 厂商对先进制程的需求。国产替代浪潮下，以华为代表的国内厂商基于产业链安全可控，逐步转单中芯国际。公司产能利用率持续攀升，持续维持在 98%以上，景气度明显上行。

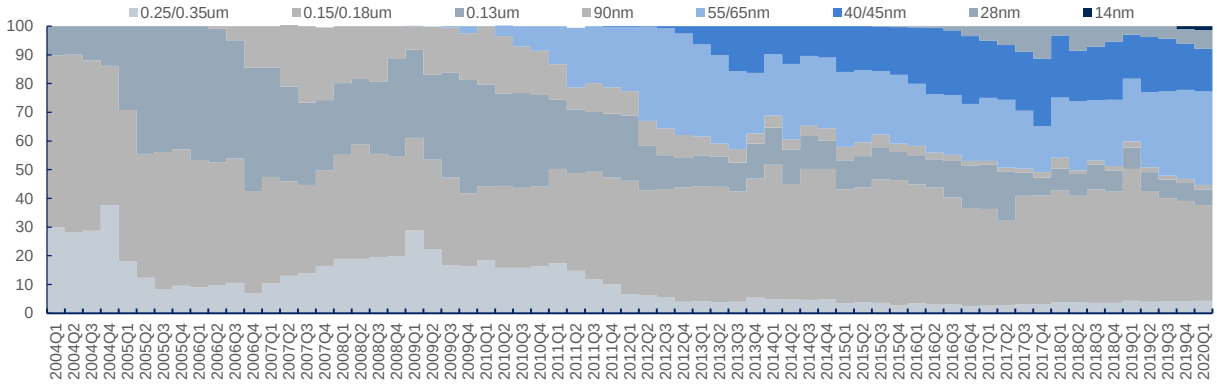
图 8：中芯国际产能情况（折合 8 英寸）

晶圆厂	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	规划产能	制程
上海200mm晶圆厂	112,000	115,000	112,000	115,000	115,000	120,000	0.35um~90nm
上海300mm晶圆厂	22,500	18,000	18,000	4,500	4,500	20,000	40nm~14nm
北京300mm晶圆厂	105,750	112,500	112,500	117,000	117,000	50,000	0.18um~55nm
天津200mm晶圆厂	58,000	58,000	58,000	58,000	58,000	150,000	0.35um~0.15um
深圳200mm晶圆厂	45,000	50,000	52,000	55,000	55,000	60,000	0.18um~0.13um
中芯北方300mm晶圆厂	74,250	81,000	84,600	92,250	112,500	105,000	40nm~28nm
中芯南方300mm晶圆厂	6,750	6,750	6,750	6,750	9,000	35,000	14nm
月产能合计	**466,575**	**482,575**	**443,850**	**448,500**	**476,000**	**540,000**	

资料来源：公开资料，国信证券经济研究所整理

公司成熟工艺节点提供主要营收，先进制程初露锋芒。0.15/0.18um 的成熟制程一直是公司的主要收入，近年来 55/65nm、40/45nm 等节点占比开始提升，28nm 及 14nm 占比相对较低。公司 14nm FinFET 成功实现量产，并且在 20Q1 营收占比提升至 1.3%左右，预期明年营收占比能提升至 10%左右。第二代 FinFET 研发稳步推进，目前客户导入顺利，先进制程阶段工艺的突破有望打开国内广阔的市场。2020 年公司通过科创板上市募资及国家队增资，中芯南方目前产能 6k 每月，有望提升至 3.5 万片/月。

图 9：中芯国际各制程工艺营收占比



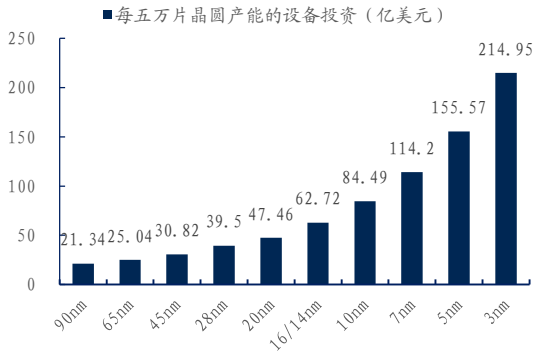
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

■ 科创板上市，引领中国科技创新升级，中国芯开启新征程

目前全球晶圆代工市场可以分为三个梯队。第一梯队是台积电、intel 以及三星，掌握先进制程技术能产能。第二梯队是联电、中芯国际以及格罗方德，拥有部分先进制程能力。第三梯队是华虹、Tower Jazz 以及力晶等，主要聚焦在成熟制程。**由于先进制程需要高昂的研发及资本支出，不少晶圆厂已经放弃对摩尔定律的追逐。**目前晶圆代工龙头台积电已经实现 5nm 量产，三星计划年内实现 5nm 量产，Intel 则宣布在 2021 年推出 7nm，但联电、格罗方德等第二梯队公司已经宣布退出 12nm 以下先进制程角逐。

根据 IBS 统计，随着技术节点的不断缩小，集成电路投入呈指数上升趋势。以 5nm 为例，5 万片产能的设备投资成本高达 214.96 亿美元，是 14nm 的两倍以上，28nm 的四倍左右。中芯国际若想要加速先进制程投入，资本投入规模可见一斑。

图 10：每 5 万片晶圆厂设备投资额



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 11：中芯国际与主流晶圆代工企业技术节点差距

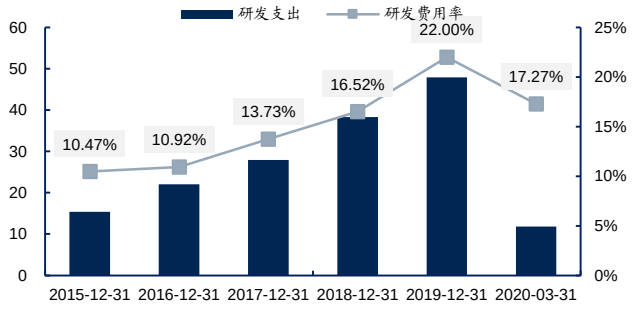
晶圆代工企业	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
台积电	28nm			20nm	16nm	10nm		7nm	
格罗方德	32nm	28nm			14nm			12nm	
联华电子			28nm				14nm		
中芯国际	40nm				28nm				14nm
力晶科技		90nm		55nm		25nm			
华虹集团						65nm	55nm	28nm	
高塔半导体				65nm 45nm					

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

半导体产业自主可控，中芯国际首当其冲。

中芯国际作为中国内地芯片产业的旗手，肩负半导体产业链安全可控的重担，已持续加大研发费用和资本支出，积极追赶国际龙头。公司 2019 年研发费用为 47 亿元，约占营收 22%，预计 2020 年资本支出将创纪录超 300 亿人民币。2019 年研发人员增长至 2530 人，14nm 约 100 人，N+1 约 300 人。公司相继实现了 28nm HKC+工艺及 14nm FinFET 工艺的研发和量产，第二代 FinFET 技术进展顺利，且已进入客户导入阶段。公司 N+1 工艺相较 14nm 性能提升 20%，功耗降低 57%，逻辑面积缩小 63%，SoC 面积缩小 55%，接近台积电 7nm 工艺。公司未来将成为国内唯一承接先进制程工艺需求的代工厂。

图 12：研发支出及研发费用率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 13：公司近年来资本支出情况



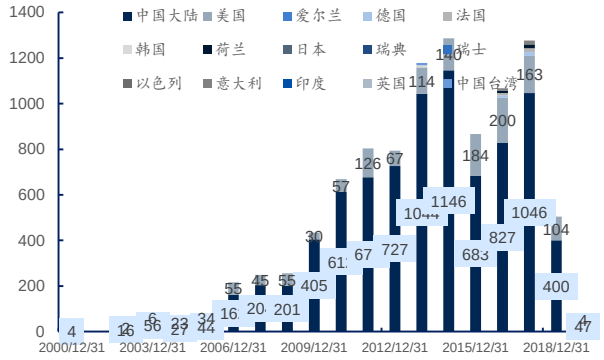
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

近年来公司专利申请数量总体上保持高位，公司加大海外专利的申请。在 14nm 关键工艺 Finfet 技术上，公司从 2012 年已开始布局，近年来申请专利数量显著提升。

公司科创板上市计划募资 200 亿，补充流动性和研发投入，加码先进制程。随着公司先进制程的追赶，在设备上及研发上均需要大量资金，公司科创板上市能较好解决公司未来的融资能力。实际募集资金扣除发行费用后的净额为 200 亿元，计划投入 12 英寸芯片 SN1 项目（80 亿元）、先进及成熟工艺研发项目储备资金（40 亿元）以及补充流动资金（80 亿元），公司目标建成月产 3.5 万片先进制程的生产线。

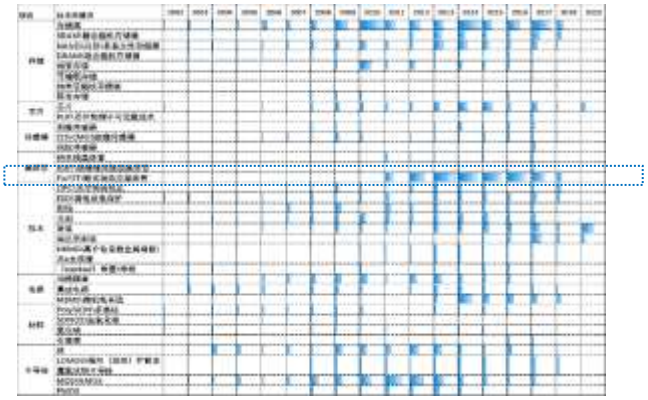
根据公司最新公告，公司科创板发行价格为 27.46 元/股，超额配售前 A 股总股本为 16.86 亿股(港股总股本为 56.98 亿股)，募集资金总额为 463 亿元。发行人授予海通证券初始发行规模 15%的超额配售选择权，若超额配售选择权全额行使，则 A 股总股本为 19.38 亿股，募集资金约 532 亿元。

图 14：公司近年来公司申请各项专利数保持高位



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 15：公司 14nm 核心 Finfet 专利申请情况显著提升



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 16：中芯国际各制程工艺营收占比

序号	项目名称	募集资金投资额	拟投入资金比例
1	12 英寸芯片SN1 项目	80亿	40%
2	先进及成熟工艺研发项目储备资金	40亿	20%
3	补充流动资金	80亿	40%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

■ **从全球晶圆厂主要财务指标来分析中芯国际估值**

当前全球晶圆厂主要财务指标来分析:

1、中芯国际(港股)当前估值处于全球晶圆厂估值略高于平均水平。PE 来看，全球主要晶圆厂 PE(TTM)平均值为 44.78 倍，最高值为 124.09 倍，当前中芯国际港股估值 84.24 倍。PB 来看，全球主要晶圆厂 PB(MRQ) 平均值为 4.28 倍，最高值为 7.81 倍，中芯港股估值 3.67 倍。PS 来看，PS 平均值为 4.88 倍，最高 10.67 倍，中芯港股估值 7.43 倍，市值/研发最高 124.11 倍，平均值 58.73 倍，中芯港股估值 33.75 倍。

2、A 股资本市场对科技公司更为偏好，估值体系高于全球市场。对比各资本市场晶圆厂估值，其中华润微当前估值 PE(TTM) 124.09 倍，PB 6.26 倍，PS 10.67 倍，市值/研发 124.11 倍，均高于全球其他市场平均估值较多，显现 A 股资本市场对于科技公司的偏好度较高，中芯国际作为中国第一芯有望估值再提升。

3、中芯国际科创板上市有望估值再提升。

按照 PB 估值进行估算，考虑公司科创板上市后，公司市净率为 2.20 倍(超额配售前)/2.11 倍（超额配售后），低于全球主要晶圆厂平均市净率 4.27 倍，若以主要晶圆厂平均市净率 4.28 倍计算，公司市值可达 4363 亿元，若以 PB 峰值 6.26 倍估算，可达 6702 亿元，具有较大的提升空间。

按照 PS 估值法进行估算，若考虑公司 14nm 募投项目投产，14nm 月产能将达 3.5 万片。对比台积电晶圆 ASP 价格，若按照 5400 美元/片测算，公司新增营收约 22.68 亿美元，折算人民币约 160 亿人民币，同时考虑原代工业务营收复合增速约 20%~25%，未来 3 年原代工+14nm 新增营收增量可达约 290 亿。按其本身估值 PS 7.43 倍及最高估值 10.67 倍测算，则新增市值可达 2154 亿~3094 亿，则总市值有望达到 3881~4821 亿。

从远期来看，公司作为国内龙头代工，根据 2019 年国内芯片进口超 3000 亿美金推算，全球芯片约 80%比例为 Foundry 代工模式，芯片售价中代工成本约占 60%~70%。中性预估国产替代率为 50%，则国产芯片代工市场远期空间可达 5460

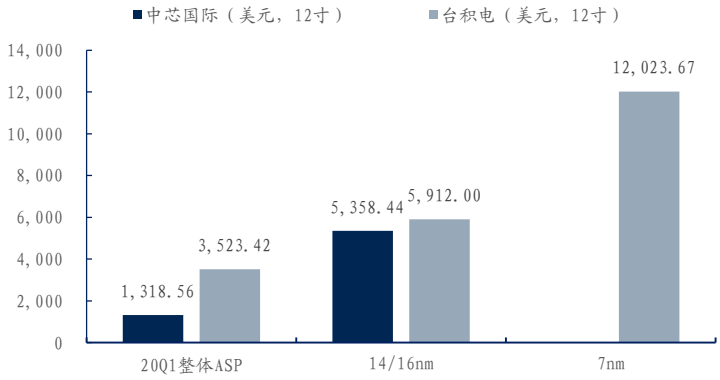
亿人民币，中性预估中芯国际获得其中 30%市场份额(目前为 18%)，则公司长期营收目标有望达到 1630 亿。若按晶圆代工厂 PS 平均估值 4.88 倍，则对应市值区间为 8000~10000 亿。结合上述对比，我们认为中期公司总市值有望达到 4363~4821 亿，远期目标可达 8000~10000 亿，首次覆盖给予“买入”评级。

表 1：全球主要晶圆代工厂主要指标汇总(截至 2020/07/05)

公司名称	股票代码	P/E(TTM)	P/B	PS	市值/研发	市值(亿美元)	19 年研发支出(亿美元)	19 年营收(亿美元)	19 年毛利率(%)
台积电	2330.TW	23.62	5.03	7.70	90.14	2754.03	30.55	357.58	46.05
中芯国际	0981.HK	84.24	3.67	7.43	33.75	232.01	6.87	31.24	20.62
华润微	688396.SH	124.09	6.26	10.67	124.11	86.83	0.70	8.14	22.84
联电	2303.TW	19.35	0.91	1.28	16.01	63.44	3.96	49.53	14.38
华虹半导体	1347.HK	36.73	2.22	5.25	78.64	49.64	0.63	9.46	30.29
世界	5347.TWO	21.53	4.27	4.51	73.06	42.62	0.58	9.45	36.53
TOWER 半导体	TSEM.O	22.73	1.51	1.66	27.08	20.46	0.76	12.34	18.61
DB HITEK	000990.KS	14.65	2.28	1.54		10.33		6.73	36.43
立积	4968.TW	56.04	7.81	3.93	27.05	3.61	0.13	0.92	35.81
晶圆厂汇总									
平均值		44.78	4.28	4.88	58.73	362.55	5.52	53.93	29.06
最高值		124.09	7.81	10.67	124.11	2754.03	30.55	357.58	46.05

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 17：中芯国际晶圆 ASP 测算及对比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

■ **中国科技产业旗手，长期成长空间较大，给予“买入”评级**

1、公司作为核心科技旗手，担负着国产科技产业升级的重任。2019 年 14nm FinFET 正式量产，先进制程节点规模化生产有望带动国内半导体产业链同步崛起。公司突破 FinFET 工艺，“N+1/N+2”先进工艺加速推进，在国内芯片设计及制造的庞大替代市场支持下，有望推动国内半导体产业与公司一同加速崛起。

2、公司为国内晶圆代工龙头厂商，市占率全球第五，立足国内需求，长期成长空间较大。公司原有成熟工艺稳定量产能力，公司产品涵盖逻辑电路、MCU、射频、储存等多个领域均保持较好增长，为公司提供稳定业绩基础。

3、公司是全球第四家，国内第一家继续追赶先进制程晶圆代工厂，具有重要战略意义。随着公司在科创板上市，大幅提升公司融资能力，为未来高资本投入提供良好基础。公司科创板上市后发行市值约 2259 亿，我们预计中芯国际短期目标市值可达 4363~4821 亿元。

从远期来看，国内芯片替代空间较大，公司作为国内龙头代工，随着公司竞争实力提升，未来市占率具备较强的提升空间。根据估算，我们预计公司长期营收目标有望达到 1630~2730 亿，若按目前全球晶圆代工厂 PS 平均估值 4.88 倍测算，预估公司长期市值可达 8000~10000 亿。结合上述对比，我们认为中期公司总市值有望达到 4363~4821 亿，远期目标可达 8000~10000 亿，首次覆盖给予“买入”评级。

■ **风险提示**

1、 宏观经济波动、重大自然灾害、传染疫情等带来的系统性风险，导致产业进展不及预期;

2、 政策利好，收购整合、外延扩张等可能低于预期;

3、 全球贸易冲突可能导致半导体产业链发展国产化进程低于预期;

4、 企业自身管理经营风险可能导致业绩不及预期;

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	37268	52733	45922	39444
应收款项	3386	5320	6123	7035
存货净额	4390	3666	3764	4235
其他流动资产	2622	2237	2575	1701
流动资产合计	47977	64411	58734	52787
固定资产	53926	78760	86931	94119
无形资产及其他	1864	1789	1714	1640
投资性房地产	2828	2828	2828	2828
长期股权投资	8223	8223	8223	8223
资产总计	114817	156011	158431	159596
短期借款及交易性金融负债	9192	7139	8428	8253
应付款项	2176	0	0	0
其他流动负债	8706	0	0	0
流动负债合计	20074	7139	8428	8253
长期借款及应付债券	15483	15483	15483	15483
其他长期负债	8002	8002	8002	8003
长期负债合计	23485	23485	23485	23486
负债合计	43558	30623	31913	31739
少数股东权益	27686	27102	26378	25520
股东权益	43573	98286	100141	102337
负债和股东权益总计	114817	156011	158431	159596

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	12.38	0.27	0.33	0.40
每股红利	5.34	0.07	0.08	0.10
每股净资产	300.74	13.30	13.55	13.85
ROIC	3%	0%	0%	0%
ROE	4%	2%	2%	3%
毛利率	21%	22%	25%	26%
EBIT Margin	13%	-2%	0%	1%
EBITDA Margin	45%	18%	24%	25%
收入增长	-4%	17%	15%	15%
净利润增长率	140%	11%	24%	18%
资产负债率	62%	37%	37%	36%
息率	19.5%	12.5%	15.5%	18.4%
P/E	2.2	101.8	82.0	69.3
P/B	0.1	2.1	2.0	2.0
EV/EBITDA	4.8	51.3	33.0	27.5

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	22018	25717	29600	34011
营业成本	17431	19956	22230	25202
营业税金及附加	116	136	156	179
销售费用	182	213	245	282
管理费用	1518	5989	6883	7897
财务费用	(561)	36	(89)	102
投资收益	847	847	456	456
资产减值及公允价值变动	447	32	135	205
其他收入	(3194)	120	0	120
营业利润	1432	386	768	1130
营业外净收支	(5)	1200	1200	1200
利润总额	1427	1586	1968	2330
所得税费用	158	176	219	259
少数股东损益	(525)	(584)	(724)	(858)
归属于母公司净利润	1794	1993	2473	2929

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1794	1993	2473	2929
资产减值准备	155	241	65	53
折旧摊销	7109	5132	7023	8089
公允价值变动损失	(447)	(32)	(135)	(205)
财务费用	(561)	36	(89)	102
营运资本变动	4019	(11466)	(1174)	(454)
其它	(454)	(824)	(789)	(911)
经营活动现金流	12175	(4956)	7463	9502
资本开支	(14160)	(30100)	(15050)	(15050)
其它投资现金流	(24)	(146)	105	(21)
投资活动现金流	(14644)	(30246)	(14945)	(15071)
权益性融资	7954	53217	0	0
负债净变化	1591	0	0	0
支付股利、利息	(774)	(498)	(618)	(732)
其它融资现金流	38	(2053)	1290	(175)
融资活动现金流	9625	50666	671	(908)
现金净变动	7157	15464	(6811)	(6477)
货币资金的期初余额	30112	37268	52733	45922
货币资金的期末余额	37268	52733	45922	39444
企业自由现金流	(569)	(36947)	(9124)	(7014)
权益自由现金流	1060	(39032)	(7755)	(7280)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告

《半导体专题研究系列二十一：全球半导体设计及制造龙头动态跟踪暨 2020 年 Q1 财报纪要》 ——2020-06-22
《2020 年 6 月投资策略：5G 换机周期加速，看好消费电子板块趋势反转》 ——2020-06-08
《半导体专题研究系列二十：全球射频芯片设计行业动态跟踪暨龙头公司 Q1 财报纪要》 ——2020-06-08
《半导体行业课题：晶圆厂和封测厂各项财务指标对比》 ——2020-06-02
《半导体专题研究系列十九：全球存储器行业动态跟踪暨龙头公司 Q1 财报纪要》 ——2020-05-27
《长电
《长电
《长电
《长电
《长电

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或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提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032