

中芯国际 688981.SH

当前股价: 82.21 元
2020 年 08 月 03 日

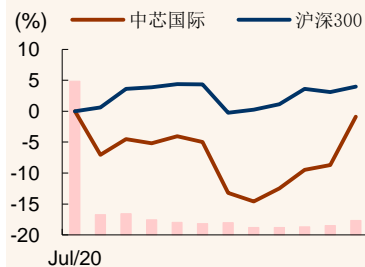
拟设合资公司扩产, 有利于承接国内需求 并提升全球市占率

基础数据

上证综指	3310
总股本(万股)	743794
已上市流通股(万股)	104023
总市值(亿元)	6115
流通市值(亿元)	855
每股净资产(MRQ)	6.0
ROE(TTM)	4.5
资产负债率	42.4%
主要股东	
主要股东持股比例	%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	199	199	199
相对表现	187	182	177



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《中芯国际(688981)新股分析—20年磨砺铸就中国芯, 科创板 IPO 开启新征程》2020-07-16

鄢凡

0755-83074419
yanfan@cmschina.com.cn
S1090511060002

张益敏

zhangyimin1@cmschina.com.cn
S1090520040002

公司最新公告, 与北京经济技术开发区管理委员会签署《合作框架协议》, 拟在中国共同成立合资企业, 从事发展及运营聚焦于生产 28 纳米及以上集成电路项目。我们综合产业调研及公告信息, 点评如下:

- **产能规划再上台阶, 长线有望缩小与 GF/UMC 等差距。**本次计划成立合资企业(其中中芯出资拟占比 51%, 并负责合资企业的营运及管理), 主要是面向 28 纳米及以上制程。该项目将分两期建设, 首期计划投资 76 亿美元、最终达成每月约 10 万片的 12 英寸(300mm)晶圆产能, 二期项目将根据客户及市场需求适时启动。截至 2020 年中, 中芯国际各生产基地的产能合计约 20 万片/月(约当 12 英寸), 考虑海外同行扩产相对谨慎, 本次一期项目达产后公司总产能有望接近或超越 GF、UMC 等, 排名全球更靠前位置;
- **成熟制程需求仍有支撑, 亦可进一步承接国内 Fabless 需求。**本次计划扩产的是 28nm 及以上的成熟制程, 当前 IOT 芯片/DDIC/电源管理芯片/传感器芯片等持续为成熟工艺节点和相应的特色工艺平台需求带来支撑, 且该等市场总体依靠扩产来提升市占率, 加强产品多元化和差异化, 提高工艺品质和性能是做大做强关键。因此本次扩产有利于公司深耕成熟制程领域持续提升全球市场份额和话语权。此外中国 Fabless 快速成长, 中芯国际作为中国本土最先进的纯晶圆代工厂, 具有服务中国本土集成电路设计公司以及海外的 IDM 及集成电路设计公司的优势, 扩产有利于进一步承接国内需求;
- **英特尔 7 纳米再延期, 长期看晶圆代工厂话语权望持续提升。**英特尔此前宣布其 7nm CPU 发布推迟, 媒体报道其可能暂时寻找第三方代工厂。另一方面, 受益于台积电的代工助力, AMD 二季度业绩快速增长超市场预期, Ryzen 和 EPYC 处理器收入同比增长一倍以上, 服务器处理器市场份额达到了两位数。随着 Fabless 的流行和越来越多的 IDM 公司对纯晶圆代工厂的先进节点产品制造上的依赖, 领先的纯晶圆代工厂的话语权将持续提升;
- **投资建议。**考虑成熟制程产能的扩张、先进制程的投放以及国内市场需求的助力, 预测公司 20/21/22 年收入 254/291/340 亿元, 归母净利润 19.2/21.1/23.6 亿元, 对应 EPS 0.26/0.28/0.32 元, 对应 PE 为 318/289/259 倍;
- **风险提示:** 行业周期性波动; 美国技术禁运; 盈利不达预期; 技术研发失败。

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	23017	22018	25419	29134	34057
同比增长	8%	-4%	15%	15%	17%
营业利润(百万元)	455	1432	1670	1835	2053
同比增长	-71%	215%	17%	10%	12%
净利润(百万元)	747	1794	1920	2109	2358
同比增长	-60%	140%	7%	10%	12%
每股收益(元)	0.14	0.33	0.26	0.28	0.32
PE	599.7	249.8	317.5	289.0	258.5
PB	10.9	10.3	6.3	6.2	6.1

资料来源: 公司数据、招商证券

中芯国际：拟设合资公司扩产，有利于承接国内需求并提升全球市占率

1、产能规划再上台阶，长线有望缩小与 GF/UMC 等差距

公司公告与北京经济技术开发区管理委员会签署《合作框架协议》，拟在中国共同成立合资企业，从事发展及运营聚焦于生产 **28 纳米及以上集成电路项目**。该项目将分两期建设，项目首期计划最终达成每月约 10 万片的 12 英寸（300mm）晶圆产能，二期项目将根据客户及市场需求适时启动。

根据公告，该项目首期计划投资 76 亿美元，注册资本金拟为 50 亿美元，其中公司出资拟占比 51%。本公司与北京开发区管委会将共同推动其他第三方投资者完成剩余出资，后续根据其他第三方投资者出资情况对各自出资额度及股权比例进行调整。公司将负责合资企业的营运及管理。

图 1：中芯国际各厂区产能分布



资料来源：中芯国际，招商证券

从现有产能布局来看，公司在北京拥有 2 座晶圆厂，一座为 12 英寸、0.13 微米~55 纳米制程，月产能 5.2 万片，另一座为 12 英寸、65 纳米~24 纳米制程，月产能为 4.1 万片；在天津拥有一座 8 英寸、0.35 微米~90 纳米制程的晶圆厂，月产能为 5.8 万片；在深圳也拥有一座 8 英寸晶圆厂，月产能 5.5 万片，0.35~0.15 微米制程；在总部上海拥

有 3 座晶圆厂，其中 8 寸片厂月产能约 11.5 万片、覆盖 0.35 微米~90 纳米，一座 12 寸片厂月产能为 2 千片、覆盖 40 纳米~14 纳米，和另一座 12 寸片厂月产能为 3 千片、覆盖 14 纳米及以下制程。截至 2020 年中，上述生产基地的产能合计达每月 20 万片晶圆（约当 12 英寸）。

同行对比来看，根据中芯国际公告所阐述的项目首期计划最终达成每月约 10 万片的 12 英寸（300mm）晶圆产能，则一期项目达产后总产能约为现有的 1.5 倍、二期达产后约为现在的 2 倍，考虑海外同行扩产相对谨慎，未来中芯国际产能有望接近或超越 GF、UMC 等，排名全球更靠前位置。

表 1: 全球主要 Foundry 和 IDM 厂商月度产能（按 8 寸晶圆统计，片/月）

	2019/12/31
Globalfoundries	505500
Hua Hong Semiconductor	191250
SMIC	473500
TSMC	2291000
Texas Instruments	514688
UMC	749813
Intel	883125
Samsung	3037738

资料来源：SEMI，招商证券

2、成熟制程需求仍有支撑，亦有利于承接国内 Fabless 需求

本次中芯国际计划扩产的是 28nm 及以上的成熟制程，当前市场对成熟制程和特殊工艺平台的需求仍有支撑，且该等市场话语权的提高需要依靠工艺和产能的持续提升。

需求端来看，IoT 可穿戴装置/面板驱动 IC 拉动成熟制程代工需求。IoT 芯片方面，主要功能为简单的数据收集，只需维持长时间续航，并要求定价低廉适合放量，因此在 28nm 以上节点制造较多。驱动 IC 方面，OLED 面板渗透率上升，国内 OLED 厂商市占率提高，而传统 OLED DDIC 以 80nm 及以上制程为主，因其订单量上升也提高了更高节点制程的稼动率。

电源管理芯片受益于 5G 推进，单部手机搭载的数量大幅增长，且快充芯片的使用量亦逐步提升。此外，TWS 耳机等新品的推出也拉动电源管理芯片和 nor flash 需求。因传统的 PMIC 制程节点在 0.18/0.11 μm ，为该成熟节点制程和相应的特色工艺制程需求带来支撑。

传感器领域，手机摄像头数量提升，其中配套的低像素 CIS 带动 0.18 μm 等制程节点需求提升，普通高像素 CIS 也只需 55nm 制程节点、进一步拉动成熟制程代工需求；指纹识别方面，手机领域的屏下光学、电容侧边、超声等逐步渗透到智能家居、金融、汽车等领域，该等产品也仅需 0.11/0.18 μm 制程进行代工、为相应的成熟制程和特色工艺平台提供增量需求。

IOT 芯片/DDIC/电源管理芯片/传感器芯片等持续为成熟工艺节点和相应的特色工艺平台需求带来支撑，因此除了台积电、三星、英特尔等龙头厂商外，二线代工厂商也能依靠成熟制程、特色工艺平台的储备获得订单。

表 2: 中芯国际成熟制程对应的产品

	0.35/0.25um	0.18/0.11um	65/55nm	40/45nm	28nm
处理器/基带/音视频/网通芯片等			Pad/移动处理器/音视频	安防/音视频/机顶盒/DSP	低端/音视频/机顶盒/基带
MCU/eNVM	手机/银行/公交卡芯片	汽车电子/可穿戴/智能卡	汽车电子/消费电子	-	-
存储器	EEPROM		NorFlash	Nand	
RF/PMIC/指纹识别		PMIC	射频/蓝牙/WiFi 等	-	-
CIS		光学屏下/电容低像素	中高像素		
驱动 IC	LED/LCD 驱动				

资料来源: 产业调研, 招商证券

我们认为在 5G/IOT 等带动的成熟制程需求多元化发展趋势下, 掌握成熟制程特色工艺平台的 Foundry 能持续依靠产能的调整和扩张提升市占率, 且需求增长较快的中国地区有区位优势。对比华虹/世界先进/力积电/高塔半导体四家从事成熟制程代工为主的 Foundry 的营收结构, 可以看出该等公司的业务结构基本以分立器件/驱动 IC/PMIC/eNVM 等为主, 且其营收和产能基本匹配, 世界先进的产能和营收与华虹基本一致, 力积电和高塔半导体营收相对于华虹的差异, 跟产能也基本相符。可见成熟制程下, 特定工艺平台市场价格相对稳定, 总体是依靠扩产来提升市占率, 加强产品多元化和差异化, 提高工艺品质和性能是做大做强关键。因此本次扩产有利于公司深耕成熟制程领域做大做强, 持续提升全球市场份额和话语权。

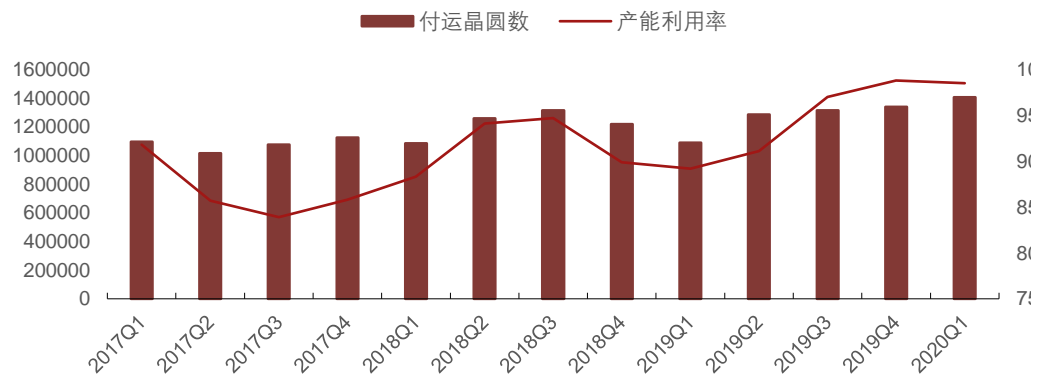
表 3: 特色工艺晶圆厂收入结构

	华虹	世界先进	力积电	高塔半导体
公司地址	中国大陆	中国台湾	中国台湾	以色列
产线分布	3 座 8 寸	4 座 8 寸	2 座 8 寸	1 座 6 寸/5 座 8 寸
产能, 千片/年	2204	2250	3500	3600
营收, 亿美元	9.46	9.44	12.01	12.34
本地收入占比	中国大陆 60%	中国台湾 70%	中国台湾 60%	—
产品结构	分立器件 37%/eNVM36%/PMIC15%	PMIC55%/驱动 IC 34%/其他 (SOI 等) 11%	—	PMIC&分立器件 38%/通信芯片 31%/CIS 等各类传感器 15%

资料来源: 招股说明书, 招商证券

近几年来, 成熟制程/特色工艺平台带动公司整体稼动率和盈利能力, 为公司业务持续造血。随着成熟制程多样化需求的提升, 虽然 28nm 制程行业整体供大于求, 但公司 28nm 以上节点产出逐步提高、特色工艺平台竞争力加强, 整体的产能利用率从 2019Q2 开始逐步提高。

图 2: 各季度产能利用率及付运晶圆数



资料来源: 招股说明书, 招商证券

从**盈利能力角度**来看, 台积电依靠全球最先进的技术水平和工艺节点优势, 在晶圆代工市场占据绝对主导地位, 拥有先发优势及规模效应, 毛利率显著高于其他公司; 华虹半导体、高塔半导体、华润微主要聚焦于成熟及特色工艺, 产线折旧压力相对较小, 毛利率也相对高。

为满足客户不断增长的需求, 中芯国际持续扩充产能, 带来了折旧费用增加, 对毛利率产生一定影响。但整体而言, 中芯国际综合毛利率与剔除台积电后的可比上市公司平均毛利率处于同一水平, 且考虑公司 28nm 尚处亏损状态 (28nm 行业整体供给过剩), 实际上公司成熟制程的毛利率要略高于当前的整体水平、与第二梯队厂商相当。

表 4: 中芯国际与可比公司毛利率对比

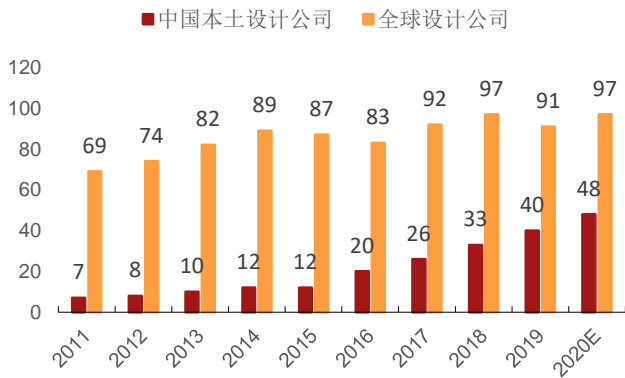
可比上市公司	2019 年度	2018 年度	2017 年度
台积电	46.05%	48.28%	50.62%
联华电子	14.38%	15.10%	18.12%
华虹半导体	30.29%	33.45%	33.06%
高塔半导体	18.61%	22.46%	25.54%
华润微	22.84%	25.20%	17.62%
平均	26.43%	28.90%	28.99%
平均 (剔除台积电)	21.53%	24.05%	23.59%
中芯国际	20.83%	23.02%	24.76%

资料来源: 招股说明书, 招商证券

此外, 中国 **Fabless** 快速成长, 中芯国际作为中国本土最先进的纯晶圆代工厂, 具有**服务中国本土集成电路设计公司以及海外的 IDM 及集成电路设计公司的优势**。

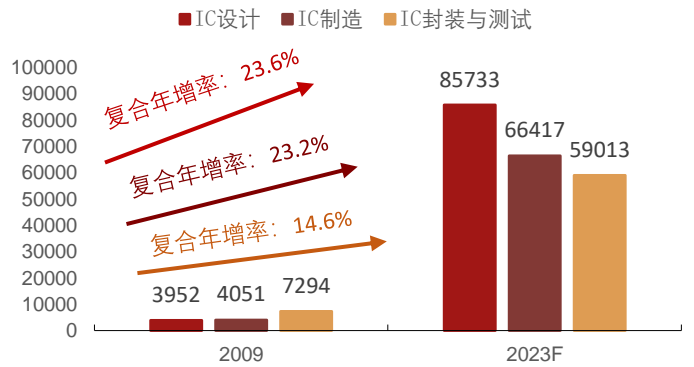
全球 IC 设计市场在不断壮大, 自 2010 年以来, IC 设计市场成长主要都是来自中国厂商的驱动。根据 IC insights 报告, 2018 年, 全球 IC 设计总产值达 1094 亿美元 (约合人民币 7343 亿元), 增长率为 8%。其中中国台湾地区市场占有率约 16%, 居全球第二; 中国大陆市场占有率约 13%, 位居世界第三。有十家大陆 Fabless 进入了世界前五。IC Insights 报告称, 2018 年, 全球增长最快的 5 家 IC 设计公司 (销售额超过 2 亿美元) 中, 有 4 家是中国公司 (比特大陆、ISSI、全志科技和海思), 其 2018 年的增长 $\geq 25\%$ 。大陆 IC 设计市场成长迅速, 2011 到 2019 年复合增长率为 24%, 未来三年复合增长预计提速至 30%。

图 3: 中国芯片设计成长率 (单位: 十亿美元)



资料来源: 中芯国际公告, 招商证券

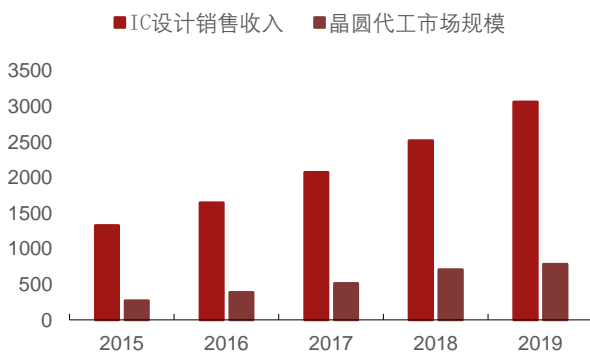
图 4: 中国集成电路市场发展 (单位: 百万美元)



资料来源: 中芯国际公告, 招商证券

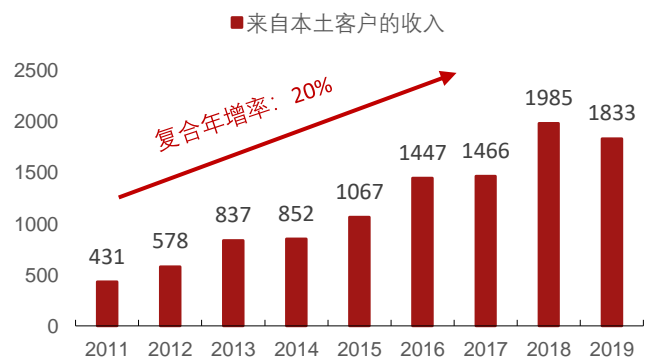
Fabless 产业的壮大, 推动了中国地区代工厂产业的发展。中国集成电路行业在向“大设计-中制造-中封测”转型, IC 设计产业作为晶圆代工产业的下游, 中国的无晶圆厂集成电路公司的崛起对晶圆代工厂意味无穷的代工机会。根据 IC Insights 的统计, 2018 年, Foundry 厂商在中国地区的销售额增长 41%, 使中国的总份额上升至 19%。公司作为中国大陆地区 Foundry 产业的龙头公司, 最直接受益于中国地区 Fabless 厂商地快速增长。中芯国际来自于中国本土客户的收入迅猛增长, 2011 年到 2019 年复合年增长率为 20%。

图 5: 中国 IC 设计与晶圆代工厂发展 (亿元)



资料来源: 中国产业信息网, 招股说明书, 招商证券

图 6: 中芯国际来自中国客户收入 (百万美元)



资料来源: 中芯国际公告, 招商证券

3、英特尔 7 纳米再延期, 长期看晶圆代工厂话语权望继续升级

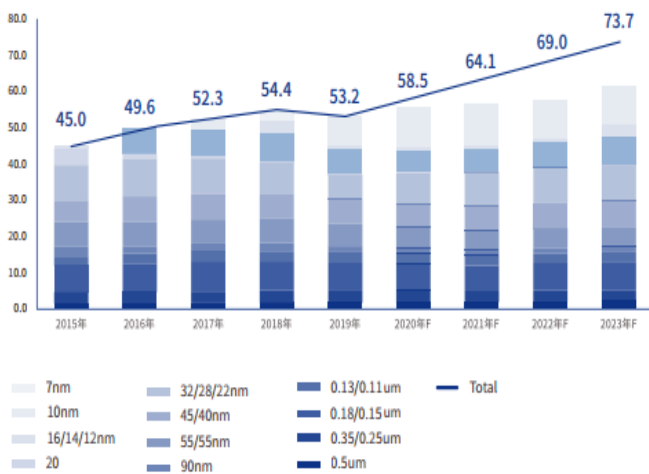
英特尔此前在 2020 年第二季度财报中宣布, 相对于之前计划的发布日期, 现在已将其 7nm CPU 的发布推迟了六个月, 且目前其 7 纳米工艺的良率比内部目标低了十二个月, 这意味着该公司目前尚无法以经济可行的方式生产 7 纳米工艺, 可能要到 2022 年下半年或 2023 年初才能推向市场。

为了缓解芯片制程落后的问题, 英特尔在财报电话会议里明确提及, 或将暂时寻找第三方代工厂来生产 7nm 以下制程芯片。另一方面, 受益于台积电的代工助力, AMD 第二季度营收 19.32 亿美元, 同比增长 26%, 预计 2020 财年第三季度营收可达 25.5 亿美元, 同比增长约 42%, AMD 加快了服务器和移动处理器业务的发展, 二季度 Ryzen 和 EPYC 处理器收入同比增长了一倍以上, 服务器处理器市场份额达到了两位数。

先进制程进步中产生的阻力提升了晶圆代工厂话语权。制程升级带来的速度/效率提升幅度与 10 年前 50% 的提升相比有一定差距,但研发和资本支出的强度则在不断加大,以 5 纳米技术节点为例,其投资成本高达数百亿美元,是 14 纳米的两倍以上,28 纳米的四倍左右,但性能和效率的提升并不匹配这种投入。因此市场对掌握先进制程、通过接单排产可具备更低固定成本的晶圆代工厂商更加青睐。

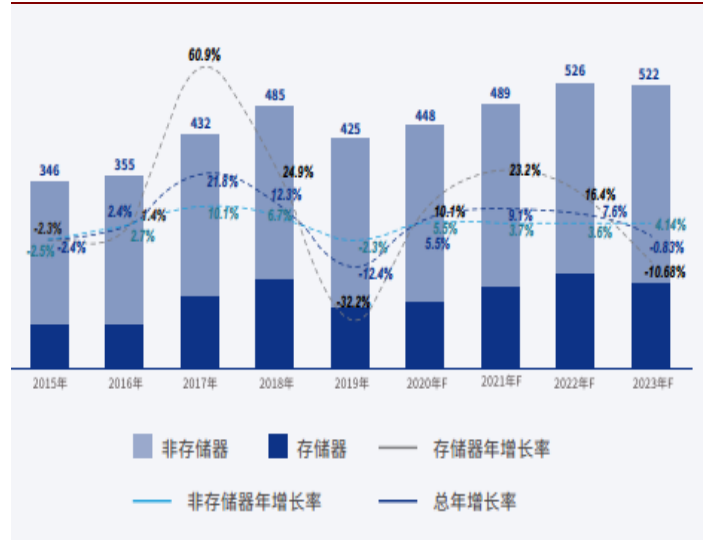
据 IHS Markit 统计,2019 年全球纯晶圆代工市场营收为 532 亿美元,较上年减少 2.2%。但是随着无生产线的纯集成电路设计公司(Fabless)商业模式的流行及越来越多的整合元件供应商(IDM)公司对纯晶圆代工厂的先进节点产品制造上的依赖,领先的纯晶圆代工厂的营收将持续性增长。预计到 2023 年,纯晶圆代工市场营收将达到 737 亿美元,2019 年到 2023 年的年复合增长率为 6.0%,这一增速要快于全球半导体行业增速,晶圆代工模式在芯片制造市场的占比将继续提高。

图 7: 全球纯晶圆代工营收预测 (十亿美元/年)



资料来源: IHS, 中芯国际, 招商证券

图 8: 全球半导体产业按 IC 类别营收预测 (十亿美元/年)



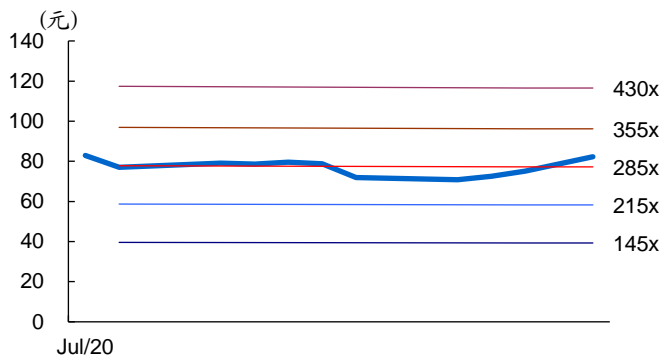
资料来源: IHS, 中芯国际, 招商证券

4、投资建议

近年来公司不断完善成熟制程及特色工艺平台生产体系,并在 2019 年实现 14 纳米量产,后续将继续拓展更先进制程、缩小与行业龙头的差距,并将持续受益于产业转移和中国供应链的崛起,我们预测公司 20/21/22 年收入为 254/291/340 亿元,归母净利润 19.2/21.1/23.6 亿元,对应 EPS 0.26/0.28/0.32 元,对应 PE 为 318/289/259 倍。

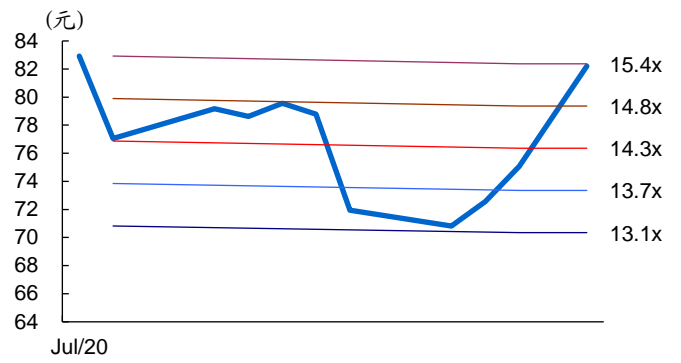
风险提示: 行业周期性波动; 美国技术禁运; 盈利不达预期; 技术研发失败

图 9: 中芯国际历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 10: 中芯国际历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

参考报告:

- 1、《中芯国际: 20 年磨砺铸就中国芯, 科创板 IPO 开启新征程》2020/7/16

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	41239	47977	70810	69511	70241
现金	30112	37268	58462	55366	53736
交易性投资	304	300	300	300	300
应收票据	66	103	119	136	159
应收款项	2967	3283	3768	4318	5048
其它应收款	0	0	0	0	0
存货	4444	4390	5119	5902	6920
其他	3347	2632	3042	3489	4079
非流动资产	57605	66840	88258	91373	92849
长期股权投资	7763	8223	8223	8223	8223
固定资产	31195	36866	58470	61753	63380
无形资产	1799	1864	1677	1509	1358
其他	16848	19887	19887	19887	19887
资产总计	98845	114817	159068	160884	163090
流动负债	17281	20074	11730	12631	13802
短期借款	1320	698	0	0	0
应付账款	2185	2176	2542	2931	3436
预收账款	439	805	940	1084	1271
其他	13338	16395	8248	8616	9095
长期负债	20461	23485	23485	23485	23485
长期借款	12397	13988	13988	13988	13988
其他	8064	9497	9497	9497	9497
负债合计	37742	43558	35215	36116	37287
股本	144	145	7415	7415	7415
资本公积金	38150	38432	82398	82398	82398
留存收益	2864	4996	6916	8449	10175
少数股东权益	19945	27686	27123	26506	25815
归属于母公司所有者权益	41158	43573	96729	98262	99988
负债及权益合计	98845	114817	159068	160884	163090

现金流量表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	5210	8140	4670	8622	9016
净利润	747	1794	1920	2109	2358
折旧摊销	6956	7109	7573	11883	12524
财务费用	16	(507)	(835)	(813)	(842)
投资收益	270	(847)	(2645)	(3045)	(3145)
营运资金变动	(1649)	2487	(795)	(901)	(1196)
其它	(1130)	(1896)	(548)	(611)	(684)
投资活动现金流	(20595)	(13553)	(26355)	(11955)	(10855)
资本支出	(11603)	(12723)	(29000)	(15000)	(14000)
其他投资	(8992)	(830)	2645	3045	3145
筹资活动现金流	16189	8287	42879	237	210
借款变动	15060	6139	(9192)	0	0
普通股增加	3	0	7270	0	0
资本公积增加	4370	282	43966	0	0
股利分配	0	0	0	(576)	(633)
其他	(3243)	1864	835	813	842
现金净增加额	804	2873	21194	(3097)	(1630)

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	23017	22018	25419	29134	34057
营业成本	17718	17431	20364	23479	27526
营业税金及附加	92	116	134	154	179
营业费用	190	182	210	241	282
管理费用	1159	1518	1690	1894	2043
研发费用	4471	4744	4830	5390	5960
财务费用	(97)	(561)	(835)	(813)	(842)
资产减值损失	(103)	(264)	0	0	0
公允价值变动收益	25	195	195	195	195
其他收益	1107	2039	2400	2800	2900
投资收益	(56)	875	50	50	50
营业利润	455	1432	1670	1835	2053
营业外收入	9	3	3	3	3
营业外支出	8	8	8	8	8
利润总额	456	1427	1665	1830	2047
所得税	96	158	307	338	380
少数股东损益	(387)	(525)	(562)	(618)	(691)
归属于母公司净利润	747	1794	1920	2109	2358

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	8%	-4%	15%	15%	17%
营业利润	-71%	215%	17%	10%	12%
净利润	-60%	140%	7%	10%	12%
获利能力					
毛利率	23.0%	20.8%	19.9%	19.4%	19.2%
净利率	3.2%	8.1%	7.6%	7.2%	6.9%
ROE	1.8%	4.1%	2.0%	2.1%	2.4%
ROIC	0.4%	0.7%	0.5%	0.6%	0.7%
偿债能力					
资产负债率	38.2%	37.9%	22.1%	22.4%	22.9%
净负债比率	21.6%	20.2%	8.8%	8.7%	8.6%
流动比率	2.4	2.4	6.0	5.5	5.1
速动比率	2.1	2.2	5.6	5.0	4.6
营运能力					
资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
存货周转率	4.2	3.9	4.3	4.3	4.3
应收帐款周转率	8.1	6.9	7.0	7.0	7.1
应付帐款周转率	8.3	8.0	8.6	8.6	8.6
每股资料 (元)					
EPS	0.14	0.33	0.26	0.28	0.32
每股经营现金	0.96	1.49	0.63	1.16	1.22
每股净资产	7.55	7.99	13.05	13.25	13.48
每股股利	0.00	0.00	0.08	0.09	0.10
估值比率					
PE	599.7	249.8	317.5	289.0	258.5
PB	10.9	10.3	6.3	6.2	6.1
EV/EBITDA	84.7	76.2	69.7	45.4	42.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

鄢凡：北京大学信息管理、经济学双学士，光华管理学院硕士，12年证券从业经验，08-11年中信证券，11年加盟招商证券，任电子行业首席分析师。11/12/14/15/16/17/19年《新财富》电子行业最佳分析师第2/5/2/2/4/3/3名，11/12/14/15/16/17/18/19年《水晶球》电子第2/4/1/2/3/3/2/3名，10/14/15/16/17/18/19年《金牛奖》TMT/电子第1/2/3/3/3/3/2名，2018-2019年最具价值金牛分析师。

王淑姬：北京大学金融学硕士，北京大学电子学学士，2017年4月加入招商电子团队，任电子行业分析师。

张益敏：上海交通大学工学硕士，覆盖PCB，设备，汽车电子，电子周期品等领域。2018年在太平洋证券，2019年加入招商电子团队，任电子行业分析师

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。