

审慎增持 (维持)

0981.HK 中芯国际

港股通 (沪、深)

目标价: 43.50 港元

现价: 41.95 港元

## 科创上市在即, 估值与业绩如何发展

2020年07月14日

预期升幅: 3.69%

### 主要财务指标

### 市场数据

日期	2020-07-13
收盘价(港元)	41.95
总股数(百万)	5,716
总市值(亿港元)	2,398
净资产(百万美元)	10,273
总资产(百万美元)	17,835
每股净资产(港元)	1.80

数据来源: Wind

### 相关报告

《理性的业绩增长, 感性的估值预期》-2020.06.26

《产能利用率维持高位, 毛利率持续改善》-2020.05.14

《折旧费用可控, 毛利率高于预期》-2020.02.14

《业绩前瞻: 先进制程量产, 盈利进入关键期》-2020.02.12

《成熟制程驱动盈利能力, 先进制程稳步开展》-2019.11.25

《14nm 年底贡献收入, N+1 进入客户导入阶段》-2019.08.12

### 海外 TMT 研究

分析师:

洪嘉骏

hongjiacun@xyzq.com.cn

SAC: S0190519080002

SFC: BPL829

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万美元)	3,116	3,720	4,159	4,762
同比增长	-7.3%	19.4%	11.8%	14.5%
归母净利润(百万美元)	235	245	253	337
同比增长	75.1%	4.5%	3.2%	33.1%
毛利率	20.6%	23.9%	23.3%	24.5%
净利率	5.1%	4.6%	4.2%	5.5%
净资产收益率	1.6%	2.1%	1.9%	2.2%
基本每股收益(美元)	0.04	0.05	0.05	0.07
每股经营现金流(美元)	0.20	0.32	0.47	0.56

### 投资要点

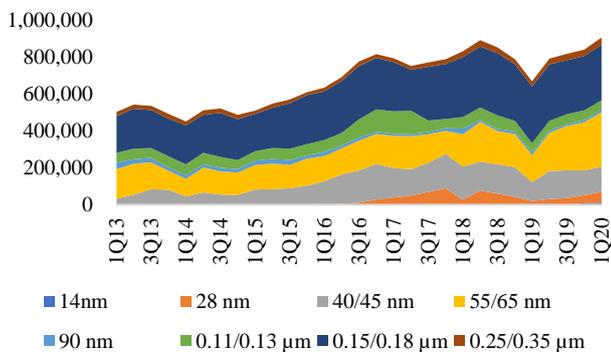
- **500 亿募资科创板记录, 助力公司先进制程追赶。**中芯国际于 7 月 7 日正式配售发行, 发行价定为 27.46 元/股。按本次发行 16.86 亿股计算, IPO 融资将达 462.87 亿元; 叠加超额配售选择权全数行使, 募集资金总额为 532.3 亿元, 成为科创板和 A 股近年最大的 IPO。此次募资基本满足公司 SN1 产线 90 亿美元投资规划, 有利于公司推进 14nm 及 N+1 工艺制程。20Q2 初 14nm 月产能已达到 6Kpcs (12 寸), 预计年末达 15K/月以上水平; 加上规划 20Q4 量产的 10nm, 两者预估贡献今年 3% 以上营收。
- **战略配售加深产业链合作, 超额配售权彰显市场关注度。**本次战略配售 8.4 亿股, 占超额配售前发行数的 50%。配售对象含国家大基金二期、GIC、聚源芯星等共 29 家投资方。其中聚源芯星是由 14 家产业链企业组成的产业基金, 包括材料企业如上海新阳、中环股份、安集科技、江丰电子等, 设备商如中微公司、盛美半导体、至纯科技等, 设计商如澜起科技、韦尔股份、汇顶科技, 零件制造商徕木电子。本次发行将全数行使超额配售选择权, 新股申购中签比例不足 1%, 显见投资人关注热度。
- **募资后每股净资产提升 4 成, 现有估值水平下股价仍有上升空间。**我们测算, 此次发行后公司 2020 年每股净资产将由 1.28 美元提升至 1.84 美元, 对应 7.10 收盘价为 2.9 倍 PB。当前科创板的 14 家半导体公司 (截至 2020.07.10), 整体市净率与市销率中位数为 11.3x 及 48.5x, 其中晶圆代工华润微的 PB/PS 估值达 7x/11.5x。参考在港股/科创板同时挂牌的中国通号, 港股估值对照科创板约 5 成折价; 我们判断中芯国际在科创上市后, H 股估值或在 3x-5x PB 区间, 对应股价为 43.5-72.5 港元。
- **投资建议:** 公司产能爬坡与良率提升符合此前预期, 先进制程折旧常态化或影响盈利能力, 但国产化需求对利用率形成有力支撑。此次科创板募资后, 我们预测公司在 20/21 年的净资产将达到每股 1.84/1.87 美元; 结合科创板估值与港股折价幅度, H 股或能达到 3 倍 PB 估值。按我们对公司 2021 年的净资产预测, 提升港股目标价至 43.50 港元, 维持“审慎增持”评级。

**风险提示: 先进制程扩产不及预期、外力干扰设备供应、国产化不如预期、疫情影响下终端需求的不确定性**

### 报告正文

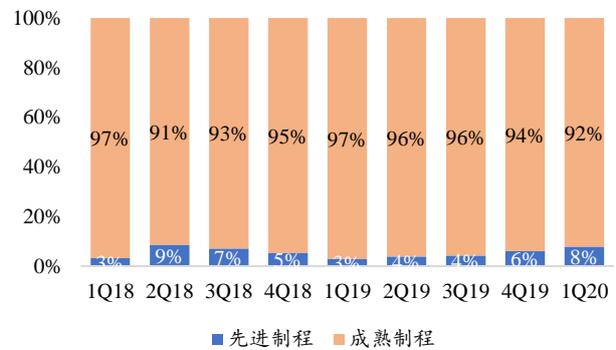
**500亿募资科创板记录，助力公司先进制程追赶。**中芯国际于7月5日披露科创板发行公告，发行价定为27.46元/股。按本次发行16.86亿股计算，IPO融资将达462.87亿元；若超额配售选择权全额行使，其募集资金总额为532.3亿元，成为科创板和A股近年来最大的IPO。此次募资已基本满足SN1产线90亿美元投资的规划，有利于公司顺利推进14nm及N+1制程的扩产。20Q2初14nm月产能已达到6Kpcs（12寸），预计年末达15K/月水平；加上规划20Q4量产的10nm，预计今年合计贡献3%以上营收。我们预期此次巨额募资将加速中芯在先进制程的追赶。

图1、中芯国际季度营收拆分（按制程，千美元）



资料来源：公司季报，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、中芯国际先进制程与成熟制程季度营收拆分



资料来源：公司季报，兴业证券经济与金融研究院整理

表1、中芯国际工厂产能统计

尺寸	制程	地点	状态	规划产能 千片/月	产能(千片/月)						
					3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
计入合并报表的产能（间接持有中芯南方与中芯北方约51%股权）											
8寸	0.35μm-90nm	上海	建成	120	106	109	112	115	112	115	115
8寸	0.35μm~0.15μm	天津	建成	50	53	60	58	57	58	58	63
8寸	0.18μm~0.13nm	深圳	建成	60	40.3	42	45	50	52	55	55
8寸	0.35μm~90nm	意大利	建成	40	42.3	42.3	42.3	42.3	0(处置)	0	0
12寸	40-28nm	上海	建成	20	15	10	10	8	8	2	2
12寸	14nm-10nm	上海(中芯南方)	在建	70						3	4
12寸	0.18μm-55nm	北京	建成	50	42	42	47	50	50	52	52
12寸	40nm~28nm	北京(中芯北方)	建成	35	33	33	33	36	37.6	41	50
12寸	0.13μm-28nm	深圳	在建	40	3	3	3	3	3	0	0
不计入合并报表的产能（持股中芯绍兴23.5%，中芯宁波38.6%）											
8寸	MEMS和功率器件	绍兴	在建	51万片/年							
8寸	高压模拟等半导体	宁波	在建	33万片/年							

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**战略配售加深产业链合作，超额配售权行使彰显资本市场关注度。**本次战略配售 8.4 亿股，占超额配售前发行数的 50%。此次配售对象含国家大基金二期、GIC、聚源芯星等共 29 家投资方。其中聚源芯星是由 14 家产业链企业组成的产业基金，如材料企业上海新昇、上海新阳、中环股份、安集科技、江丰电子等，设备商中微公司、盛美半导体、至纯科技等，设计商如澜起科技、韦尔股份、汇顶科技、聚辰股份、全志科技，零件制造商徕木电子。本次发行已采用超额配售选择权，凸显资本市场对公司的关注。

表2、聚源芯星股权结构

领域	公司	出资比例	最终受益股份	认缴出资额(万元)
材料	上海新阳半导体材料股份有限公司	13.02%	13.67%	30000
材料	上海新昇半导体科技有限公司	8.68%	8.68%	20000
材料	天津中环半导体股份有限公司	8.68%	8.68%	20000
材料	安集微电子科技(上海)股份有限公司	4.34%	4.34%	10000
材料	宁波江丰电子材料股份有限公司	4.34%	4.34%	10000
设备	中微半导体设备(上海)股份有限公司	13.02%	13.02%	30000
设备	盛美半导体设备(上海)股份有限公司	4.34%	4.34%	10000
设备	上海至纯洁净系统科技股份有限公司	4.34%	4.34%	10000
设计	澜起投资有限公司	8.68%	8.68%	20000
设计	上海韦尔半导体股份有限公司	8.68%	8.68%	20000
设计	深圳市汇顶科技股份有限公司	8.68%	8.68%	20000
设计	珠海全志科技股份有限公司	4.34%	4.34%	10000
设计	聚辰半导体股份有限公司	4.34%	4.34%	10000
制造	上海徕木电子股份有限公司	4.34%	4.34%	10000

资料来源：企查查，兴业证券经济与金融研究院整理

**募资后每股净资产提升 4 成，现有估值水平仍有股价上升空间。**我们测算，此次发行后，公司 2020 年每股净资产将由 1.28 美元提升至 1.84 美元，对应 7.10 收盘价为 2.9 倍 PB。当前科创板的 14 家半导体公司（截至 2020.07.10），整体市净率与市销率中位数为 11.3x 及 48.5x，其中晶圆代工厂华润微的 PB/PS 估值达 7x/11.5x。参考在港股/科创板同时挂牌的中国通号，港股估值对照科创板约 5 成折价；我们判断中芯国际在科创上市后，H 股估值或在 3x-5x PB 区间，对应股价为 43.5-72.5 港元。

表3、中芯国际港股股价敏感性分析（基于 2021 年每股净资产预测）

H 股折价\科创板 PB	4.0	5.0	6.0	7.0	8.0
70%	17.4	21.7	26.1	30.4	34.8
60%	23.2	29.0	34.8	40.6	46.4
50%	29.0	36.2	43.5	50.7	58.0
40%	34.8	43.5	52.2	60.9	69.6
30%	40.6	50.7	60.9	71.0	81.2

资料来源：兴业证券经济与金融研究院测算

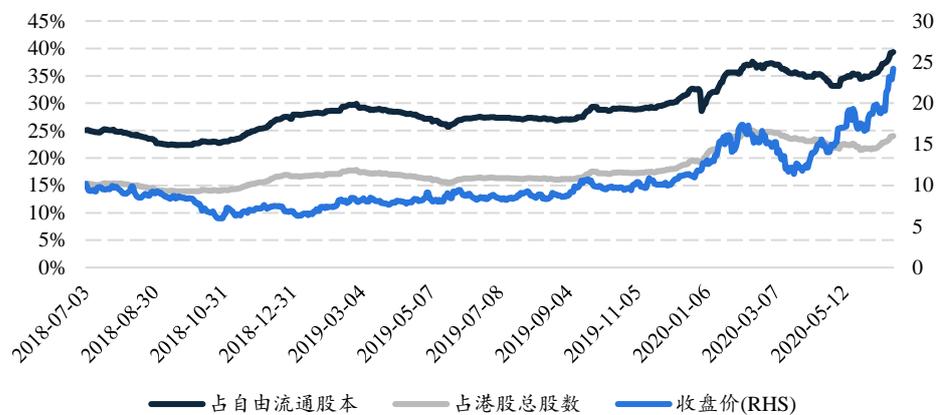
注：汇率取 1 美元兑 7.75 元港币

表4、科创板半导体公司估值(2020.07.10, 营收与利润单位为亿人民币)

证券代码	证券简称	总市值	PS(TTM)	PB(MRQ)	19年营收	19年归母净利润
688012.SH	中微公司	1,440	72.6	38.1	19.5	1.9
688008.SH	澜起科技	1,324	72.4	17.2	17.4	9.3
688126.SH	沪硅产业-U	1,194	72.7	28.2	14.9	-0.9
688396.SH	华润微	684	11.5	7.0	57.4	4.0
688099.SH	晶晨股份	323	39.7	13.3	23.6	1.6
688002.SH	睿创微纳	286	13.0	10.3	6.8	2.0
688019.SH	安集科技	242	74.8	26.5	2.9	0.7
688200.SH	华峰测控	194	69.2	9.8	2.5	1.0
688018.SH	乐鑫科技	191	26.1	12.3	7.6	1.6
688037.SH	芯源微	121	57.3	16.2	2.1	0.3
688123.SH	聚辰股份	118	23.5	8.7	5.1	1.0
688138.SH	清溢光电	117	23.2	10.3	1.9	0.8
688233.SH	神工股份	97	79.5	8.5	4.8	0.7
688368.SH	晶丰明源	66	7.4	5.7	8.7	0.9
平均值		456.9	45.9	15.2	12.5	1.8
中位数		218.0	48.5	11.3	7.2	1.0

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图3、中芯国际沪深港通持股占比



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

先进制程全年低个位数营收占比, 20H2 折旧常态化影响毛利率。公司先进制程的营收占比自 19Q1 至 20Q1 提升 5pcts 至 8%, 二季度初 14nm 产能已达到 6K/月, 预计年末达 15K/月水平; 10nm 规划 20Q4 量产, 两条产线预计在今年合计贡献 3% 以上营收。与此同时, 先进制程的折旧将在下半年进入常态化, 毛利率或下滑至 21-23% 区间, 全年整体约 24%。当前公司维持先进制程的建设计划, 并扩充成熟制程以满足需求, 伴随利用率与良率爬坡, 我们测算公司先进制程或在 22 年底出现毛利扭亏。

我们对中芯国际先进制程的业务进行了拆分，涉及的重要假设有 **1)资产投入及折旧**：根据公司科创板招股书披露，公司预计 SN1 产线共投资约 90 亿美元，我们预计 20/21/22 资本投入 31 亿/31 亿/15 亿美元，设备投资占总资本投入 80%，固定资产按 7 年折旧；**2)收入分拆**：根据规划 14nm 与 10nm 最终产能合计约 7 万片，假设每季度产能爬坡约 3 千片；14nm ASP 初始为 2500 美元/片，10nm ASP 初始为 4000m 美元每片；产能利用率在 23 年达到 80% 的水平（考虑良率）；**3)成本**：公司先前材料成本维持在收入的 25% 比重，我们认为先进制程中材料成本将有所下降，假设材料成本维持在收入 20% 比重。

表5、中芯国际先进制程盈利预测

	4Q19	2020E	2021E	2022E
<b>资产(百万美元)</b>				
期初固定资产	1,300	1,254	3,914	6,128
投入	-	3,125	3,125	1,500
设备	-	2,500	2,500	1,200
物业与厂房	-	625	625	300
折旧	46	465	911	1,213
期末固定资产	1,254	3,914	6,128	6,415
<b>收入(百万美元)</b>				
营收	8	118	480	963
14nm	8	105	286	495
N+1	-	13	194	468
期间出货量(片)	3,150	49,350	189,600	388,650
14nm	3,150	46,200	136,500	249,150
N+1	-	3,150	53,100	139,500
期末产能(片/月)	3,000	18,000	42,000	48,000
14nm(片/月)	3,000	15,000	27,000	30,000
N+1(片/月)	-	3,000	15,000	18,000
产能利用率(已考虑良率)	30%	41%	48%	57%
14nm	30%	42%	51%	61%
N+1	-	35%	42%	80%
ASP(美元/片)	2,500	2,390	2,534	2,478
14nm	2,500	2,280	2,095	1,988
YoY	-	-9%	-8%	-5%
N+1	-	4,000	3,661	3,352
YoY	-	-	-8%	-8%
<b>成本(百万美元)</b>				
生产成本(千美元)	48	488	1,007	1,405
折旧	46	465	911	1,213
原物料与加工	2	24	96	193
营收占比	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
<b>盈利水平(百万美元)</b>				
毛利	-40	-370	-527	-442
毛利率	-510%	-314%	-110%	-46%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**投资建议：**公司产能爬坡与良率提升符合此前预期，先进制程折旧常态化或影响盈利能力，但国产化需求对利用率形成有力支撑。此次科创板募资后，我们预测公司在 20/21 年的净资产将达到每股 1.84/1.87 美元；结合科创板估值与港股折价幅度，H 股或能达到 3 倍 PB 估值。按我们对公司 2021 年的净资产预测，提升港股目标价至 43.50 港元，维持“审慎增持”评级。

**风险提示：**先进制程扩产不及预期、外力干扰设备供应、国产化不如预期、疫情影响下终端需求的不确定性

## 附表

资产负债表					利润表				
单位:百万美元					单位:百万美元				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>6,874</b>	<b>14,031</b>	<b>13,942</b>	<b>14,624</b>	<b>营业收入</b>	<b>3,116</b>	<b>3,720</b>	<b>4,159</b>	<b>4,762</b>
货币资金	2,239	9,133	8,866	9,297	营业成本	-2,473	-2,830	-3,191	-3,593
应收账款	836	951	1,012	1,104	<b>毛利</b>	<b>642</b>	<b>890</b>	<b>968</b>	<b>1,168</b>
存货	629	707	766	862	销售费用	-27	-24	-25	-29
其他	3,170	3,240	3,298	3,361	管理费用	-255	-308	-316	-348
<b>非流动资产</b>	<b>9,564</b>	<b>12,291</b>	<b>14,352</b>	<b>15,995</b>	研发支出	-687	-898	-1,008	-1,130
固定资产	7,757	10,442	12,457	14,047	财务费用	-63	-60	-63	-66
无形资产	97	74	50	26	其他	572	590	637	693
预付租金	377	377	377	377	<b>税前利润</b>	<b>182</b>	<b>189</b>	<b>193</b>	<b>289</b>
长期股权投资	1,166	1,232	1,302	1,378	所得税	-23	-19	-19	-29
其他	76	76	76	76	<b>净利润</b>	<b>159</b>	<b>170</b>	<b>174</b>	<b>260</b>
<b>资产总计</b>	<b>16,438</b>	<b>26,322</b>	<b>28,294</b>	<b>30,619</b>	少数股东损益	-76	-75	-79	-77
<b>流动负债</b>	<b>3,205</b>	<b>3,383</b>	<b>3,543</b>	<b>3,706</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>235</b>	<b>245</b>	<b>253</b>	<b>337</b>
短期借款	563	563	563	563	<b>EPS(美元)</b>	<b>0.04</b>	<b>0.03</b>	<b>0.03</b>	<b>0.04</b>
应付账款	1,034	1,113	1,273	1,436	<b>主要财务比率</b>				
其他	1,608	1,707	1,707	1,707	<b>会计年度</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
<b>非流动负债</b>	<b>3,035</b>	<b>3,735</b>	<b>3,840</b>	<b>3,951</b>	<b>成长性</b>				
长期借款	2,004	2,104	2,209	2,320	营业收入增长率	-7.3%	19.4%	11.8%	14.5%
其他	1,031	1,631	1,631	1,631	营业利润增长率	234%	51%	8%	122%
<b>负债合计</b>	<b>6,240</b>	<b>7,118</b>	<b>7,383</b>	<b>7,656</b>	净利润增长率	75%	4%	3%	33%
股本	20	31	31	31	<b>盈利能力</b>				
储备	5,649	13,455	13,719	14,056	毛利率	20.6%	23.9%	23.3%	24.5%
归母权益	6,233	14,050	14,313	14,650	净利率	5.1%	4.6%	4.2%	5.5%
少数股东权益	3,965	5,154	6,597	8,312	ROE	1.6%	1.3%	1.2%	1.5%
<b>股东权益合计</b>	<b>10,198</b>	<b>19,204</b>	<b>20,910</b>	<b>22,962</b>	<b>偿债能力</b>				
<b>负债及权益合计</b>	<b>16,438</b>	<b>26,322</b>	<b>28,294</b>	<b>30,619</b>	资产负债率	38.0%	27.0%	26.1%	25.0%
					流动比率	2.14	4.15	3.93	3.95
					速动比率	1.95	3.94	3.72	3.71
					<b>营运能力(次)</b>				
					资产周转率	0.19	0.14	0.15	0.16
					应收帐款周转率	3.91	4.11	4.31	4.55
					<b>每股资料(美元)</b>				
					每股收益	0.04	0.03	0.03	0.04
					每股经营现金	0.20	0.21	0.31	0.37
					每股净资产	1.23	1.84	1.87	1.91
					<b>估值比率(倍)</b>				
					PE	128.9	160.9	155.9	117.2
					PB	4.18	2.81	2.76	2.69

现金流量表				
单位:百万美元				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	159	245	253	337
折旧和摊销	1,028	1,433	2,104	2,529
其他	-168	-37	34	-35
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>1,019</b>	<b>1,641</b>	<b>2,391</b>	<b>2,830</b>
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-1,949</b>	<b>-4,208</b>	<b>-4,216</b>	<b>-4,226</b>
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>1,376</b>	<b>9,461</b>	<b>1,559</b>	<b>1,826</b>
现金净变动	438	6,894	-266	431
现金的期初余额	1,801	2,239	9,133	8,866
现金的期末余额	2,239	9,133	8,866	9,297

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12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。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、云能国际股份有限公司、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、Medialink Group Limited、中国船舶(香港)航运租赁有限公司、思考乐教育集团、华检医疗控股有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、四川蓝光嘉宝服务集团股份有限公司、信基沙溪集团股份有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或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信赖依据。