

比亚迪电子 (285 HK)

玻璃机壳 5G 新机遇; 估值具吸引力

自今年 2 月底以来, 比亚迪电子的股价已下挫 57%, 估值已跌至低位, 我们认为此时正是分析这只股票的好时机。今年推出的智能手机旗舰机型均采用双面玻璃机壳设计, 比亚迪电子作为玻璃后盖及金属中框的主要供应商将从这一趋势中受益。比亚迪电子正迅速扩充其玻璃机壳产能以满足需求, 今年已为华为 P20、Vivo X21 及小米 8 供应玻璃背盖及金属中框。我们根据两阶段 DCF 模型得出目标价 11.5 港元, 相当于 8.9 倍 2018 年预测市盈率, 隐含 31% 的上升空间。首予买入评级。

金属部件业务受金属中框的需求支撑。尽管目前的行业趋势是从金属机壳转向玻璃机壳, 但对金属部件的需求并不会下降。事实上, 双面玻璃机壳的结构要求金属中框能够支撑其零部件和前/后盖, 而金属中框的平均售价(中框+玻璃后盖超过人民币 200 元)高于传统金属后盖的平均售价(中低端 CNC 混合方案人民币 50-70 元; 高端 CNC 混合方案人民币 70-110 元)。因此, 玻璃机壳的进一步渗透将推动金属中框订单增加, 从而支持比亚迪电子金属部件收入稳定增长(我们预计 2018/2019 将同比增长 9.4%/18.3%)。

玻璃机壳产能迅速扩充, 为 5G 时代做好准备。中国智能手机玻璃机壳的渗透率将由 2017 年的 8% 上升至 2018/2019 年的 30%/45%, 比亚迪电子将成为主要受益者, 并已于华为 P20、Vivo X21 及小米 8 供应玻璃后盖及金属中框。比亚迪电子目标在 2018 年底将其玻璃机壳产能提升至 80-90 万件/天, 良率提升至 80% (2.5D) 及 70% (3D)。这意味着其玻璃机壳实际年产能将超过 2 亿件, 将支持比亚迪电子的玻璃机壳收入由 2017 年的人民币 4.5 亿元跃升至 2018 年的人民币 20 亿元以上。

今年金属部件业务的利润率受压。今年三星手机销售疲软及金属机壳平均售价同比下降 5-10% 将为比亚迪电子的金属机壳业务带来利润率压力。由于金属部件是比亚迪电子手机零部件业务的最大子分部, 我们预计这将造成比亚迪电子 2018 年毛利率由 2017 年的 11.0% 降至 10.1%。但随着利润率较高的玻璃机壳(毛利率为 20%-30%)对收入的贡献增加, 我们预计比亚迪电子的毛利率将在 2019 年恢复至 11.1%。

首予买入评级。股价下跌后, 我们认为当前估值(6.8 倍 2018 年预测市盈率)具有吸引力, 足以提供下行保护。随着玻璃机壳产能扩充, 我们相信比亚迪电子能够从玻璃机壳的行业机会中受益, 而这一方面的任何积极发展都将成为股价催化剂。我们根据两阶段 DCF 模型得出目标价 11.5 港元, 相当于 8.9 倍 2018 年预测市盈率, 隐含 31% 的上升空间。首予买入评级。

投资总结

年结于 12 月	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营收(人民币百万元)	37,734	38,774	42,627	47,379	49,860
变化(%)	25	6	10	11	5
净利润(人民币百万元)	1,234	2,585	2,479	3,198	3,576
变化(%)	36	110	(4)	29	12
每股盈利(人民币)	0.55	1.15	1.10	1.42	1.59
变化(%)	36	110	(4)	29	12
市盈率(倍)	9.9	12.3	6.8	5.3	4.7
市净率(倍)	1.1	2.3	1.0	0.9	0.8
价格/经营活动现金流(倍)	5.7	9.0	3.4	3.6	3.2
企业价值/息税折摊前利润(倍)	3.0	6.3	2.9	2.5	2.3
每股股息(人民币)	0.07	0.23	0.14	0.16	0.18
股息回报率(%)	2.5	1.6	1.9	2.1	2.4

资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

买入

目前股价

HK\$8.77

目标股价

HK\$11.50

中国 / 科技 / 电子部件

2018 年 8 月 6 日

盛一然 (SFC CE: AWT319)

(852) 3519 1056

elsie.sheng@dfzq.com.hk

最新主要数据

已发行股份总数(百万股)	2,253
市值(百万港元)	19,761
企业价值(百万港元)	16,372
12 个月内日成交额(百万港元)	174.5
12 个月波动率(%)	59.2
FY17-19 预测市盈增长率(倍)	0.6
FY17-19 预测平均净资产收益率(%)	18.1
FY18 预测市净率(倍)	1.0
FY18 预测净负债-股东权益比(%)	净现金

股价表现(%)

	1 个月	本年	12 个月
绝对值	(16)	(49)	(52)
相对恒指	(13)	(41)	(53)

主要股东持股(%)

比亚迪股份	66
Gold Dragonfly	6

审计师

安永会计师事务所

股价走势图

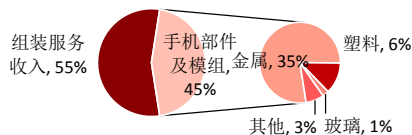


资料来源: 彭博资讯、东方证券(香港)



全球领先的电子产品及部件供应商

图 1: 比亚迪电子 2017 年收入明细



资料来源: 百度图片、东方证券(香港)

领先的电子部件及组装服务供应商

比亚迪电子(“BYDE”)成立于 2003 年,是比亚迪股份(1211 HK)的控股子公司,为全球消费电子品牌提供设计、部件制造及组装服务,并于 2007 年在香港联交所独立上市。

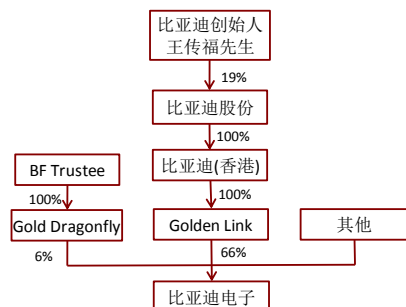
比亚迪电子的主要业务可分为两个分部,1)原始设计制造商(ODM)、电子制造服务商(EMS)或联合设计制造商(JDM)组装服务,主要面向领先的智能手机、PC 以及汽车品牌,占其 2017 年收入的 55%;及 2)手机部件及模组,主要包括金属部件、塑料部件及玻璃机壳,面向全球主要智能手机品牌(如三星、华为、LG、小米等),占比亚迪电子 2017 年收入的 45%。在手机部件及模组业务中,金属部件 2017 年的收入贡献最大(占总收入的 35%),而玻璃机壳将成为未来最重要的增长动力。

图 2: 比亚迪电子的主要业务分部



资料来源: 公司资料、谷歌图片、东方证券(香港)

图 3: 比亚迪电子的股权架构



资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

*BF Trustee 的实益拥有人为比亚迪的 32 名员工及其附属公司。

提供垂直整合的一站式解决方案

比亚迪电子垂直整合,从材料研究、成型技术、表面处理、PCB 组装及部件制造一直到 OEM/EMS。这种整合将加强与客户的关系,提高运营效率并节省管理成本。目前组装业务仍占比亚迪电子总收入的一半以上。

智能手机金属部件的主要供应商

比亚迪电子拥有 25,000 台 CNC 机床,加上外协 5,000 台,金属机壳良率达到成熟水平。比亚迪电子拥有同业中第二大的 CNC 数量,为金属机壳的领先供应商,客户包括三星、华为、Vivo 及小米等。

3D 玻璃机壳是最重要的增长动力

比亚迪电子从 2016 年开始进入玻璃机壳领域,目前玻璃机壳产能为 30 万件/天。公司的目标是到 2018 年底将产能扩大至 80 万件/天,以迎合行业向玻璃机壳发展的趋势。预计玻璃机壳将成为公司未来两年的主要增长动力。



2018 年智能手机机壳的行业趋势转向玻璃

图 4：不同材料机壳对比

	优势	劣势
塑料	重量轻、成本低	看起来廉价、硬度低
金属	硬度高	干扰射频信号
玻璃	不干扰信号	易碎、成本高
陶瓷	触感光滑	成本太高、良率太低

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

手机转向玻璃/塑料机壳，以顺应 5G 趋势

电信运营商正在投入 5G 建设及部署，中国的目标是到 2019-2020 年推出首批 5G 商用终端并开始 5G 商业运营。自 2012 年以来，智能手机行业的主流已从塑料机壳转向金属机壳，但由于金属会干扰射频信号，无法支持 5G 通信，因此支持 5G 的智能手机设备将不得不转用非金属材料，如塑料、玻璃或陶瓷。

从今年推出的新款智能手机来看，高端旗舰机型（>人民币 2500 元）主要采用 3D 玻璃后盖+金属中框来呈现高端外观，中端机型（人民币 1500-2,500 元）大多采用 2.5D 玻璃+金属中框，而低端机型（<人民币 1500 元）则换回塑料机壳，经表面处理后可模仿金属或玻璃外观。

图 5：今年推出的智能手机机型

机型	三星 S9	华为 P20	OPPO R15	Vivo X21	小米 8	Vivo NEX	OPPO Find X
							
售价	人民币 5,799 元 (64G)	人民币 4,288 元 (6G+128G)	人民币 2,699 元 (6G+128G)	人民币 2,998 元 (6G+128G)	人民币 2,999 元 (6G+128G)	人民币 3,898 元 (6G+128G)	人民币 4,999 元 (8G+128G)
上市时间	2018 年 3 月	2018 年 3 月	2018 年 3 月	2018 年 3 月	2018 年 5 月	2018 年 6 月	2018 年 7 月
屏幕比例	18:5.9	18:7.9	16:9	19:9	18:7.9	19:3.9	19:5.9
屏幕	3D OLED	2.5D LCD (P20) OLED (P20 Pro)	2.5D OLED	2.5D OLED	OLED	2.5D OLED	3D OLED
后盖	玻璃	3D 玻璃	2.5D 玻璃	3D 玻璃	3D 玻璃	3D 玻璃	3D 玻璃
供应商	伯恩光学、 蓝思科技	蓝思科技、 比亚迪电子	蓝思科技	蓝思科技、 比亚迪电子	蓝思科技、 比亚迪电子	蓝思科技	蓝思科技、 胜利精密
机型	华为 nova3e	华为荣耀 9i	OPPO A3	Vivo Z1	Vivo Y71	华为 CW7A	红米 6
							
售价	人民币 1,999 元 (4G+64G)	人民币 1,399 元 (4G+64G)	人民币 1,799 元 (4G+128G)	人民币 1,598 元 (4G+64G)	人民币 1,398 元 (4G+64G)	人民币 799 元 (2G+32G)	人民币 799 元 (3G+32G)
上市时间	2018 年 3 月	2018 年 6 月	2018 年 5 月	2018 年 4 月	2018 年 5 月	2018 年 4 月	2018 年 6 月
屏幕比例	19:9	19:9	19:9	19:9	18:9	18:9	18:9
屏幕	LCD	LCD	LCD	LCD	LCD	LCD	LCD
后盖	2.5D 玻璃	2.5D 玻璃	2.5D 玻璃	塑料	塑料	塑料	塑料

资料来源：公司资料、各大手机官网、东方证券（香港）

图 6：智能手机品牌广告以玻璃机壳作为卖点



资料来源：Vivo 网站、东方证券（香港）

智能手机玻璃机壳的市场规模

随着 5G 的到来，由于陶瓷成本太高（良率仅为 10%），我们预计 2018 年上半年所见到的玻璃（中高端手机）及塑料（低端手机）趋势将在未来两年持续，玻璃机壳将逐步取代金属机壳成为主流。我们预计 2020 年玻璃机壳的渗透率将由 2017 年的 8% 上升至 55%。

图 7：玻璃机壳的市场规模预测

	2017	2018E	2019E	2020E
中国智能手机销量（百万）	783	805	815	820
玻璃机壳渗透率（%）	8%	30%	45%	55%
玻璃机壳需求量（百万）	63	242	367	451

资料来源：Counterpoint、IDC、东方证券（香港）



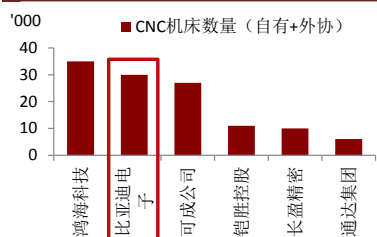
比亚迪电子在智能手机金属部件板块处于领先地位

比亚迪电子拥有领先的金属外壳生产能力

CNC 机床可根据预先设定的电脑程式运作，从而帮助制造商实现高精度量产。在生产金属部件（包括后盖及中框）时，无论是 CNC 一体化成型工艺或是 CNC 结合压铸及冲压的混合方案都需要用到 CNC，因此 CNC 机床在制造金属部件时不可或缺。鉴于 CNC 机床价格昂贵（每部机床约为人民币 50 万元），使得其成为金属部件制造产业的主要进入壁垒之一。

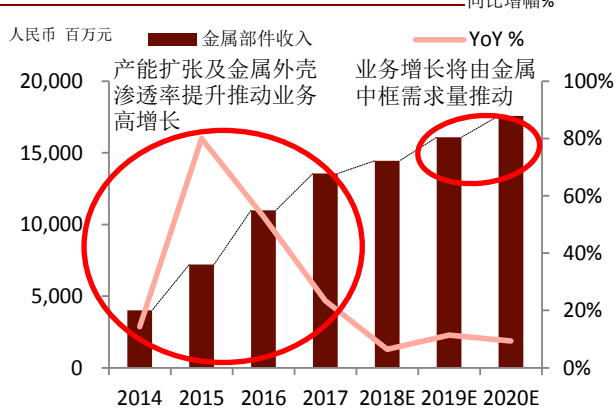
比亚迪电子于 2015 年开始大量购置 CNC 机床，良率已达满意的水平。目前比亚迪电子共有 30,000 部 CNC 机床（其中 25,000 部为自有，5,000 部为外协），数量超过大部分同行。

图 8: 主要金属部件供应商所占 CNC 机床数



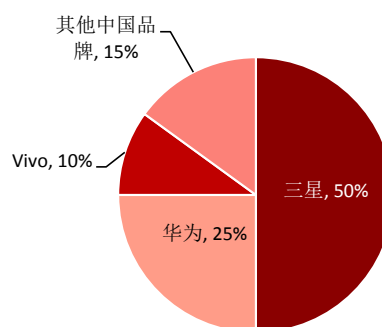
资料来源: 公司资料、东方证券（香港）

图 9: 比亚迪电子金属部件收入稳步增长



资料来源: 公司资料、东方证券（香港）

图 10: 比亚迪电子 2017 年金属部件收入明细（按客户）



资料来源: 公司资料、东方证券（香港）

比亚迪电子金属部件的主要客户包括三星及国内智能手机品牌

比亚迪电子充分利用其 CNC 机床数量储备充足这一优势，现已成为三星的两家主要金属部件供应商之一，并成为包括华为、Vivo、小米等中国智能手机品牌的主要金属部件供应商。2017 年，其 50% 的金属部件收入来自三星，25% 的金属部件收入来自华为。

图 12: Vivo NEX 拆解



资料来源: Cnmo.com、东方证券（香港）

图 11: 主要智能手机品牌金属部件供应商

	苹果	三星	中国智能手机
金属外壳及金属中框	iPhone	S & A 系列	华为、Vivo、OPPO、小米等
主要供应商	可成公司、鸿海科技	三星、 比亚迪电子	长盈精密、通达集团、 比亚迪电子

资料来源: 公司资料、东方证券（香港）

用于 2.5D/3D 玻璃后盖的金属中框需求将推动比亚迪电子金属业务发展

顺应智能手机产业趋势，玻璃机壳将取代金属机壳，智能手机金属后盖渗透率将在未来三年里下降。但这并不意味着未来市场对金属部件的需求量将下跌。事实上，2.5D/3D 玻璃后盖要求金属中框能够支撑其前盖、各部件及后盖，对金属中框的技术要求（如硬度及精确度等）较普通金属后盖更高。因此，金属中框平均售价（约为人民币 150 元）高于金属后盖平均售价（采用中低端混合方案需人民币 50-70 元；采用高端混合方案需人民币 70-110 元）。未来三年里，随着玻璃机壳渗透率不断提升，金属中框市场需求量将相应提高，这有助于比亚迪电子金属部件收入稳步增长。我们预计 2018 年及 2019 年比亚迪电子金属业务的收入将同比增长 9.4% 及 18.3%。

图 13: 不同方案的金属部件平均售价

方案	平均售价
中高端混合方案	人民币 50-70 元
高端混合方案	人民币 70-110 元
CNC 一体成型	人民币 150-200 元
玻璃后盖+金属中框	>人民币 200 元

资料来源: 公司资料、东方证券（香港）



比亚迪电子积极扩张玻璃机壳产能

热弯机：玻璃机壳产业的资本支出入门壁垒

比亚迪电子于 2017 年开始快速扩充玻璃机壳产能，以迎接智能手机玻璃机壳的新趋势。在生产 2.5D/3D 玻璃后盖过程中最为重要的环节就是热弯，即用热度将玻璃板弯成一个曲面。这一环节需要用到价格不菲的热弯机。倘若于市场上购买，一部热弯机约需人民币 200-300 万元。生产一个玻璃后盖通常需耗时 1-3 分钟，取决于玻璃后盖的设计耗时不同（2.5D 玻璃后盖约 1 分钟，3D 后盖约 3 分钟）。假设热弯机每天工作 20 小时，一部热弯机日产量仅为 1,200 件 2.5D 玻璃后盖或 400 件 3D 玻璃后盖。这意味着为了达到每天 50,000 件玻璃后盖的产能，公司要花费人民币 1.25 亿-1.9 亿以购置所需的热弯机。这意味着资本支出将成为小型公司的入门壁垒。

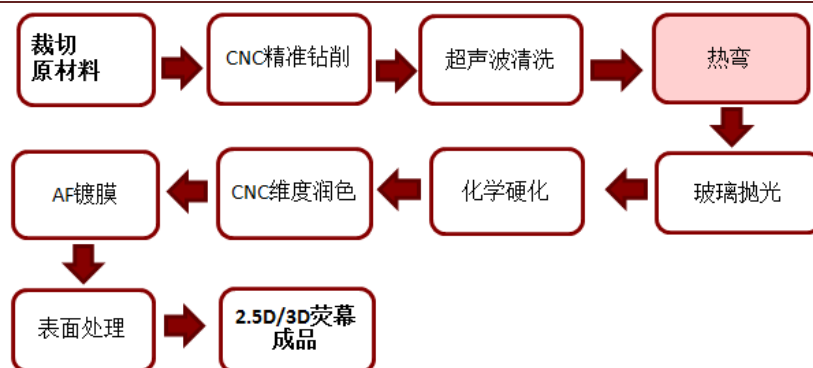
图 13：热弯机样图



资料来源：大碁集团、东方证券（香港）

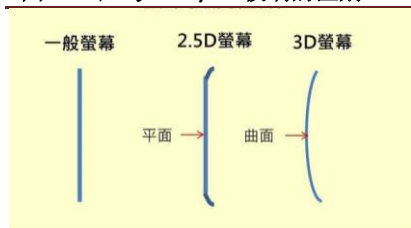
热弯机主要供应商包括韩国大碁集团（DTK）及韩国 JNTE。然而比亚迪电子则选择使用自行开发的热弯机，其成本仅为人民币 100 万元（倘若购买则需花费人民币 200-300 万元）。这有助于比亚迪电子大幅削减其资本支出。

图 15：2.5D/3D 玻璃后盖生产过程



资料来源：公司资料、东方证券（香港）

图 14：压弯 2.5D/3D 玻璃的区别



资料来源：大碁集团、东方证券（香港）

玻璃机壳产能迅速扩张，其 2018 年收入目标为人民币 20 亿元

比亚迪电子目标在 2018 年底将其玻璃机壳产能从 2018 年第一季度每天 30 万片扩充到每天 80-90 万件，同时目标将 3D 玻璃机壳良率提升至 70%，2.5D 玻璃机壳良率提升至 80%。这也意味着届时比亚迪电子玻璃机壳年实际产量将超过 2 亿片（考虑良率之后）。

比亚迪电子于 2018 年上半年已向一些主要旗舰机（如华为 P20、Vivo X21 及小米 8）供应玻璃机壳及金属中框。目前比亚迪电子玻璃机壳产能利用率约为 80%。2018 年下半年比亚迪电子还将有望从 LG、华为、Vivo 及小米获得玻璃机壳订单。比亚迪电子目标将玻璃机壳收入从 2017 年的人民币 4.5 亿元提升至 2018 年的人民币 20 亿元。

图 16：比亚迪电子良率提升、产能扩张

	1Q18	2018 年底
玻璃机壳产能	每天 30 万片	每天 80-90 万片
2.5D 玻璃机壳良率	70%	80%
3D 玻璃机壳良率	60%	70%

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

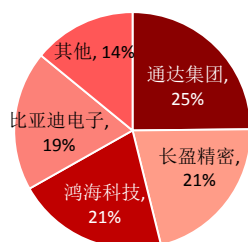


比亚迪电子在金属机壳同行中规模较大

金属机壳制造业主要竞争对手

金属机壳供应商可分为两个组别：1) 主要向苹果公司供货的台湾供应商，如可成公司、鸿海科技及铠胜控股；2) 向苹果公司除外的海外品牌及国内品牌供货的中国内地供应商，如比亚迪电子、通达集团及长盈精密。在第二个组别中，比亚迪电子海外收入占总收入的比重最高（其约 50% 的海外收入来自三星）。

图 17: 2017 年中国金属机壳市场所占市场份额(按出货量)



资料来源: 公司资料、东方证券 (香港)

就国内出货量而言，比亚迪电子市场份额略低于通达集团及长盈精密。但比亚迪电子其平均售价及海外市场占比均高于其国内同行。

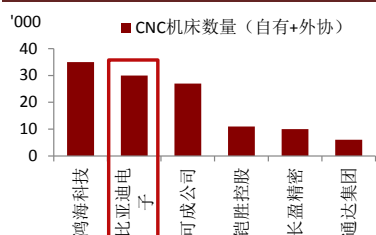
图 18: 比亚迪电子金属机壳主要客户组合与业内同行相比较

	可成公司	鸿海科技	铠胜控股	比亚迪电子	通达集团	长盈精密
	CATCHER	FOXCONN 鴻準精密工業	铠胜控股有限公司 KAI SENG HOLDINGS LIMITED	BYD	通达集团 TOMSTAR GROUP	长盈精密 EVERWIN PRECISION
股票代码	2474 TT	2354 TT	5264 TT	285 HK	698 HK	300115CH
海外品牌						
苹果	●	●	●			
三星				●		✓
索尼	✓					
HTC	✓				✓	
国内品牌						
华为		✓		✓	●	✓
OPPO		✓			✓	✓
小米				✓	✓	✓
Vivo				✓		●
中兴				✓	✓	

资料来源: 公司资料、东方证券 (香港)

圆点代表其最大客户

图 19: 主要金属部件供应商的 CNC 机床数



资料来源: 公司资料、东方证券 (香港)

比亚迪电子: 其金属机壳收入在中国内地的同行中规模最大

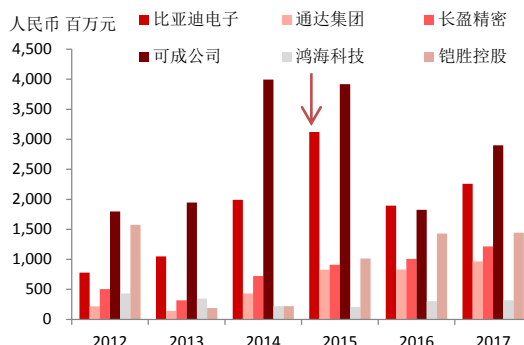
比亚迪电子过去六年间的金属机壳收入在中国内地同行中规模最大。此外，比亚迪电子资本支出规模在过去六年间也属内地同行中最高。其 2017 年资本支出 (人民币 23 亿元) 甚至超过如鸿海科技及可成公司在内的海外同行。这也符合比亚迪电子拥有业内第二多 CNC 机床数量 (仅次于鸿海科技) 的事实。2015 年比亚迪电子开始大量购置 CNC 机床，该年其资本支出录得最高。相较之下，通达集团与长盈精密所拥有的 CNC 机床数量远不及比亚迪电子，因此该两家公司将重心落在向中国智能机品牌提供较为便宜的混合方案，以取代 CNC 一体成型工艺。这也使得比亚迪电子金属机壳平均售价 (> 人民币 100 元) 高于其国内同行 (人民币 50-70 元)。然而主要受组装业务的低毛利率拖累，比亚迪电子毛利远低于业内同行。

图 20: 金属外壳收入规模比较



资料来源: 公司资料、东方证券 (香港)

图 21: 资本支出规模比较



资料来源: 公司资料、东方证券 (香港)



各大厂商纷纷进入玻璃机壳行业

玻璃机壳板块主要竞争对手

随着玻璃机壳加金属中框这一组合趋势愈渐清晰，传统玻璃机壳制造商（如蓝思科技、伯恩光学及星星科技）及传统金属机壳制造商（如比亚迪电子、通达集团及胜利精密）纷纷进入该市场。

蓝思科技（300433 CH）及伯恩光学（未上市）一直以来就是苹果玻璃机壳的主要供应商。蓝思科技目前是中国安卓手机最大的玻璃背盖供应商，伯恩光学则为中国安卓手机最大的玻璃前盖供应商。星星科技（300256 CH）及胜利精密（002426 CH）则通过并购完善了其玻璃盖板+金属中框的生产链。星星科技为一家位于浙江的玻璃盖板制造商，其于 2015 年收购塑料及金属部件制造商深圳联懋以实现生产玻璃机壳加金属中框的能力。胜利精密为金属部件制造商，其于 2015 年收购了玻璃面板制造商智诚光学。星星科技为华为 Mate10 供应了 2.5D 玻璃盖板，而胜利精密则与 OPPO 签订合同为其供应玻璃盖板。另一方面，通达集团则选择不进入资本密集型的前段生产（前段生产需热弯机），而选择将重心落在玻璃机壳制造的后段生产上（装饰镀膜）。此外，如劲胜精密（300083 CH）等金属部件制造商也蓄势欲进入该市场。比亚迪电子则凭借其自制热弯机实现玻璃机壳产能快速扩张。

比亚迪电子当前并未制造玻璃前盖。但玻璃前盖同玻璃后盖其生产工序相似度达 80%，因此从玻璃后盖生产转换到玻璃前盖生产上并非难事。

图 22：比亚迪电子玻璃机壳主要客户组合与业内同行相比较

	蓝思科技	伯恩光学	比亚迪电子	通达集团	星星科技	长盈精密
						
股票代码	300433CH	Private	285 HK	698 HK	300256CH	002426CH
海外品牌						
苹果	✓	✓				
三星	✓	✓	✓			
索尼		✓			✓	
HTC	✓				✓	
国内品牌						
华为	✓	✓	✓		✓	
OPPO	✓					✓
小米	✓	✓	✓		✓	✓
Vivo	✓	✓	✓			✓
玻璃产品						
前盖	✓	✓			✓	✓
后盖	✓	✓	✓	✓	✓	✓
制造过程						
前端	✓	✓	✓		✓	✓
后端	✓	✓	✓	✓	✓	✓
金属	?	?	✓	✓	✓	✓

资料来源：公司资料、东方证券（香港）



比亚迪电子的竞争优势：规模效应

金属机壳：大量 CNC 机台储备，平均售价高于国内同业

相比金属机壳同业，比亚迪电子的毛利率并不是最高的，主要受利润率较低的组装业务所拖累；但其拥有业内第二大 CNC 机床储备，且金属机壳平均售价高于国内同业（来自三星的海外收入占比高于同业）。2017 年其股本回报率在同业中也最高。

图 23：手机金属机壳同业比较

	可成科技	鸿准	铠胜控股	比亚迪电子	通达	长盈精密
股票代码	2474 TT	2354 TT	5264 TT	285 HK	698 HK	300115 CH
总部	台湾	台湾	台湾	深圳	福建	深圳
生产线	手机、PC 及电子消费品机壳	手机及 PC 机壳、电子散热器	手机及 PC 金属机壳	手机机壳及键盘、EMS	手机机壳、电子设备机壳等	手机及 PC 机壳、连接器
2017 年金属机壳收入	新台币 933 亿元 (人民币 205 亿元)	新台币 1,478 亿元 (人民币 330 亿元)	新台币 333 亿元 (人民币 73 亿元)	人民币 136 亿元	4.0 亿港元 (人民币 34 亿元)	人民币 59 亿元 (69 亿港元)
CNC 机床	27,800	34,000	11,000	30,000	6,000	10,000
2017 年资本支出	新台币 132 亿元 (人民币 29 亿元)	新台币 14 亿元 (人民币 3 亿元)	新台币 66 亿元 (人民币 14 亿元)	人民币 23 亿元	12 亿港元 (人民币 10 亿元)	人民币 12 亿元
资本支出占销售比例	14.1%	0.9%				
2017 年毛利率	45.0%	9.6%	14.5%	23.2% (不含组装业务)	26.1%	24.1%
2017 年净利润率	23.4%	6.7%	5.0%	6.7%	11.7%	7.0%
2017 年股本回报率	17.1%	8.3%	5.8%	19.9%	19.2%	12.9%
股息收益率	3.4%	4.4%	2.2%	1.9%	4.3%	1.5%

资料来源：公司资料、彭博资讯、东方证券（香港）

玻璃机壳：快速扩充产能，成本低于同业

与其他玻璃机壳同业相比，比亚迪电子正迅速扩大其玻璃机壳产能，到 2018 年底将达 80-90 万/天，仅低于蓝思科技及伯恩光学。到 2018 年底，良率也将迅速提升至 70% (3D) 及 80% (2.5D)，为满足不断增长的需求打下基础。另一重要优势是比亚迪电子自制热弯机（成本为人民币 100 万元），而非向外部设备制造商购买（成本为人民币 200-300 元），使比亚迪电子的资本支出水平远低于同行，这也意味着较低的折旧率及较高的利润率。

图 24：手机玻璃机壳同业比较

	蓝思科技	伯恩光学	比亚迪电子	通达	星星科技	胜利精密
股票代码	300433 CH	未上市	285 HK	698 HK	300256 CH	002426 CH
总部	湖南	香港	深圳	福建	浙江	苏州
玻璃盖板现况	领先的玻璃盖板供应商	领先的玻璃盖板供应商	扩充产能中	只专注于后段生产	扩充产能中	扩充产能中
2017 年玻璃机壳收入	人民币 168 亿元	-	人民币 4.5 亿元	低于人民币 5000 万元	人民币 4.58 亿元	约人民币 7 亿元
2018 年玻璃产能	>8 亿片/年	-	>2 亿片/年	-	n.a.	1.2 亿片/年 (2.5D)、0.75 亿片/年 (3D)
2018 年预测出货量	>6.5 亿片 (2.5D) 7000 万片 (3D)	-	4300 万片	1000 万片	n.a.	约 5000 万片
2017 年资本支出	人民币 60 亿元	-	人民币 23 亿元	12 亿港元 (人民币 10 亿元)	人民币 7 亿元	人民币 15 亿元
2017 年毛利率	29.8% (玻璃)	-	23.2% (不含组装业务)	26.1%	10.8% (玻璃)	10.8% (全部)
2017 年净利润率	8.5%	-	6.7%	11.7%	1.2%	2.9%
2017 年股本回报率	12.2%	-	19.9%	19.2%	2.0%	5.3%
股息收益率	1.44%	-	1.9%	4.3%	0.6%	1.3%

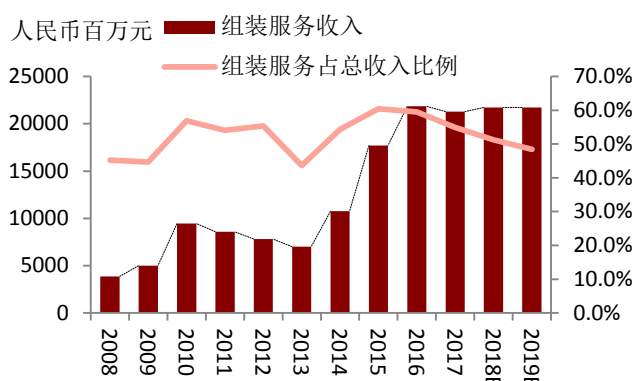
资料来源：公司资料、彭博资讯、东方证券（香港）



组装业务有助公司与客户保持良好关系

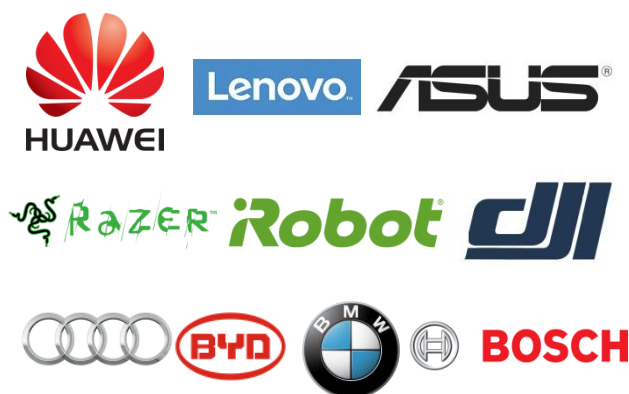
过去十年,组装业务收入占比亚迪电子总收入约一半。组装收入在 2014-2015 年经历快速增长,但 2017 年起趋于稳定。尽管组装业务的毛利率(1%)相比公司层面毛利率(2017 年为 11%)相当低,但比亚迪电子持续经营该业务旨在维持与大客户的关系并增加客户粘性。例如,组装业务客户华为也是其手机部件业务的重要客户。展望未来,我们预计该业务将保持相对稳定。

图 25: 组装业务保持稳定



资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

图 26: 组装业务的客户群



资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

组装业务的增长动力

比亚迪电子组装业务的主要客户包括华为、联想、华硕及雷蛇等。联想及华为是对比亚迪电子的组装分部收入贡献最大的两名客户。该分部未来的主要增长动力包括:

图 27: iRobot 扫地机器人



资料来源: OPPO、东方证券(香港)

1) 汽车电子业务。该业务主要为汽车供应中控屏及娱乐模组。根据指引,今年汽车电子产品收入将由 2016 年的人民币 7 亿元增长至人民币 10 亿元以上。该分部约一半收入来自比亚迪集团,外部客户包括奥迪(作为二级供应商)、宝马及博世等。凭借与比亚迪集团的关系以及比亚迪集团在汽车行业的耕耘,我们相信比亚迪电子能够稳定发展该业务。该分部的毛利率(5-10%)也高于现有组装业务毛利率(1%),因此对毛利率也有积极影响。

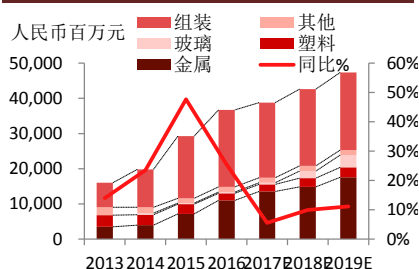
2) 智能产品。该业务主要提供无人机、智能扬声器及扫地机器人等智能产品的组装服务。尽管该业务的收入贡献仍然较小,但由于需求强劲,预计将实现快速增长。公司今年刚刚进入 iRobot (IBRT US) 供应链。iRobot 是一家全球领先的扫地机器人公司,在美国占有 88% 市场份额,在欧洲、中东及非洲 (EMEA) 占有 76% 市场份额,累计售出超过 2,000 万台机器人。由于比亚迪电子不久前才刚刚开始向 iRobot 供货,目前获分配的份额不大,因此今年 iRobot 出货量将较小,料明年将快速增长。



预计 2018 年收入稳定增长

我们预计比亚迪电子 2018 年及 2019 年收入分别同比增长 9.9% 及 11.1% 至人民币 426 亿元及 474 亿元, 预计 2018 年及 2019 年净利润分别同比下降 4.1% 及同比上涨 29.0% 至人民币 24.8 亿元及 32.0 亿元。

图 28: 比亚迪的收入预测



资料来源: 公司资料、东方证券 (香港)

金属部件: 尽管平均售价下滑及三星表现乏力, 预计收入仍将同比增长 9.4%。我们预计, 由于玻璃机壳是大势所趋, 金属背盖需求疲弱导致比亚迪金属产品平均售价今年将同比下降 5-10%。而今年三星 S9 的销售情况不尽人意也对比亚迪电子 (S9 的主要供应商) 造成负面影响。但平均售价较高的金属中框 (玻璃后盖) 的需求不断增加起到弥补作用, 我们预计比亚迪电子 2018 年/2019 年金属部件收入将同比增长 9.4%/ 18.3% 至人民币 148 亿元/人民币 176 亿元, 占总收入的 35%/37%。

图 29: 比亚迪电子的金属部件收入明细 (按客户划分)

人民币百万元	2016	2017	2018E	2019E
金属部件收入 - 三星	5,650	6,360	6,171	6,265
金属部件收入 - 中国安卓	5,350	7,212	8,670	11,288
金属部件收入总计	11,000	13,571	14,841	17,552

资料来源: 公司资料、东方证券 (香港)

玻璃机壳: 渗透到中国主要的安卓品牌

比亚迪电子已向中国主要安卓品牌的旗舰机型如华为 P20、Vivo X21 及小米 8 提供玻璃后盖, 并有望在 2018 年下半年从 LG、华为、Vivo 及小米接获更多玻璃机壳订单。随着中国玻璃机壳的渗透率由 2017 年的 8% 一路增长至 2018/2019 的 30%/ 45%, 我们估计比亚迪电子的玻璃机壳收入将由 2017 年的人民币 4.5 亿元跃升至 2018/2019 年的人民币 20 亿元/人民币 34 亿元。这是基于 3D 玻璃平均售价人民币 60-70 元及 2.5D 玻璃平均售价人民币 20 元所作的假设。

图 30: 比亚迪电子的玻璃机壳出货量及收入

	2017	2018E	2019E
产能 (万片/天)	30	80-90	80-90
出货量 (百万片)	11	43	73
玻璃收入总计 (人民币百万元)	450	2,000	3,448

资料来源: 公司资料、东方证券 (香港)

由于低端智能手机开始转向塑料机壳, 我们预计 2018 年塑料机壳收入将由 2017 年的人民币 20 亿元同比增长 25% 至人民币 25 亿元。我们假设组装业务分部保持稳定。

图 31: 收入预测 (按分部)

分部	2018E				2019E			
	收入(人民币百万元)	收入同比	占总收入的%	我们的意见	收入(人民币百万元)	收入同比	占总收入的%	我们的意见
金属部件	14,841	9.4%	35%	对金属中框的需求将抵销较低的平均售价及三星的疲弱表现	17,552	18.3%	37%	受金属中框的需求推动
塑料部件	2,500	25.0%	6%	低端智能手机将转用塑料机壳	2,875	15.0%	6%	低端智能手机将转用塑料机壳
玻璃机壳	2,000	344.4%	5%	5G 技术兴起令玻璃机壳渗透率不断上升	3,448	72.4%	7%	5G 技术兴起令玻璃机壳渗透率不断上升
其他	1,457	0%	3%	稳定	1,457	0.0%	3%	稳定
组装	21,829	2.5%	51%	保持稳定	22,047	1.0%	47%	保持稳定

资料来源: 公司资料、东方证券 (香港)



预计 2018 年毛利率将轻微受压；2019 年将得到改善

预计 2018 年金属机壳毛利将受压；2019 年将得到改善

鉴于金属部件平均售价预计将录得 5-10% 的降幅，我们预计比亚迪电子金属部件毛利率将从 2017 年的 26% 下滑至 2018 年的 20% 左右。由于金属是手机部件业务最大子板块，金属部件平均售价降低将使整体毛利率受压。我们预计 2018 年比亚迪电子毛利率将从 2017 年的 11.0% 降至 10.1%。

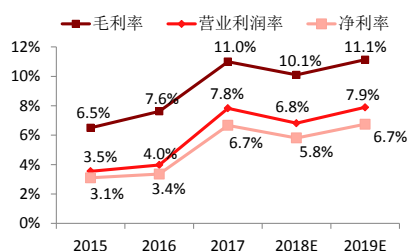
但随着毛利率更高的玻璃机壳（毛利率长期维持在 20-30%）收入贡献快速增长，这将推动 2019 年公司毛利率回升。比亚迪电子在与其客户商定价格时，通常会基于其成本来进行标价以保证稳定的利润率。再加上比亚迪电子的玻璃机壳业务生产良率不断提升，将有助于玻璃机壳业务利润率保持稳定。因此，我们预计 2019 年比亚迪电子毛利率将回升至 11.1%。

图 32：比亚迪电子毛利率（按业务板块）

毛利率	2017	2018E	2019E
金属部件	26%	21%	21%
塑胶部件	10%	10%	10%
玻璃机壳	20%	25%	25%
组装	1%	1%	1%
整体毛利率	11.0%	10.1%	11.1%

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

图 33：比亚迪电子利润率预测



资料来源：公司资料、东方证券（香港）

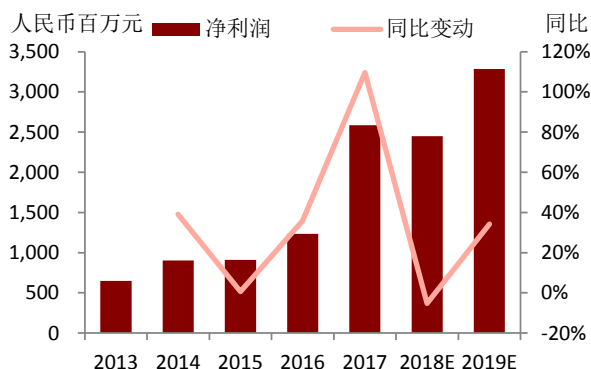
营业费用占销售比重保持相对稳定

2015 年-2017 年期间比亚迪电子的销售、一般及管理三费费用占销售比重维持在 4-5% 之间。我们预计 2018 年至 2019 年三费费用将保持在这一区间。而随着营业效率提升，三费费用占销比将逐年录得略微降幅。我们预计比亚迪电子三费费用占销售比重在 2018 年/2019 年将从 2017 年的 4.8% 微降至 4.4%/4.3%，其中研发费用占销售比重为 2.8%/2.7%。

基于以上假设，以及实际税率保持稳定在 13%-14%，我们预计 2018 年/2019 年净利润将达到人民币 248 亿元/人民币 320 亿元，同比变动为下降 4.1%/上涨 29%。

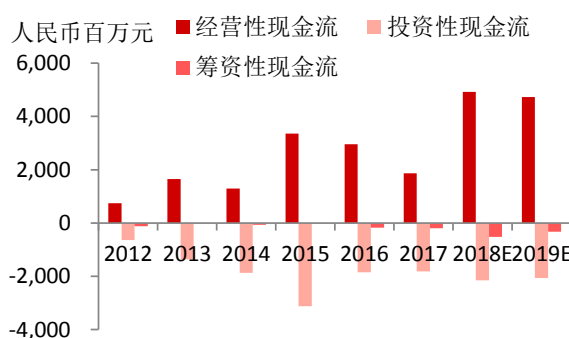
公司资产负债表十分稳健，其 2017 年末现金结余达到人民币 28 亿元，且为净现金状态。其现金流表现如下图所示，情况健康。

图 34：比亚迪电子净利润



资料来源：公司资料、东方证券（香港）

图 35：比亚迪电子现金流表现健康



资料来源：公司资料、东方证券（香港）



首予“买入”评级，估值吸引

我们基于两阶段 DCF 估值模型，设定目标股价为 11.5 港元

我们用两阶段增长 DCF 估值模型分析比亚迪电子公允值，折让 30%后将其每股目标股价设定为 11.7 港元。

图 36：比亚迪电子 DCF 模型假设

加权平均资本成本率	13.1%
2020-2026 年的年增长率	3%
永续增长率	1%
终值现值（人民币百万元）	13,233
自由现金流总现值（人民币百万元）	33,885
净现金/负债（人民币百万元）	3,253
折扣率	30%
目标价（港元）	11.5
上升空间	31%

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

首先，我们对 2018 年-2021 年比亚迪电子的损益表和资产负债表进行预测（详情参见下表）。然后，鉴于 2011-2017 年间比亚迪电子净利润六年平均复合增长率为 27.5%，我们保守假设 2021 年-2026 年其自由现金流年增长率将录得 3%的缓和增幅。最后，我们假设 2026 年后比亚迪电子的永续增长率将保持在 1%。我们根据 3.6%的无风险收益率，以及 1.3 的 beta 值，得出 13.1%的加权平均资本成本（WACC）。同时我们假设港币兑人民币汇率为 0.85。

图 37：比亚迪电子两阶段 DCF 模型

人民币 百万元	2018E	2019E	2020E	2021E	2026E
税前收入	2,869	3,701	4,138	4,574	
已付税项	(390)	(503)	(562)	(622)	
折旧及摊销	1,858	1,913	1,933	1,952	
营运资本变动	613	(472)	(237)	(280)	
资本支出	(2,155)	(2,067)	(2,087)	(2,108)	
自由现金流（百万港元）	3,288	3,027	3,746	3,859	4,473

资料来源：公司资料、东方证券（香港）

首予“买入”评级

年增长率 3%

该公司股价于 2018 年 2 月的高位至今已下跌 57%。目前股价隐含的市盈率为 6.8 倍，较过去三年的市盈率平均值低 35%。尽管比亚迪电子股价今年增速不及其他智能手机部件供应商，但其估值便宜，能够提供较好的下行风险保护。此外，随着比亚迪电子玻璃机壳产能扩张，我们相信其将受益于玻璃机壳的行业机会，这一方面的任何积极进展将成为股价催化剂。我们 11.5 港元的目标股价隐含 8.9 倍的 2018 年市盈率，较目前股价有 31%的上升空间。首予“买入”评级。

图 38：同业估值比较

公司名称	彭博代码	评级	收市价	目标价	市值	市盈率(倍)			市盈增长率(倍)	企业价值/息税折摊前利润(倍)	市净率(倍)	收益率(%)	股本回报率(%)	净负债率(%)
			(本币)	(港元)	(十亿港元)	17A	18E	19E	17-19E	18E	18E	18E	17A	17A
香港上市														
比亚迪电子	285 HK	买入	8.77	11.5	19.8	12.3	6.8	5.3	0.6	3.2	1.0	1.9	19.9	净现金
舜宇光学	2382 HK	买入	121.2	180.0	133.0	31.2	26.9	19.5	0.7	22.2	10.4	1.0	46.9	净现金
瑞声科技	2018 HK	买入	94.55	135.0	115.5	26.7	15.5	12.3	0.7	11.8	4.6	2.6	33.6	12.9
丘钛科技	1478 HK	持有	5.77	6.50	6.5	23.0	17.7	11.3	4.1	10.7	2.3	1.1	23.5	净现金
通达集团	698 HK	买入	1.55	2.60	9.8	11.9	6.9	4.9	0.2	6.1	1.5	4.6	19.2	45.6
信利国际	732 HK	未评级	1.36	-	4.2	158.7	7.2	4.6	0.0	4.0	0.5	3.9	0.9	68.1
高伟电子	1415 HK	未评级	1.57	-	1.3	10.2	5.9	5.4	-	1.9	0.5	4.0	8.8	净现金
平均值						39.1	12.4	9.0	1.1	8.6	3.0	2.7	21.8	
中国及台湾上市														
歌尔声学	002241 CH	未评级	16.05	-	49.8	67.0	21.0	14.9	0.3	14.1	3.9	0.5	9.6	107.2
金龙机电	300032 CH	未评级	12.27	-	55.3	38.3	16.2	12.0	0.4	9.5	2.5	1.4	13.3	36.1
立讯精密	002475 CH	未评级	10.61	-	11.0	31.9	16.6	13.0	6.8	8.8	1.9	1.5	13.6	39.2
美律实业	2439 TT	未评级	5130	-	175.9	20.8	25.8	20.2	0.7	17.3	6.3	1.4	30.7	净现金
大立光电	3008 TT	未评级	39.8	-	23.8	35.9	11.4	10.5	0.6	4.4	1.2	6.7	3.6	净现金
平均值						38.8	18.2	14.1	1.7	10.8	3.2	2.3	14.2	

资料来源：彭博资讯、东方证券（香港）



财务报表及预测

损益表 (合并报表)

年结于 12 月 31 日(人民币百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	36,734	38,774	42,627	47,379	49,860
移动手机部件及模组	14,876	17,478	20,798	25,332	27,593
组装服务	21,858	21,296	21,829	22,047	22,267
销售成本	(33,934)	(34,511)	(38,323)	(42,104)	(44,066)
毛利	2,800	4,264	4,303	5,274	5,794
其他收入	474	493	512	569	598
政府津贴	26	240	30	30	30
销售及营销开支	(185)	(229)	(213)	(237)	(249)
行政开支	(562)	(434)	(448)	(521)	(548)
研发成本	(979)	(1,201)	(1,194)	(1,279)	(1,346)
其他成本	(114)	(98)	(85)	(95)	(100)
经营利润	1,460	3,036	2,905	3,741	4,178
财务成本	(27)	(44)	(36)	(40)	(41)
分占联营公司业绩	-	-	-	-	-
税前利润	1,433	2,992	2,869	3,701	4,138
所得税开支	(200)	(407)	(390)	(503)	(562)
少数股东权益	-	-	-	-	-
净利润	1,234	2,585	2,479	3,198	3,576
息税折摊前利润	3,196	4,631	4,763	5,654	6,111
息税前利润	1,460	3,036	2,905	3,741	4,178
每股盈利(人民币)	0.55	1.15	1.10	1.42	1.59
每股股息(人民币)	0.069	0.230	0.142	0.159	0.175

现金流量表(合并报表)

年结于 12 月 31 日(人民币百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	1,433	2,992	2,869	3,701	4,138
已付税项	(200)	(407)	(390)	(503)	(562)
折旧	1,727	1,587	1,858	1,913	1,933
摊销	9	8	-	-	-
营运资本变动	(298)	(1,968)	613	(472)	(237)
其他	284	(348)	-	-	-
经营活动现金流量	2,955	1,863	4,950	4,640	5,272
资本支出	(1,895)	(2,259)	(2,155)	(2,067)	(2,087)
出售	10	116	74	77	77
其他	33	327	(64)	(68)	(71)
投资活动现金流量	(1,851)	(1,816)	(2,145)	(2,058)	(2,081)
负债变动	-	-	-	-	-
已付股息	(151)	(156)	(518)	(320)	(358)
其他	(27)	(44)	-	-	-
融资活动现金流量	(178)	(200)	(518)	(320)	(358)
自由现金流	963	1,091	2,170	4,344	5,845
净现金流	926	(152)	2,286	2,262	2,833

半年度明细

年结于 12 月 31 日(人民币百万元)	2H15	1H16	2H16	1H17	2H17
收入	19,726	15,484	21,250	17,526	21,249
毛利	938	1,237	1,563	2,114	2,150
经营利润	520	707	753	1,550	1,486
税前利润	518	698	735	1,530	1,462
税项	(66)	(94)	(105)	(208)	(199)
净利润	452	604	630	1,322	1,263
毛利率(%)	4.8	8.0	7.4	12.1	10.1
经营利润率(%)	2.6	4.6	3.5	8.8	7.0
实际税率(%)	12.8	13.5	14.3	13.6	13.6
净利率(%)	2.3	3.9	3.0	7.5	5.9
每股盈利(人民币)				1.08	0.07
每股股息(人民币)				-	0.23

资料来源: 公司资料、东方证券 (香港)

资产负债表 (合并报表)

年结于 12 月 31 日(人民币百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	16,3	16,641	19,306	23,024	26,573
存货	3,33	4,608	4,200	4,614	4,816
应收贸易账款、应收票据及其他	9,39	8,556	9,343	10,384	10,898
银行结余及现金	2,96	2,822	5,109	7,371	10,204
其他流动资产	645	655	655	655	655
非流动资产	7,65	8,745	9,033	9,177	9,325
固定资产	6,39	7,431	7,654	7,730	7,808
其他非流动资产	1,25	1,314	1,379	1,446	1,517
总资产	23,9	25,386	28,339	32,201	35,899
流动负债	12,2	11,088	12,080	13,064	13,543
应付贸易账款、应付票据及其他	10,1	8,983	9,975	10,959	11,438
其他应付账款	1,99	1,855	1,855	1,855	1,855
其他流动负债	123	250	250	250	250
非流动负债	-	107	107	107	107
长期负债	-	26	26	26	26
其他非流动负债	-	81	81	81	81
总负债	12,2	11,195	12,187	13,171	13,650
股本	4,05	4,052	4,052	4,052	4,052
股份溢价及储备	7,70	10,139	12,100	14,978	18,196
总权益	11,7	14,191	16,152	19,030	22,248
总负债及权益	23,9	25,386	28,339	32,201	35,898
净现金/(负债)	967	967	3,253	5,516	8,349
营运资本	4,10	5,553	7,227	9,961	13,030
已动用资本总额	11,7	14,298	16,259	19,138	22,356
净负债率(%)	NC	NC	NC	NC	NC
每股账面价值(人民币)	5.22	6.30	7.17	8.45	9.87

主要比率

年结于 12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
增长率(%)					
收入	25	6	10	11	5
毛利	47	52	1	23	10
息税折摊前利润	37	45	3	19	8
息税前利润	40	108	(4)	29	12
净利润	36	110	(4)	29	12
每股盈利	36	110	(4)	29	12
利润率(%)					
毛利	7.6	11.0	10.1	11.1	11.6
息税折摊前利润	8.7	11.9	11.2	11.9	12.3
息税前利润	4.0	7.8	6.8	7.9	8.4
净利润	3.4	6.7	5.8	6.8	7.2
其他(%)					
实际税率	14	14	14	14	14
派息率	13	20	13	11	11
已动用资本回报率	10	18	15	17	16
平均净资产收益率	11	20	16	18	17
平均总资产收益率	14	19	18	19	18
利息覆盖倍数(倍)	54	69	80	95	103

主要假设

年结于 12 月 31 日(人民币百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
金属部件	11,000	13,571	14,841	17,552	17,674
塑胶部件	2,024	2,000	2,500	2,875	3,163
玻璃机壳	350	450	2,000	3,447	5,299



分析员核证

分析员，盛一然，主要负责拟备本报告并谨此声明—

- (1) 本报告所表达之意见均准确反映分析员对所述公司(等)/证券之个人见解；
- (2) 分析员之补偿与本报告的推荐或意见或投资银行部并没有直接或间接的关系；
- (3) 分析员不是直接或间接地受投资银行部监管或隶属于投资银行部；
- (4) 分析员就报告中论述的公司(等)/证券，根据证监会操守准则第16.5(g)段，并没有违反安静期限制；
- (5) 分析员及其有联系者没有曾在发表本报告之前的30天内进行交易或买卖涉及本报告所论述的公司(等)/证券；
- (6) 分析员及其有联系者并没有在任何与报告中论述的公司(等)中担任高级人员；
- (7) 分析员及其有联系者并没有拥有研究报告内所论述股份的任何财务权益。

东方证券评级含义

买入—描述了我们预期在未来12个月内将提供>10%的总回报的股票。

增持—描述了我们预期在未来12个月内将提供>0%的总回报的股票。

持有—描述了我们预期在未来12个月内将提供-20%至20%的总回报的股票。

卖出—描述了我们预期在未来12个月内将提供<0%的总回报的股票。

披露及免责声明

东方证券(香港)有限公司可能与报告中论述的公司(等)拥有或正寻求业务关系。因此投资者应留意报告的客观性可能受潜在的利益冲突所影响。在进行投资决定时，投资者应视本报告为其中一个参考因素。

东方证券(香港)有限公司及其附属公司、要员、董事及雇员在任何时间可能持有本报告所提及之任何证券、认股证、期货、期权、衍生产品或其他金融工具的长仓或短仓。

东方证券(香港)有限公司或东方证券(香港)有限公司任何其他成员在任何情况下，均不会就由於任何第三方在依赖本报告内容时之作为或不作为而导致任何类型之损失（无论是直接、间接、随之而来或附带者），负上法律责任或具有任何责任。

本报告内容或意见仅供参考之用途，并不构成任何买入或沽出证券或其他金融产品之要约。本报告并无顾虑任何特定投资者之特定投资目标、财务状况、或风险承受程度，投资者在进行任何投资前，必须对其投资进行独立判断或在需要时寻求独立专业意见。东方证券(香港)有限公司不保证执行此报告提及的投资产品或金融工具的交易。

虽然本报告资料来自或编写自东方证券(香港)有限公司相信是可靠之来源，惟东方证券(香港)有限公司并不明示或暗示地声明或保证任何该等资料之准确性、完整性或可靠性。本报告内所提及之价格仅供参考之用途，投资产品之价值及收入可能会浮动，包括受汇率、市场指数、有关公司相关数据或其他因素而变动。本报告内容或意见可随时更改，东方证券(香港)有限公司并不承诺提供任何有关变更之通知。证券过去的表现不可作为未来表现的指标，同时未来回报是不能保证的，你可能蒙受所有最初存入资金的损失。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

任何在香港以外的国家或地区进行/执行之投资产品或金融工具的交易，将受有关当局/当地之相关法律/法规及监管机构的管辖，本报告的发表单位及分析员并不受有关当局/当地的所有披露要求或法规管辖。

未经东方证券(香港)有限公司事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、分发、转发、发表此报告，东方证券(香港)有限公司保留一切权利。