

【广发海外】华虹半导体(01347.HK)

中期盈利前景面临挑战

核心观点:

- **2Q 毛利率优于预期, 3Q 指引略低于预期。**公司于8/11日披露2Q20业绩, 其中收入(2.25亿美元)与市场预期一致, 26.0%的毛利率优于预期(23.6%)。3Q收入指引(2.36亿美元)略低于预期(2.43亿美元), 毛利率指引(22.4%)虽符合预期(22%-24%), 然参考意义已变弱(不同于8英寸厂将折旧计入成本, 公司将无锡12英寸折旧计入营业开支)。
- **2Q 出货量仍未达前期高点。**2Q公司8英寸名义产能利用率为100.4%叠加无锡12"产能开始爬坡情境下总出货量(52.3万片)仍未达去年景气高点(52.4万片), 暗示2Q产能利用率(8英寸100.4%、12英寸38.3%)指导意义有限。3Q收入指引对应出货量或可创出新高, 然12英寸产能持续爬坡带来的折旧压力将变为主要矛盾。
- **科创板回归预期主导前期股价。**市场预期华虹半导体将复制中芯国际科创板回归路径, 如以中芯国际科创板发行为参照标准(发行P/B约3.2倍), 同时按照1.0-3.0倍PB给予港股估值(表4), 公司港股价格将落在19.4-58.1港元/股这一区间(中值38.7港元/股)。
- **新厂折旧压力仍在初步反应阶段, 维持“持有”评级。**鉴于无锡厂产能扩充空间仍大(当前产能10k/m, 按规划公司产能将达40k/m), 我们继续维持“无锡12英寸厂产能爬坡带来的折旧将对公司中期盈利能力产生持续压制且仍在初步反应阶段”的判断。我们预测公司20/21年归母净利润分别为1.10/0.55亿美元。我们上调公司合理估值水平(PB)至2.4倍(对应20末归母净资产)以反映市场对公司的科创板回归预期。综上, 公司合理价值为33.7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, 无锡厂折旧不确定性风险。

盈利预测:

单位: 美元

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	930	933	905	1025	1141
增长率(%)	15.1	0.2	-3.0	13.3	11.4
EBITDA(百万元)	322	294	312	364	404
归母净利润(百万元)	183	162	110	55	38
增长率(%)	26.1	-11.4	-32.1	-50.0	-31.9
EPS(元/股)	0.143	0.126	0.085	0.043	0.029
市盈率(P/E)	17.1	18.1	44.6	89.3	131.1
ROE	9.5%	7.4%	4.8%	2.3%	1.5%
EV/EBITDA	5.3	6.7	15.1	14.2	13.6

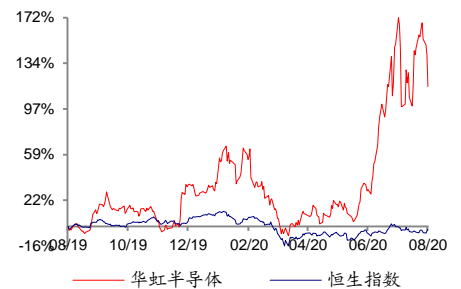
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心(备注: 美元兑人民币/港币汇率为6.98/7.77)

公司评级

持有

当前价格	29.6 港元
合理价值	33.7 港元
前次评级	持有
报告日期	2020-08-13

相对市场表现



分析师:

蒲得宇



SAC 执证号: S0260519030002

SFC CE No. BNO719



852-37602085



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 2020-05-18 (01347.HK): 复苏仍待时日
- 【广发海外】华虹半导体 2020-02-16 (01347.HK): 新厂折旧压力仍在初步反应阶段
- 【广发海外】华虹半导体 2019-12-11 (01347.HK): 成熟制程虽已回暖, 然新厂折旧仍是主要逻辑

图表索引

图 1: 中芯国际 12" 产能爬坡对毛利率压制过程 (右轴单位: 千片, 8 英寸)	5
图 2: 1Q19-1Q19 公司及华虹半导体中国区收入统计 (单位: 百万美元)	5
图 3: 主要 Foundry 厂商产能利用率变化状况	6
图 4: 主要 Foundry 厂商 ASP 变化状况 (单位: 美元/片, 等效 8 英寸)	6
图 5: 过往三年公司 PB (TTM)	8
表 1: 2Q20 财报与彭博一致预期比较	3
表 2: 盈利预测调整表	3
表 3: Foundry 产业主要公司产能利用率假设	4
表 4: 华虹半导体估值敏感性分析	4
表 5: 公司季度收入拆分及盈利预测	7
表 6: 可比公司估值 (股价为 2020 年 08 月 12 日收盘价)	9

一、公司经营数据

表 1: 2Q20 财报与彭博一致预期比较

(百万美元)	2Q20	1Q20	环比	2Q19	同比	广发预期	变动	彭博一致预期	变动
营业收入	225	203	11%	230	-2%	220	2%	223	1%
毛利润	59	43	37%	71	-18%	51	15%	53	11%
营业利润	4	-11	-135%	60	-93%	53	-93%	53	-93%
税前利润	8	-9	-192%	61	-87%	53	-85%	21	-62%
归母净利润	18	20	-12%	43	-59%	37	-51%	23	-23%
EPS (美元)	0.01	0.02	-12%	0.03	-59%	0.03	-51%	0.01	-2%
			百分点		百分点		百分点		百分点
毛利率	26.0%	21.1%	4.9	31.0%	(5.1)	23.0%	3.0	23.6%	2.4
营业利润率	1.7%	-5.6%	7.3	26.2%	(24.5)	24.0%	(22.2)	23.7%	(22.0)
税前利润率	3.5%	-4.3%	7.8	26.4%	(22.8)	24.0%	(20.4)	9.4%	(5.9)
归母净利率	7.9%	10.0%	(2.1)	18.8%	(10.9)	16.7%	(8.7)	10.3%	(2.4)

数据来源: 公司财报, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

表 2: 盈利预测调整表

美元	2019	2020E		2021E		变动	
(百万元)		调整前	调整后	调整前	调整后	2020E	2021E
营业收入	933	893	905	1103	1,025	1%	-7%
毛利	282	191	208	223	212	9%	-5%
营业利润	183	144	73	134	33	-49%	-75%
税前利润	193	146	75	134	33	-49%	-75%
归母净利润	162	125	110	115	55	-12%	-52%
EPS (美元)	0.13	0.10	0.08	0.09	0.04	-12%	-52%
毛利率	30.3%	21.4%	23.0%	20.2%	20.7%		
营业利润率	19.6%	16.1%	8.1%	12.2%	3.3%		
税前利润率	20.7%	16.4%	8.3%	12.2%	3.3%		
归母净利率	17.4%	14.0%	12.2%	10.4%	5.4%		

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表3: Foundry产业主要公司产能利用率假设

TSMC	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E
5nm			5-10%	80-85%	70-75%	75-80%
7nm	95-100%	95-100%	95-100%	95-100%	95-100%	95-100%
12/16nm	95-100%	95-100%	85-90%	95-100%	90-95%	90-95%
22/28nm	75-80%	75-80%	75-80%	80-85%	80-85%	80-85%
40/45nm	95-100%	95-100%	95-100%	95-100%	95-100%	95-100%
55/65nm	95-100%	95-100%	95-100%	95-100%	95-100%	95-100%
80/90nm	95-100%	95-100%	95-100%	95-100%	95-100%	90-95%
SMIC	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E
14nm		15-20%	30%	45%	55%	20-30%
22/28nm	60-65%	55-60%	70-75%	85-90%	90-95%	90-95%
40/45nm	95-100%	95-100%	95-100%	95-100%	95-100%	90-95%
55/65nm	95-100%	95-100%	95-100%	95-100%	95-100%	90-95%
80/90nm	95-100%	90-95%	95-100%	95-100%	95-100%	95-100%
华虹	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E
8"	100%	95%	86%	94%	99%	99%
12"		13%	4%	33%	60%	60%

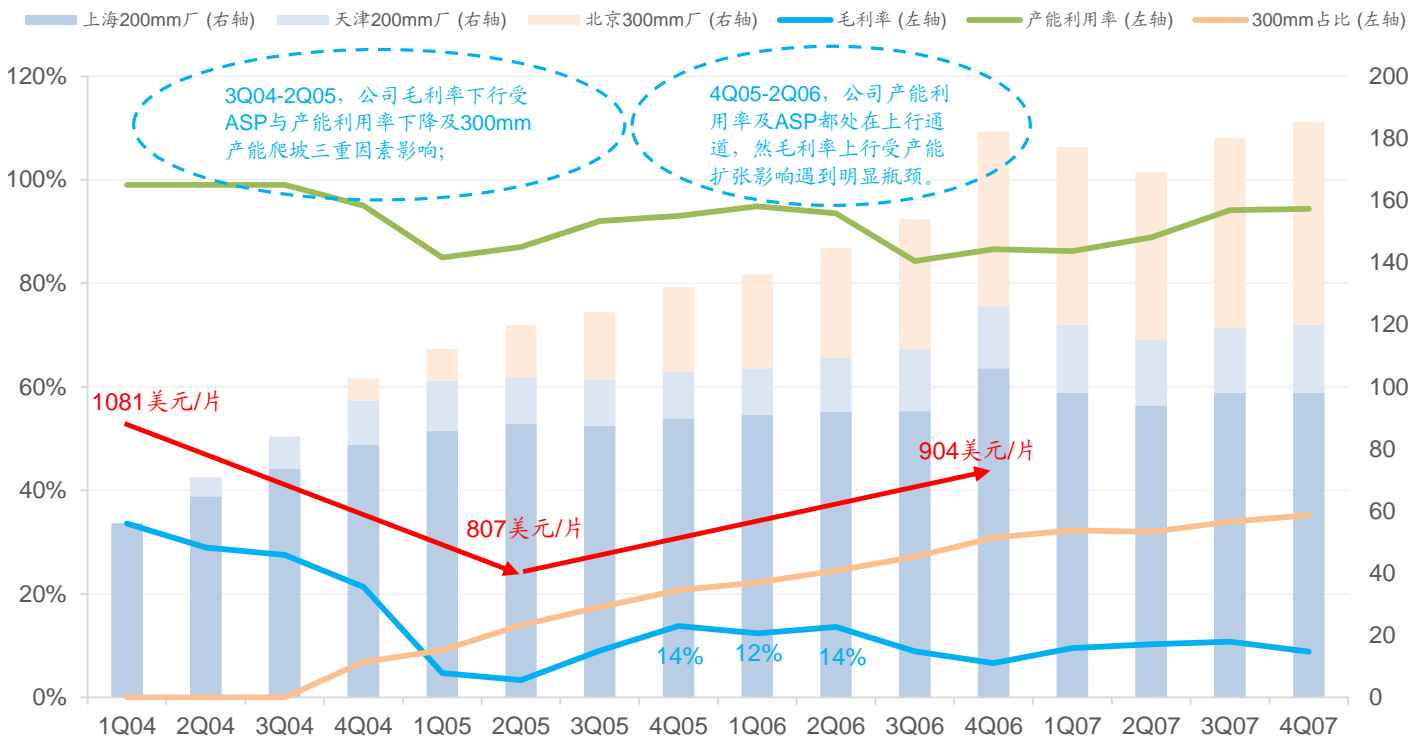
数据来源: Isaiah Research, 广发证券发展研究中心 (*3Q20E 及 4Q20E 为广发预测)

表4: 华虹半导体估值敏感性分析

发行 PB	科创板定价 (人民币, 元/股)	发行后 PB	发行后每股净资产 (港元/股)	1.0-3.0 倍 PB 对应港股价格区间 (人民币, 元/股)	2.0 倍 PB 对应股价 (人民币, 元/股)
2.5	30.2	2.3	17.5	17.5-52.4	35.0
2.6	31.5	2.3	17.8	17.7-53.2	35.5
2.7	32.7	2.3	18.0	18.0-54.0	36.0
2.8	33.9	2.4	18.3	18.3-54.8	36.6
2.9	35.1	2.4	18.6	18.6-55.7	37.1
3.0	36.3	2.4	18.8	18.8-56.5	37.6
3.1	37.5	2.5	19.1	19.1-57.3	38.2
3.2	38.7	2.5	19.4	19.4-58.1	38.7
3.3	39.9	2.5	19.6	19.6-58.9	39.3
3.4	41.1	2.6	19.9	19.9-59.7	39.8
3.5	42.3	2.6	20.2	20.2-60.5	40.3
3.6	43.6	2.6	20.4	20.4-61.3	40.9
3.7	44.8	2.7	20.7	20.7-62.1	41.4
3.8	46.0	2.7	21.0	21.0-62.9	41.9
3.9	47.2	2.7	21.2	21.2-63.7	42.5
4.0	48.4	2.8	21.5	21.5-64.5	43.0

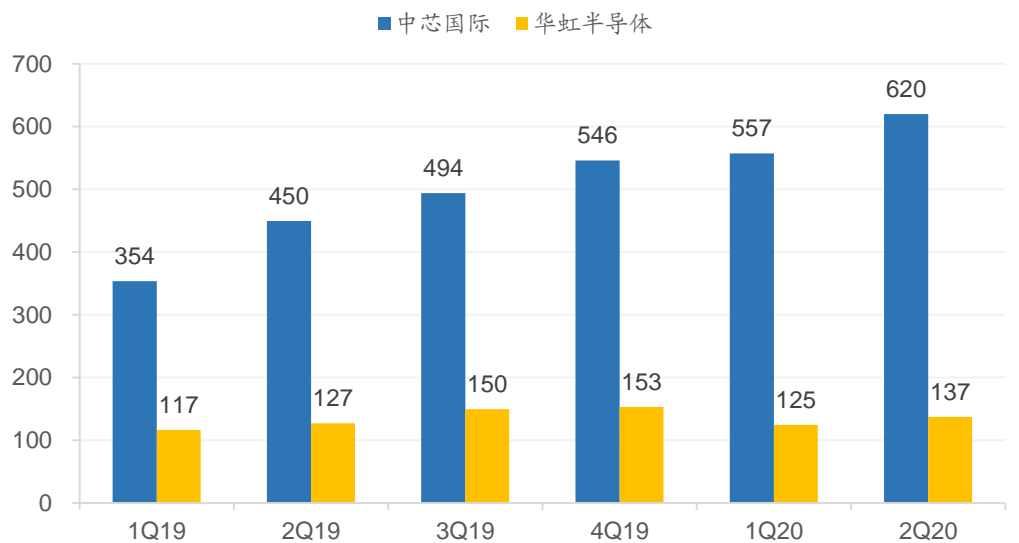
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心 (*橙色字体为中芯国际发行标准)

图 1: 中芯国际 12" 产能爬坡对毛利率压制过程 (右轴单位: 千片, 8 英寸)



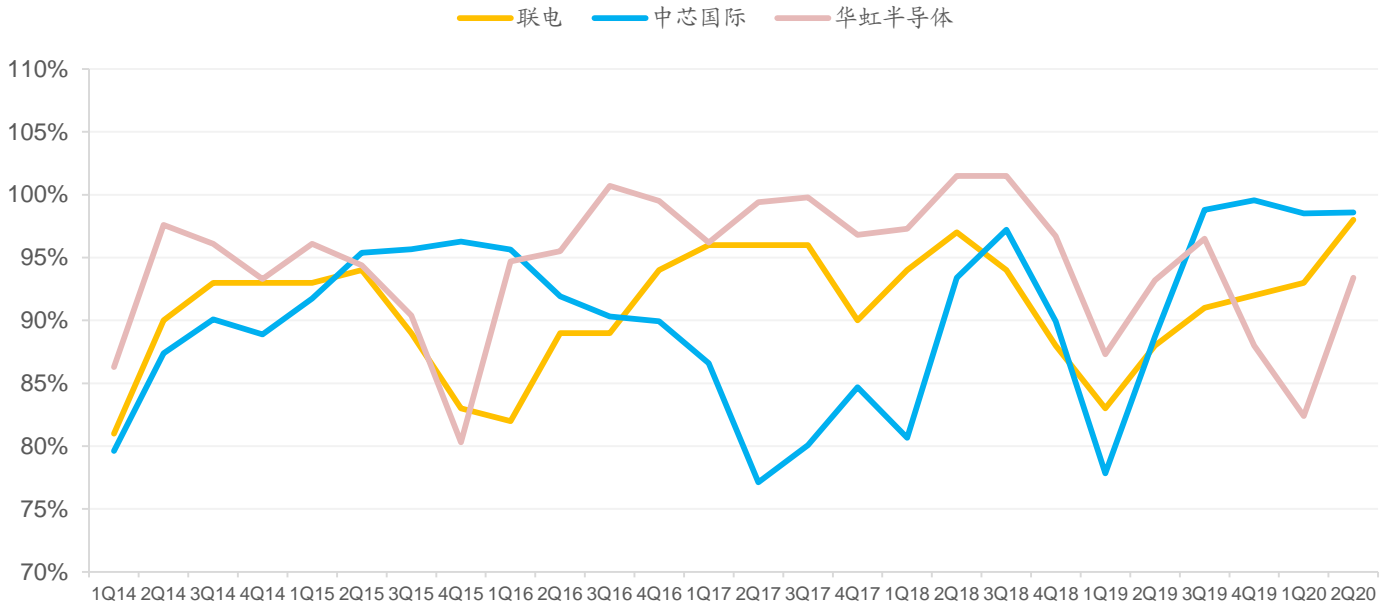
数据来源: 中芯国际财报, 广发证券发展研究中心

图 2: 1Q19-1Q20 公司及华虹半导体中国区收入统计 (单位: 百万美元)



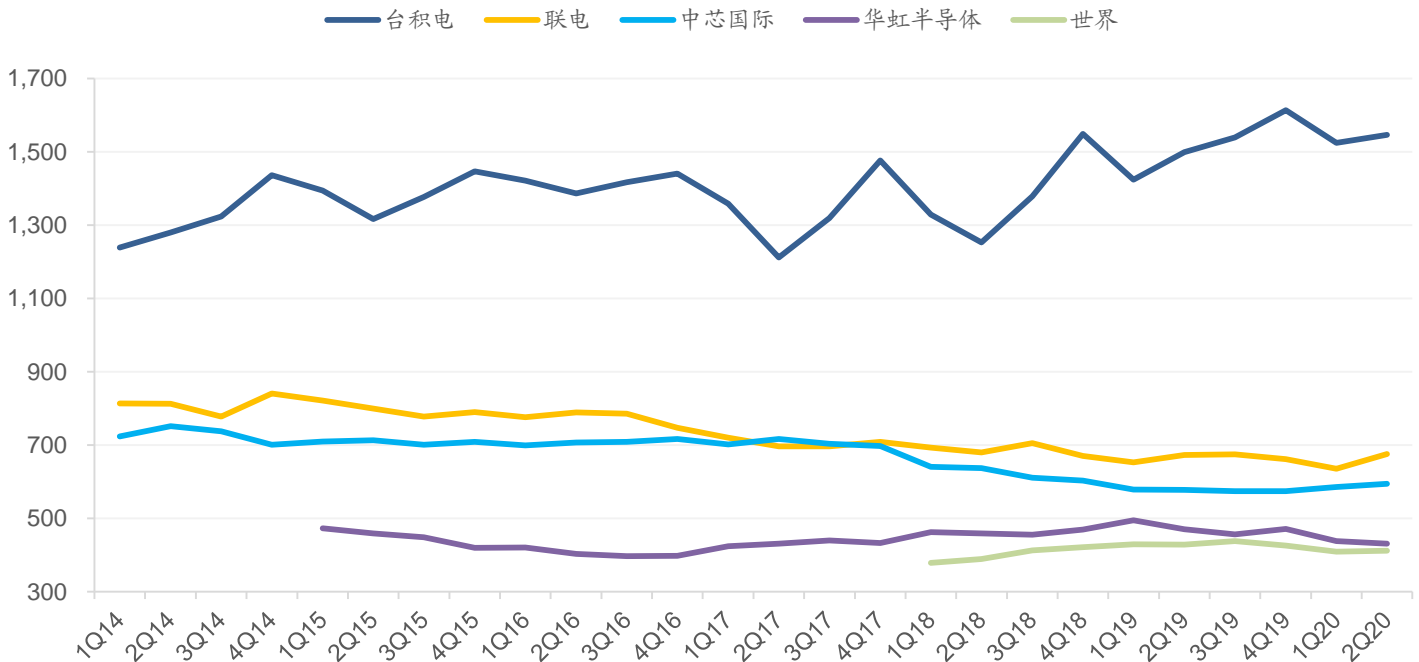
数据来源: 各公司财报, 广发证券发展研究中心

图 3: 主要 Foundry 厂商产能利用率变化状况



数据来源: 各公司财报, 广发证券发展研究中心

图 4: 主要 Foundry 厂商 ASP 变化状况 (单位: 美元/片, 等效 8 英寸)



数据来源: 各公司财报, 广发证券发展研究中心

二、盈利预测与估值

关键假设

产能: 假设3Q20-4Q21公司8"产能环比保持不变, 12"产能分别为13k/m、16k/m、17k/m、20k/m、23k/m、26k/m;

产能利用率: 假设3Q20-4Q21公司8"产能利用率保持不变(皆为99%); 12"产能利用率分别为60%、60%、65%、68%、70%、73%;

ASP: 假设3Q20-4Q21公司总体ASP相较2Q20整体保持稳定;

光罩、探针卡及设计服务: 公司包括光罩、探针卡及设计服务业务收入相对独立, 假设3Q20-4Q21此项业务收入占比保持稳定(4.0%)。

基于以上假设, 我们预测公司20-21年收入如下表:

表 5: 公司季度收入拆分及盈利预测

利润表(百万美元)	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E
营业收入	203	225	236	241	905	1025
营业成本	160	167	181	188	696	812
毛利润	43	59	54	53	208	212
营业费用	71	63	40	41	216	260
其他营业收入	17	8	27	28	81	81
营业利润	-11	4	41	39	73	33
其他收入	3	4	-2	-2	2	0
利润总额	-9	8	39	37	75	33
所得税	-11	7	10	10	15	8
非经常性收益	0	0	0	0	0	0
净利润	3	1	29	27	60	25
少数股东损益	-18	-17	-8	-8	-50	-30
归母净利润	20	18	37	35	110	55

数据来源: 各公司财报, 广发证券发展研究中心

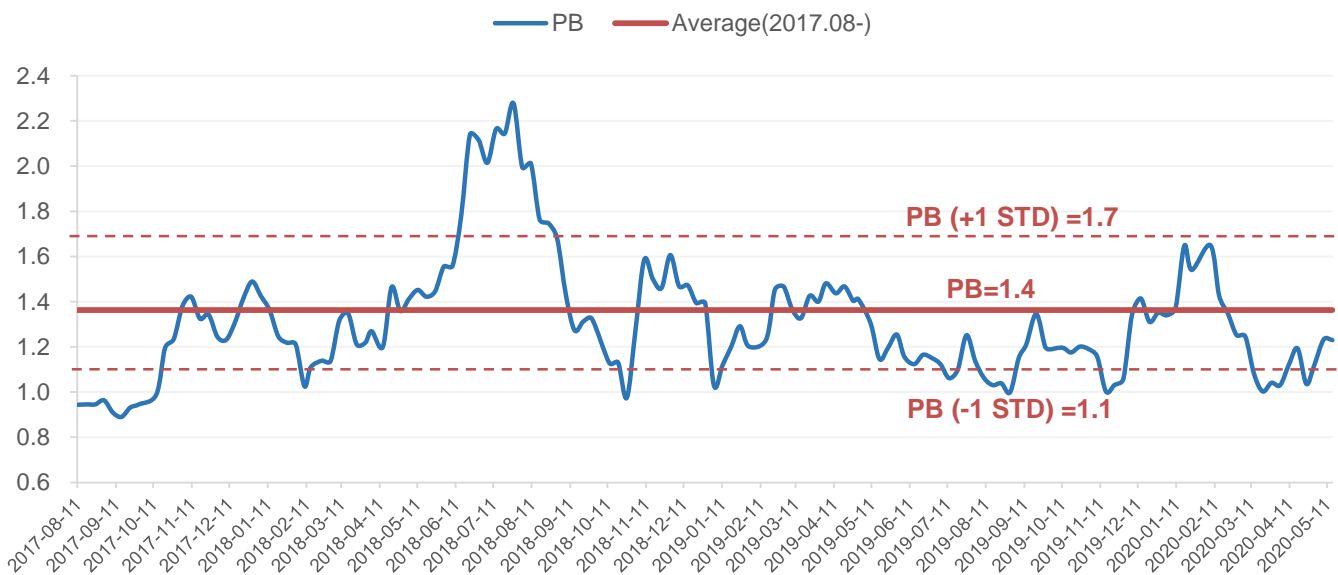
2Q毛利率优于预期，3Q指引略低于预期。公司于8/11日披露2Q20业绩，其中收入（2.25亿美元）与市场预期一致，26.0%的毛利率优于预期（23.6%）。3Q收入指引（2.36亿美元）略低于预期（2.43亿美元），毛利率指引（22.4%）虽符合预期（22%-24%），然参考意义已变弱（不同于8英寸厂将折旧计入成本，公司将无锡12英寸折旧计入营业开支）。

2Q出货量仍未达前期高点。2Q公司8英寸名义产能利用率为100.4%叠加无锡12"产能开始爬坡情境下总出货量（52.3万片）仍未达去年景气高点（52.4万片），暗示2Q产能利用率（8英寸100.4%、12英寸38.3%）指导意义有限。3Q收入指引对应出货量或可创出新高，然12英寸产能持续爬坡带来的折旧压力将是主要矛盾。

科创板回归预期主导前期股价。市场预期华虹半导体将复制中芯国际科创板回归路径，如以中芯国际科创板发行为参照标准（发行P/B约3.2倍），同时按照1.0-3.0倍PB给予港股估值（表4），公司港股价格将落在19.4-58.1港元/股这一区间（中值38.7港元/股）。

新厂折旧压力仍在初步反应阶段，维持“持有”评级。鉴于无锡厂产能扩充空间仍大（当前产能10k/m，按规划公司产能将达40k/m），我们继续维持“无锡12英寸厂房产能爬坡带来的折旧将对公司中期盈利能力产生持续压制且仍在初步反应阶段”的判断。我们预测公司20/21年归母净利润分别为1.10/0.55亿美元。我们上调公司合理估值水平（PB）至2.4倍（对应20末归母净资产）以反映市场对公司的科创板回归预期。综上，公司合理价值为33.7港元/股，维持“持有”评级。

图 5: 过往三年公司 PB (TTM)



数据来源：各公司财报，广发证券发展研究中心

表 6: 可比公司估值 (股价为 2020 年 08 月 12 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	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
香港	00981.HK	中芯国际	26.85	USD	0.03	0.03	0.04	125.71	127.20	82.83
台湾	2330.TW	台积电	419.00	TWD	13.16	16.27	18.45	31.83	25.75	22.71
	2303.TW	联电	23.95	TWD	0.70	0.84	1.15	34.24	28.66	20.91
	5347.TWO	世界	88.20	TWD	3.54	3.72	4.52	24.90	23.73	19.53
均值					-		-	54.17	51.33	36.50
香港	01347.HK	华虹半导体	29.6	USD	0.13	0.09	0.04	30.16	44.64	89.27
地区	证券代码	证券简称	股价(上市所在地币种)	BVPS			PB			
				单位	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
香港	00981.HK	中芯国际	19.16	USD	1.20	1.24	1.30	2.87	2.79	2.67
台湾	2330.TW	台积电	298.00	TWD	66.15	72.17	78.40	6.33	5.81	5.34
	2303.TW	联电	15.40	TWD	17.40	17.78	18.19	1.38	1.35	1.32
	5347.TWO	世界	70.10	TWD	18.40	19.16	20.15	4.79	4.60	4.38
均值					-	均值	-	3.84	3.64	3.43
香港	01347.HK	华虹半导体	16.50	USD	1.75	1.81	1.85	2.18	2.11	2.06

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)

三、风险提示

- (一) 中美贸易格局改变的风险
- (二) 全球宏观经济不及预期的风险
- (三) 公司无锡项目折旧政策的不确定性风险
- (四) 无锡项目获得政府补助不及预期的风险

资产负债表

单位: 美元百万元

至12月31日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	853	1,774	1,497	1,262	1,317
货币资金	375	777	476	300	300
应收及预付	169	200	288	223	257
存货	116	130	142	148	169
其他流动资产	194	667	591	591	591
非流动资产	1,225	1,304	2,117	2,880	3,367
长期股权投资	58	64	73	73	73
固定资产	733	773	1,558	2,322	2,809
在建工程	0	1	2	3	4
无形资产	7	10	88	88	88
其他长期资产	426	457	397	397	397
资产总计	2,078	3,078	3,613	4,142	4,684
流动负债	337	330	475	982	1,499
短期借款	61	4	6	618	1,084
应付及预收	68	79	86	92	105
其他流动负债	208	246	383	271	309
非流动负债	46	44	55	17	17
长期借款	32	26	38	0	0
应付债券	0	1	2	3	4
其他非流动负债	14	18	17	17	17
负债合计	383	374	531	999	1,516
股本	1,555	1,960	1,966	1,966	1,966
资本公积	114	35	0	0	0
留存收益	27	160	279	389	444
归属母公司股东权	1,695	2,155	2,245	2,355	2,411
少数股东权益	0	549	837	787	757
负债和股东权益	2,078	3,078	3,613	4,142	4,684

现金流量表

单位: 美元百万元

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	258	274	163	277	377
净利润	145	183	162	60	25
折旧摊销	104	119	129	237	313
营运资金变动	10	-15	-137	-47	-4
其它	0	-13	9	27	43
投资活动现金流	-197	-717	-723	-1,018	-818
资本支出	-138	-230	-922	-1,000	-800
投资变动	0	0	0	0	0
其他	-59	2	200	-18	-18
筹资活动现金流	-41	865	263	565	440
现金净增加额	34	402	-301	-176	0
期初现金余额	341	375	777	476	300
期末现金余额	375	777	476	300	300

主要财务比率

至12月31日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力(%)					
营业收入增长	15.1	0.2	-3.0	13.3	11.4
归属母公司净利润增长	26.1	-11.4	-32.1	-50.0	-31.9
获利能力(%)					
毛利率	33.4	30.3	23.0	20.7	20.0
净利率	19.7	17.4	12.2	5.4	3.3
ROE	9.5	7.4	4.8	2.3	1.5
ROIC	8.7	5.3	1.7	1.0	0.7
偿债能力					
资产负债率(%)	12.1	14.7	24.1	32.4	37.4
净负债比率	-52.3	-30.9	-6.4	8.3	18.6
流动比率	5.38	3.15	1.29	0.88	0.73
速动比率	4.99	2.85	1.13	0.77	0.63
营运能力					
总资产周转率	0.36	0.28	0.23	0.23	0.23
应收账款周转率	5.04	3.82	3.54	4.27	4.19
存货周转率	5.05	4.79	4.80	5.12	5.03
每股指标(美元)					
每股收益	0.14	0.13	0.09	0.04	0.03
每股经营现金流	0.21	0.13	0.21	0.29	0.33
每股净资产	1.68	1.75	1.81	1.85	1.88
估值比率					
P/E	17.1	18.1	44.6	89.3	131.1
P/B	1.45	1.30	2.11	2.06	2.03
EV/EBITDA	5.3	6.7	15.1	14.2	13.6

利润表

单位: 美元百万元

至12月31日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	930	933	905	1025	1141
营业成本	619	650	696	812	913
其他收入及收益	14	81	81	81	81
销售费用	8	9	8	9	10
管理费用	122	170	199	225	251
财务费用	2	1	9	26	37
其他费用及亏损	0	12	0	0	0
投资净收益	28	10	2	0	0
利润总额	221	182	75	33	11
所得税	35	27	15	8	3
净利润	186	155	60	25	8
少数股东损益	2	-7	-50	-30	-30
归属母公司净利润	183	162	110	55	38
EBITDA	322	294	312	364	404
EPS(美元)	0.143	0.126	0.085	0.043	0.029

买入:

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	gfzqyf@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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

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。