

电子行业需求疲弱，营收增长盈利下滑

电子行业

投资建议： 优异

上次建议： 优异

投资要点：

➢ 上半年营收稳步增长

2018年电子行业营业收入为6160.22亿元，同比增长24.62%。其中2018年2季度电子行业营收3324.66亿元，同比上升23.65%，环比上升17.25%。我们认为电子行业2018年上半年营收保持增长的原因：一方面是行业整体持续扩产，电子产业向大陆转移进一步扩大；另一方面由于汽车电子、物联网、人工智能等创新应用，推动下游需求增长。我们预计受电子产业链向国内转移趋势及消费升级影响，电子行业营收将继续保持稳步增长。

➢ 毛利率下降，费用率改善

电子行业2018年2季度毛利率为18.09%，同比下降2.95个基点，环比下降3.51个基点。电子行业2018年2季度净利率为5.67%，同比下降1.14个基点，环比下降0.77个基点。其中，Q2费用率整体下降1.54个基点。我们认为电子行业毛利率和净利率于2017年Q3开始下滑，主要原因还是电子行业下游需求疲软，产能扩张较快，行业供给过剩导致产品跌价。我们预计随着新应用渗透率的提升，行业盈利水平将有所修复。

➢ 周期性行业结构分化，成长性行业增速放缓

周期行业中的功率器件、被动原件、PCB行业，延续去年以来的高增长，供需关系依旧偏紧，预计至年底都将维持景气；而面板、LED行业供过于求情况依旧存在。国内半导体行业已经处于快速成长期，设计和设备企业业绩显著。受智能手机出货量放缓影响，电子制造行业增速放缓，盈利水平下降；随着下半年苹果新款机型推出，以及新应用渗透率提升，电子制造行业盈利水平有望恢复。

➢ 投资策略，建议关注业绩反转及创新驱动带来的高弹性业绩

(1) 半导体行业：投资并购整合已见成效，待整合完成后将迎来业绩提升和质变。模拟电路供需关系紧张，正处景气周期中。建议关注：**长电科技 (600584.SH)**、**圣邦股份 (300661.SZ)**、**士兰微 (600460.SH)**。

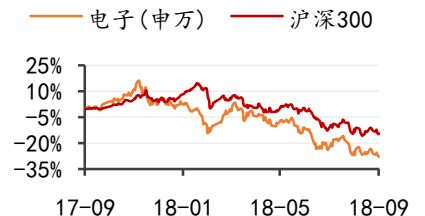
(2) 光学光电子行业：国内各厂持续扩产，供过于求依旧存在，静待新应用落地。建议关注：**京东方 A (000725.SZ)**、**三安光电 (600703.SH)**。

(3) 电子制造行业：苹果手机所应用的3D识别、无线充电等新应用将在安卓产品上快速渗透，有望驱动新一波换机潮。建议关注：**闻泰科技 (600745.SH)**、**欧菲科技 (002456.SZ)**。

(4) 电子元件行业：目前电子元件行业处于高景气周期，国内企业将受益于产品涨价带来的红利。建议关注：**胜宏科技 (300476.SZ)**、**沪电股份 (002463.SZ)**、**三环集团 (300408.SZ)**。

➢ 风险提示：电子行业应用需求不达预期，产能扩张快于预期。

一年内行业相对大盘走势



曹亮 分析师

执业证书编号：S0590517080001

电话：0510-85607670

邮箱：caol@glsc.com.cn

邵宽 研究助理

电话：0510-85607875

邮箱：shaok@glsc.com.cn

相关报告

1、《半导体中报良好，设计及设备表现亮眼》

2018.09.04

2、《中报表现优异，电子元件持续景气》

2018.08.27

3、《5G及汽车电子推动电子元件持续景气》

2018.08.20

正文目录

1.	营收稳步增长，盈利能力下滑	3
1.1.	上半年电子行业营收及归母净利创新高	3
1.2.	毛利率下降，费用率改善	4
2.	电子各子行业分析	6
2.1.	半导体营收同比增速下滑，盈利持续好转	6
2.2.	光学光电子增速放缓，库存压力有所缓解	8
2.3.	电子制造稳步增长，毛利下滑明显	10
2.4.	涨价带动电子元件增长，进口替代进行时	12
3.	电子行业 2017 年下半年投资策略	14
3.1.	半导体关注先进封装和模拟电路的国产替代	14
3.2.	光学光电子关注新应用拉动需求端增长	14
3.3.	电子制造关注新应用市场渗透率提升	15
3.4.	电子元件关注供需紧张导致的价格上涨	15
4.	风险提示	15

图表目录

图表 1:	电子行业近 7 年营收及增速	3
图表 2:	电子行业近 7 年归母净利及增速	4
图表 3:	近两年电子行业销售毛利率和净利率	4
图表 4:	电子行业三费用率情况	5
图表 5:	电子行业存货周转天数	5
图表 6:	半导体行业营收及增速	6
图表 7:	半导体行业销售毛利率及净利率	7
图表 8:	半导体行业在建工程 (亿元)	7
图表 9:	半导体行业存货周转天数	8
图表 10:	光学光电子行业营收及增速	8
图表 11:	光学光电子行业销售毛利率及净利率	9
图表 12:	光学光电子行业在建工程 (亿元)	9
图表 13:	光学光电子行业存货周转天数	10
图表 14:	电子制造行业营收及增速	10
图表 15:	电子制造行业销售毛利率及净利率	11
图表 16:	电子制造行业在建工程 (亿元)	11
图表 17:	电子制造行业存货周转天数	12
图表 18:	电子元件行业营收及增速	12
图表 19:	电子元件行业销售毛利率及净利率	13
图表 20:	电子元件行业在建工程 (亿元)	13
图表 21:	电子元件行业存货周转天数	14

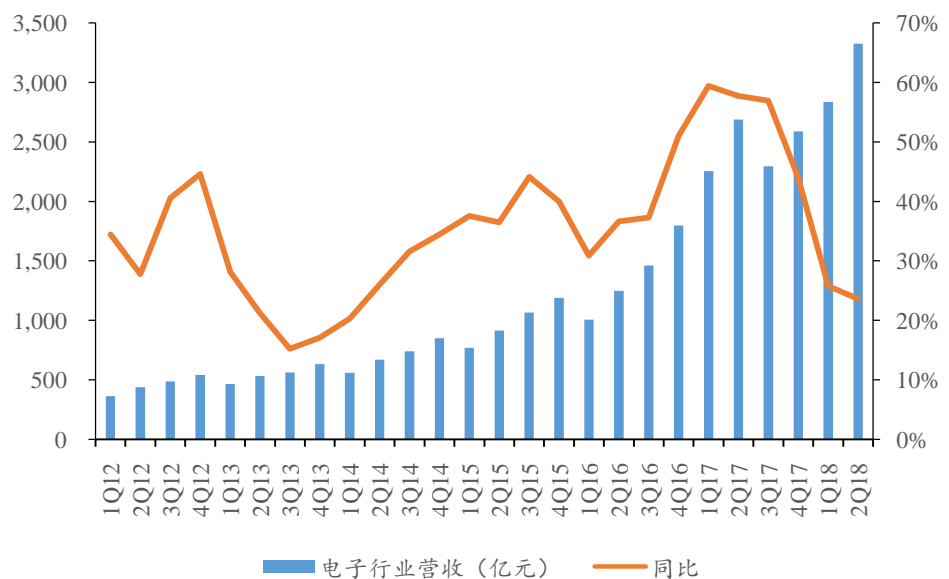
数据选择：我们选用申万行业分类中的电子行业作为分析对象，分为半导体、电子元件、光学光电子、电子制造、其他电子共五个子板块，剔除海康威视(002415.SZ)、大华股份(002236.SZ)，总共 226 家电子行业上市公司。

1. 营收稳步增长，盈利能力下滑

1.1. 上半年电子行业营收及归母净利创新高

扩产至营收创新高。电子行业 2018 年上半年营业收入为 6160.22 亿元，同比增长 24.62%。其中 2018 年 2 季度电子行业营收 3324.66 亿元，同比上升 23.65%，环比上升 17.25%。我们认为电子行业 2018 年上半年营收持续保持较快增长的原因一方面行业整体持续扩产，电子产业向大陆转移进一步扩大；另一方面由于汽车电子、物联网、人工智能等创新应用，推动下游需求增长。我们预计受电子产业链向国内转移趋势及消费升级影响，电子行业营收将继续保持稳步增长。

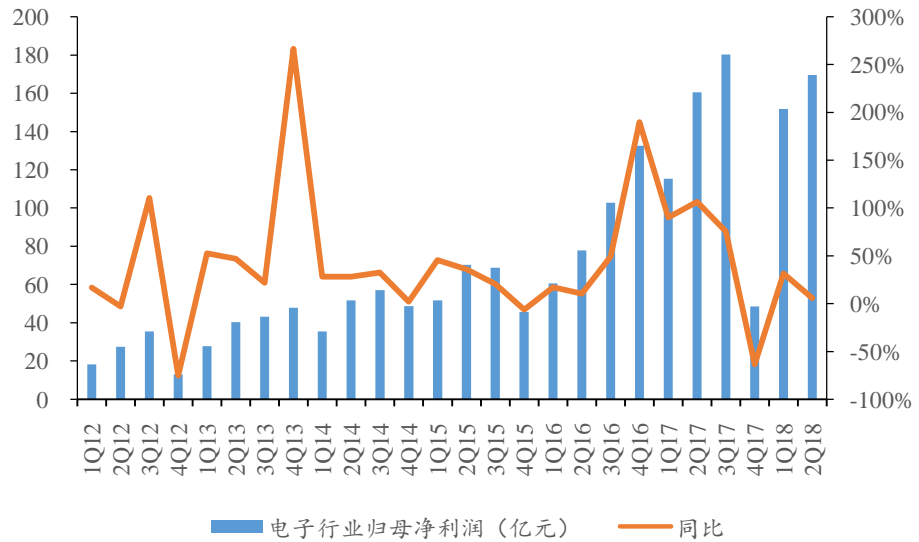
图表 1：电子行业近 7 年营收及增速



来源：Wind，国联证券研究所

净利润增速低于营收增速。电子行业 2018 年上半年归母净利达 321.42 亿元，同比上升 14.99%。其中 2018 年 2 季度归母净利达 169.61 亿元，同比增长 5.69%，环比 1 季度增长 11.73%。上半年电子行业归母净利增速低于营收增速，主要原因在于下游应用需求放缓，但产能持续扩张，部分产品价格下滑。我们预计行业各子板块的供需关系仍将呈现结构性分化，电子元件、分立器件、PCB 有望维持高景气，面板、LED 随着产能的进一步扩增，仍将处于供大于求态势。

图表 2: 电子行业近 7 年归母净利润及增速

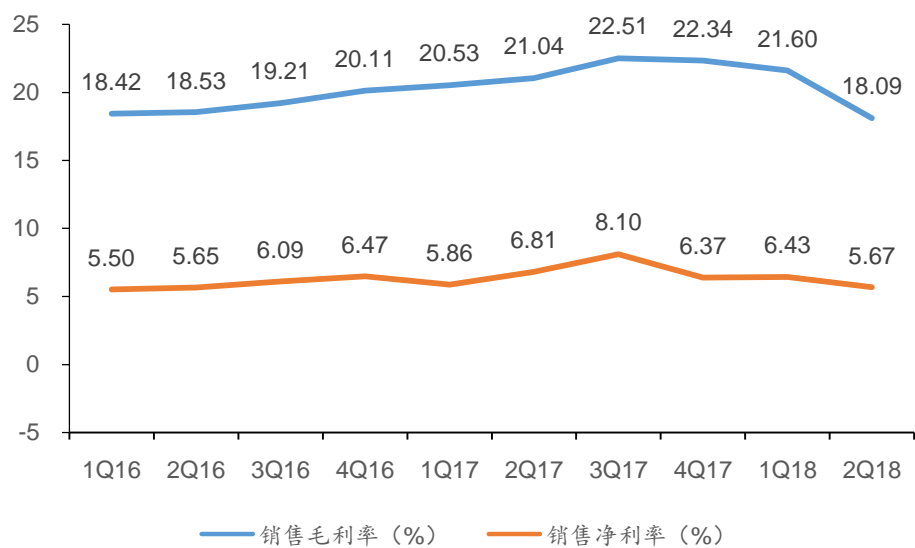


来源: Wind, 国联证券研究所

1.2. 毛利率下降, 费用率改善

Q2 盈利水平同比下降。电子行业 2018 年 2 季度毛利率为 18.09%，同比下降 2.95 个基点，环比下降 3.51 个基点。电子行业 2018 年 2 季度净利率为 5.67%，同比下降 1.14 个基点，环比下降 0.77 个基点。我们认为电子行业毛利率和净利率于 2017 年 Q3 开始下滑，主要原因还是消费电子下游需求放缓，行业供给过剩导致产品跌价。我们预计随着新应用的推广，产品价格将趋稳，毛利和净利水平也将企稳。

图表 3: 近两年电子行业销售毛利率和净利率

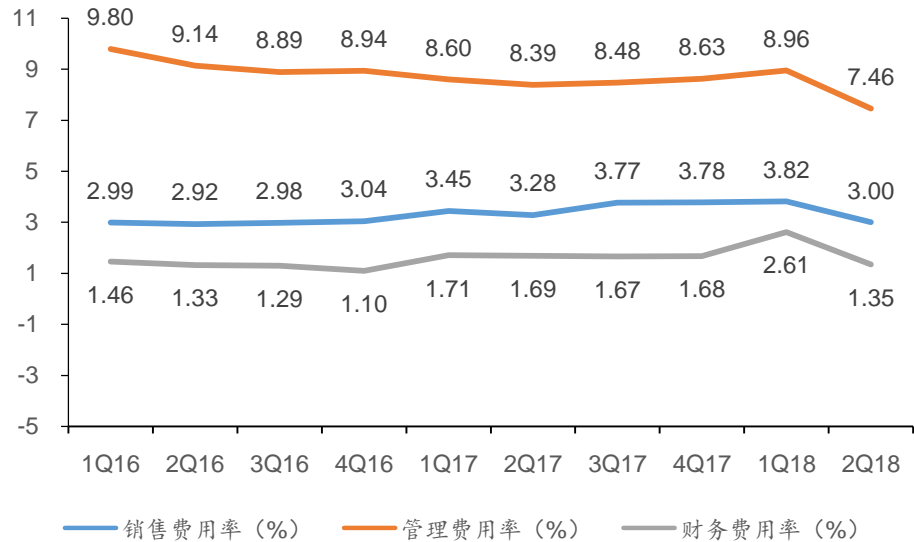


来源: Wind, 国联证券研究所

效率提升, 三费下降。电子行业 2018 年 2 季度管理费用率为 7.46%，同比下降 0.92 个基点；2 季度销售费用率为 3.00%，同比下降 0.28 个基点；2 季度财务费用

率为 1.35%，同比下降 0.34 个基点。上半年电子行业各项费用整体下降，经营效率和成本把控有所提升。

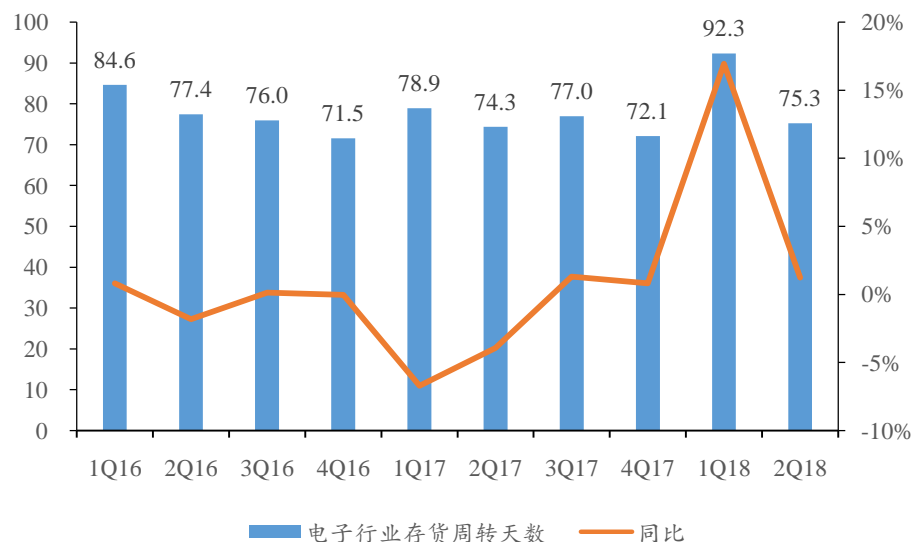
图表 4：电子行业三费用率情况



来源：Wind，国联证券研究所

库存压力好转。电子行业盈利能力的提升也体现为存货周转天数下行，2018 年 2 季度行业存货周转天数为 75.3 天，同比提高 0.92 天，环比 2018 年 1 季度降低 17.05 天。

图表 5：电子行业存货周转天数



来源：Wind，国联证券研究所

总结 18 年上半年电子行业的业绩，受智能机出货低迷影响，整体营收增速放缓。大幅扩产导致供过于求，产品价格下滑。我们预计随着下半年开始搭载创新功能的旗舰新机陆续推出，汽车电子、物联网、人工智能应用的渗透，下游需求将有所提升，

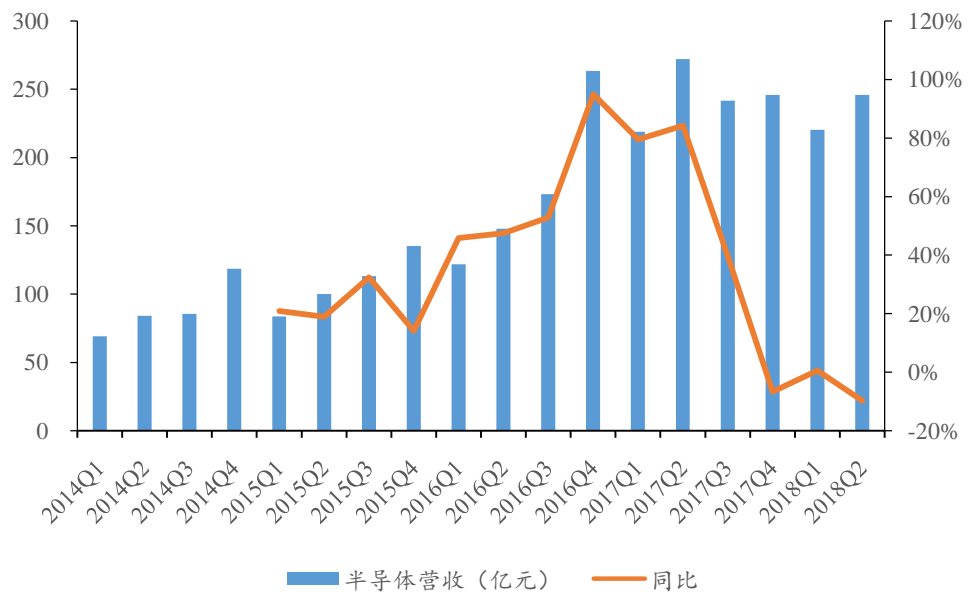
行业盈利将保持稳定。同时，我们预计各子板块的供需关系仍将呈现结构性分化，电子元件、分立器件、PCB 有望维持景气，面板、LED 随着产能的进一步扩增，仍将处于供大于求态势。

2. 电子各子行业分析

2.1. 半导体营收同比增速下滑，盈利持续好转

营收同比下降、环比增长。半导体行业 2018 年上半年营收 466.00 亿元，同比减少 6.64%。其中 2018 年第 2 季度营收 245.81 亿元，同比减少 9.70%，环比增长 11.63%。细分子板块来看，分立器件上半年营收 31 亿元，同比增长 21.17%，增速最为显著；而半导体材料上半年营收 21.38 亿元，同比下降 64.41%，跌幅较大。我们认为国内半导体行业已经处于持续投入期，半导体产业快速向国内转移，推动国内半导体产业快速发展。

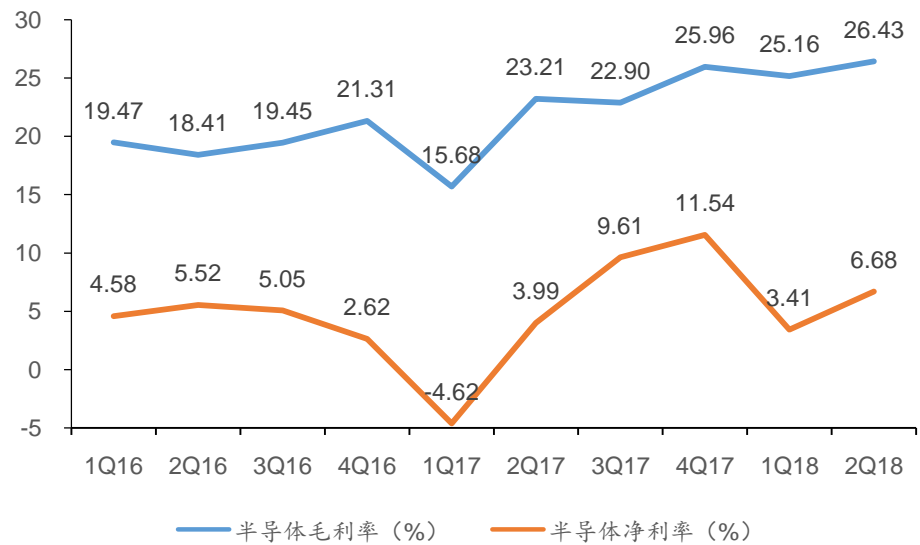
图表 6：半导体行业营收及增速



来源：Wind，国联证券研究所

毛利率、净利率回升。从盈利能力看，2018 年上半年半导体行业毛利率为 25.83%，同比提升 2.44 个基点。其中 2018 年 2 季度毛利率为 26.43%，同比增加 3.22 个基点，环比增加 1.27 个基点。2018 年上半年半导体行业净利率为 5.14%，同比提升 4.77 个基点；其中 2 季度净利率为 6.68%，同比提升 2.69 个基点，环比增加 3.27 个基点，较第一季度有大幅改善。我们认为半导体行业毛利率和净利率水平逐渐取得改善，在历经了初期发展和收购整合阵痛期之后，国内半导体产业在资本和政策的大力扶持下有望加速发展。

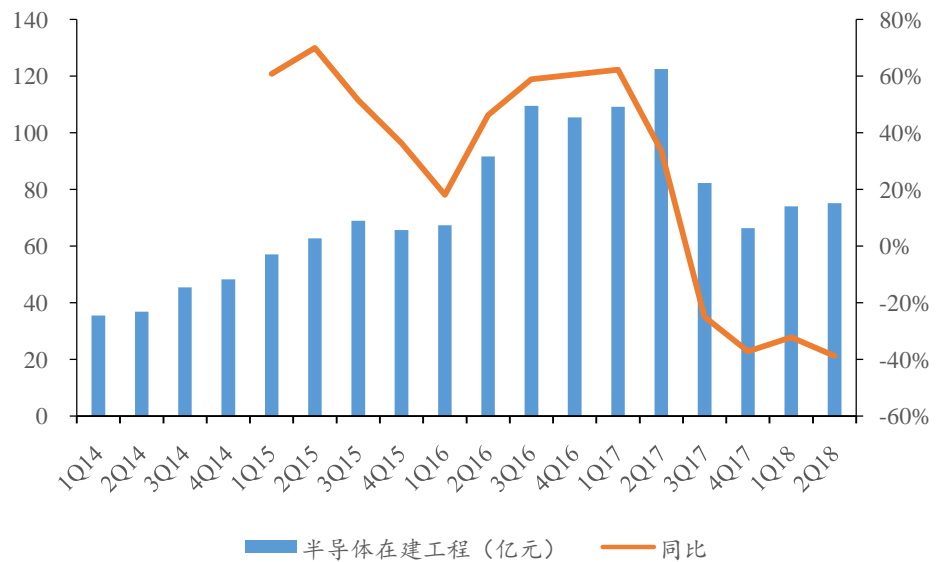
图表 7: 半导体行业销售毛利率及净利率



来源: Wind, 国联证券研究所

2018 年 2 季度半导体行业在建工程为 75.09 亿元, 同比减少 38.71%, 环比 1 季度增长 1.45%。

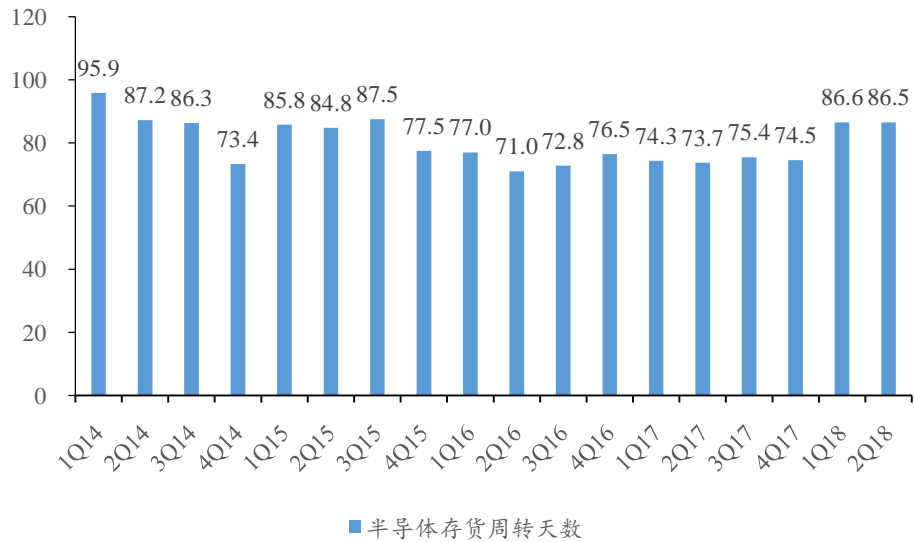
图表 8: 半导体行业在建工程 (亿元)



来源: Wind, 国联证券研究所

2018 年 2 季度半导体行业存货周转天数为 86.5 天, 同比上升 12.84 天, 环比 2018 年 1 季度微降 0.02 天。由于下游应用需求平淡, 存货周转天数未明显改善。

图表 9：半导体行业存货周转天数

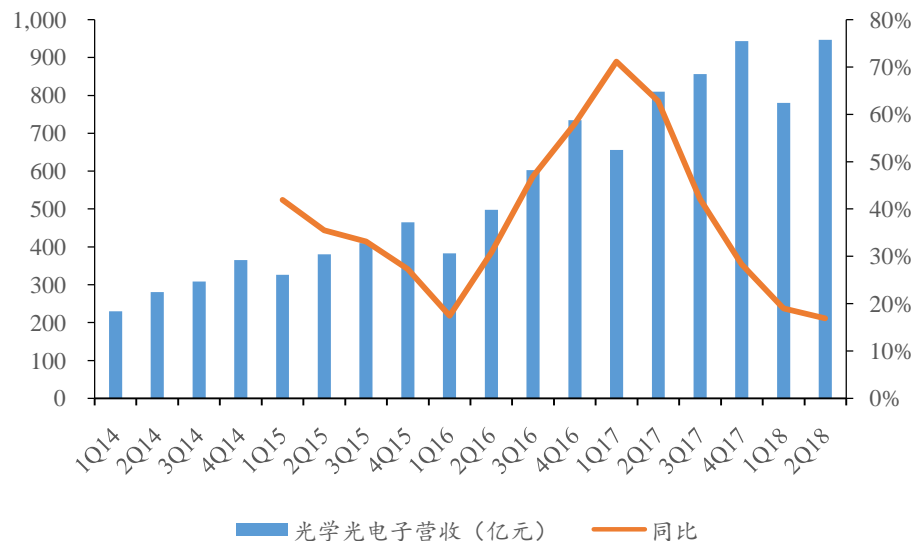


来源：Wind，国联证券研究所

2.2. 光学光电子增速放缓，库存压力有所缓解

光学光电子行业 2018 年上半年营收 1728.57 亿，同比增长 16.57%。其中 2018 年 2 季度营收 946.83 亿元，同比增长 16.87%，环比增长 21.37%。受面板和 LED 跌价影响，光学光电子行业 2018 年营收增速有所放缓。

图表 10：光学光电子行业营收及增速

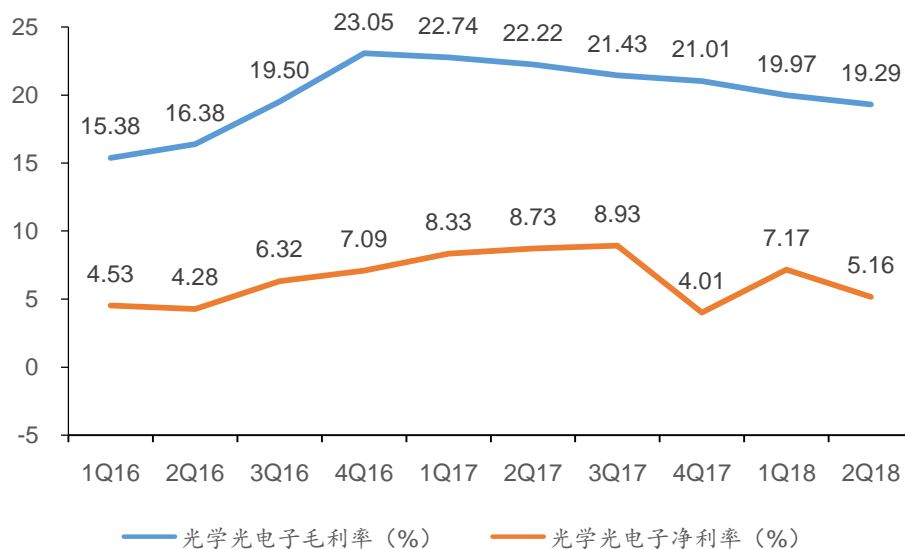


来源：Wind，国联证券研究所

从盈利能力看，2018 年上半年光学光电子行业毛利率为 19.63%，同比下降 2.84 个百分点。其中 2018 年 2 季度毛利率为 19.29%，同比下滑 2.93 个百分点，环比下滑 0.68 个百分点。2018 上半年光学光电子净利率为 6.09%，同比下降 2.44 个百分点；其中 2 季度净利率为 5.16%，同比减少 3.57 个百分点，环比减少 2.01 个百分点。受到面板

和LED持续跌价影响，2018上半年光学光电子板块盈利能力有较明显下滑。我们认为前两季度的跌价有望刺激下游需求，供需的暂时修复将带动价格止跌企稳。长期来看，随着新建产能的陆续开出，整体供过于求的态势将加剧行业竞争，市场份额有望逐渐向具备规模成本优势的大厂商靠拢。

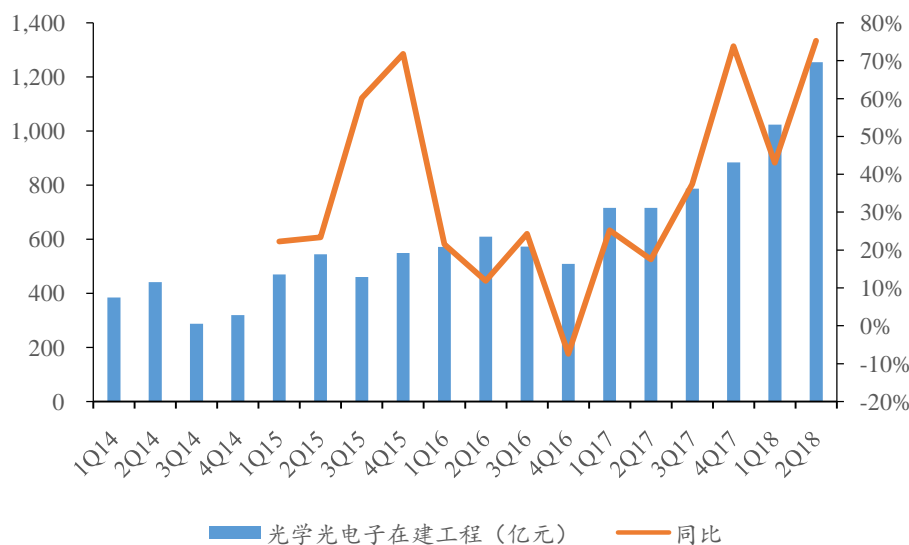
图表 11：光学光电子行业销售毛利率及净利率



来源：Wind，国联证券研究所

2018年2季度光学光电子行业在建工程为1253.98亿元，同比上升75.21%，环比1季度增长22.45%。我们认为随着新型显示、小间距、双摄等行业应用的推动，投资扩产潮将持续。

图表 12：光学光电子行业在建工程（亿元）

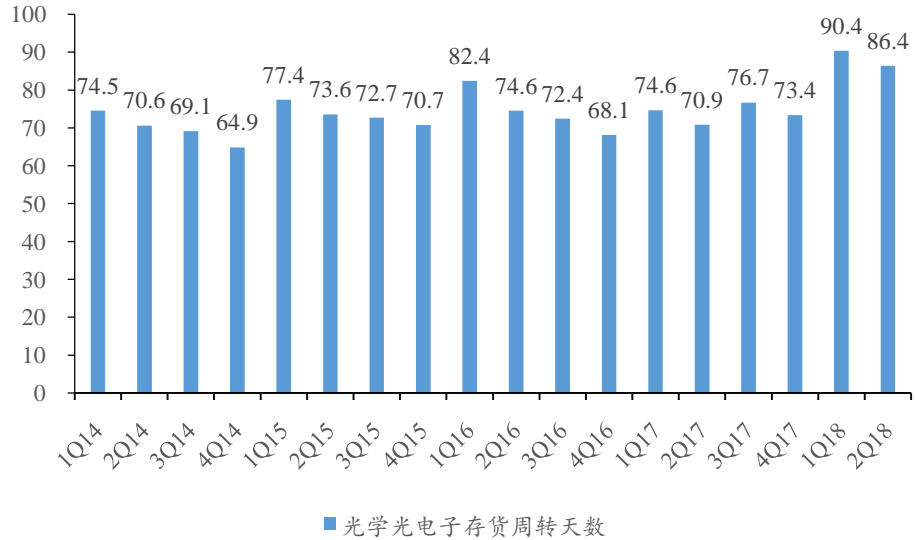


来源：Wind，国联证券研究所

2018年2季度光学光电子行业存货周转天数为86.4天，同比上升15.53天，环

比1季度下降3.97天。虽然18年上半年同比上升，但环比呈下降态势，我们认为产品的跌价将刺激下半年出货，行业供过于求的状态将得到暂时修复。

图表 13: 光学光电子行业存货周转天数

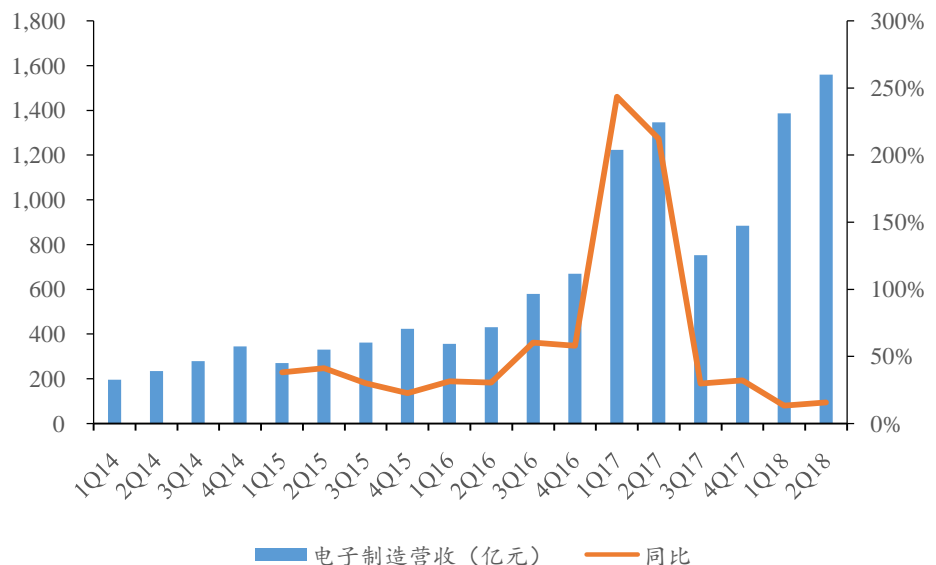


来源: Wind, 国联证券研究所

2.3. 电子制造稳步增长，毛利下滑明显

2018年上半年电子制造行业营收2945.21亿，同比增长14.65%。其中2018年2季度营收1558.99亿元，同比增长15.83%，环比增长12.46%。电子制造行业的稳步增长，源于国产手机的增长和手机产业链向国内转移的持续进行。我们认为随着9月iPhone新款新机型的推出，下半年智能机出货量将有所提振。

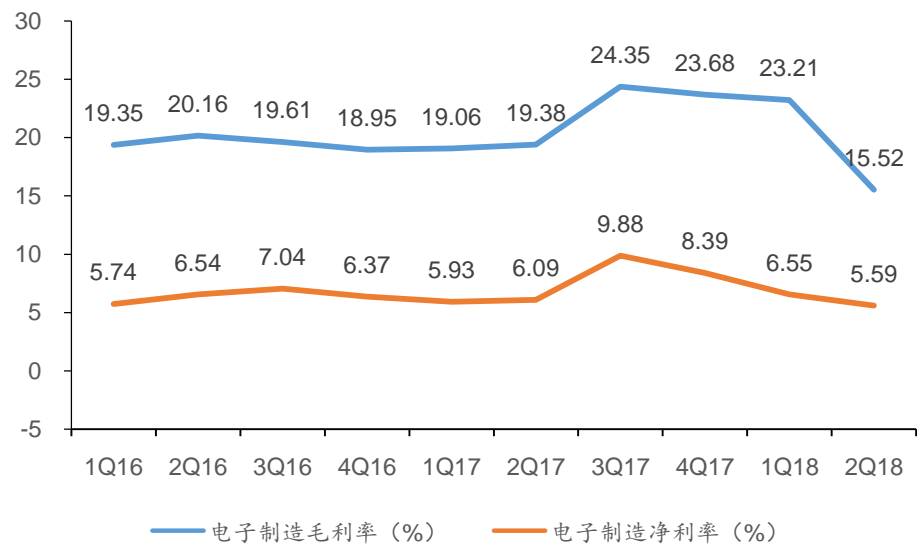
图表 14: 电子制造行业营收及增速



来源: Wind, 国联证券研究所

从盈利能力看，2018年2季度电子制造行业毛利率为15.52，同比下降3.86个百分点，环比减少7.69个百分点。2018年上半年电子制造行业净利率为5.26%，同比下降0.77个百分点。其中2018年2季度净利率为5.59，同比下降0.50个百分点，环比下降0.96个百分点。受智能机为代表的消费电子出货量下滑影响，产能利用率偏低，电子制造行业盈利能力同比下降。

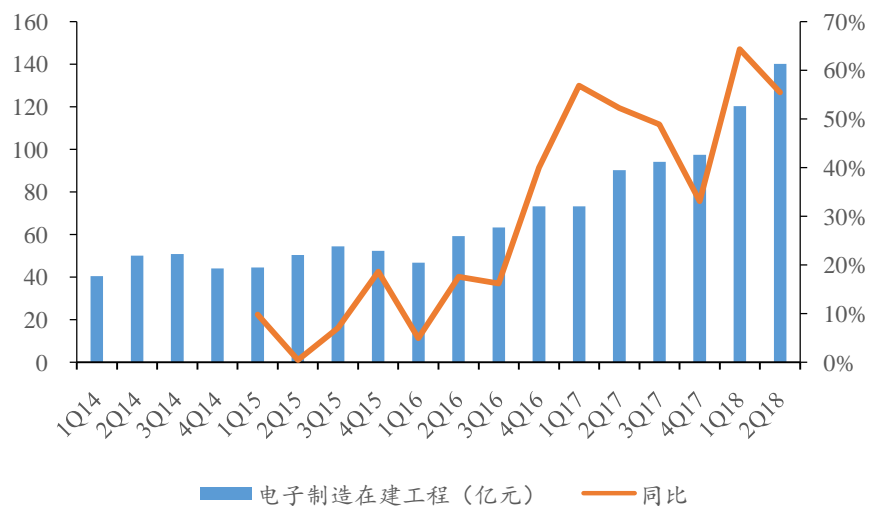
图表 15: 电子制造行业销售毛利率及净利率



来源: Wind, 国联证券研究所

2018年2季度电子制造行业在建工程为140.16亿元，同比增长55.47%，环比2018年1季度增长16.44%。电子制造行业在建工程大幅提升主要由于国产智能手机品牌的发展，导致智能手机产业链进一步向国内转移；随着国内消费电子品牌的发展，将进一步推动电子制造产业转移，电子制造行业扩产持续稳步进行。

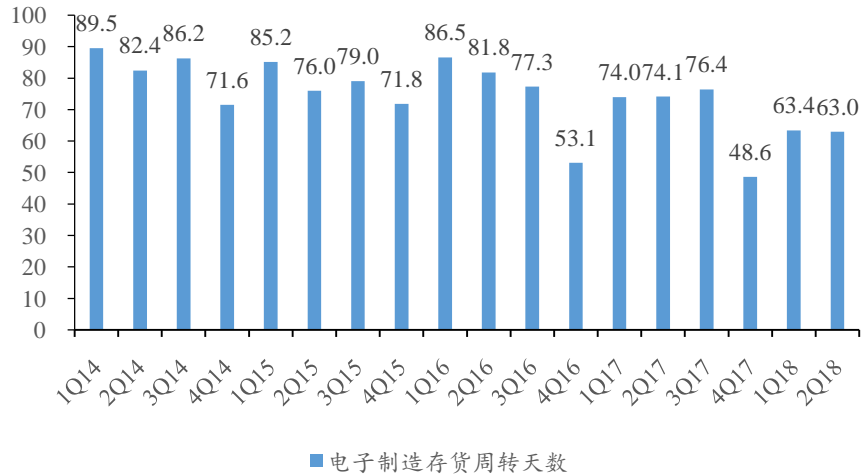
图表 16: 电子制造行业在建工程 (亿元)



来源: Wind, 国联证券研究所

2018年2季度电子制造行业存货周转天数为63.0天，同比下降11.15天，环比2018年1季度下降0.4天。电子制造行业存货周转天数的下降表明2季度手机零部件去库存明显。我们认为随着苹果新款新机型的到来，产品创新对下半年出货量有所提振。

图表 17: 电子制造行业存货周转天数

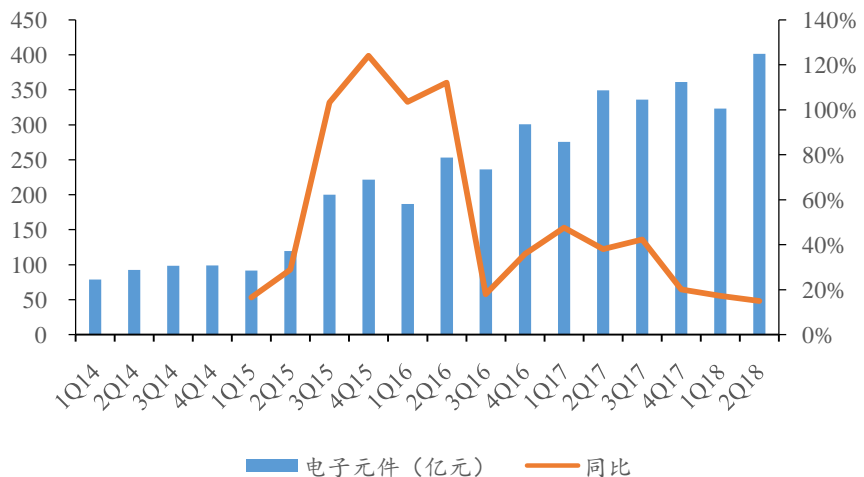


来源: Wind, 国联证券研究所

2.4. 涨价带动电子元件增长，进口替代进行时

2018年上半年电子元件行业营收724.58亿，同比增长15.03%。其中2018年2季度营收401.40亿元，同比增长14.96%，环比增长24.21%。电子元件2016年以来的持续增长主要原因是由于产业原材料的涨价带动的元器件的涨价。我们认为电子产业原材料产能短期扩产有限，下游需求稳步增长，将继续推动元件行业营收持续稳步增长；此外高端电子元件将继续向中国转移，也成为推动元件行业持续增长的动

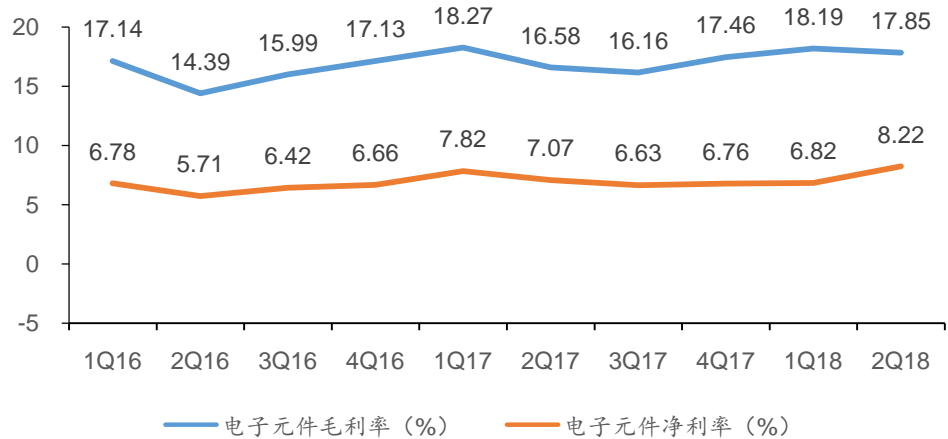
图表 18: 电子元件行业营收及增速



来源：Wind，国联证券研究所

从盈利能力看，2018年上半年元件行业毛利率为18.00%，同比提高0.59个百分点。其中2018年2季度毛利率为17.85%，同比提升1.27个百分点，环比下降0.34个百分点。2018年上半年元件行业净利率为7.59%，同比提升0.14个百分点。其中2018年2季度净利率为8.22%，同比提升1.15个百分点，环比提升1.40个百分点。可以看到元件行业毛利率和净利率水平有所提升，其主要原因是MLCC等被动元件以及PCB市场持续景气。

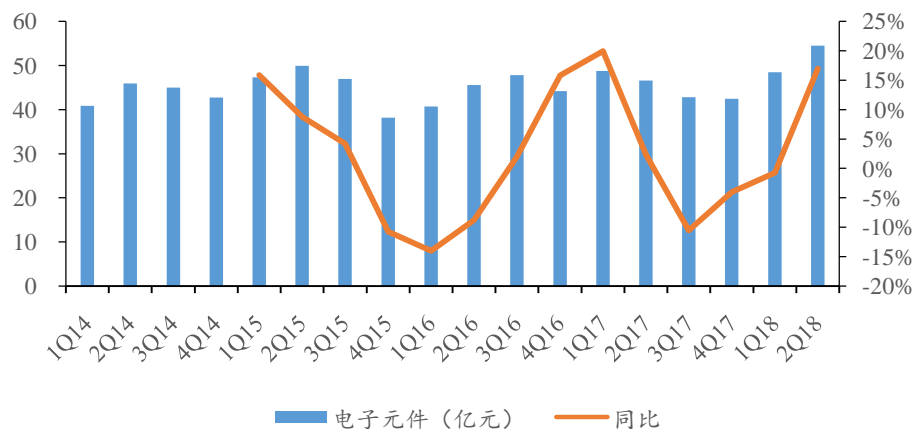
图表 19：电子元件行业销售毛利率及净利率



来源：Wind，国联证券研究所

到2018年2季度电子元件行业在建工程为54.50亿元，同比增长16.92%，环比2018年1季度增长12.51%。受下游需求增长带动，电子元件行业在建工程扩产增速稳步提升。但考虑到环保限排等因素，我们认为整体扩产有限，但部分高端产品具备进口替代实力，将加快扩产步伐。

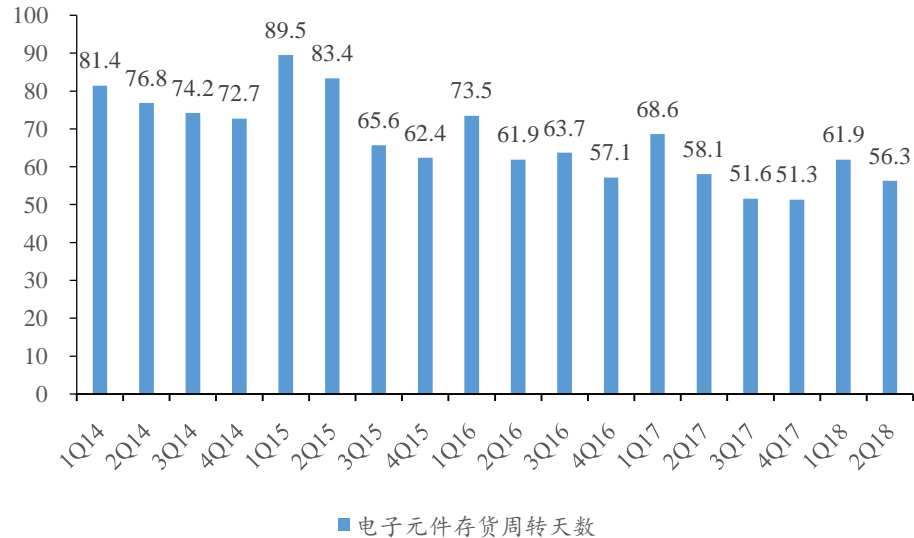
图表 20：电子元件行业在建工程（亿元）



来源：Wind，国联证券研究所

2018 年 2 季度电子元件行业存货周转天数为 56.3 天，同比下降 1.78 天，环比 2018 年 1 季度下降 5.64 天。电子元件行业存货周转天数的下降表明行业供求关系继续偏紧，行业景气度继续向好，部分高端产品由于多年的积累，将实现进口替代。

图表 21：电子元件行业存货周转天数



来源：Wind，国联证券研究所

3. 电子行业 2017 年下半年投资策略

3.1. 半导体关注先进封装和模拟电路的国产替代

对于 2018 年下半年半导体行业投资思路，我们认为半导体行业仍然处于景气周期中，需求端受汽车电子、智能家居、挖矿机等行业应用的拉动，半导体行业迎来新一轮硅含量提升周期，供给端上游原材料大硅片由于高度垄断将持续紧缺，导致价格持续走高。中国作为全球最大的半导体消费市场，自给自足迫在眉睫，大基金二期即将出台，各级资本支持产业发展，中国集成电路产业得天时、地利、人和。建议关注：
长电科技 (600584.SH)：公司为国内半导体封测龙头，无论是产能、技术都处于领先地位。随着星科金朋江阴厂产能利用率的提升，与长电先进协同效应显现，公司将迎来整体扭亏。此外国家大基金入主，公司资金和市场都将获得有力支持。
圣邦股份 (300661.SZ)：公司主要产品为高性能模拟芯片，覆盖信号链和电源管理两大领域，拥有千余款可供销售产品，其高性能模拟芯片产品性能指标已与国际品牌相近，有望打破垄断实现国产替代。
士兰微 (600460.SH)：公司立足设计与制造一体的 IDM 模式，致力于半导体功率器件、MEMS 传感器、LED 等多个技术领域的发展。在全球半导体供给紧缺的态势下，公司积极布局先进产能，在厦门布局的两条 12 英寸 90-65nm 特色工艺芯片生产线和一条 4/6 英寸兼容先进化合物半导体器件生产线有望于下半年开建，蓄势待发。

3.2. 光学光电子关注新应用拉动需求端增长

对于 2018 年下半年光学光电子行业投资思路，我们认为周期性行业的在需求放缓的情况下，产能扩张使得供过于求。MiniLED、MicroLED、OLED 等新应用的落地，将继续拉动需求端增长；此外行业龙头多点拓展、企业规模化经营和全产业链布局，将保障公司稳健可持续发展。建议关注：**京东方 A (000725.SZ)**：持续扩产和规模化经营为公司稳健发展提供支撑，此外在 OLED、物联网方面的布局有望为公司成长带来新动力。**三安光电 (600703.SH)**：全产业链布局和高品质产品保障公司拥有较高盈利水平，此外在化合物半导体、汽车电子和 MicroLED 方面的布局有望成为公司业务新增长点。

3.3. 电子制造关注新应用市场渗透率提升

对于 2018 年下半年电子制造行业投资思路，我们认为苹果手机所应用的 3D 识别、无线充电等新应用将在安卓产品上快速渗透，有望驱动新一波换机潮。建议关注：**闻泰科技 (600745.SH)**：公司是全球智能手机 ODM 龙头，受益于海外市场的快速增长，公司出货量快速提升，同时剥离地产业务，收购安世半导体切入半导体领域，实现公司二次增长。**欧菲科技 (002456.SZ)**：公司收购索尼中国生产基地，其拥有业界顶尖的摄像头模组开发和封装技术，并且为苹果手机摄像头供应链成员，主要供应前置摄像头为主。公司借此收购加速打入国际一流客户供应链，并且大幅缩短原先自建产线所需的时间。公司与 MantisVision 共同研发并推广手机前置 3D 与后置 3D 摄像头、通用消费电子和专业 3D 摄像头产品，将使得公司由传统模组生产商转变为 3D 摄像方案提供商，为公司发展提供新动能。

3.4. 电子元件关注供需紧张导致的价格上涨

对于 2018 年下半年电子元件行业投资思路，我们认为经过多年的技术积累，国内企业已不再是在中低端产品上红海厮杀的角色，已经在多个领域技术上与国外企业可以一决高下。目前电子元件行业处于高景气周期，国内企业将受益于产品涨价带来的红利。建议关注：**胜宏科技 (300476.SZ)**：公司是高密度多层 VGA（显卡）PCB 市场龙头企业，在高密度多层 VGA（显卡）PCB 市场份额超 40%，全球第一。在下游显卡市场受人工智能应用推动，保持高速增长的情况下，公司将享受行业红利。公司定向增发募投厂房二期，快速扩产为营收大幅增长提供有力保障。**沪电股份 (002463.SZ)**：公司深耕各类印制电路板（PCB）多年，主导产品为 14-38 层企业通讯市场板、中高阶汽车板。随着 5G 将至以及汽车电子化程度的提升，公司的多层板产品有望充分受益，来自需求端的成长动力有保障。同时，公司黄石厂汽车板专线预计将于 2019 年底投产，有望增厚未来业绩弹性。**三环集团 (300408.SZ)**：公司掌握了陶瓷全制程能力，在粉体配方、成型、烧结的工艺领域尤为领先，使得公司在下游多个应用领域抢占了产业制高点。随着陶瓷外观件以及 MLCC 的放量，公司将替代日本企业获得成长空间。

4. 风险提示

电子行业应用需求不达预期，产能扩张快于预期。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810