

【广发海外】华虹半导体(01347.HK)

新厂折旧压力仍在初步反应阶段

核心观点:

- **4Q 收入与毛利率符合预期，然净利润逊于预期。**公司 4Q 收入与毛利率与市场预期一致：收入环比增长 2% 得益于无锡 12 英寸厂区开始贡献收入（然 8 英寸收入环比下降了 2%），毛利率由 3Q 的 31% 下滑至 4Q 的 27.2% 系因无锡 12 英寸厂产能爬坡带来了折旧压力。净利润（2600 万）低于市场预期（3900 万），判断是因 12 英寸投产带来相应研发费用的提升。
- **1Q20 指引显著低于市场预期，然符合我们前期持续保守的判断。**公司 1Q20 收入指引大幅低于预期（环比下降 16%），原因有二：（1）公司预计疫情将会对 1Q 终端市场需求产生较大影响（虽运营层面还未显现），谨慎角度给出保守指引；（2）两座 8 英寸厂房将于 1Q 维护。毛利率指引中值（22%）环比亦大幅下滑 5 个百分点，系无锡 12 英寸厂产能持续扩张所致，这与我们前期对公司“无锡 12 英寸厂产能爬坡带来的折旧压力对公司中期盈利能力将产生持续压制”的判断一致。
- **新厂折旧压力仍在初步反应阶段，维持“持有”评级。**鉴于未来两年是公司新厂产能快速爬坡阶段（由当前 1 万片/月扩充至 21 年底的 3 万片/月），同时参考中芯国际 04 年爬坡 300mm 产能时毛利率受到的压制状况（图 1），我们认为无锡新厂折旧压力对公司盈利能力的影响仍在初步反应阶段。我们预测公司 20-21 年归母净利润分别为 1.31/1.31 亿美元。公司 20 年较低的 ROE 水平已无法适用 PB-ROE 估值体系，然考虑到产业景气度仍在逐步回暖及半导体国产化的持续加速，我们仍以 1.0 倍 PB 作为公司合理价值判断的基础。综上，公司合理价值为 14.3 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，公司无锡项目折旧政策不确定性风险。

盈利预测:

单位: 美元

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
营业收入(百万元)	808	930	933	1011	1373
增长率(%)	12.0	15.1	0.2	8.4	35.8
EBITDA(百万元)	272	322	294	389	481
净利润(百万元)	145	183	162	131	131
增长率(%)	12.8	26.1	-11.4	-19.2	-0.3
EPS(元/股)	0.140	0.171	0.126	0.102	0.102
市盈率(P/E)	11.1	14.2	18.1	24.4	24.5
市净率(P/B)	0.96	1.45	1.30	1.34	1.27

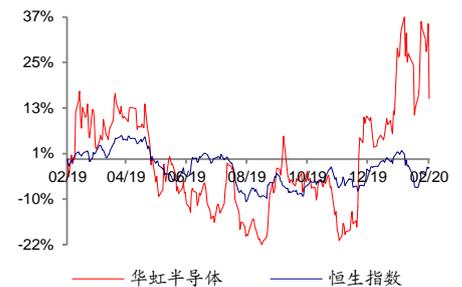
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心(备注: 美元兑港币汇率为 7.77)

公司评级

持有

当前价格	19.32 港元
合理价值	14.3 港元
前次评级	持有
报告日期	2020-02-16

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 2019-12-11
(01347.HK):成熟制程虽已回暖,然新厂折旧仍是主要逻辑
- 【广发海外】华虹半导体 2019-11-14
(01347.HK):无锡新厂投产拖累中期获利能力
- 【广发海外】华虹半导体 2019-08-08
(01347.HK):新厂产能爬坡或将拖累中期获利能力

图表索引

图 1: 中芯国际 300mm 产能爬坡对毛利率压制过程(右轴单位: 千片等效 8 英寸)	4
图 2: 1Q19-4Q19 公司及华虹半导体中国区收入占比统计	4
图 3: 1Q14-4Q19 全球 Foundry 市场主要厂商产能利用率变化状况	5
图 4: 1Q14-4Q19 Foundry 市场主要厂商 ASP 变化状况 (单位: 美元/片)	5
图 5: 过往三年公司 ROE 与 PB 拟合度较高 (纵轴为 ROE%, 横轴为 PB)	7
表 1: 4Q19 财报与彭博一致预期比较	3
表 2: 盈利预测调整表	3
表 3: 公司收入拆分及盈利预测	6
表 4: 可比公司估值 (股价为 2020 年 02 月 16 日收盘价)	8

一、公司经营数据

表 1: 4Q19 财报与彭博一致预期比较

(百万美元)	4Q19	3Q19	环比	4Q18	同比	广发预期	变动	彭博一致预期	变动
营业收入	243	239	2%	249	-3%	249	-2%	243	0%
毛利润	66	74	-11%	85	-22%	68	-3%	65	1%
营业利润	13	55	-77%	54	-77%	7	93%	21	-39%
税前利润	19	57	-67%	57	-67%	40	-52%	44	-57%
归母净利润	26	45	-42%	49	-47%	36	-27%	39	-32%
EPS (美元)	0.02	0.04	-42%	0.05	-55%	0.03	-27%	0.03	-34%
			百分点		百分点		百分点		百分点
毛利率	27.2%	31.0%	(3.8)	34.0%	(6.8)	27.5%	(0.3)	26.9%	0.3
营业利润率	5.2%	23.0%	(17.8)	21.6%	(16.4)	2.6%	2.6	8.4%	(3.3)
税前利润率	7.7%	24.0%	(16.2)	23.0%	(15.3)	15.9%	(8.2)	18.0%	(10.2)
归母净利率	10.8%	18.9%	(8.1)	19.7%	(8.9)	14.5%	(3.7)	15.9%	(5.1)

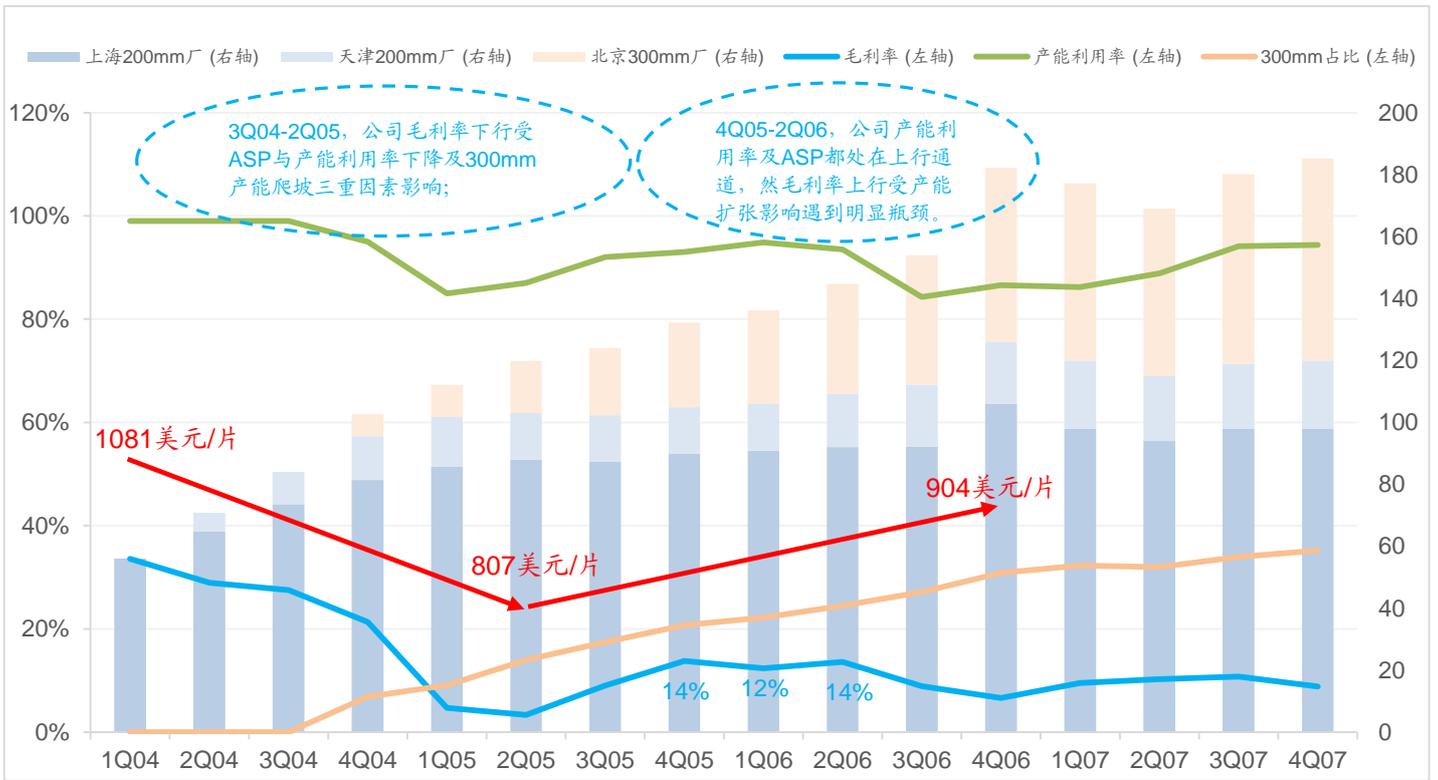
数据来源: 公司季报, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

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	1188	1,011	1453	1,373	-15%	-5%
毛利	282	324	214	385	278	-34%	-28%
营业利润	183	161	151	173	153	-6%	-12%
税前利润	193	191	154	203	153	-20%	-25%
归母净利润	162	163	131	173	131	-19%	-24%
EPS (美元)	0.13	0.13	0.10	0.13	0.10	0.13	-24%
毛利率	30.3%	27.2%	21.2%	26.5%	20.2%		
营业利润率	19.6%	13.6%	15.0%	11.9%	11.1%		
税前利润率	20.7%	16.1%	15.2%	14.0%	11.2%		
归母净利率	17.4%	13.7%	13.0%	11.9%	9.5%		

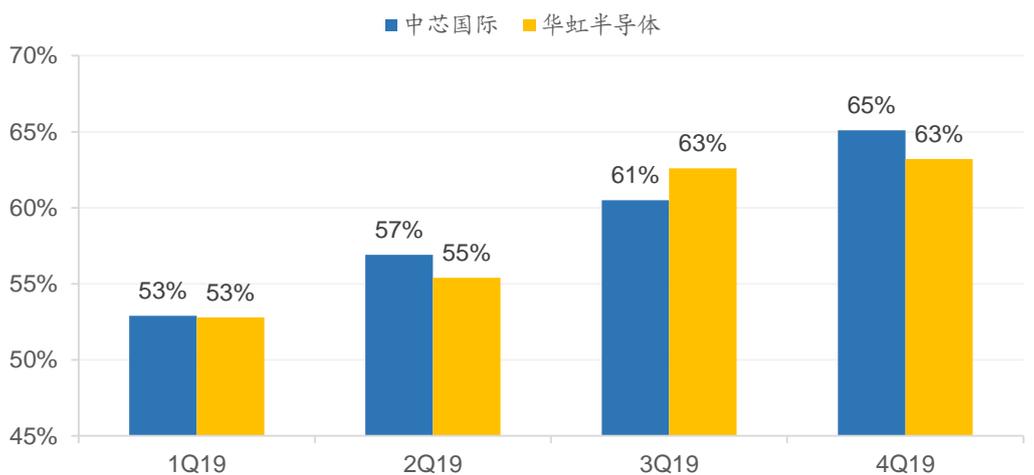
数据来源: 公司季报, 广发证券发展研究中心

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）



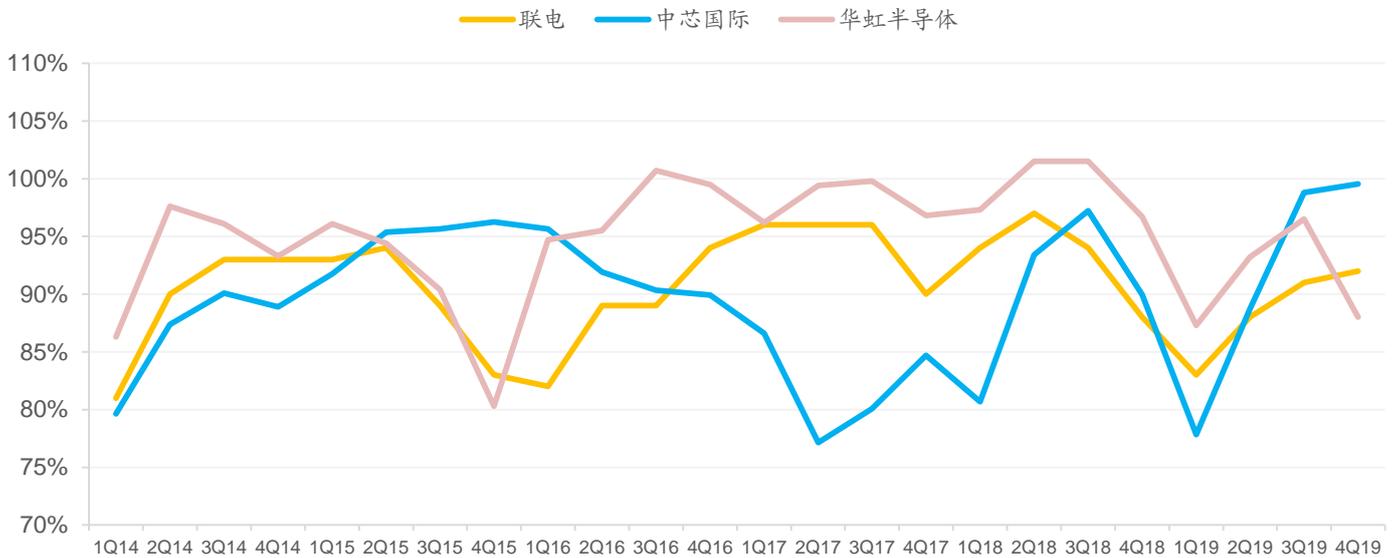
数据来源：中芯国际季度财务报表，广发证券发展研究中心

图 2：1Q19-4Q19 公司及华虹半导体中国区收入占比统计



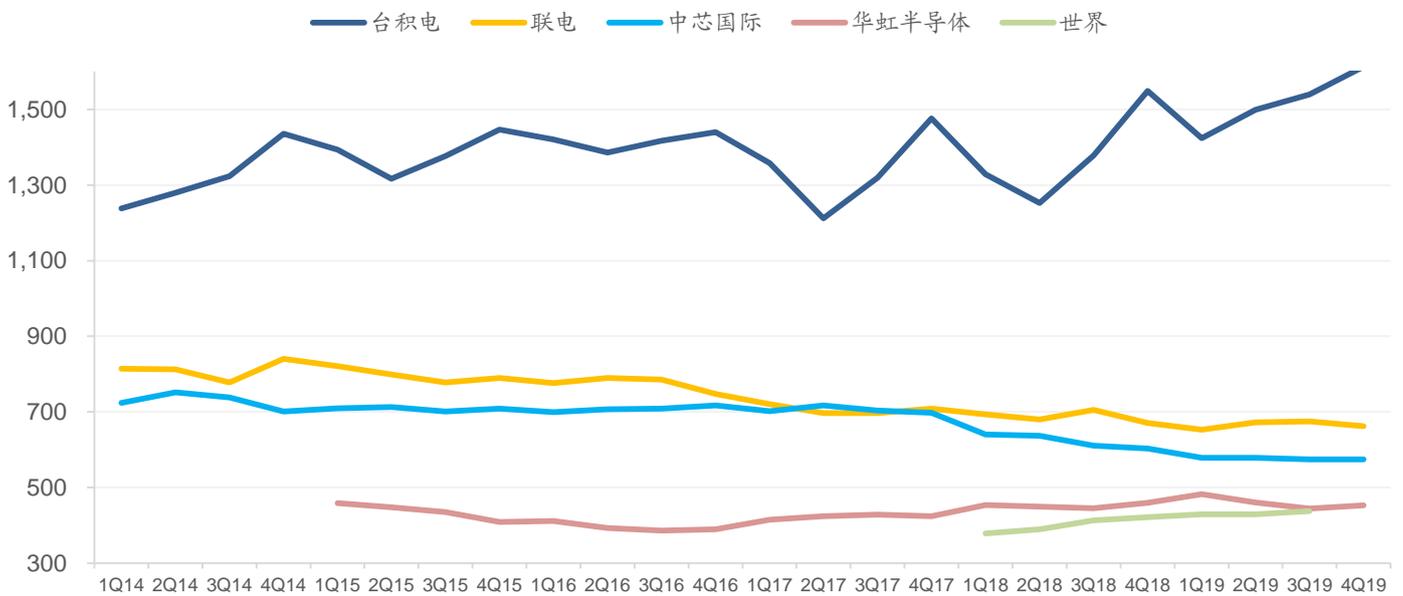
数据来源：各公司季度财务报表，广发证券发展研究中心

图 3: 1Q14-4Q19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 4: 1Q14-4Q19 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

二、盈利预测与估值

表 3: 公司收入拆分及盈利预测

产能及利用率		1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E
实际产能(千片等效 8 英寸)		627	653	678	704	2662	3023
	QoQ	7%	4%	4%	4%		
	YoY	23%	24%	25%	20%	23%	14%
产能利用率		67.9%	75.6%	79.9%	81.1%	76.3%	83.0%
出货量		1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E
出货量(千片等效 8 英寸)		426	493	542	571	2031	2509
	QoQ	-17%	16%	10%	5%		
	YoY	-5%	1%	3%	11%	3%	24%
ASP(美元/片)		1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E
ASP		479	494	499	504	495	517
	QoQ	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%		
	YoY	-3%	5%	9%	7%	5%	4%
收入拆分(百万美元)		1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E
晶圆		196	232	262	283	972	1320
其他(包括光罩、探针卡及设计服务)		8	9	11	11	39	54
利润表(百万美元)		1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E	2021E
营业收入		204	241	272	294	1011	1373
营业成本		159	189	215	234	797	1095
毛利润		c	52	57	60	214	278
营业费用		29	34	39	42	143	205
其他营业收入		16	19	22	23	81	81
营业利润		32	37	40	42	151	153
其他收入		0	1	1	1	2	0
利润总额		33	37	41	43	154	153
所得税		5	5	6	7	22	22
非经常性收益		0	0	0	0	0	0
净利润		28	32	35	36	131	131
少数股东损益		0	0	0	0	0	0
归母净利润		28	32	35	36	131	131

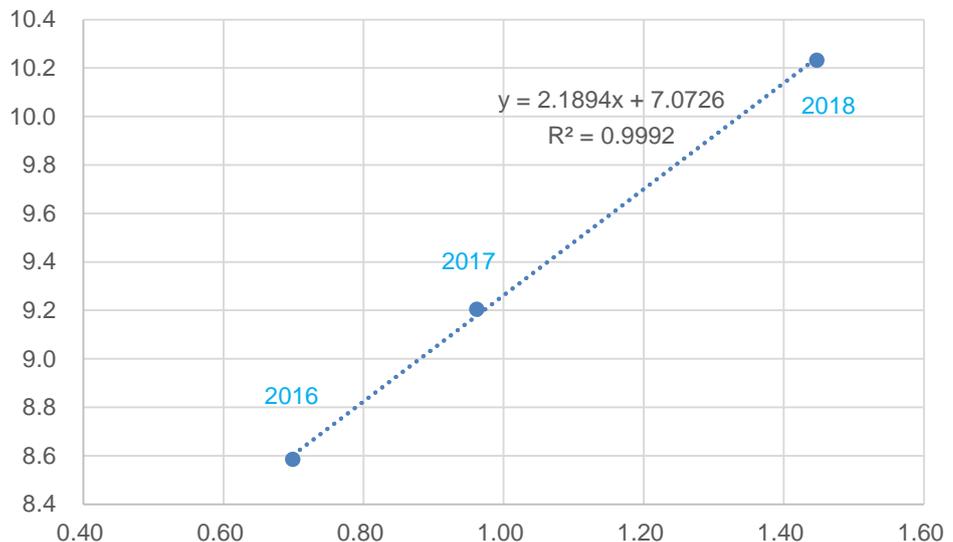
数据来源: 公司各季度财务报表, Wind, 广发证券发展研究中心

4Q收入与毛利率符合预期，然净利润逊于预期。公司4Q收入与毛利率与市场预期一致：收入环比增长2%得益于无锡12英寸厂区开始贡献收入（然8英寸收入环比下降了2%），毛利率由3Q的31%下滑至4Q的27.2%系因无锡12英寸厂房产能爬坡带来了折旧压力。净利润（2600万）低于市场预期（3900万），判断是因12英寸投产带来相应研发费用的提升。

1Q20指引显著低于市场预期，然符合我们前期持续保守的判断。公司1Q20收入指引大幅低于预期（环比下降16%），原因有二：（1）公司预计疫情将会对1Q终端市场需求产生较大影响（虽运营层面还未显现），谨慎角度给出保守指引；（2）两座8英寸厂房将于1Q维护。毛利率指引中值（22%）环比亦大幅下滑5个百分点，系无锡12英寸厂房产能持续扩张所致，这与我们前期对公司“无锡12英寸厂房产能爬坡带来的折旧压力对公司中期盈利能力将产生持续压制”的判断一致。

新厂折旧压力仍在初步反应阶段，维持“持有”评级。鉴于未来两年是公司新厂产能快速爬坡阶段（由当前1万片/月扩充至21年底的3万片/月），同时参考中芯国际04年爬坡300mm产能时毛利率受到的压制状况（图1），我们认为无锡新厂折旧压力对公司盈利能力的影响仍在初步反应阶段。我们预测公司20-21年归母净利润分别为1.31/1.31亿美元。公司20年较低的ROE水平已无法适用PB-ROE估值体系，然考虑到产业景气度仍在逐步回暖及半导体国产化的持续加速，我们仍以1.0倍PB作为公司合理价值判断的基础。综上，公司合理价值为14.3港元/股，维持“持有”评级。

图 5：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 4: 可比公司估值 (股价为2020年02月16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	16.26	USD	0.03	0.03	0.04	76.13	77.03	50.16
台湾	2330.TW	台积电	335.00	TWD	13.16	16.27	18.45	25.45	20.59	18.16
	2303.TW	联电	16.50	TWD	0.70	0.84	1.15	23.59	19.74	14.40
	5347.TWO	世界	79.00	TWD	3.54	3.72	4.52	22.30	21.26	17.50
均值					-	-	-	36.87	34.65	25.05
香港	01347.HK	华虹半导体	19.32	USD	0.13	0.10	0.10	19.71	24.38	24.46
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	16.26	USD	1.20	1.24	1.30	1.74	1.69	1.62
台湾	2330.TW	台积电	335.00	TWD	66.15	72.17	78.40	5.06	4.64	4.27
	2303.TW	联电	16.50	TWD	17.40	17.78	18.19	0.95	0.93	0.91
	5347.TWO	世界	79.00	TWD	18.40	19.16	20.15	4.29	4.12	3.92
均值					-	均值	-	3.01	2.85	2.68
香港	01347.HK	华虹半导体	19.32	USD	1.75	1.85	1.95	1.42	1.34	1.27

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

	单位: 美元百万元				
至12月31日	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
流动资产	853	1,774	1,497	1,310	1,460
货币资金	375	777	476	300	300
应收及预付	169	200	288	250	341
存货	116	130	142	170	228
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	4,190	4,827
流动负债	337	330	475	959	1,465
短期借款	61	4	6	553	916
应付及预收	68	79	86	105	142
其他流动负债	208	246	383	301	407
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	976	1,482
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	410	541
归属母公司股东权	1,695	2,155	2,245	2,376	2,507
少数股东权益	1,695	2,704	3,083	3,214	3,345
负债和股东权益	2,078	3,078	3,613	4,190	4,827

	单位: 美元百万元				
至12月31日	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
营业收入	808	930	933	1011	1373
营业成本	541	619	650	797	1095
其他收入及收益	13	14	81	81	81
销售费用	7	8	9	9	12
管理费用	109	122	170	126	172
财务费用	2	2	1	8	22
其他费用及亏损	0	0	12	0	0
投资净收益	11	28	10	2	0
利润总额	172	221	182	154	153
所得税	27	35	27	22	22
净利润	145	186	155	131	131
少数股东损益	0	2	-7	0	0
归属母公司净利润	145	183	162	131	131
EBITDA	272	322	294	389	481
EPS (美元)	0.140	0.171	0.126	0.102	0.102

	单位: 美元百万元				
	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
经营活动现金流	258	274	163	341	476
净利润	145	183	162	131	131
折旧摊销	104	119	129	237	313
营运资金变动	10	-15	-137	-53	-7
其它	0	-13	9	26	40
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	500	341
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	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E
成长能力(%)					
营业收入增长	12.0	15.1	0.2	8.4	35.8
归属母公司净利润增长	12.8	26.1	-11.4	-19.2	-0.3
获利能力(%)					
毛利率	33.1	33.4	30.3	21.2	20.2
净利率	18.0	19.7	17.4	13.0	9.5
ROE	9.1	9.5	7.4	5.7	5.4
ROIC	10.0	8.7	5.3	3.8	3.6
偿债能力					
资产负债率(%)	18.4	12.1	14.7	23.3	30.7
净负债比率	-16.6	-52.3	-30.9	-8.3	2.9
流动比率	2.53	5.38	3.15	1.37	1.00
速动比率	2.19	4.99	2.85	1.19	0.84
营运能力					
总资产周转率	0.41	0.36	0.28	0.26	0.30
应收账款周转率	5.02	5.04	3.82	3.76	4.65
存货周转率	5.13	5.05	4.79	5.11	5.51
每股指标(美元)					
每股收益	0.14	0.17	0.13	0.10	0.10
每股经营现金流	0.25	0.26	0.13	0.27	0.37
每股净资产	1.63	1.68	1.75	1.85	1.95
估值比率					
P/E	11.1	14.2	18.1	24.4	24.5
P/B	0.96	1.45	1.30	1.34	1.27
EV/EBITDA	4.9	3.7	6.7	7.5	6.9

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。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 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。7年策略及中小市值研究经验。2019年财新·机构投资者大陆榜单（II China）投资组合策略第一名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 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。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。2019年新财富最佳宏观研究（团队）第一名。
- 蒲得宇：海外电子行业首席分析师，15-18年Asiamoney最佳台湾地区硬体分析师，2018 Thomson Asia Top Stock Picker 硬体行业第三名，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。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 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。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 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、第4名、第2名（团队）。2019年财新·机构投资者大陆榜单（II China）互联网行业第三名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 刘芷君：海外机械行业资深分析师，八年机械行业研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。2019年新财富最佳机械团队第一名、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。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。
- 邓崇静：海外汽车行业资深分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，新财富最佳汽车行业分析师2019年第一名团队成员，水晶球2019年第一名团队成员，2019年新财富最佳海外研究（团队）第四名。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：海外电子分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4年台湾地区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、完整性作出任何保证。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。