

“国产替代”能否演化为进攻主线？ ——“市场策略思考”之十

核心观点

目前，市场环境偏弱，呈现两极分化态势，市场一方面较为偏好高股息的防御性策略，另一方面也在积极寻找进攻的机会。8月底以来，华为概念持续活跃，市场关心“国产替代”后续能否演化为进攻主线。对比2019年半导体“国产替代”行情，本轮行情驱动因素紧迫性和可行性并驾齐驱，因此“国产替代”具备成为进攻主线的潜力，后续可以进一步关注超低国产替代率方向，以及具有一定国产替代进程的行业中紧迫性较强或出现重大技术突破的方向。

“国产替代”的核心驱动力：紧迫性和可行性

“国产替代”的紧迫性可能激发主题投资机遇，而可行性较强的领域可能出现景气投资行情。在进入期，政策推动和事件催化可能引发主题投资行情；若有一定技术突破，国产替代率提升，进入追赶期，景气投资逻辑有望兑现；若高端壁垒进一步突破，技术完全自主可控，进入推广期，景气投资逻辑进一步发挥作用，有望实现戴维斯双击。

“国产替代”具备成为进攻主线的潜力

对比2019年初半导体行情，相似之处在于均具备“国产替代”紧迫性逻辑，荷兰和美国对于半导体制造设备和高性能AI芯片的出口管制，导致半导体“国产替代”紧迫性提升；此外，半导体行业均处于景气触底回升。不同在于本轮行情紧迫性和可行性并驾齐驱，具备成为进攻主线的潜力。华为8月29日起超预期上架新机型，市场对行业基本面回暖预期升温，华为手机的技术突破也提高了国产替代的可行性。

从紧迫性和可行性两个视角布局“国产替代”投资机遇

从“紧迫性-可行性”两个维度对“国产替代”的细分方向进行布局，发现主要存在两类机会：（1）对于超低国产替代率（<5%）的行业，紧迫性较强且国产替代空间大，具有较强的主题投资性质。一旦出现较大技术突破，存在快速放量机会。建议关注光刻机、硅材料、光刻胶、逻辑芯片、存储器、操作系统等。（2）对于有一定国产替代进展（国产率5%-30%）的行业，具备一定技术能力和较强的放量能力，可行性较强，以景气投资为主。建议重点关注紧迫性较强或出现重大技术突破（高端技术的突破）的方向，如半导体设备、半导体材料、模拟芯片、射频芯片、电子元器件、信创、工业软件、光模块、光芯片、医疗设备、高值耗材、数控机床、工业机器人、电控系统、激光雷达等。

风险提示：国内经济复苏或者稳增长政策的效果不及预期、中美关系恶化、国产替代不及预期等。

投资策略

陈果

chengguodcq@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521120006

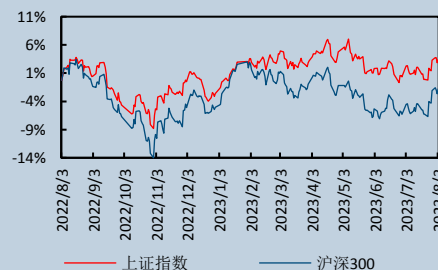
何盛

hesheng@csc.com.cn

SAC 编号:S1440522090002

发布日期：2023年09月14日

上证指数走势图



深证成指走势图



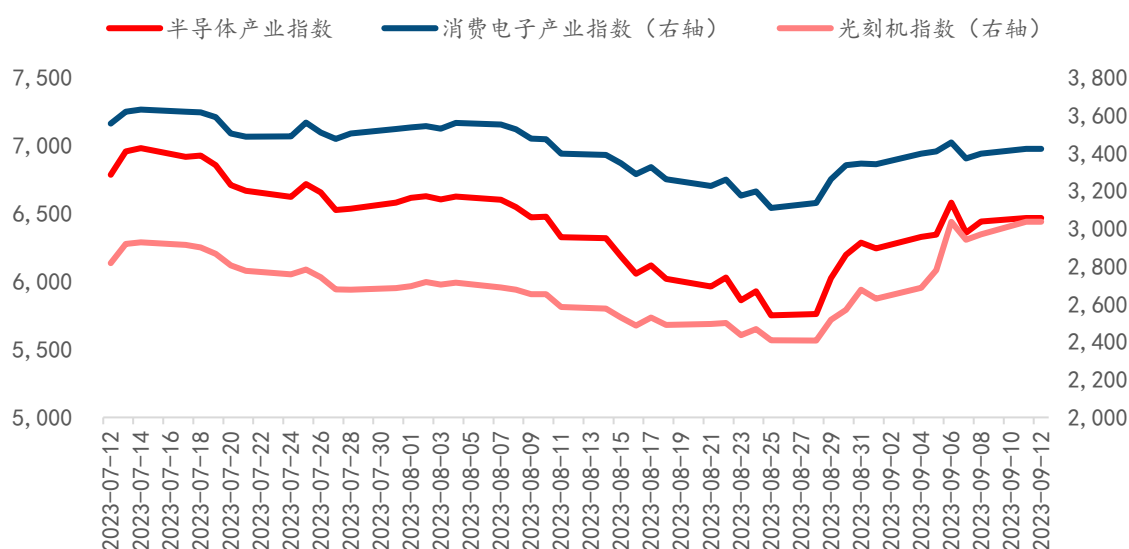
目录

一、引言	1
二、国产替代的核心驱动力：紧迫性和可行性	2
信创行业国产替代行情	3
激光器行业国产替代行情	4
三、国产替代具备成为进攻主线的潜力	6
2019-2021 年半导体行业国产替代行情	6
本轮半导体行业国产替代行情	7
四、从紧迫性和可行性视角布局国产替代机遇	9
风险分析	11

一、引言

目前，市场环境偏弱，呈现两极分化态势，市场一方面较为偏好高股息的防御性策略，另一方面也在积极寻找进攻的机会。近期华为概念持续活跃，半导体、消费电子和光刻机指数自8月底开始反弹。从卫星电话-华为供应链-光刻胶，到光刻机-华为海思，再到华为软件和存储线，是近期市场认可度相对较高的进攻方向。这一现象引发了市场对于“国产替代”的关注。本文通过对比历史案例，试图回答下列问题：“国产替代”的核心驱动力是什么？“国产替代”后续能否演化为进攻主线？“国产替代”逻辑下潜在的投资机会在哪？

图表1： 半导体、消费电子和光刻机指数自8月底开始反弹



数据来源：Wind、中信建投证券

二、“国产替代”的核心驱动力：急迫性和可行性

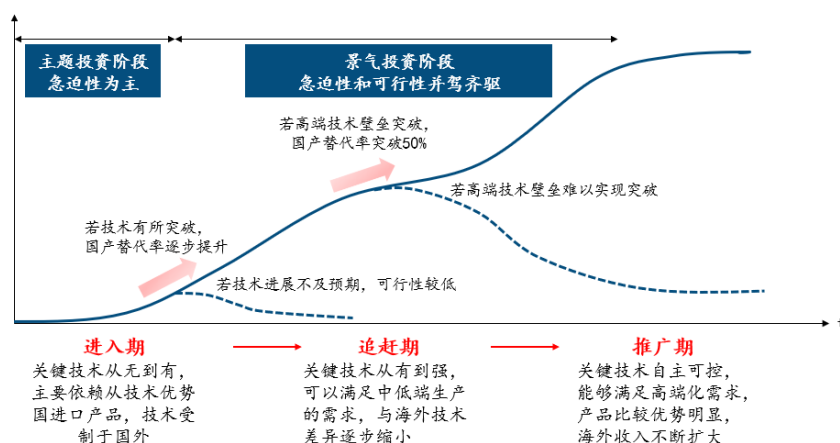
急迫性和可行性是“国产替代”投资的两条逻辑主线。（1）在急迫性方面，2018年以来的中美科技脱钩、美国出台的芯片法案、芯片出口管制等均提升了“国产替代”的紧迫性，自主可控在国家战略层面重要性显著上升。因此，事件催化和政策驱动可能激发主题投资机遇。（2）在可行性方面，对于技术难点攻克时间较长且技术突破难度很大的领域，具有较强的主题投资属性；对于有技术壁垒但在几年内有望实现技术突破的领域，具备一定技术积累的企业可以通过加强技术创新，争取更大市场份额，从而提高公司业绩，带来景气投资机会。

基于海内外学者的研究，“国产替代”整体上大概包括三个阶段：进入期→追赶期→推广期。其中，进入期阶段“进口替代”是核心，主要是关键技术从无到有的过程；追赶期阶段“创新赶超”是核心，主要是关键技术从有到强的过程，可以满足中低端生产的需求，与海外技术差异逐步缩小；推广期阶段“技术跨越”是核心，主要是实现关键技术自主可控，产品比较优势明显，能够满足高端化需求，海外收入不断扩大。

一般情况下，（1）在进入期，政策推动或事件驱动下“国产替代”的紧迫性凸显，可能会引发主题投资行情，主要由市场预期带动产业估值提升（如2019年初-2019.6的半导体；2019年初-2020年Q1的信创）。（2）若低替代率时期技术有所突破，国产替代率逐步提升，国产替代历程逐步进入追赶期，带来企业业绩向好，景气投资的逻辑兑现（如2019年Q2-2021年Q3的半导体；2020年Q2-2021年Q2的信创；2012年下半年-2014年Q2的激光器）；（3）若高端技术壁垒进一步突破，技术实现完全自主可控，国产替代历程进入推广期，产品优势明显，龙头企业毛利率和海外收入不断增长，景气投资逻辑进一步发挥作用，有望实现业绩和估值同时驱动的戴维斯双击（如2017年-2018年Q3的激光器）。若高端技术未能较好突破，则后续将难以出现较好行情（如数控机床，2018年以来中低端国产化覆盖充分，但高端技术尚未实现较好突破，产业迟迟未进入推广期）。

同时行情的出现也往往伴随着产业景气上行周期、政府产业政策的支持或相关事件的催化。行情的结束一般跟随行业景气的下行或业绩增速的显著放缓。此外，推广期行情演绎的持续性也和竞争格局的演绎有关，若出现价格战等也可作为行情结束的标志。

图表2： 国产替代发展历程和投资逻辑



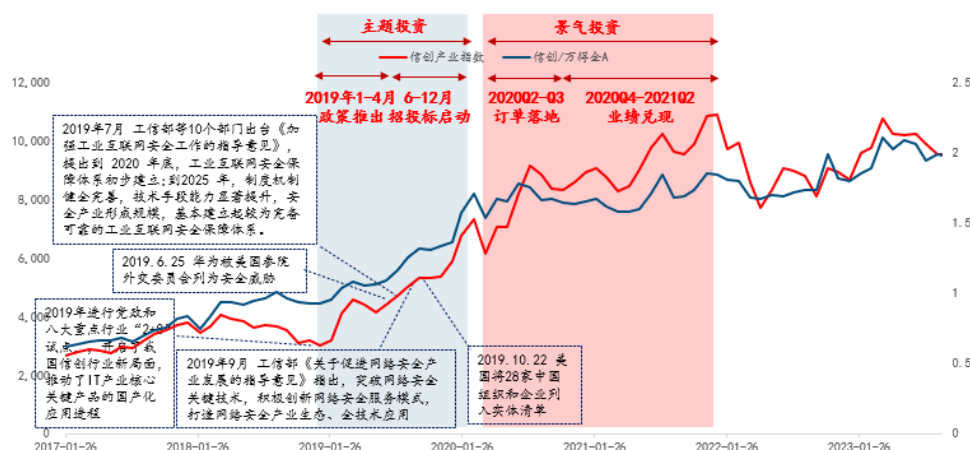
数据来源：中信建投证券

信创行业国产替代行情

2019 年初-2020Q1：主题投资阶段。2018 年以来发生的信息安全事件，敲响了我们 IT 产业的警钟，点燃了信创行业国产替代的急迫性，需要建立我国自主可控的 IT 产业标准和生态，逐步实现各环节的国产替代。2019 年，我国正式提出发展信创产业，信创相关政策相继出台，开始进行党政和八大重点行业“2+8”试点，并预期三年内完成替换。我国党政电子公文替换正式开启招标，政策规划预期引发信创产业指数持续升高，开启了 IT 产业核心关键产品的国产化应用进程。

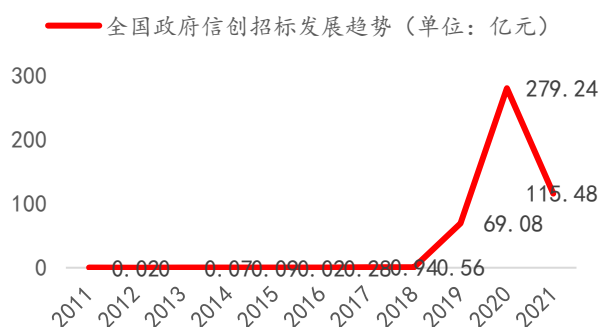
2020 年 Q2-2021 年 Q2：景气投资阶段。2020 年 Q2-Q3 订单逐步落地，订单显示麒麟系统占优，中国软件具备阶段性行情。同时，在 2020 年中国电信服务器集采中，搭载国产 CPU（鲲鹏+海光）的服务器首次明确进入大规模集采。业界表示，这一事件具有历史性意义，表明了我国的信创产业已经具备进口替代的能力。2020Q4-2021 年 Q2，订单逐步落地，业绩开始兑现。行情的结束主要由于行业景气下行和业绩增速放缓。

图表3： 2019-2021 年信创行业国产替代行情演绎



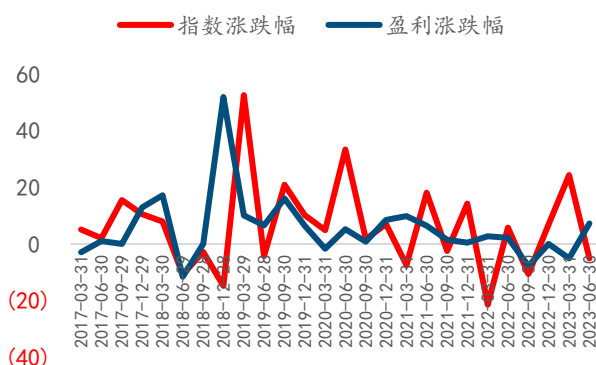
数据来源：Wind，中信建投证券

图表4： 全国政府信创招标发展趋势



数据来源：企查查、零壹智库，中信建投证券

图表5： 信创行业盈利涨跌幅



数据来源：Wind，中信建投证券

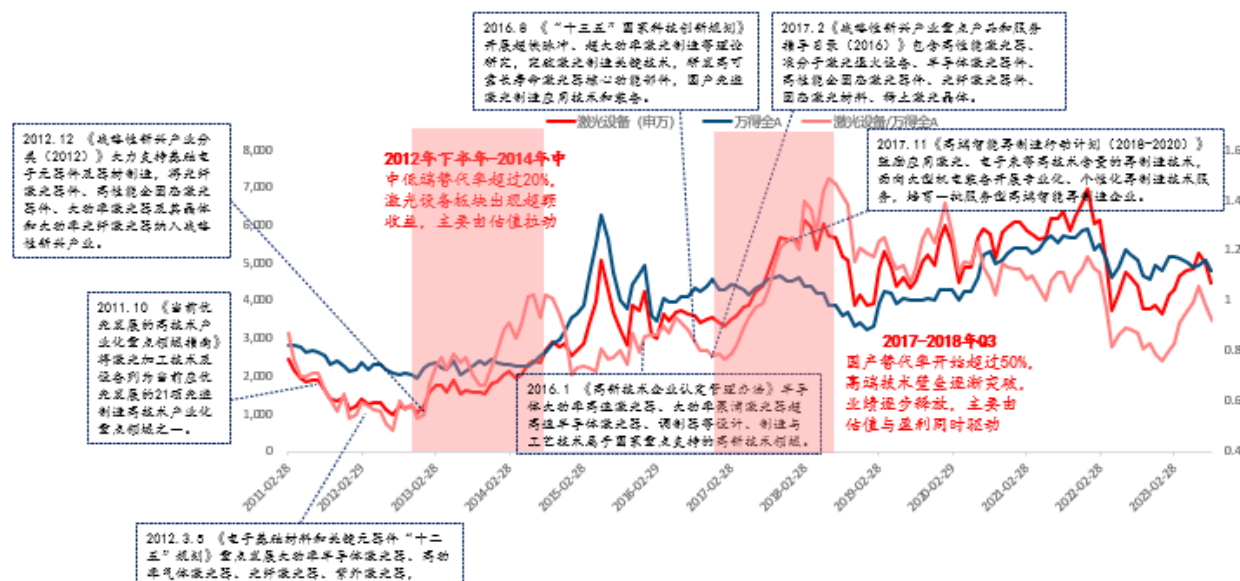
激光器行业国产替代行情

2007 年，美国商务部公布对华出口管制清单，包括激光器等在内的 20 类高科技产品禁止对华出口，此时激光器开始了国产替代之路。自 2012 年至今，激光设备主要有两轮较大的景气投资逻辑下的上涨行情：

2012 年下半年-2014 年中旬：中低端替代率超过 20%，国产替代历程进入追赶期，此时激光设备板块出现超额收益，主要由估值驱动引起。此时激光设备销售收入来看，处于上行周期，增速较快；激光器是我国激光行业的核心，随着中国制造业升级，高精度的加工工序必须使用激光加工设备才能完成，而当时激光市场被国外垄断的现象并没有改变，因此国家在 2011 年底将激光加工技术及设备列为当前应优先发展的 21 项先进制造高技术产业化重点领域之一，并在 2012 年出台了大量支持政策。本轮行情随着激光设备市场规模增速快速下滑而宣告告终。

2017 年-2018 年 Q3：国产替代率开始超过 50%，高端技术壁垒逐渐突破，国产替代进入推广期。2016 年 12 月，中国航天科工集团研发出我国首台全自主研发的 2 万瓦光纤激光器正式进入装机阶段，这一技术成果直接打破国外技术垄断。同时伴随着 2016 年、2017 年国家出台的大量行业刺激政策。此时业绩逐步释放，主要有估值和业绩同时驱动。这一阶段中，国内龙头锐科激光与国际龙头企业 IPG 光电的毛利率差值逐渐收窄，同时锐科激光和大族激光等龙头企业在这一阶段海外收入不断增长，表现出强烈的竞争优势。本轮行情的结束主要有两个标志：一是市场规模增速的快速下行以及业绩增速的显著放缓；二是表现为价格战，在激光设备国产化全面提高的同时，行业也陷入了价格战，导致行业总体毛利率有所下降，利润增幅不及营收增幅，其中锐科激光就在价格战中毛利率一路下滑，从最高时期 2017 年的 46.6%，一路跌至 2019 年的 28.78%，这也是行情告终的标志之一。

图表6： 激光器行业国产替代行情演绎



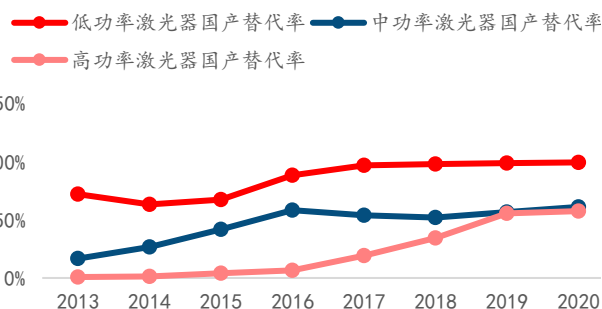
数据来源：Wind，华经情报网，中信建投证券

图表7：中国激光器市场规模及增速



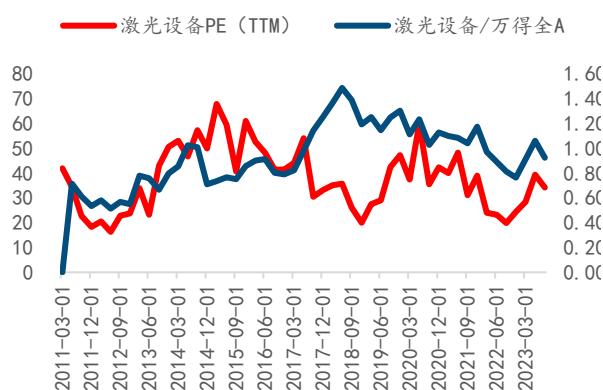
数据来源：OFweek 产业研究院，中信建投证券

图表8：激光器国产替代进程加快



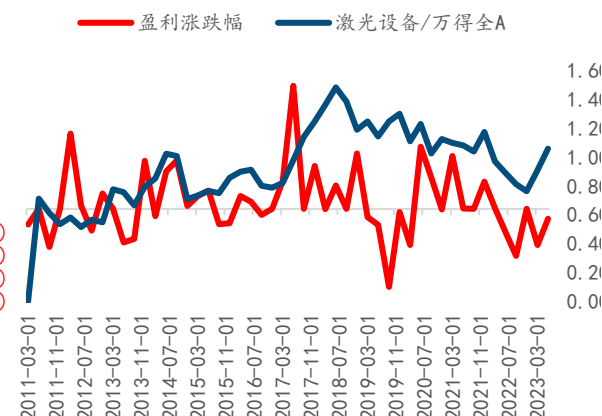
数据来源：Wind，中信建投证券

图表9：2012 年下-2014 年中行情主要有估值驱动



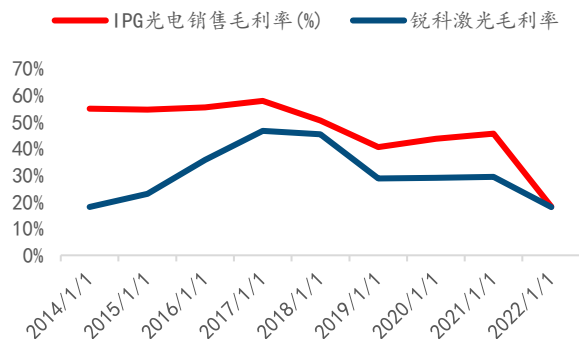
数据来源：Wind，中信建投证券

图表10：2017-2018 年 Q2 业绩增速较高



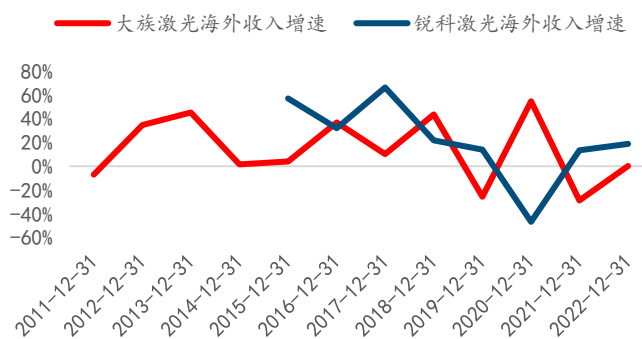
数据来源：Wind，中信建投证券

图表11：激光器国内龙头与海外龙头毛利差收窄



数据来源：Wind，中信建投证券

图表12：激光器国内龙头海外收入不断增长，竞争优势提升



数据来源：Wind，中信建投证券

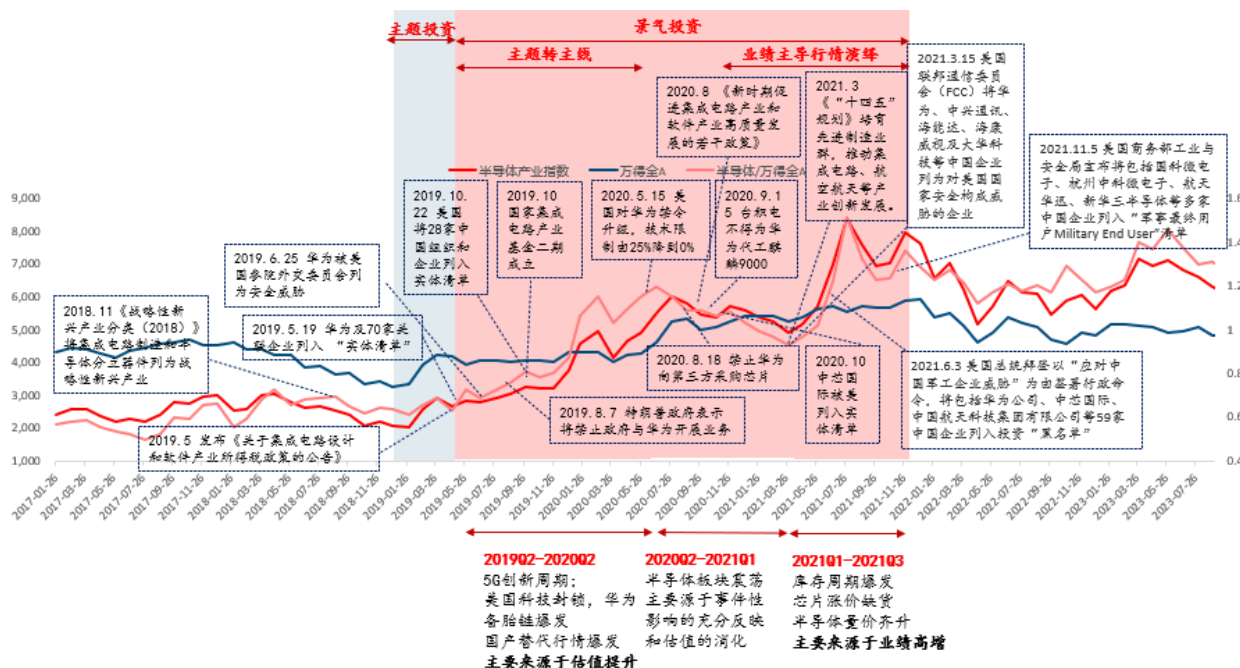
三、“国产替代”具备成为进攻主线的潜力

2019-2021 年半导体行业国产替代行情

2019 年初-2019Q2：主题投资阶段。中美贸易摩擦事件频发，美国对华为、中芯国际等企业颁布一系列限制措施，使得国内替代和自主可控热潮持续升温。其次，相关政策也推动国内半导体产业的发展，如《关于集成电路设计和软件产业所得税政策的公告》等政策持续出台，从而引发了半导体投资热情，但此时半导体行业盈利增速为负，主题投资性质较为强烈。

2019 年 Q2-2021 年 Q3：景气投资阶段。（1）**2019 年 Q2-2020 年 Q2：创新周期和“国产替代”促进半导体行情爆发。**一方面受到创新周期的影响，5G 应用后周期大幅提升含硅量，消费电子芯片/射频芯片/通信芯片需求也拉动了半导体行业的发展；另一方面，中兴事件后，美国对华科技封锁补补紧逼，华为备胎链收益，以晶圆代工和周边产业链（如封测链、设备链等）全面爆发，半导体国产替代加速推进。（2）**2020 年 Q2-2021 年 Q1：半导体板块震荡，主要源于事件性影响的充分反映和估值的消化。**华为禁令等事件性影响对市场的预期影响已经消解，但是对产业链上市公司业绩的影响并未完全体现，而当时国内半导体指数整体估值明显高于美国费城半导体指数，估值消化是板块震荡分化的重要原因。（3）**2021 年 Q1-2021 年 Q3：半导体量价齐升，国产替代预期在业绩上兑现。**2021 年中旬美国对华制裁措施仍在不断加剧，受到半导体库存周期以及芯片涨价缺货的影响，半导体全产业链（包括设备、材料、设计、制造封测等）均大幅上涨，量价齐升，国产替代预期在业绩上全面兑现。2021 年底，全球半导体销售见顶回落，景气开始进入下行周期，前期的大量扩产和资本开支导致价格持续下跌，半导体国产替代行情就此终结。

图表13： 2019 年初-2021 年中半导体国产替代行情演绎

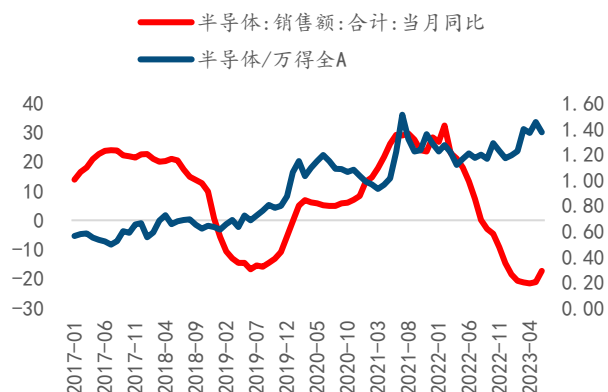


数据来源：Wind，中信建投证券

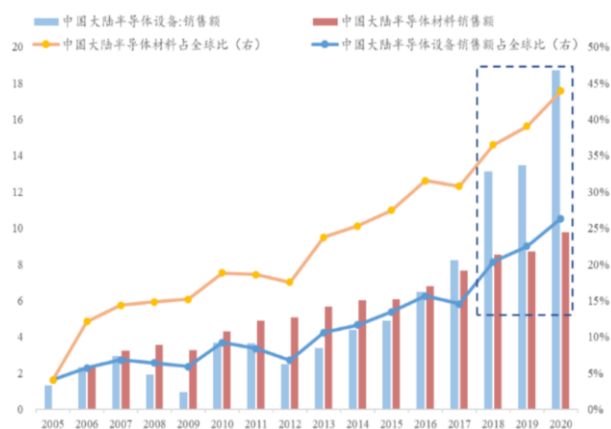
图表14： 2019年初-2021年中半导体国产替代行情演绎

时间	投资类型	持续时间	涨幅	涨幅前十个股
2019.1-2019.6	主题投资	6个月	154.45%	盈方微（250%）；大港股份（185%）；长川科技（153%）；康强电子（150%）；博通集成（139%）；士兰微（127%）；有研新材（119%）；泰晶科技（118%）；卓胜微（114%）；富满微（113%）
2019.7-2021.11	经期投资	29个月	308.36%	斯达半导（2543%）；立昂微（2430%）；瑞芯微（1184%）；晶丰明源（856%）；富满微（815%）；国科微（761%）；新洁能（744%）；晶方科技（714%）；北方华创（704%）

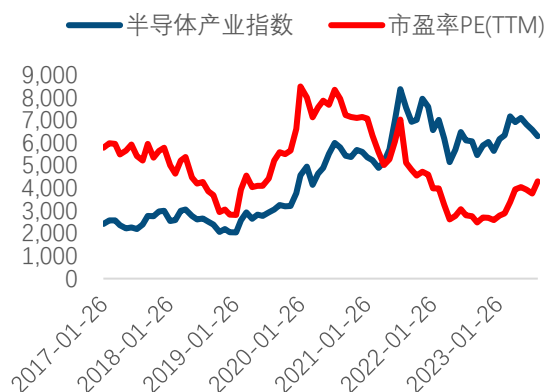
数据来源：Wind，中信建投证券

图表15： 半导体周期回暖


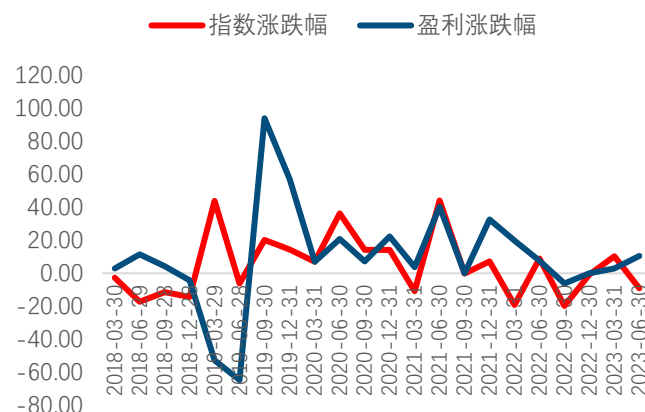
数据来源：Wind，中信建投证券

图表16： 半导体国产替代进程加快


数据来源：Wind，中信建投证券

图表17： 半导体行业估值变动


数据来源：Wind，中信建投证券

图表18： 半导体行业盈利变动


数据来源：Wind，中信建投证券

本轮半导体行业国产替代行情

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

与 2019 年初情况相同的是，一方面，具备国产替代的紧迫性逻辑。6 月 30 日，荷兰政府正式出台半导体制造设备出口管制措施，将限制 ASML 的更多芯片制造设备运往中国。新的出口管制规定将迫使 ASML 在出口一些先进的深紫外光刻（DUV）系统时，需要申请出口许可证。8 月 31 日，据外媒 telegraph 报道，本周最新曝光的一份监管文件显示，美国计划将英伟达 A100、H100 等高性能 AI 芯片的出口限制范围扩大到中国及俄罗斯等以外的地区，其中就将包含部分中东国家。市场对于半导体“国产替代”和“自主可控”的关注度提升。另一方面，半导体行业景气逐渐上行。2023 年 Q2 以来受消费力制约及库存去化不及预期的影响，7-8 月智能手机出货量整体处于低位震荡，截止 6 月全球半导体销售额同比降幅依旧达 17.3%，台积电预计 IC 设计厂商库存调整将延续至 23Q4。近期华为表现超出市场预期，且苹果新品发布会在即，下半年新机供给丰富、传统旺季来临及渠道库存继续去化背景下，传统智能手机市场需求有望迎来温和复苏，从而带动半导体基本面周期触底向上进程。目前部分品类如存储已率先实现库存去化，释放价格调涨信号。

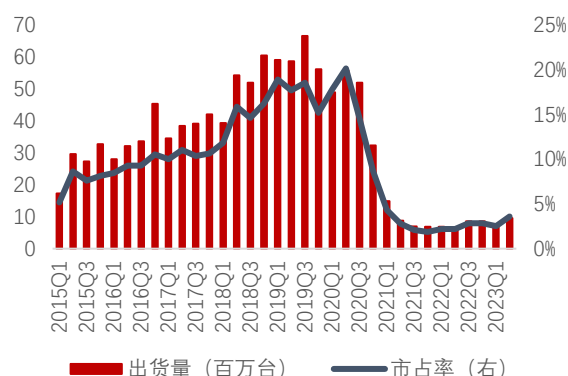
与 2019 年初-2019.6 半导体主题投资行情爆发不同的是，本轮国产替代行情驱动因素紧迫性和可行性并驾齐驱，具备成为进攻主线的潜力。从国产替代的从可行性来看，华为 8 月 29 日超预期上架并开售新一代旗舰手机 Mate 60 Pro，销量表现火爆，目前处于全平台缺货状态。一方面，随着新机陆续上市以及华为超预期表现的拉动，市场对于消费电子乃至半导体产业链基本面回暖预期将陆续升温。另一方面，华为的突破对于国内科技国产替代进程有着重大意义，据财联社，华为 Mate 60 系列几乎全部由国产元件打造，国产化率高达 90% 以上，其生产涉及到 46 家中国供应商。目前华为新机搭载的海思麒麟芯片验证了国产芯片的可行性，前期投入成果正在积极的逐步落地，也将进一步推动我国科技产业链国产化的发展。

图表19： 全球半导体销售同比仍处低位震荡



资料来源：iFind，中信建投证券

图表20： 华为手机出货量及市占率情况



资料来源：IDC，中信建投证券

四、从紧迫性和可行性视角布局国产替代机遇

2018 年中美贸易摩擦发生，美国开始对华进一步开启科技展，我国对于科技领域“自主可控”的重视程度不断提升，市场也掀起了一阵“国产替代”的热潮。同时，科技日报曾推出系列文章报道梳理了制约我国工业发展的 35 项“卡脖子”技术，引起行业内的广泛关注与讨论。可以看出，市场的关注点主要集中在电子、计算机、通信、军工、机械、医疗、医药、汽车、电气设备及新能源和新材料等领域。

图表21： 美国技术封锁和中国战略性新兴产业

美国限制性出口技术	中国战略性新兴产业
生物技术	生物产业
人工智能（AI）和机器学习技术	
定位、导航和定时（PNT）技术	新一代信息技术产业
脑机接口	
微处理器技术	
先进计算技术	高端装备制造业
量子信息和传感技术	
增材制造	新材料产业
先进材料	
数据分析技术	
机器人	数字创意产业
高超音速空气动力学	
先进监控技术	绿色低碳产业
物流技术	

图表22： 35 个“卡脖子”领域

遭到西方国家卡脖子的35个领域的清单	
芯片EDA软件	重型燃气轮机
光刻机	激光雷达
操作系统	适航标准
真空镀膜机	高端电容电阻
手机射频器件	核心工业软件
航空发动机短舱	光刻胶
触觉传感器	工业机器人核心算法
ITO靶材	航空钢材
iCIP技术	铣刀
高端轴承钢	高端锂电电源
高压柱塞泵	锂电池隔膜
航空设计软件	医学影像设备元器件
燃料电池关键材料	超精密抛光工艺
高压共轨系统	环氧树脂
透射式电镜	高强度不锈钢
掘进机主轴承	数据库管理系统
水下连接器	扫描电镜
微球	

数据来源：观察者网，澎湃网，中信建投证券

数据来源：科技日报，中信建投证券

本文从上述领域中对产业链进行拆分，对于国产替代进展和现状进行了归纳整理。其中，近年来国产替代进程较快的包括半导体材料、半导体设备、射频芯片、模拟芯片、电子元器件、信创行业、工业软件、工业机器人、汽车电控系统、高值耗材、体外诊断、光伏等等。

图表23： 国产替代突围的进展

领域	细分方向	国产替代进程	国产替代率
电子行业	半导体	半导体设备	较快
		半导体材料	10%-15%
		IGBT功率半	较快
		CPU	20%-30%
		GPU	较快
		FPGA	<5%
		模拟芯片	<1%
		射频芯片	<1%
		存储器	12%
		DRAM	10%
计算机行业	信创	MLCC片式多层陶瓷电容器	一般
		MEMS传感器	10%
		操作系统	较快
		数据库	40%
		中间件	<5%
		工业软件	8%-10%
		机器视觉	13%-15%
		光模块	46%
		光芯片	40%
		服务器	10%
通信行业	光通信	光芯片	5%
		光纤激光器	41.43%
		光通信设备	76.19%
		国产大飞机	45%
		路由器、交换机	60%
		航空发动机	一般
		燃气轮机	军用：70% 民用：1%
		数控系统	较快
		数控机床	90%
		《数控》刀具	一般
机械行业	机械设备	超声设备	35%
		电子测量仪	37%
		3D打印机	20%-30%
		科研仪器	28%
		工业机器人	一般
		新能源汽车	较快
		锂电	31%
		光伏	30%
		风电	12%
		轴承	30%
电气设备及新能源	新能源汽车	锂电	30%
		光伏	12%
		风电	30%
		轴承	30%
		锂电	30%
		光伏	12%
		风电	30%
		轴承	30%
		锂电	30%
		光伏	12%
医药行业	生物制药	体外诊断	较快
		科研试剂	30%-40%
		化学试剂	较快
		研发阶段	20%
		生产阶段	一般
		临床前	<20%
		临床I期	<10%
		临床II期	<5%
		临床III期	<5%
		生产阶段	一般
汽车行业	汽车电控系统	智能座舱	较快
		液晶仪表盘	36%
		中控屏	11%
		电动助力转向系统	23%
		电动助力转向系统	25%
		电控制动系统	20%
		悬架系统	<10%
		摄像头模组	<7%
		毫米波雷达	28%
		激光雷达	10%
化学材料	新材料	感知算法	较快
		PIA光学薄膜	0.80%
		P1膜	3%
		有机发光材料	全球4%
		对位芳纶	10%
		对位芳纶	20%
		对位芳纶	20%
		对位芳纶	20%
		对位芳纶	20%
		对位芳纶	20%

数据来源：Wind，SMM，华经产业研究院，观研报告网，GGII，中商情报网，中汽协，国家电网，中国光伏行业协会，CIPA，IHS Market，Wood Mackenzie，大东时代智库，前瞻产业研究院，中国轴承工业协会，中电联，MIR DATABANK，工信部，立鼎产业研究

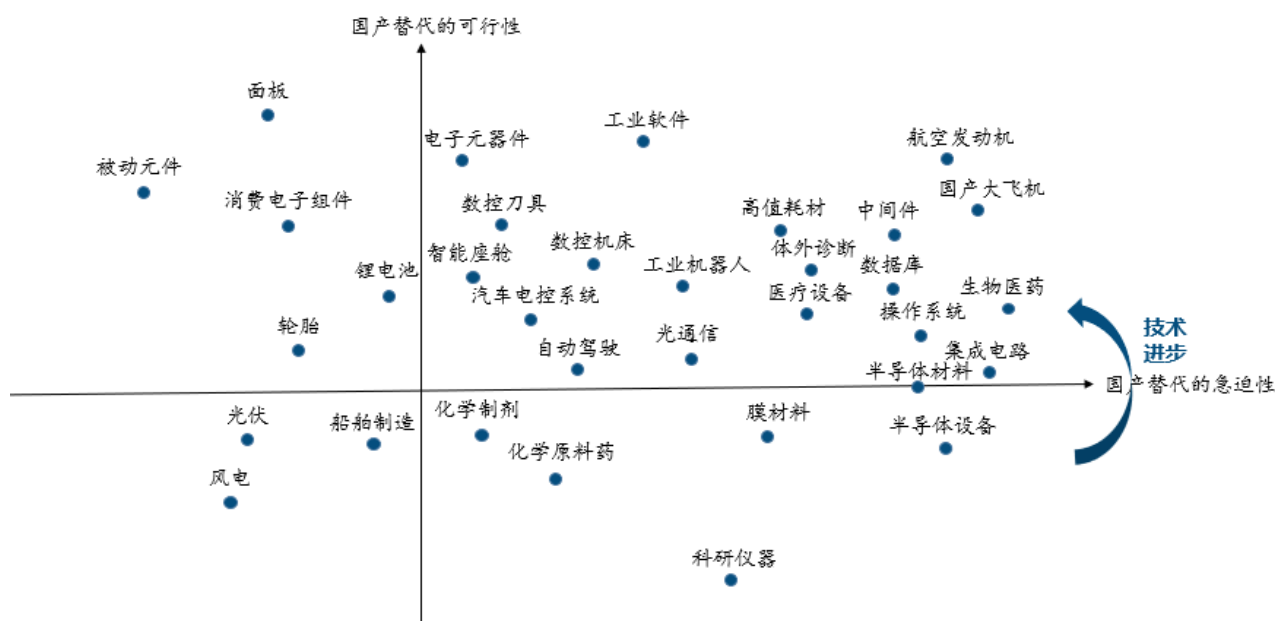
请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

网, SEMI, 金十数据, 沙利文, 众城数科, 普华有策, 机械之家, 锐观咨询, Gartner, YOLE, IC Insights, 电子产品世界, 中国海关, 智研咨询, 亿欧网, 网信办, 各公司公告, 各公司招股说明书, 中信建投证券

在对于国产替代进程和投资逻辑进行梳理之后, 本文通过从“紧迫性-可行性”框架对于国产替代概念涉及的细分方向进行评估, 试图探究国产替代逻辑下细分行业潜在的投资机遇。一方面, 从国产替代率、国内政策支持力度和国外技术封锁程度三个方面综合评估国产替代的紧迫性; 另一方面, 从技术替代难度、国产替代进展两个方面来评估国产替代的可行性, 综合筛选出具有较好前景和较大现时投资价值的潜在方向。

从投资角度来看, 对于超低国产替代率($<5\%$)的行业, 国产替代紧迫性较强且存在很大的国产替代空间, 具有较强的主题投资性质。一旦出现较大技术突破, 则可能存在快速放量机会。因此, 建议关注半导体行业的光刻机、硅材料、光刻胶、逻辑芯片、存储器、计算机行业的操作系统等。对于具有一定国产替代进程(国产替代率 $5\%-30\%$)的行业, 已经具备一定技术能力和较强的放量能力, 可行性较强, 以景气投资为主。因此, 建议重点关注紧迫性较强或出现重大技术突破(高端技术的突破)的方向, 如半导体行业的半导体设备、半导体材料、模拟芯片、射频芯片、电子元器件; 计算机行业的信创、工业软件; 通信行业的光模块、光芯片; 医疗行业的医疗设备、高值耗材; 机械行业的数控机床、工业机器人; 汽车行业的电控系统、激光雷达等等。

图表24: 国产替代紧迫性-可行性综合评估



数据来源: Wind, 华经产业研究院, 前瞻产业研究院, 中信建投证券

风险分析

（1）国内经济复苏或者稳增长政策的效果不及预期，如果国内经济面临企稳压力，地产风险发酵，复苏力度不及预期，那么整体市场走势或继续承压，后续市场对政策刺激效果的信心可能进一步滑落；

（2）中美关系恶化，如果中美关系管理不善，可能导致中美之间在政治、军事、科技、外交领域的对抗加剧。同时俄乌冲突、中东问题等地缘热点可能面临恶化的风险，如果发生危机则可能对市场造成不利影响；

（3）国产替代不及预期，如果行业景气超预期下滑或技术研发进展不顺利，可能对于国产替代进程造成不利影响。

分析师介绍

陈果

中信建投证券董事总经理（MD）、研委会副主任、首席策略官。复旦大学理学学士，上海交通大学金融硕士，曾任安信证券首席策略师，研究中心副总经理。因市场把握准确闻名，2020 年疫情冲击下的市场底部提出“黄金坑”与“复苏牛”。2021 年提出从茅指数到宁组合，是“宁组合”的首创者。曾多次荣获新财富、水晶球和金牛奖中国最具价值分析师等奖项，也是 A 股市场最具影响力的策略分析师之一。

何盛

上海交通大学本硕，目前主要负责大势研判、专题研究、海外策略等领域。曾任东北证券策略分析师，2022 年加入中信建投证券研究发展部。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分的内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层
电话：（8610） 8513-0588
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南
塔 2103 室
电话：（8621） 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交
汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755） 8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852） 3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk