

【广发海外】中芯国际 (00981.HK)

先进制程能见度持续提升，公司迎来对接华为的战略机遇期

核心观点：

● **收入与利润符合预期，指引与同业基本一致**

公司公布 2Q 财报，其中：1)营业收入 7.95 亿(单位：美元，下同)，QoQ(下同)为 18.2%，符合指引(17%~19%)；2)毛利率 19.1%，符合指引(18%~20%)；3)归母净利润增加 0.04 亿至 0.19 亿。归母净利率改善幅度(+0.9%)略低于毛利率改善幅度(+0.5%)，正面因素有：1)以权益法投资之应占收益增加 0.26 亿；负面因素有：1)研发费用：+0.47 亿；2)管理费用：+0.21 亿；3)其他经营收入：-0.27 亿；4)外币汇兑收益：-0.17 亿。

从指引来看，公司的收入指引(环比增加 0%-2%)与华虹半导体、世界先进的指引基本一致(收入环比增长都约为 3%)，但下游需求能见度较低仍在制约产业及公司下半年经营状况的持续回暖。

● **华为加速半导体国产化进程，公司有望成最大赢家**

自被美方列入“实体清单”以来，我们认为从供应链安全角度考量，华为尽可能将产业链转移到大陆已是不二选择，国内半导体国产化进程也有望因此提速，国内 Foundry 产业迎来了对接华为的战略机遇期。公司作为国内 Foundry 产业的龙头公司，有望率先受益。

● **先进制程能见度持续提升，维持“增持”评级**

先进制程方面“FinFET 工艺研发持续加速，14nm 进入客户风险量产，预期年底将贡献有意义的营收。第二代 FinFET N+1 技术平台已开始进入客户导入。”，这符合我们前期对“梁孟松的加入将持续为公司输入先进的 Foundry 管理经验，公司先进制程有望持续超预期落地”的判断。考虑到投资者对公司的关注正由短期盈利转向先进制程等长期逻辑，我们仍以梁孟松加入公司以来的平均 PB(1.1 倍)作为公司合理价值判断的基础。我们预测公司 19-21 年归母净利润分别为 0.16/-0.07/0.09 亿美元。综合来看，公司 19 年合理价值为 10.4 港元/股，继续维持“增持”评级。

● **风险提示**

全球宏观经济不及预期的风险，公司先进制程进展不达预期的风险。

盈利预测：

单位：美元

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3101	3360	3098	3679	3984
增长率(%)	6.4%	8.3%	-7.8%	18.8%	8.3%
EBITDA(百万元)	1091	1100	1101	1196	1334
净利润(百万元)	180	134	16	-7	9
增长率(%)	-52.3	-25.4	-87.9		
EPS(元/股)	0.037	0.027	0.003	-0.001	0.002
市盈率(P/E)	47.3	34.5	387.6		715.1
市净率(P/B)	1.63	0.77	1.04	1.05	1.04

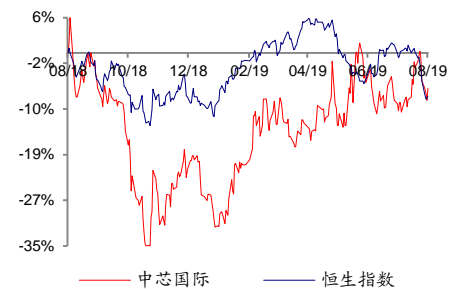
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心(备注：美元兑港币汇率为 7.84)

公司评级

增持

当前价格	8.66 港元
合理价值	10.4 港元
前次评级	增持
报告日期	2019-08-09

相对市场表现



分析师：

蒲得宇



SAC 执证号：S0260519030002

SFC CE No. BNO719



852-37192085



jeffpu@gfgroup.com.hk

分析师：

张晓飞



SAC 执证号：S0260519010005

SFC CE No. BND704



010-59136696



zhangxiaofei@gf.com.cn

相关研究：

【广发海外】中芯国际 2019-05-09

(00981.HK)：产业库存周期调整结束，先进制程进展顺利

【广发海外】中芯国际 2019-04-04

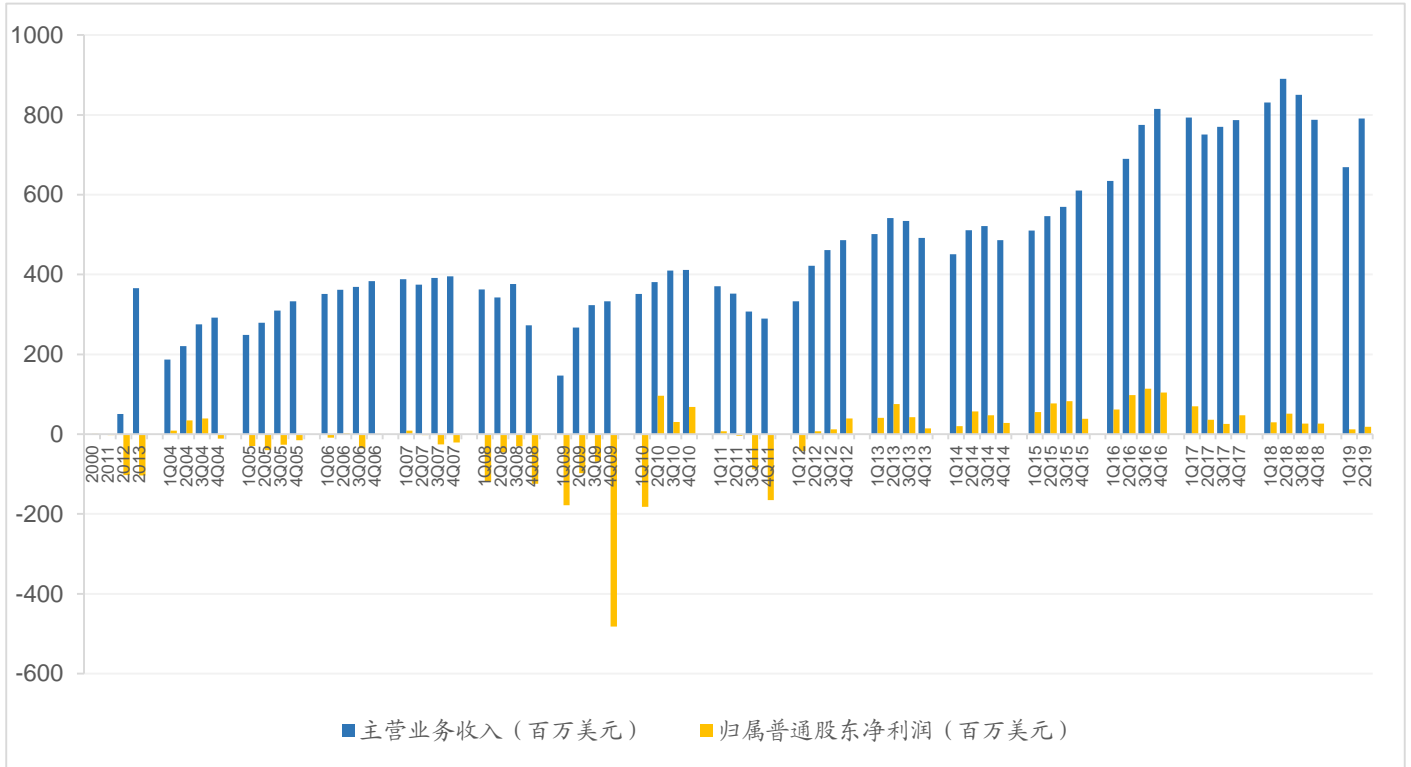
(00981.HK)：业绩短期承压，静待先进制程落地

图表索引

图 1: 2000 年至今公司收入及利润变化情况.....	3
图 2: 公司产能布局 (红色产能数据已全部按等效 8 英寸折算)	3
图 3: 公司股权架构 (截至 2018 年 6 月 30 日)	4
图 4: 自 1998 年以来, 全球半导体销售额增速与 GDP 增速变化基本严格趋同 ..5	
图 5: 1994 年至今半导体产业销售同比增速变化与 SOX	5
图 6: 全球半导体产业库存水位变化情况调研.....	6
图 7: 全球半导体产业 Lead Time 变化情况.....	6
图 8: 2015-2017 年全球 Foundry 市场主要厂商收入状况 (单位: 亿美元)	7
图 9: 1Q14-2Q19 全球 Foundry 主要厂商产能变化状况 (千片等效 8 英寸) ...7	
图 10: 1Q14-2Q19 全球 Foundry 市场主要厂商产能利用率变化状况	8
图 11: 1Q14-2Q19 全球 Foundry 主要厂商出货量情况 (千片等效 8 英寸)	8
图 12: 1Q14-2Q19 Foundry 市场主要厂商 ASP 变化状况 (单位: 美元/片)	8
图 13: 2018 年 Pure-Play Foundry 产业收入来源 (按制程)	9
图 14: 2018 年 Foundry 产业主要公司收入来源 (按制程)	9
图 15: 2018 年 Foundry 产业收入来源 (按下游应用)	10
图 16: 2018 年 Foundry 产业主要公司收入来源 (按下游应用)	10
图 17: 2018 年 Foundry 产业收入来源 (按地域)	11
图 18: 2018 年 Foundry 产业主要公司收入来源 (按地域)	11
图 19: Foundry 产业主要公司 CAPEX 支出变化情况 (单位: 亿美元)	12
图 20: Foundry 产业主要公司折旧额占营业收入比例的变化	12
图 21: Foundry 产业主要公司毛利率变化情况.....	13
图 22: Foundry 产业主要公司研发费用占营业收入比例变化情况	13
图 23: Foundry 产业主要公司研发费用变化情况 (单位: 亿美元)	14
图 24: Foundry 产业主要公司营业利润率变化情况	14
图 25: Foundry 产业主要公司估值变化情况 (纵轴为 ROE%, 横轴为 PB) ..16	
图 26: 公司历史估值状况 (PB)	17
表 1: 公司收入拆分及盈利预测.....	15
表 2: 可比公司估值 (股价为 2019 年 8 月 8 日收盘价)	17

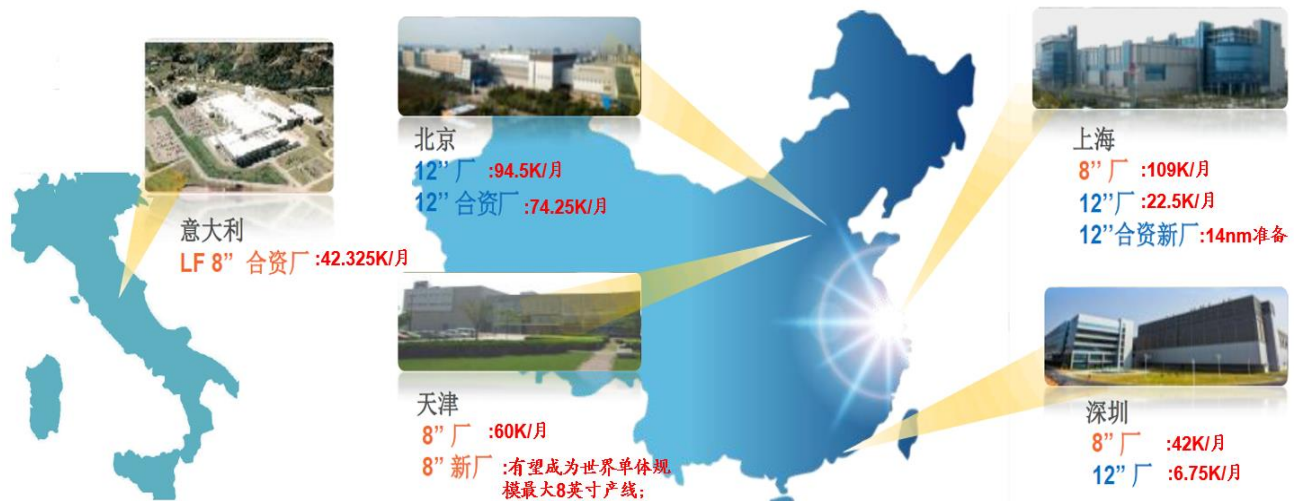
1. 公司经营数据

图 1：2000 年至今公司收入及利润变化情况



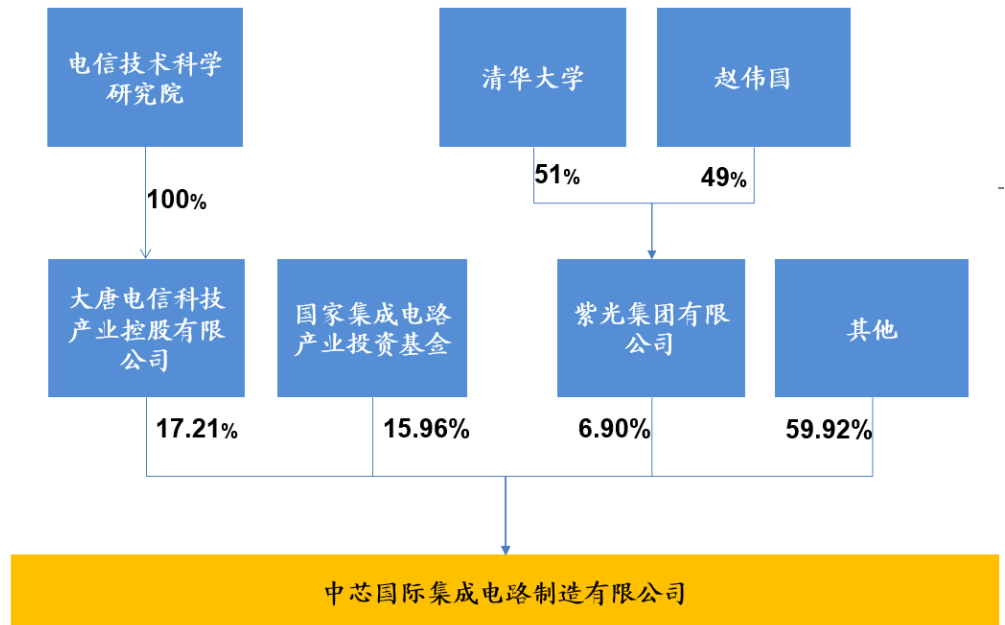
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 2：公司产能布局（红色产能数据已全部按等效 8 英寸折算）



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心（备注：意大利合资厂待正式出售）

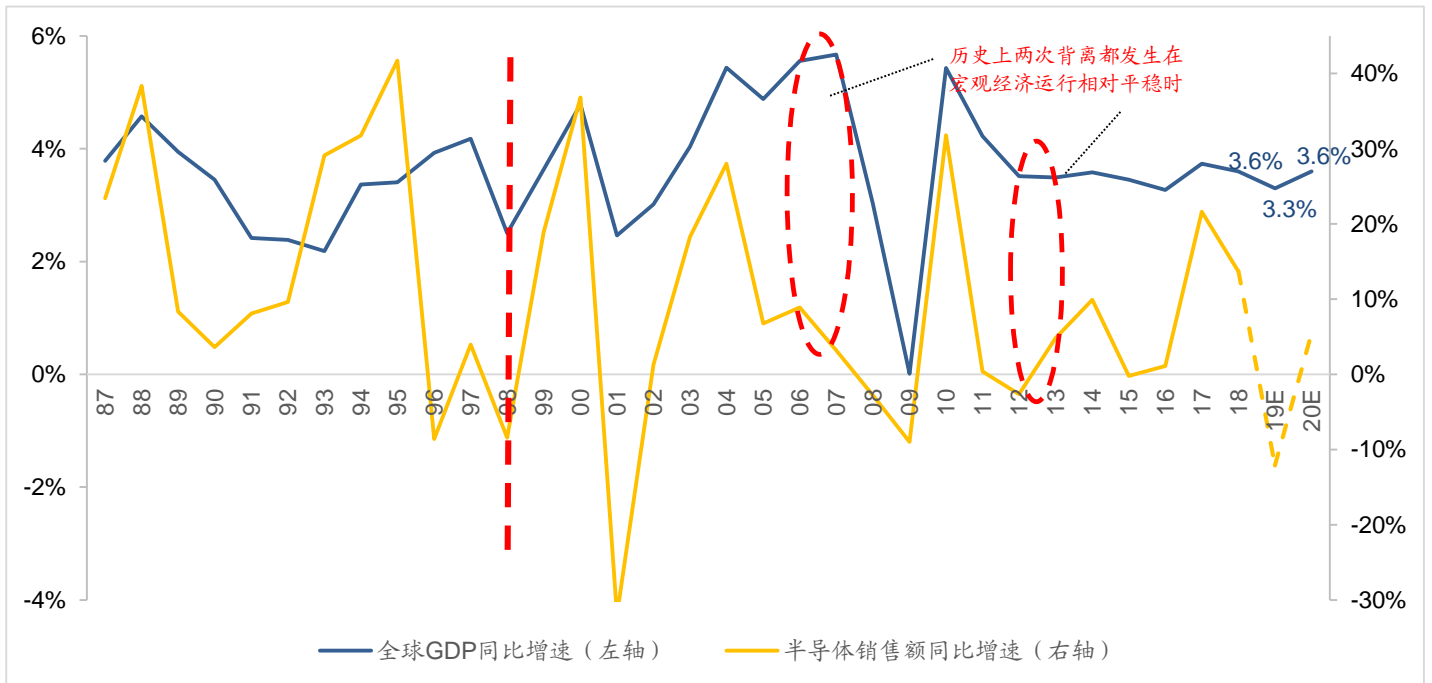
图 3: 公司股权结构 (截至 2018 年 6 月 30 日)



数据来源: Wind, 公司年报, 广发证券发展研究中心

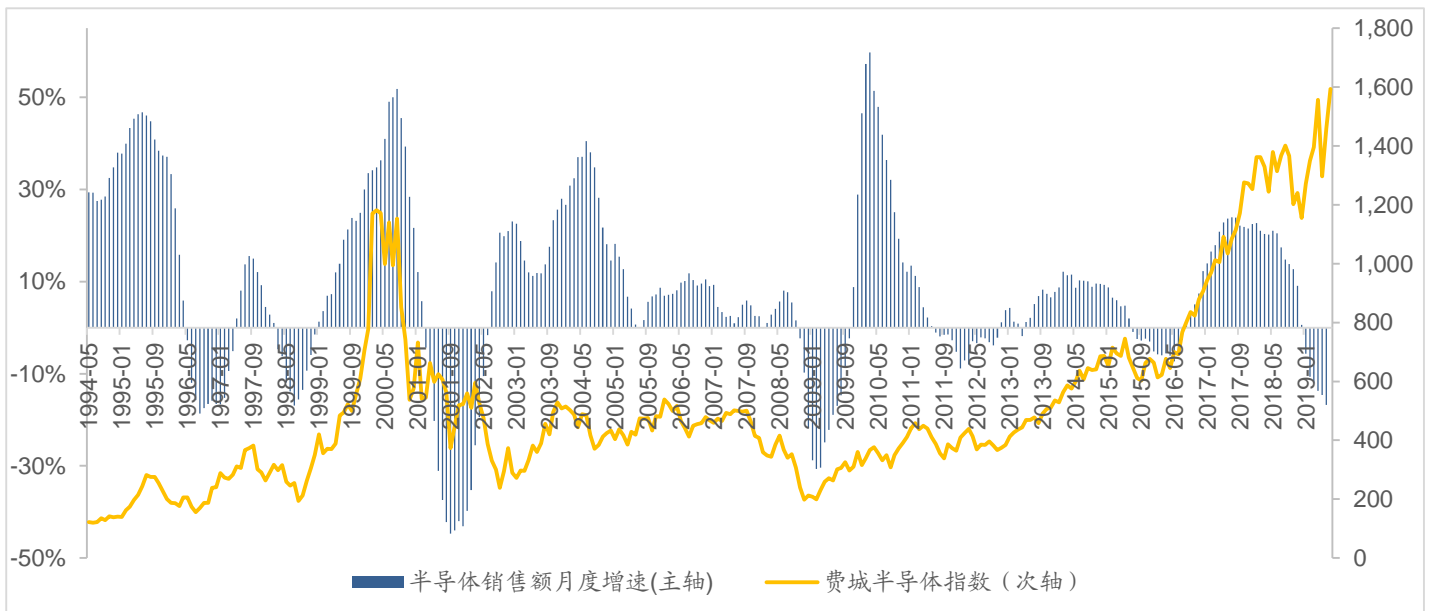
2. 产业景气度及库存状况

图 4：自 1998 年以来，全球半导体销售额增速与 GDP 增速变化基本严格趋同



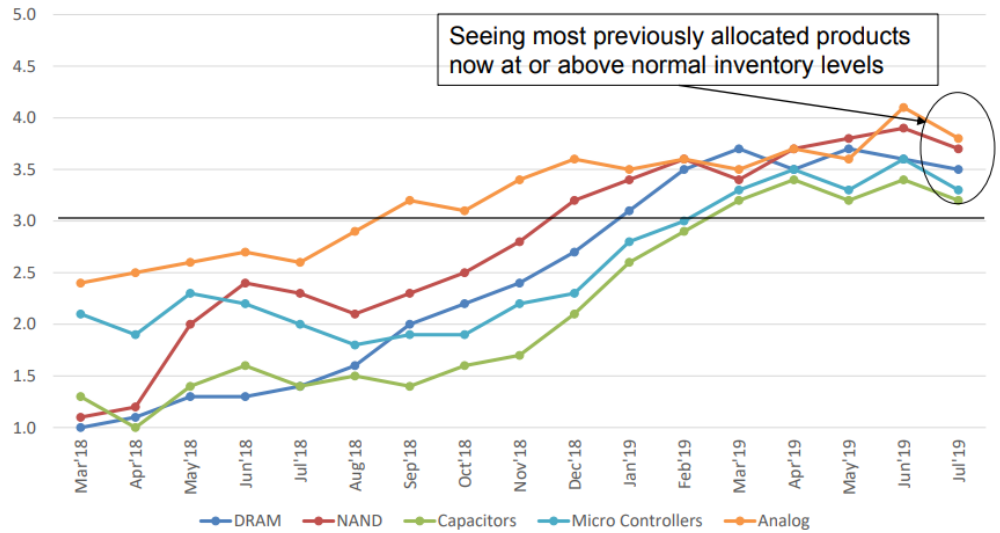
数据来源：IMF, SIA, 广发证券发展研究中心

图 5：1994 年至今半导体产业销售同比增速变化与 SOX



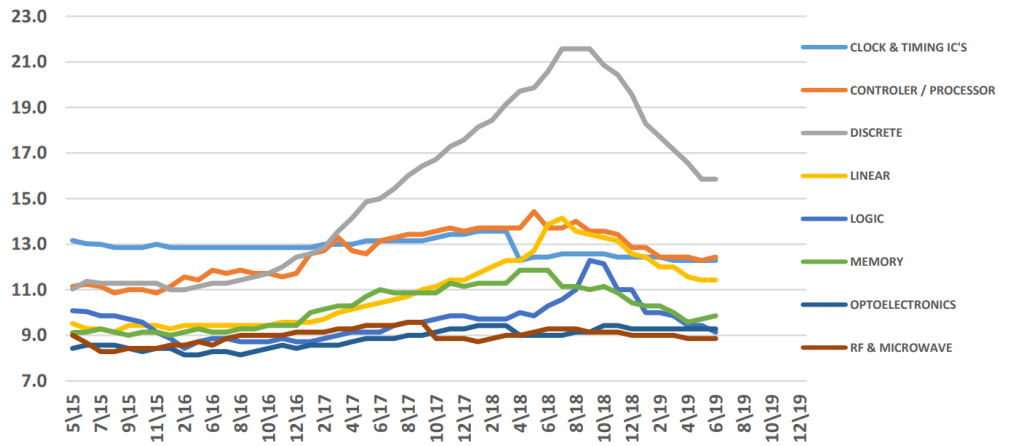
数据来源：SIA, 广发证券发展研究中心

图 6: 全球半导体产业库存水位变化情况调研



数据来源: 美国半导体元件行业协会, 广发证券发展研究中心 (备注: 3代表库存为正常水位)

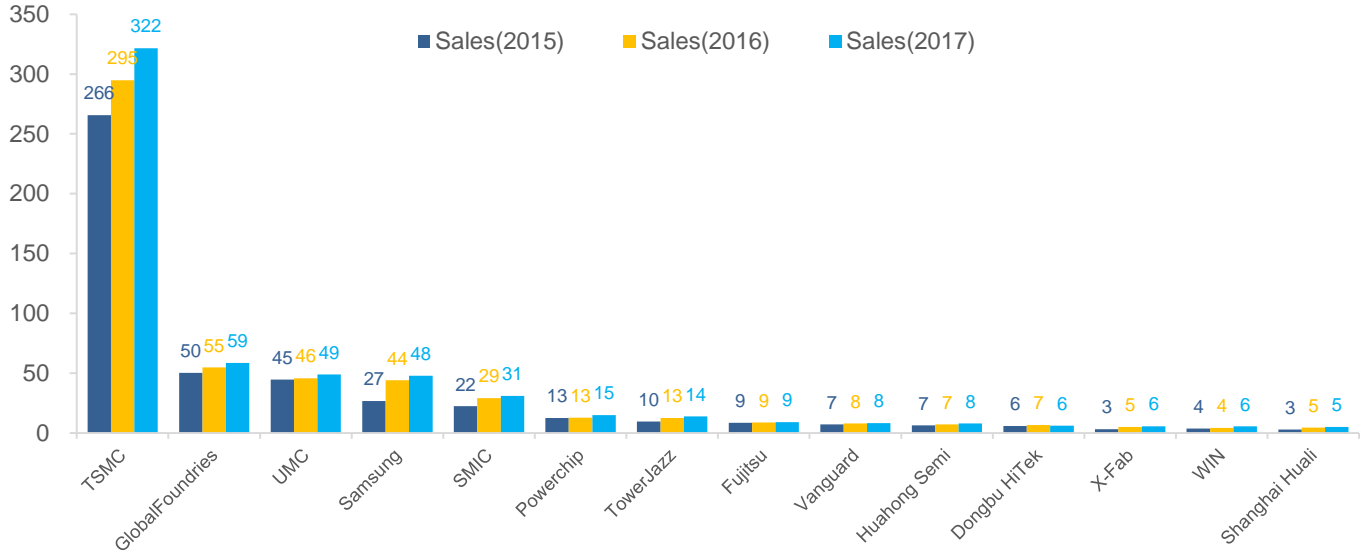
图 7: 全球半导体产业 Lead Time 变化情况



数据来源: 美国半导体元件行业协会, 广发证券发展研究中心

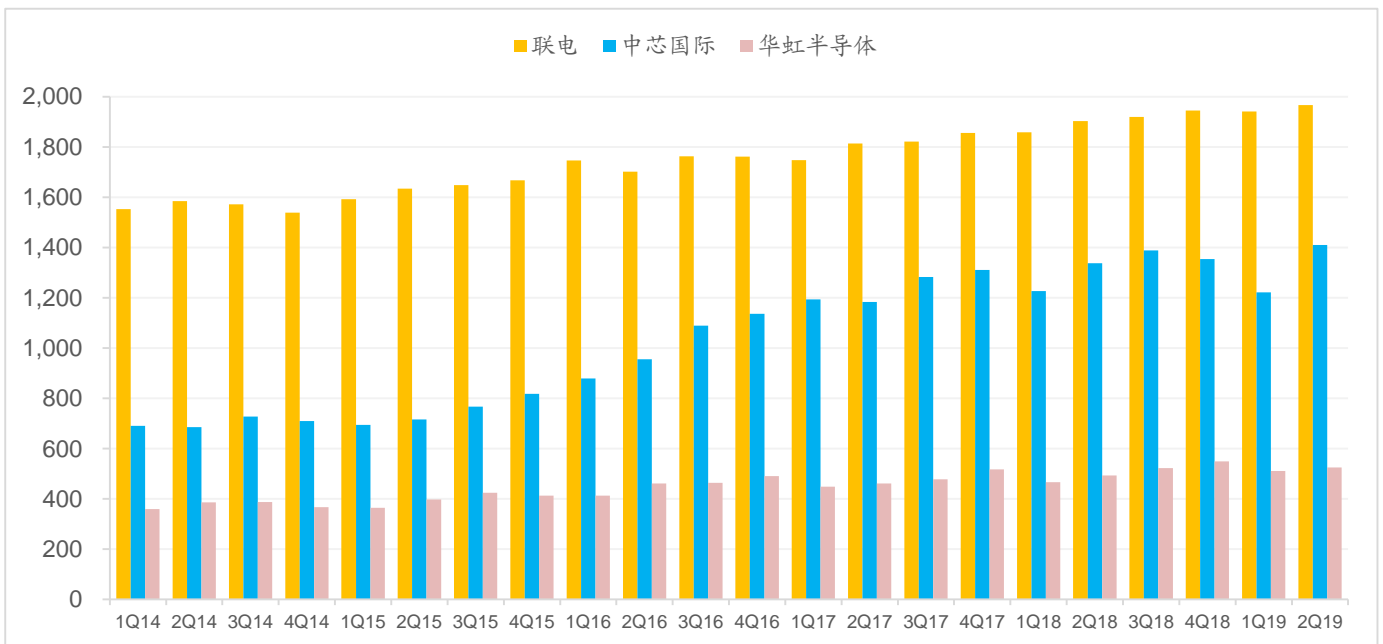
3. Foundry 产业主要公司经营数据

图 8: 2015-2017 年全球 Foundry 市场主要厂商收入状况 (单位: 亿美元)



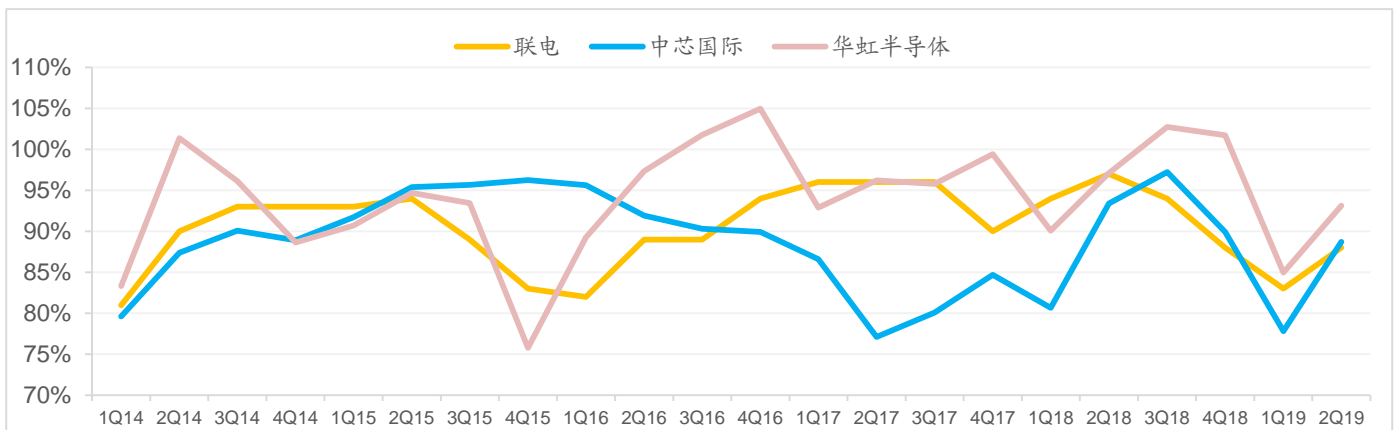
数据来源: IC Insights, 广发证券发展研究中心

图 9: 1Q14-2Q19 全球 Foundry 主要厂商产能变化状况 (千片等效 8 英寸)



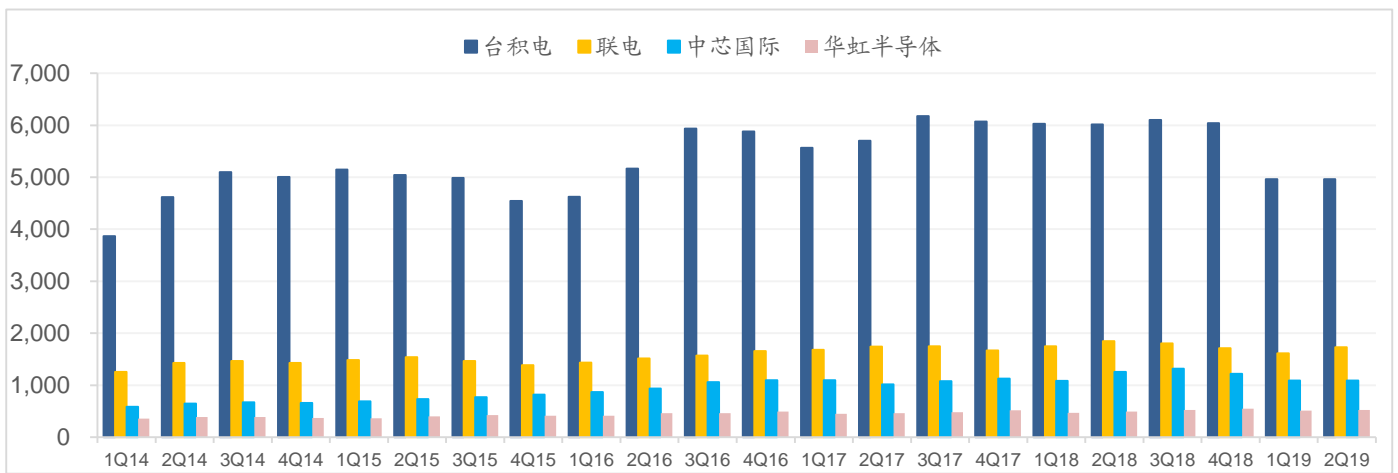
数据来源: 各公司季度财务报表, 广发证券发展研究中心

图 10: 1Q14-2Q19 全球 Foundry 市场主要厂商产能利用率变化状况



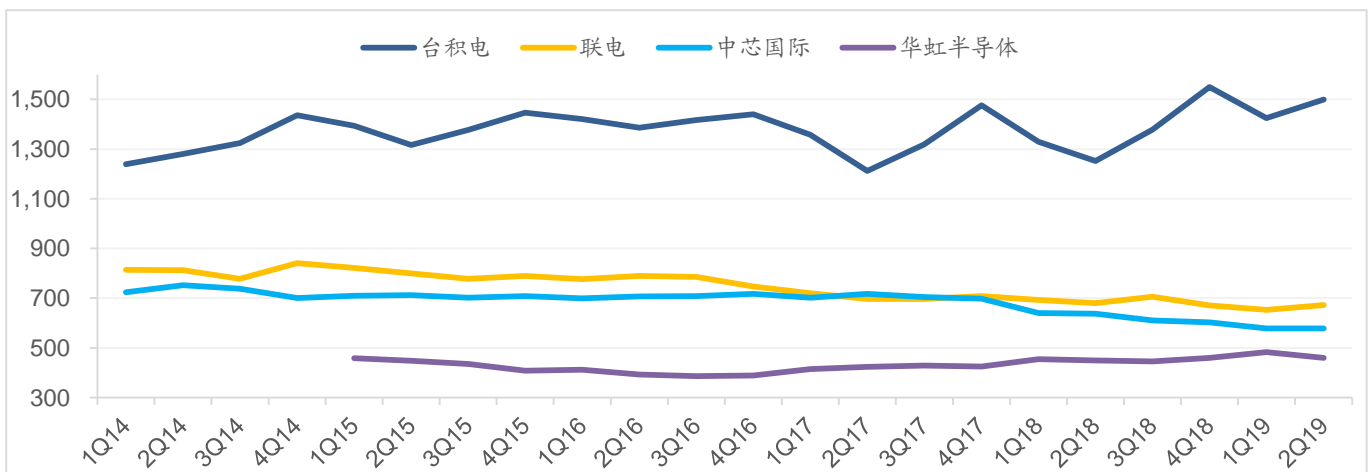
数据来源: 各公司季度财务报表, 广发证券发展研究中心

图 11: 1Q14-2Q19 全球 Foundry 主要厂商出货量情况 (千片等效 8 英寸)



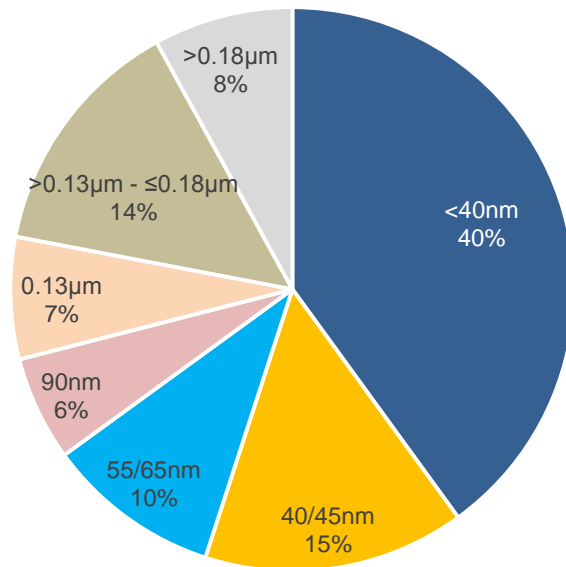
数据来源: 各公司季度财务报表, 广发证券发展研究中心

图 12: 1Q14-2Q19 Foundry 市场主要厂商 ASP 变化状况 (单位: 美元/片)



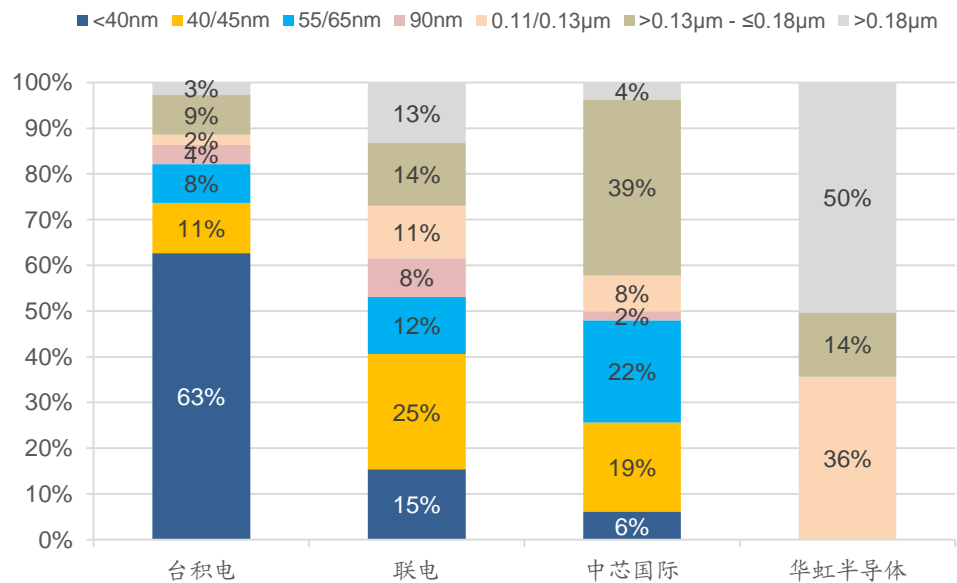
数据来源: 各公司季度财务报表, 广发证券发展研究中心

图 13: 2018 年 Pure-Play Foundry 产业收入来源 (按制程)



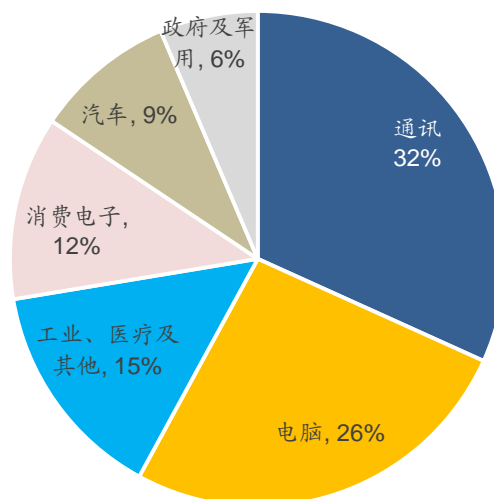
数据来源: IC Insights, 广发证券发展研究中心

图 14: 2018 年 Foundry 产业主要公司收入来源 (按制程)



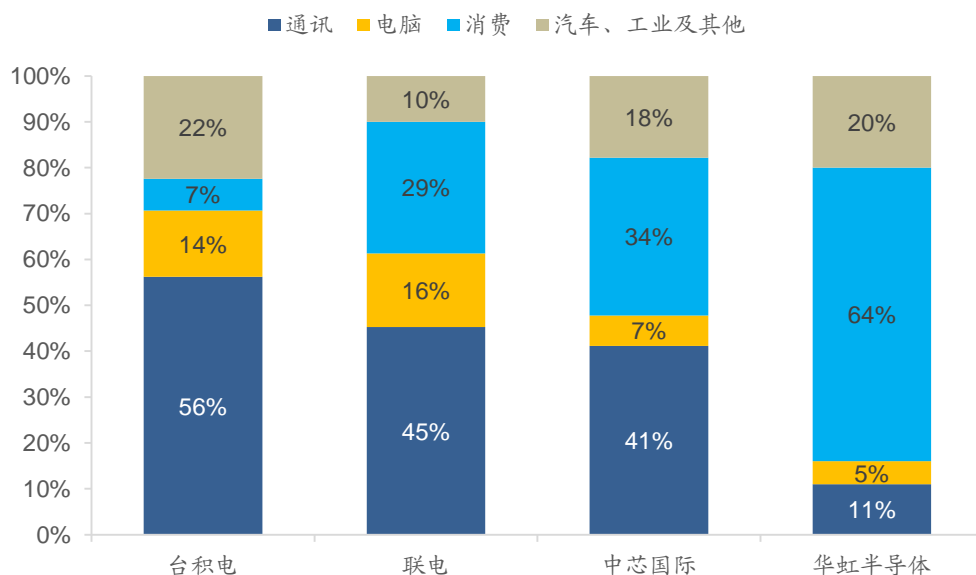
数据来源: 各公司季度财务报表, 广发证券发展研究中心

图 15: 2018 年 Foundry 产业收入来源 (按下游应用)



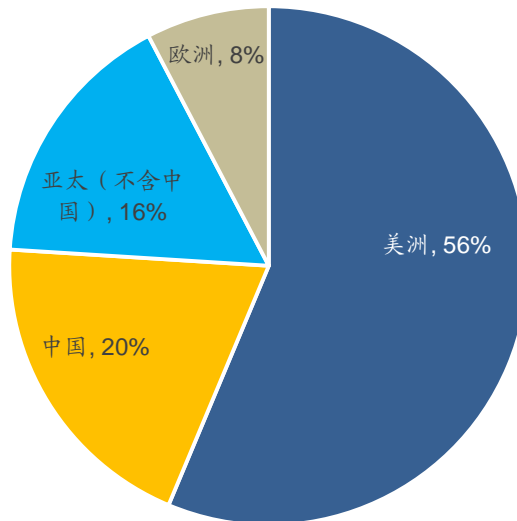
数据来源: IC Insights, 广发证券发展研究中心

图 16: 2018 年 Foundry 产业主要公司收入来源 (按下游应用)



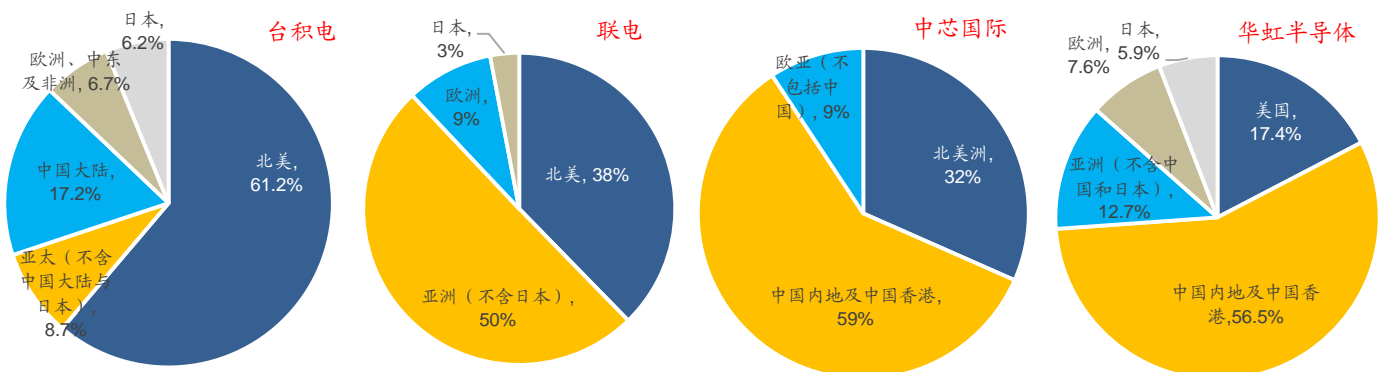
数据来源: 各公司季度财务报表, 广发证券发展研究中心

图 17: 2018 年 Foundry 产业收入来源 (按地域)



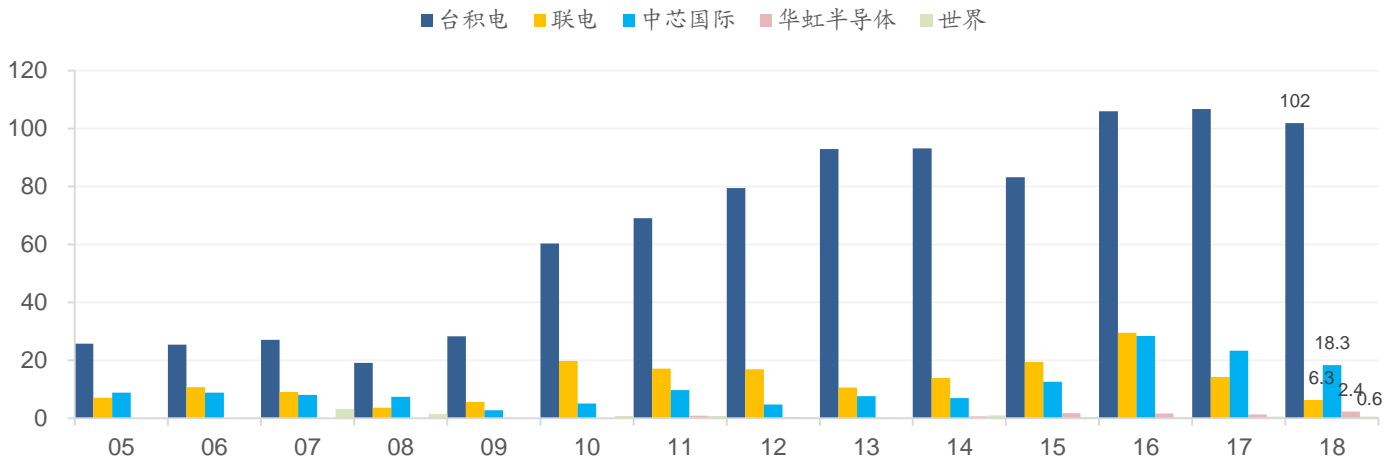
数据来源: IC Insights, 广发证券发展研究中心

图 18: 2018 年 Foundry 产业主要公司收入来源 (按地域)



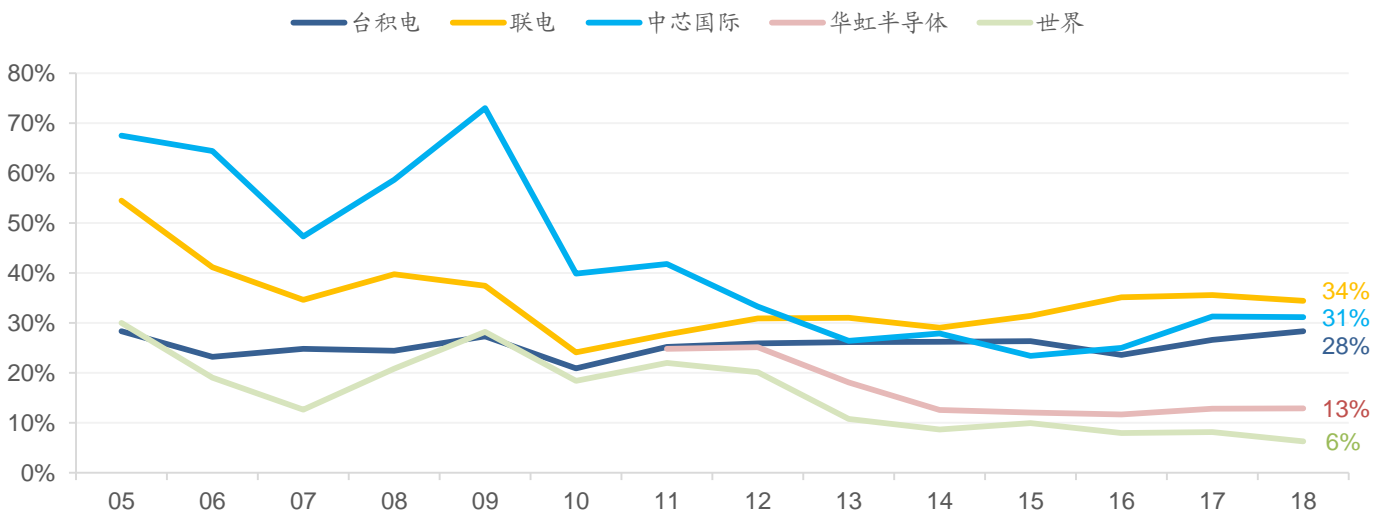
数据来源: 各公司季度财务报表, 广发证券发展研究中心

图 19: Foundry 产业主要公司 CAPEX 支出变化情况 (单位: 亿美元)



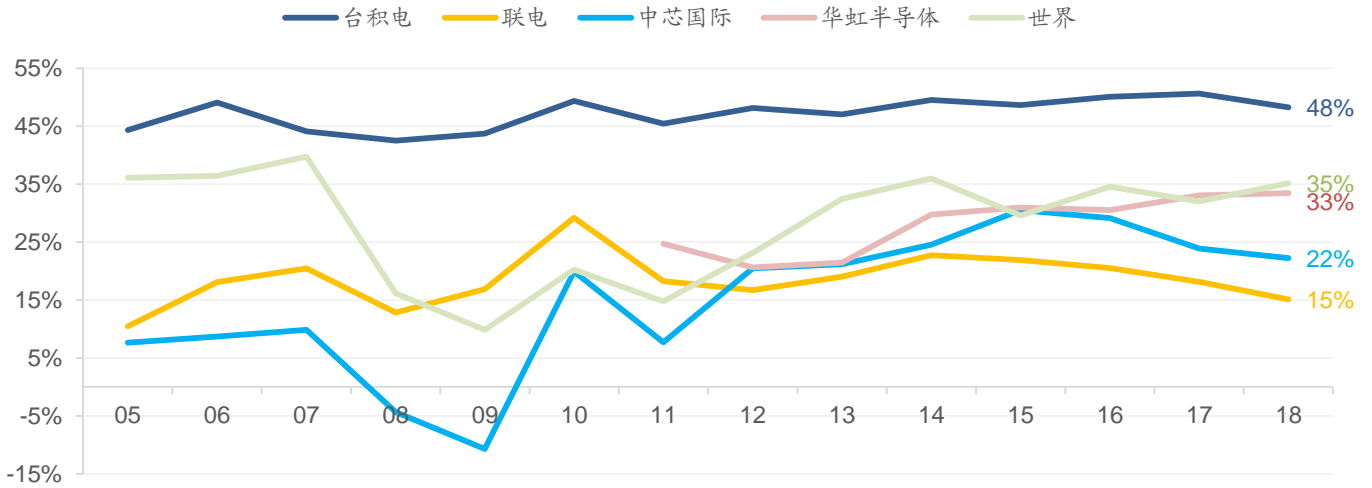
数据来源: 各公司季度财务报表, 广发证券发展研究中心

图 20: Foundry 产业主要公司折旧额占营业收入比例的变化



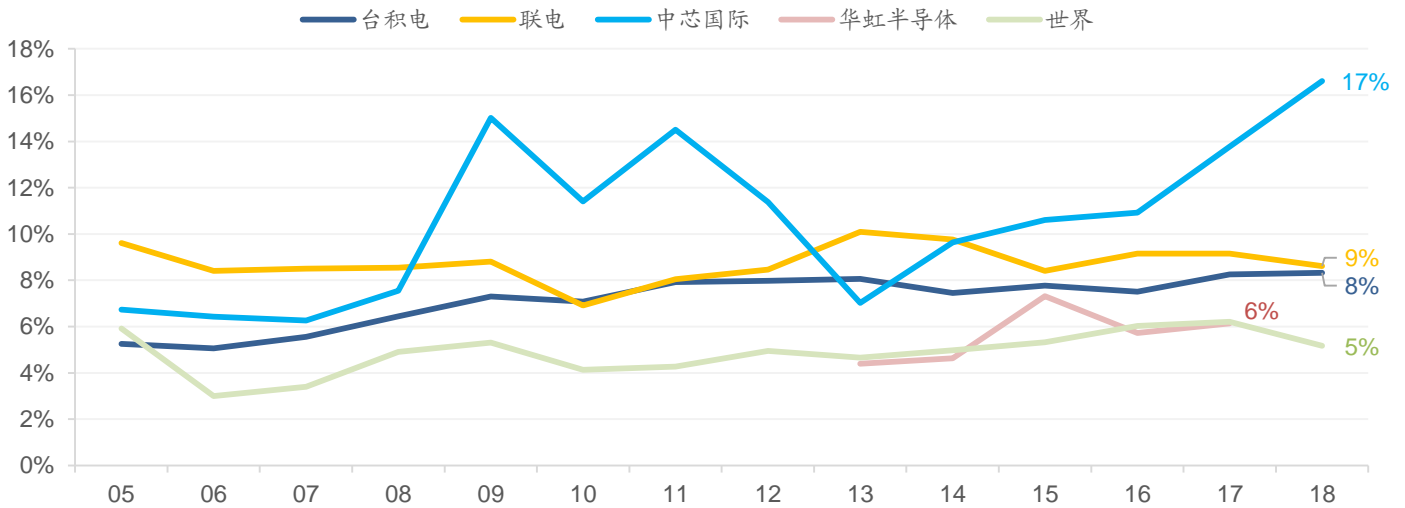
数据来源: 各公司季度财务报表, 广发证券发展研究中心

图 21: Foundry 产业主要公司毛利率变化情况



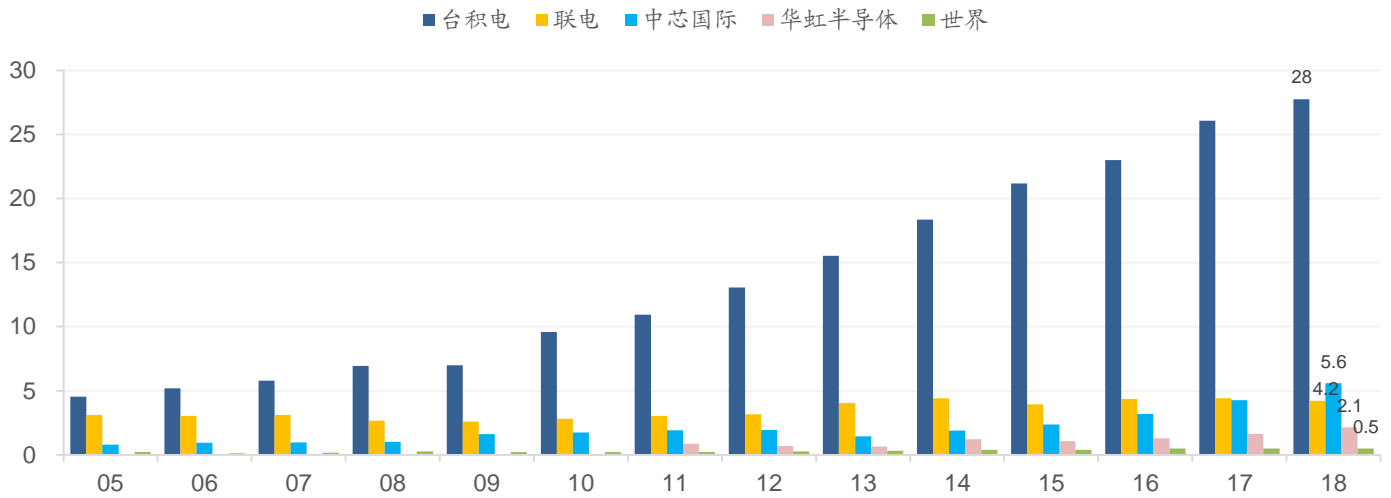
数据来源: 各公司季度财务报表, 广发证券发展研究中心

图 22: Foundry 产业主要公司研发费用占营业收入比例变化情况



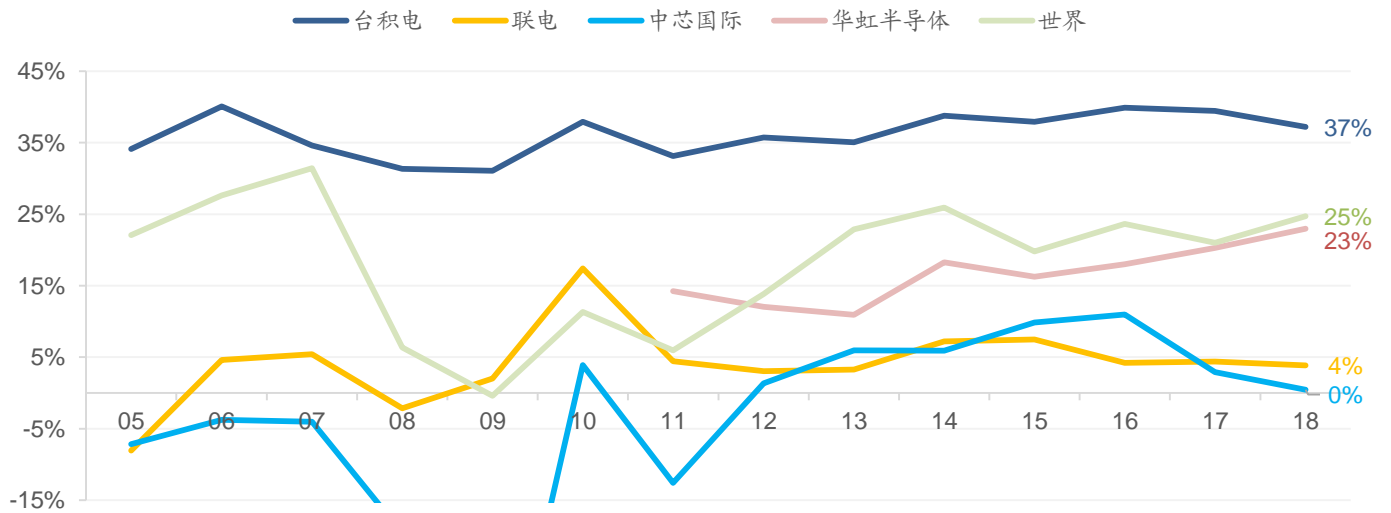
数据来源: 各公司季度财务报表, 广发证券发展研究中心

图 23: Foundry 产业主要公司研发费用变化情况 (单位: 亿美元)



数据来源: 各公司季度财务报表, 广发证券发展研究中心

图 24: Foundry 产业主要公司营业利润率变化情况



数据来源: 各公司季度财务报表, Wind, 广发证券发展研究中心 (备注: 中芯国际2008年、2009年营业利润率分别为-20%、-51%)

4. 盈利预测与估值

表 1: 公司收入拆分及盈利预测

产能及利用率		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019E	2020E	2021E
实际产能(千片等效 8 英寸)		1400	1448	1462	1477	5786	6209	6720
	QoQ	3.4%	3.4%	1.0%	1.0%			
	YoY	4.2%	7.5%	8.1%	9.1%	7.2%	7.3%	8.2%
产能利用率		77.8%	88.7%	89.0%	92.0%	87.0%	95.0%	92.0%
出货量		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019E	2020E	2021E
出货量(千片等效 8 英寸)		1090	1284	1301	1359	5034	5899	6184
	QoQ	-10.5%	17.9%	1.3%	4.4%			
	YoY	0.5%	2.1%	-1.0%	11.6%	3.3%	17.2%	4.8%
ASP(美元/片)		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019E	2020E	2021E
ASP		578	578	578	578	578	586	605
	QoQ	-4.1%	0.0%	0.0%	0.0%			
	YoY	-9.7%	-9.2%	-5.3%	-4.1%	-7.1%	1.3%	3.3%
收入拆分(百万美元)		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019E	2020E	2021E
晶圆		630.1	742.5	752.4	785.6	2911	3454	3741
光罩制造, 晶圆测试及其他		38.8	48.2	48.9	51.0	187	224	243
利润表(百万美元)		1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019E	2020E	2021E
营业收入		669	791	801	837	3098	3679	3984
营业成本		547	640	641	661	2488	2892	3046
毛利润		122	151	160	176	609	787	938
营业费用		127	197	198	207	730	920	1048
其他营业收入		31	4	11	12	57	57	57
营业利润		26	-42	-27	-20	-64	-76	-53
其他收入		5	18	45	47	114	115	114
利润总额		31	-24	18	27	50	39	61
所得税		6	1	-2	-2	4	4	6
非经常性收益		0	0	0	-1	0	0	0
净利润		24	-26	19	28	46	35	55
少数股东损益		12	-44	31	32	30	42	46
归母净利润		12	19	-11	-4	16.3	-7.0	8.8

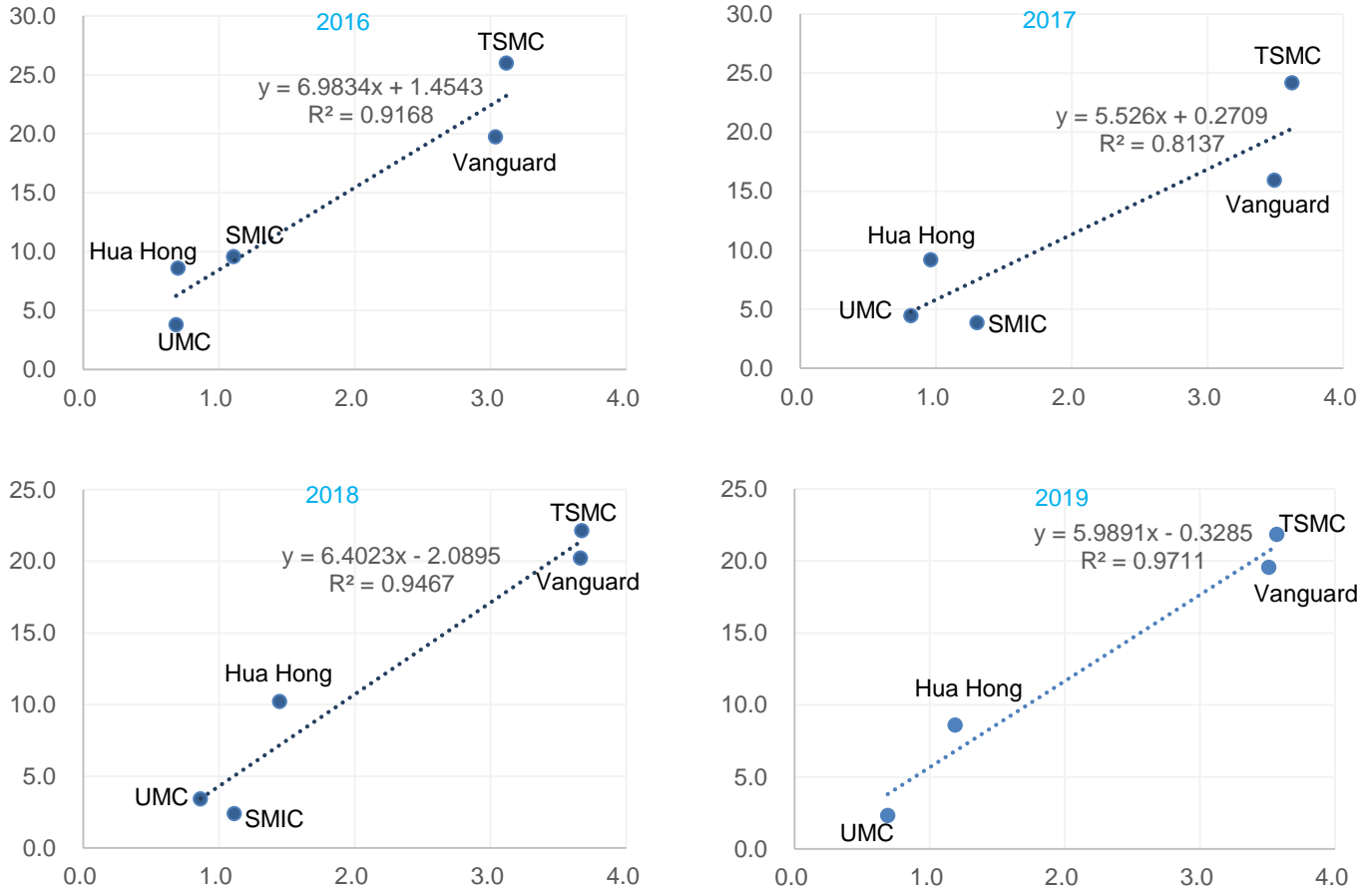
数据来源: 公司各季度财务报表, Wind, 广发证券发展研究中心

从历史规律来看, 全球半导体Foundry产业公司的估值一般遵循着PB-ROE的关系, 即高ROE对应着高PB, 反之亦然。台积电和世界近几年一直保持着较高的ROE水平, 故其PB也维持在较高的水平; 华虹半导体受益8英寸晶圆供应紧张的影响, ROE水平稳步上升, 其整体估值也有一定程度提升; 联电整体来看, 其ROE与PB的关系整体与行业保持相匹配关系。

过往两年受产能扩充及追求先进制程带来的折旧与研发费用增加影响, 公司利润出现一定程度下滑, 我们认为19年公司净利润仍将继续承压, 然基于: 1) 梁孟松

加入以来，公司的管理和研发水平已有实质性改善；2）港股通设立以来，国内投资者对公司的关注逐渐由短期盈利转向先进制程等长期主题；3）公司作为大陆Foundry龙头公司有望在中国集成电路发展的战略机遇期充分受益。我们认为公司在先进制程的进展上仍有望持续获得市场关注。

图 25: Foundry 产业主要公司估值变化情况 (纵轴为 ROE%，横轴为 PB)



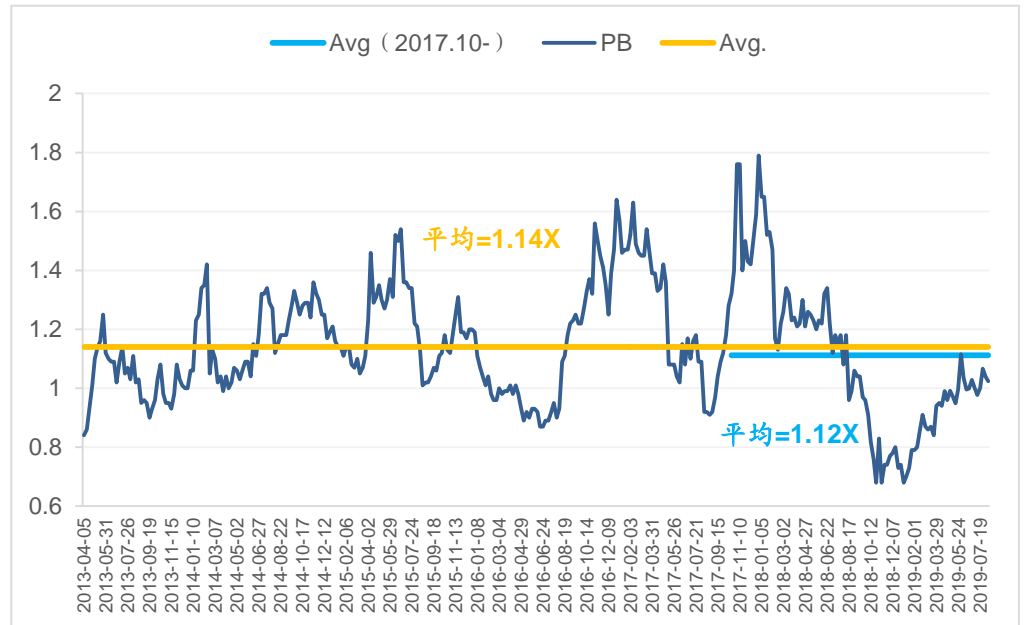
数据来源：各公司年报，Wind，Bloomberg，广发证券发展研究中心（备注：2019年预测数据都来自Bloomberg一致预期。）

华为加速半导体国产化进程，公司有望成最大赢家：自被美方列入“实体清单”事件以来，我们认为从供应链安全角度考量，华为尽可能将产业链转移到大陆已是不二选择，国内半导体国产化进程也有望因此提速。从半导体领域来看，国内Foundry产业迎来了对接华为的战略机遇期，公司作为国内Foundry产业的龙头公司，有望率先受益。

先进制程能见度持续提升，维持“增持”评级：先进制程方面“FinFET工艺研发持续加速，14nm进入客户风险量产，预期年底将贡献有意义的营收。第二代FinFET N+1技术平台已开始进入客户导入。”，这符合我们前期对“梁孟松的加入将持续为公司输入先进的Foundry管理经验，公司先进制程有望持续超预期落地”的判断。考虑到投资者对公司的关注正由短期盈利转向先进制程等长期逻辑，我们仍以梁孟松加入公司以来的平均PB(1.1倍)作为公司合理价值判断的基础。我们预测公司

19-21年归母净利润分别为0.16/-0.07/0.09亿美元。综合来看，公司19年合理价值为10.4港元/股，继续维持“增持”评级。

图 26: 公司历史估值状况 (PB)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 2: 可比公司估值 (股价为 2019 年 8 月 8 日收盘价)

地区	证券代码	证券简称	股价(上市所在地币种)	EPS			PE			
				单位	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
香港	01347.HK	华虹半导体	13.94	USD	0.15	0.16	0.18	11.85	11.11	9.88
台湾	2330.TW	台积电	253.50	TWD	12.69	14.62	17.13	19.98	17.34	14.80
	2303.TW	联电	13.30	TWD	0.58	0.75	1.01	22.93	17.73	13.17
	5347.TWO	世界	61.50	TWD	3.60	3.73	4.33	17.08	16.49	14.20
均值					-	-	-	17.96	15.67	13.01
香港	00981.HK	中芯国际	8.66	USD	0.003	-0.001	0.002	342.9	-	632.5
地区	证券代码	证券简称	股价(上市所在地币种)	BVPS			PB			
				单位	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
香港	01347.HK	华虹半导体	13.94	USD	1.97	2.10	2.19	0.90	0.85	0.81
台湾	2330.TW	台积电	253.50	TWD	67.32	72.29	78.33	3.77	3.51	3.24
	2303.TW	联电	13.30	TWD	17.28	17.52	17.91	0.77	0.76	0.74
	5347.TWO	世界	61.50	TWD	18.07	18.28	19.11	3.40	3.36	3.22
均值								2.21	2.12	2.00
香港	00981.HK	中芯国际	8.66	USD	1.20	1.19	1.20	0.92	0.92	0.92

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心 (备注: 中芯国际数据来自广发证券发展研究中心预测, 其余数据均来自彭博一致预期)

5.风险提示

- 1.中美贸易格局发生变化的风险
- 2.全球宏观经济不及预期的风险
- 3.公司先进制程进展达不到预期的风险

资产负债表

单位: 美元百万元

至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,169	6,150	6,492	6,998	7,572
货币资金	1,838	1,786	1,917	1,847	1,850
应收及预付	651	866	739	857	906
存货	623	593	583	691	722
其他流动资产	1,057	2,904	3,253	3,603	4,094
非流动资产	7,749	8,275	9,634	10,954	12,248
长期股权投资	790	1,151	1,425	1,698	1,998
固定资产	6,521	6,778	7,868	8,918	9,918
在建工程	0	1	2	3	4
无形资产	220	123	123	123	123
其他长期资产	219	223	219	215	210
资产总计	11,918	14,424	16,126	17,952	19,820
流动负债	1,907	2,859	4,514	6,305	8,119
短期借款	441	1,029	2,866	4,377	6,115
应付及预收	838	1,183	1,061	1,229	1,231
其他流动负债	628	648	587	700	773
非流动负债	3,290	2,642	2,642	2,642	2,642
长期借款	2,872	2,179	2,179	2,179	2,179
应付债券	0	1	2	3	4
其他非流动负债	418	462	462	462	462
负债合计	5,197	5,501	7,156	8,947	10,760
股本	20	20	20	20	20
资本公积	17	0	0	0	0
留存收益	5,196	5,998	6,014	6,007	6,016
归属母公司股东权益	5,233	6,018	6,034	6,027	6,036
少数股东权益	1,488	2,906	2,936	2,978	3,024
负债和股东权益	11,918	14,424	16,126	17,952	19,820

利润表

单位: 美元百万元

至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3101	3360	3098	3679	3984
营业成本	2360	2613	2488	2892	3046
其他收入及收益	10	57	57	57	57
销售费用	36	30	32	37	40
管理费用	625	759	620	738	798
财务费用	18	24	78	145	210
其他费用及亏损	0	0	0	0	0
投资净收益	57	163	114	115	114
利润总额	128	92	50	39	61
所得税	2	14	4	4	6
净利润	126	77	46	35	55
少数股东损益	-53	-57	30	42	46
归属母公司净利润	180	134	16	-7	9
EBITDA	1091	1100	1101	1196	1334
EPS (美元)	0.037	0.027	0.003	-0.001	0.002

现金流量表

单位: 美元百万元

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,081	801	1,009	1,202	1,279
净利润	180	134	46	35	55
折旧摊销	971	1,048	1,010	1,050	1,100
营运资金变动	-52	-304	-48	50	-9
其它	-18	-78	1	68	133
投资活动现金流	-2,662	-3,198	-2,642	-2,642	-2,809
资本支出	-2,331	-1,834	-2,100	-2,100	-2,100
投资变动	-1,110	-1,779	-345	-345	-486
其他	779	414	-196	-196	-223
筹资活动现金流	1,272	2,377	1,763	1,370	1,533
现金净增加额	-288	-52	130	-70	3
期初现金余额	2,126	1,838	1,786	1,917	1,847
期末现金余额	1,838	1,786	1,917	1,847	1,850

主要财务比率

至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力(%)					
营业收入增长	6.4	8.3	-7.8	18.8	8.3
归属母公司净利润增长	-52.3	-25.4	-87.9	-142.9	-226.3
获利能力(%)					
毛利率	23.9	22.2	19.7	21.4	23.5
净利率	5.8	4.0	0.5	-0.2	0.2
ROE	3.8	2.4	0.3	-0.1	0.1
ROIC	1.4	0.4	0.7	1.0	1.4
偿债能力					
资产负债率(%)	43.6	38.1	44.4	49.8	54.3
净负债比率	11.8	0.0	8.2	21.9	35.5
流动比率	2.19	2.15	1.44	1.11	0.93
速动比率	1.86	1.94	1.31	1.00	0.84
营运能力					
总资产周转率	0.28	0.26	0.20	0.22	0.21
应收账款周转率	4.68	4.43	3.86	4.61	4.52
存货周转率	4.34	4.30	4.23	4.54	4.31
每股指标(美元)					
每股收益	0.037	0.027	0.003	-0.001	0.002
每股经营现金流	0.22	0.16	0.20	0.24	0.25
每股净资产	1.06	1.19	1.20	1.19	1.20
估值比率					
P/E	47.3	34.5	387.6	-	715.1
P/B	1.63	0.77	1.04	1.05	1.04
EV/EBITDA	9.1	5.5	8.6	9.2	9.6

广发海外研究小组

- 欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师，2011-2014年新财富批发零售行业第三名,第二名,第二名和第三名，2015年新财富最佳海外研究（团队）第六名，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名。
- 廖凌：海外策略首席分析师，2016年新财富策略研究领域第4名，2017年新财富策略研究领域入围。6年策略及中小市值研究经验。
- 张静静：广发证券海外宏观首席分析师。南开大学理学硕士。曾任南华期货宏观策略研究副总监、天风证券固定收益部资深分析师。
- 蒲得宇：海外电子首席分析师，2015-2017年Asiamoney最佳台湾硬体分析师，CFA。
- 胡翔宇：博彩旅游行业首席分析师，2014及2015年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二、第四名。2018年机构投资者·财新大中华最佳分析师评选博彩、住宿与休闲业内地榜单第一名。
- 韩玲：海外公用事业和新能源首席分析师，获2010-2014年新财富电力设备新能源行业第五、第五、第二、第六名。获2015-2017年新财富海外研究团队第六名、第八、第五名。
- 杨琳琳：海外互联网行业首席分析师，2012~2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第3名（团队）、第4名（团队）、第2名（团队）。
- 刘芷君：海外机械资深分析师，七年机械行业研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。2017年新财富最佳机械分析团队第三名、2016年新财富机械分析团队第二名。
- 邓崇静：海外汽车行业高级分析师，2017年《亚洲货币》(Asiamoney)香港（地区）汽车行业最佳分析师第四名，2016年《亚洲货币》(Asiamoney)中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，从事港股汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 刘峤：海外消费品高级分析师，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈蒋辉：海外宏观经济分析师，浙江大学经济学学士，香港中文大学经济学博士，2017年加入广发证券。
- 周绮恩：海外电子行业分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4年台湾TMT行业研究及投资银行经验，2018年加入广发证券。
- 张晓飞：海外电子行业研究助理，统计学硕士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮：海外博彩休闲行业研究助理，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 罗捷：海外必须消费品研究助理，约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 朱国源：海外策略组研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，外交学院经济学学士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 马步云：海外医药行业研究助理，清华大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。