

【广发海外】华虹半导体(01347.HK)

成熟制程虽已回暖，然新厂折旧仍是主要逻辑

核心观点：

- **近期公司股价表现受全球 8 英寸产能吃紧催化。**近期公司股价涨幅较高，系因市场认为全球 8 英寸代工产能已于近期转向紧俏（如台积电 8 英寸产能售光，其订单已外溢至联电、世界先进等厂商），公司作为全球 8 英寸代表厂商有望充分受益。
- **成熟制程虽已回暖，然公司股价核心逻辑仍停留在无锡新厂产能爬坡带来的折旧压力。**我们同意当前市场对产业景气度回暖及成熟制程需求好转的观点，系因服务器开始拉货、智能手机迎来明显边际改善以及当前 TWS、多摄像头、超薄指纹识别正快速渗透。对公司的 8 英寸产能而言，因 CIS、NOR Flash、RF IC、Fingerprint IC 等成熟制程产品的回暖对产能利用率继续提升有较为积极的正面效应，然公司无锡 12 英寸晶圆厂产能爬坡带来的折旧压力对盈利能力的压制仍存较高的不确定性，参考中芯国际 04 年爬坡 300mm 产能时毛利率受到的压制状况（图 1），当前我们仍保守看待公司 20 年盈利前景。
- **合理价值为 14.4 港元/股，维持“持有”评级。**公司虽是全球 8 英寸代表厂商，然当前公司股价的核心逻辑仍停留在无锡新厂产能爬坡带来的折旧压力(初步反应阶段)，基于 TWS、多摄、超薄指纹识别快速渗透拉动成熟制程回暖推断公司将充分受益仍缺乏说服力。虽折旧压力较大，我们仍上调 19-21 年毛利率至 30.4%/27.2%/26.5%以反应产业景气度的持续回暖。我们预测公司 19-21 年归母净利润分别为 1.72/1.63/1.73 亿美元。根据公司 ROE 与 PB 的拟合状况，我们得出 19 年公司合理 PB 为 1.0 倍，对应的合理价值为 14.4 港元/股，维持“持有”评级。
- **风险提示。**全球宏观经济不及预期的风险，无锡新厂折旧政策具有不确定性的风险，无锡新厂获得政府补助不及预期的风险。

盈利预测：

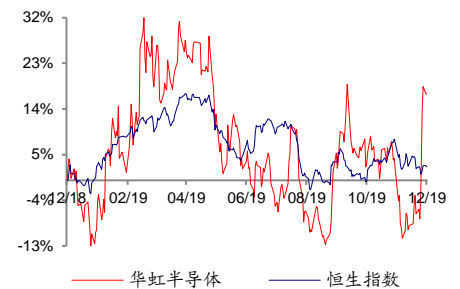
货币：美元

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	808	930	939	1188	1453
增长率(%)	12.0	15.1	0.9	26.6	22.3
EBITDA(百万元)	272	322	343	452	552
净利润(百万元)	145	183	172	163	173
增长率(%)	12.8	26.1	-6.1	-5.5	6.3
EPS(元/股)	0.140	0.171	0.134	0.127	0.135
市盈率(P/E)	11.1	14.2	17.7	18.7	17.6
市净率(P/B)	0.96	1.45	1.32	1.24	1.16

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 7.83）

公司评级	持有
当前价格	18.52 港元
合理价值	14.4 港元
前次评级	持有
报告日期	2019-12-11

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】华虹半导体 (01347.HK)：无锡新厂投产拖累中期获利能力 2019-11-14
- 【广发海外】华虹半导体 (01347.HK)：新厂产能爬坡或将拖累中期获利能力 2019-08-08
- 【广发海外】华虹半导体 (01347.HK)：专注特色工艺，定位细分市场 2019-07-07

图表索引

图 1: 中芯国际 300mm 产能爬坡对毛利率的压制过程 (右轴单位: 千片等效 8 英寸)	4
图 2: 1Q14-3Q19 全球 Foundry 市场主要厂商产能利用率变化状况	4
图 3: 1Q14-3Q19 Foundry 市场主要厂商 ASP 变化状况 (单位: 美元/片)	5
图 4: 过往三年公司 ROE 与 PB 拟合度较高 (纵轴为 ROE%, 横轴为 PB)	8
表 1: 广发三摄、双摄渗透率预测	3
表 2: 广发超薄光学屏下指纹市场预估 (单位: 百万部)	3
表 3: 广发 TWS 出货量预估 (单位: 百万)	3
表 4: 公司收入拆分及盈利预测	6
表 5: “大基金”4 亿美元注资前后公司 ROE 水平对比 (单位: 亿美元)	7
表 6: 可比公司估值 (股价为 2019 年 12 月 10 日收盘价)	8

1. 公司经营数据

表 1: 广发三摄、双摄渗透率预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E
苹果	0%	0%	0%	19%	45%
三星	0%	0%	0%	35%	45%
华为	0%	0%	7%	35%	50%
小米	0%	0%	0%	15%	30%
LG	0%	0%	0%	15%	25%
Vivo	0%	0%	0%	25%	40%
OPPO	0%	0%	0%	20%	40%
其他	0%	0%	0%	5%	10%
三摄占全球智能机出货	0%	0%	1%	22%	36%
双摄渗透率	5%	18%	38%	41%	40%

数据来源: IDC, 广发证券发展研究中心

表 2: 广发超薄光学屏下指纹市场预估 (单位: 百万部)

超薄光学屏下指纹采用率	2019E	2020E
苹果	0%	0%
三星	0%	2.5%
华为	0%	20%
Xiaomi	0%	5%
OPPO	0%	10%
vivo	0%	10%
其他	0%	0%
整体超薄光学屏下指纹出货	0	87
整体超薄光学屏下指纹渗透率	0%	6.1%

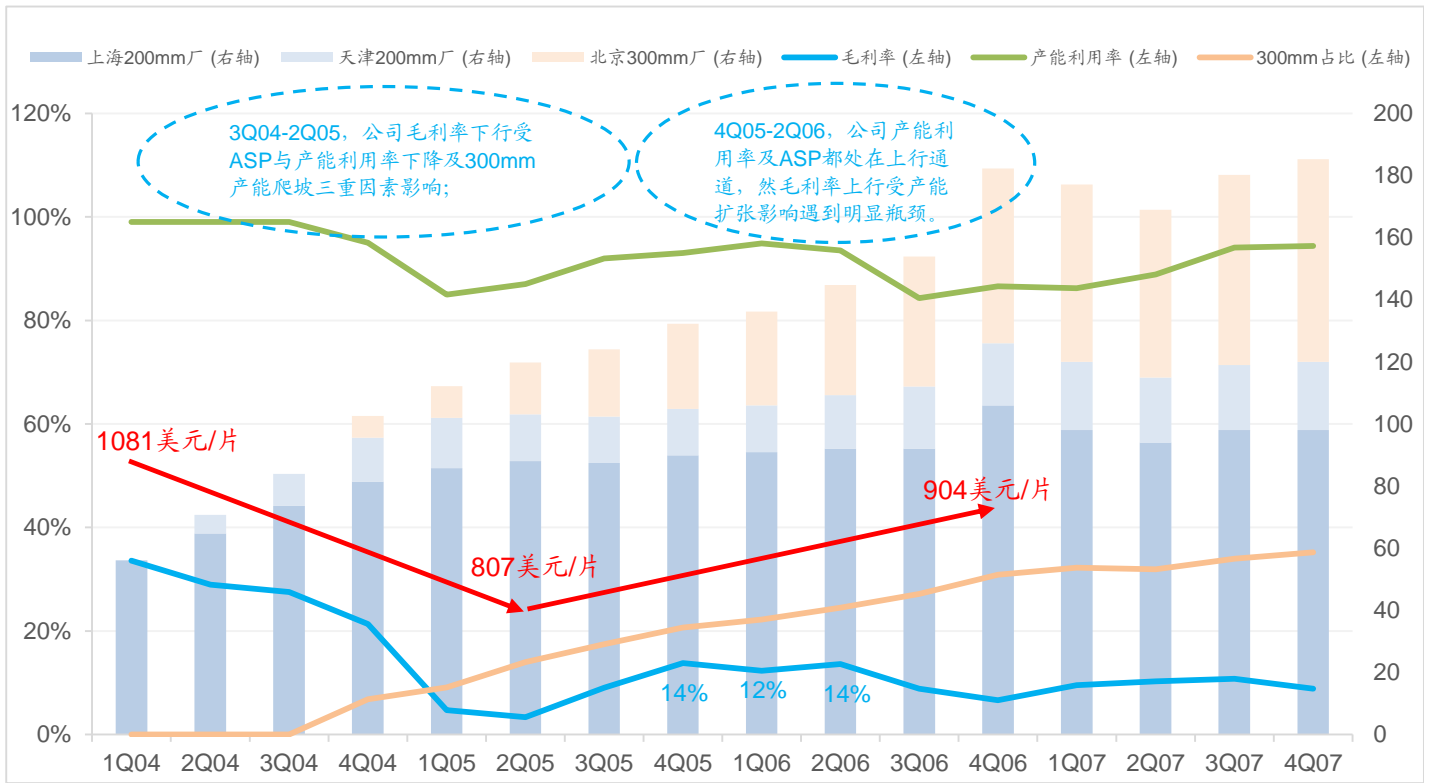
数据来源: IHS, 广发证券发展研究中心

表 3: 广发TWS出货量预估 (单位: 百万)

	2019E	2020E
Airpods	56	100
Android TWS	64	100
Total	120	200

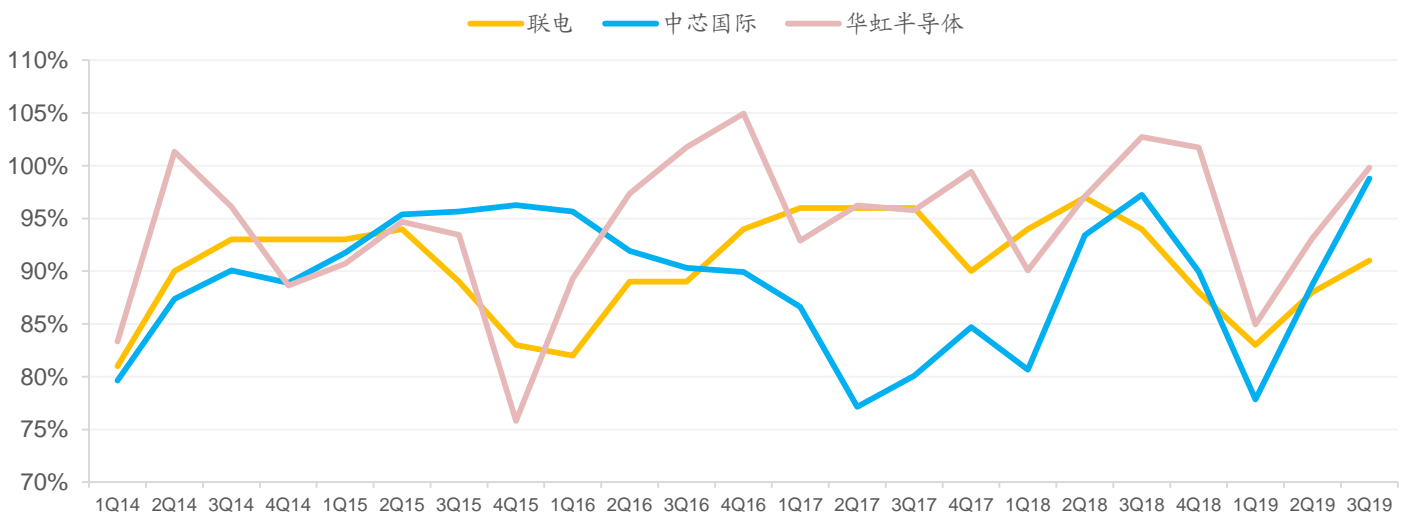
数据来源: Counterpoint, 广发证券发展研究中心

图 1: 中芯国际 300mm 产能爬坡对毛利率的压制过程 (右轴单位: 千片等效 8 英寸)



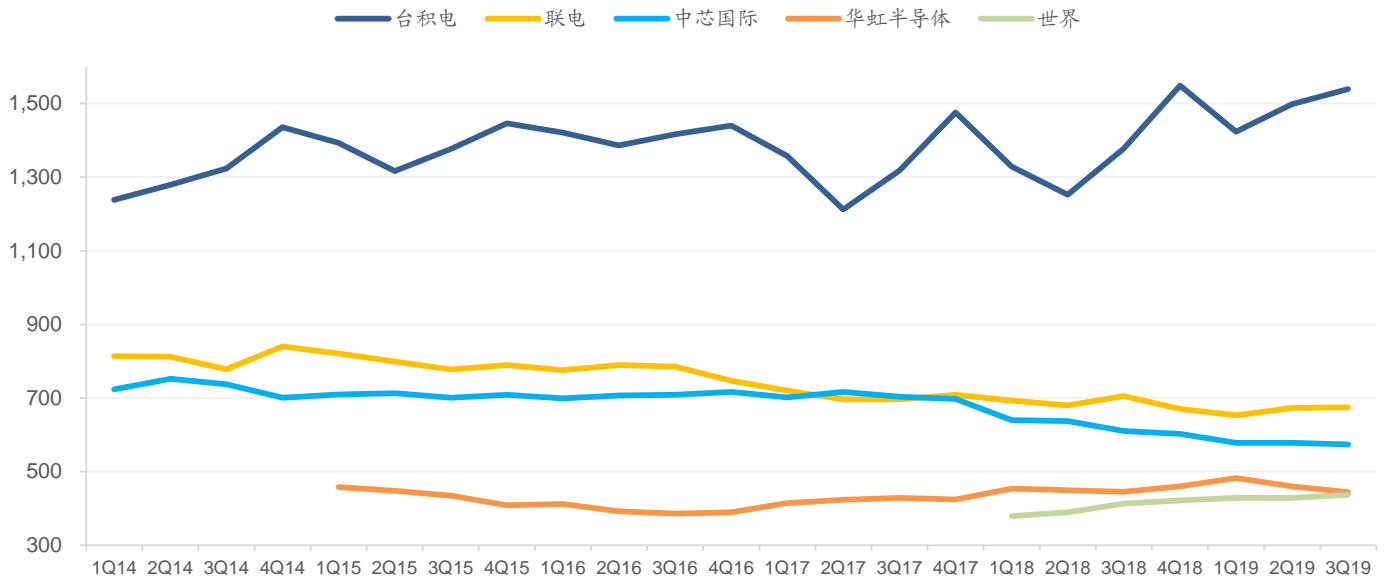
数据来源: 中芯国际季度财务报表, 广发证券发展研究中心

图 2: 1Q14-3Q19 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 3: 1Q14-3Q19 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

2. 盈利预测与估值

表 4: 公司收入拆分及盈利预测

产能及利用率	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E
实际产能(千片等效 8 英寸)	552	611	642	673.5	705	2631	3045
QoQ	1.7%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%		
YoY	1%	19%	22%	24%	28%	23%	16%
产能利用率	99.8%	98.0%	98.0%	97.0%	97.0%	97.5%	97.8%
出货量	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E
出货量(千片等效 8 英寸)	551	598	629	653	684	2565	2977
QoQ	5%	9%	5%	4%	5%		
YoY	4%	34%	29%	25%	24%	28%	16%
ASP(美元/片)	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E
ASP	440	445	449	454	458	452	476
QoQ	-1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%		
YoY	-4%	-8%	-2%	2%	4%	-1%	5%
收入拆分(百万美元)	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E
晶圆	243	266	283	296	313	1158	1417
光罩、探针卡及设计服务	6	7	7	8	8	30	36
利润表(百万美元)	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E
营业收入	249	273	290	304	321	1188	1453
营业成本	180	198	210	222	235	864	1068
毛利润	68	75	80	82	87	324	385
营业费用	16	41	43	45	48	176	225
其他营业收入	-46	3	3	4	4	14	14
营业利润	7	38	40	41	43	161	173
其他收入	33	7	7	8	8	30	30
利润总额	40	45	47	48	51	191	203
所得税	9	7	7	7	8	29	31
非经常性收益	0	0	0	0	0	0	0
净利润	31	38	40	41	43	163	173
少数股东损益	-5	0	0	0	0	0	0
归母净利润	36	38	40	41	43	163	173

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。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; 联电的ROE与PB的关系整体与行业保持相匹配关系; 中芯国际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, ROE整体水平较低, 其PB水平亦与之相应。较为明显的是公司和世界先进的直接对比:

从2018年来看, 公司和世界先进的收入(分别为9.3亿美元、8.5亿美元)及净利润(分别为1.8亿美元、1.7亿美元)水平都十分接近, 但由于平均净资产水平差

异较大（分别为19.2亿美元和8.7亿美元），公司的ROE水平（约为10%）仅为世界先进（约为20%）的1/2左右，这直接导致公司全年的平均估值水平（1.4倍PB）也远低于世界先进（3.7倍PB）。除了2018年，这一规律在2016年、2017年亦同样适用。综上，我们认为PB-ROE的方法对公司合理价值的评估指导意义较高。

2018年初，“大基金”为助力公司无锡项目的建设，向公司合计注资9.22亿美元（其中向公司注资4亿美元，向子公司华虹无锡注资5.22亿美元），这导致公司当年股东权益（不含少数股东权益）净增加4亿美元。由于当前无锡项目仍处于大规模投入期且仍未量产（预计投入对应的产能完全释放将在2022年底），我们认为将“大基金”注入的4亿美金计入公司2019年ROE的计算而去预估公司的平均PB将有失公允，在此我们选取剔除“大基金”注资后公司的ROE水平（9.4%）作为公司合理价值评估的基础。

表 5：“大基金”4亿美元注资前后公司ROE水平对比（单位：亿美元）

	股东权益合计 (不含少数)	股东权益合计 (不含少数),剔除大基金	净利润	ROE	ROE (剔除大基金)
2015	14.91	14.91	1.13		
2016	14.89	14.89	1.29	9.1%	8.7%
2017	16.95	16.95	1.45	9.5%	9.1%
2018	21.55	17.55	1.83	9.5%	10.6%
2019	22.93	18.93	1.72	7.7%	9.4%

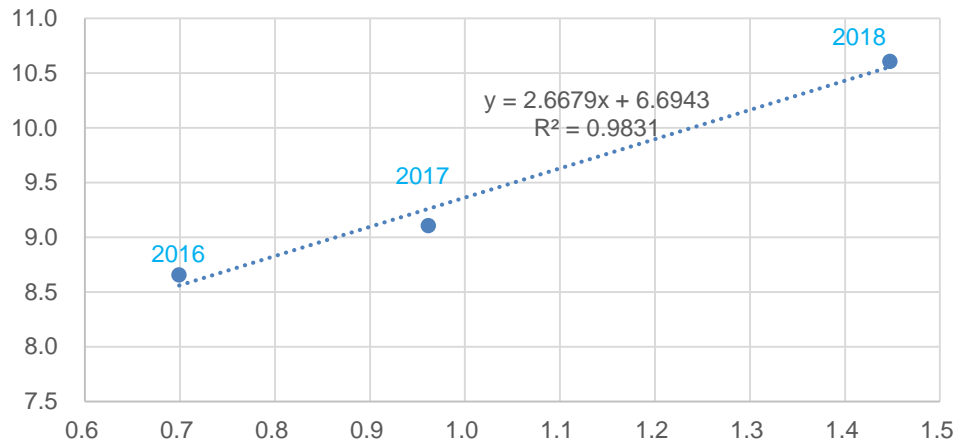
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心（备注：此处ROE均按照平均归母权益计算）

近期公司股价表现受全球8英寸产能吃紧催化。近期公司股价涨幅较高，系因市场认为全球8英寸代工产能已于近期转向紧俏（如台积电8英寸产能售光，其订单已外溢至联电、世界先进等厂商），公司作为全球8英寸代表厂商有望充分受益。

成熟制程虽已回暖，然公司股价核心逻辑仍停留在无锡新厂产能爬坡带来的折旧压力。我们同意当前市场对产业景气度回暖及成熟制程需求好转的观点，系因服务器开始拉货、智能手机迎来明显边际改善以及当前TWS、多摄像头、超薄指纹识别正快速渗透。对公司的8英寸产能而言，因CIS、NOR Flash、RF IC、Fingerprint IC等成熟制程产品的回暖对产能利用率继续提升有较为积极的正面效应，然公司无锡12英寸晶圆厂产能爬坡带来的折旧压力对盈利能力的压制仍存较高的不确定性，参考中芯国际04年爬坡300mm产能时毛利率受到的压制状况（图1），当前我们仍保守看待公司20年盈利前景。

合理价值为14.4港元/股，维持“持有”评级。公司虽是全球8英寸代表厂商，然当前公司股价的核心逻辑仍停留在无锡新厂产能爬坡带来的折旧压力（初步反应阶段），基于TWS、多摄、超薄指纹识别快速渗透拉动成熟制程回暖推断公司将充分受益仍缺乏说服力。虽折旧压力较大，我们仍上调19-21年毛利率至30.4%/27.2%/26.5%以反应产业景气度的持续回暖。我们预测公司19-21年归母净利润分别为1.72/1.63/1.73亿美元。根据公司ROE与PB的拟合状况，我们得出19年公司合理PB为1.0倍，对应的合理价值为14.4港元/股，维持“持有”评级。

图 4: 过往三年公司ROE与PB拟合度较高 (纵轴为ROE%, 横轴为PB)



数据来源: 公司年报, Wind, 广发证券发展研究中心

表 6: 可比公司估值 (股价为2019年12月10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	00981.HK	中芯国际	11.14	USD	0.03	0.03	0.04	51.74	52.36	34.09
台湾	2330.TW	台积电	313.50	TWD	13.16	16.27	18.45	23.82	19.27	17.00
	2303.TW	联电	16.45	TWD	0.70	0.84	1.15	23.52	19.68	14.36
	5347.TWO	世界	76.00	TWD	3.54	3.72	4.52	21.46	20.45	16.83
均值					-	-	-	30.13	27.94	20.57
香港	01347.HK	华虹半导体	18.52	USD	0.134	0.127	0.135	17.65	18.68	17.57
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	00981.HK	中芯国际	11.14	USD	1.20	1.24	1.30	1.18	1.15	1.10
台湾	2330.TW	台积电	313.50	TWD	66.15	72.17	78.40	4.74	4.34	4.00
	2303.TW	联电	16.45	TWD	17.40	17.78	18.19	0.95	0.93	0.90
	5347.TWO	世界	76.00	TWD	18.40	19.16	20.15	4.13	3.97	3.77
均值					-	均值	-	2.75	2.60	2.44
香港	01347.HK	华虹半导体	18.52	USD	1.79	1.91	2.05	1.32	1.24	1.16

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心 (备注: 华虹半导体数据来自广发证券预测, 其余数据均来自彭博一致预期)

3. 风险提示

1. 中美贸易格局改变的风险
2. 全球宏观经济不及预期的风险
3. 公司无锡项目折旧政策的不确定性风险
4. 无锡项目获得政府补助不及预期的风险

至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	853	1,774	1,307	1,404	1,499
货币资金	375	777	300	300	300
应收及预付	169	200	202	254	311
存货	116	130	137	182	220
其他流动资产	194	667	667	667	667
非流动资产	1,225	1,304	2,205	2,955	3,430
长期股权投资	58	64	64	64	64
固定资产	733	773	1,674	2,424	2,899
在建工程	0	1	2	3	4
无形资产	7	10	10	10	10
其他长期资产	426	457	457	457	457
资产总计	2,078	3,078	3,511	4,359	4,929
流动负债	337	330	625	1,310	1,707
短期借款	61	4	296	894	1,202
应付及预收	68	79	87	114	139
其他流动负债	208	246	242	301	367
非流动负债	46	44	44	44	44
长期借款	32	26	26	26	26
应付债券	0	1	2	3	4
其他非流动负债	14	18	18	18	18
负债合计	383	374	670	1,354	1,752
股本	1,555	1,960	1,960	1,960	1,960
资本公积	114	35	0	0	0
留存收益	27	160	333	495	668
归属母公司股东权	1,695	2,155	2,293	2,455	2,628
少数股东权益	0	549	549	549	549
负债和股东权益	2,078	3,078	3,511	4,359	4,929

至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	808	930	939	1188	1453
营业成本	541	619	654	864	1068
其他收入及收益	13	14	14	14	14
销售费用	7	8	8	10	12
管理费用	109	122	120	148	182
财务费用	2	2	5	18	31
其他费用及亏损	0	0	0	0	0
投资净收益	11	28	36	30	30
利润总额	172	221	202	191	203
所得税	27	35	30	29	31
净利润	145	186	172	163	173
少数股东损益	0	2	0	0	0
归属母公司净利润	145	183	172	163	173
EBITDA	272	322	343	452	552
EPS (美元)	0.140	0.171	0.134	0.127	0.135

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	258	274	307	407	511
净利润	145	183	172	163	173
折旧摊销	104	120	149	250	325
营运资金变动	10	-57	-6	-10	-5
其它	0	28	-8	5	18
投资活动现金流	-197	-717	-1,037	-987	-787
资本支出	-138	-239	-1,050	-1,000	-800
投资变动	0	0	0	0	0
其他	-59	-479	13	13	13
筹资活动现金流	-41	865	253	580	276
现金净增加额	34	402	-477	0	0
期初现金余额	341	375	777	300	300
期末现金余额	375	777	300	300	300

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	12.0	15.1	0.9	26.6	22.3
归属母公司净利润增长	12.8	26.1	-6.1	-5.5	6.3
获利能力(%)					
毛利率	33.1	33.4	30.4	27.2	26.5
净利率	18.0	19.7	18.3	13.7	11.9
ROE	9.1	9.5	7.7	6.8	6.8
ROIC	10.0	8.7	5.7	4.7	4.7
偿债能力					
资产负债率(%)	18.4	12.1	19.1	31.1	35.5
净负债比率	-16.6	-52.3	-22.7	-1.6	8.2
流动比率	2.53	5.38	2.09	1.07	0.88
速动比率	2.19	4.99	1.87	0.93	0.75
营运能力					
总资产周转率	0.41	0.36	0.28	0.30	0.31
应收账款周转率	5.02	5.04	4.67	5.21	5.15
存货周转率	5.13	5.05	4.91	5.41	5.30
每股指标(美元)					
每股收益	0.14	0.17	0.13	0.13	0.13
每股经营现金流	0.25	0.26	0.24	0.32	0.40
每股净资产	1.63	1.68	1.79	1.91	2.05
估值比率					
P/E	11.1	14.2	17.7	18.7	17.6
P/B	0.96	1.45	1.32	1.24	1.16
EV/EBITDA	4.9	3.7	7.0	6.6	6.0

广发海外研究小组简介

- 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：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：海外电子行业首席分析师，2015-2017年Asiamoney最佳台湾硬件分析师，CFA。
- 胡翔宇：海外大消费行业首席分析师，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行业首席分析师，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：海外机械行业资深分析师，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：海外大消费行业高级分析师，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：海外电子行业分析师，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。
- 马步云：海外医药行业高级分析师，清华大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮：海外大消费行业分析师，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：海外大消费行业研究助理，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。
- 蔡俊韬：海外宏观分析研究助理，新加坡国立大学硕士，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。