

半导体观察系列二

Micron: Q3 业绩超预期, 已部分恢复对华为供货

● Micron 披露 FY2019 Q3 业绩, 高于市场预期

Micron (美光, MU.O) 发布 FY2019 Q3 (Ended 2019/5/30, 下同) 业绩, 实现收入 47.9 亿美元 (位于前期指引区间中值, 高于 Bloomberg 一致预期 46.8 亿美元), 环比下滑 18%, 同比下滑 39%; 实现毛利率 (GAAP) 38.2%, 环比下降 1090bps, 同比下降 2240bps; 实现 EPS (GAAP) 0.74 美元 (高于 Bloomberg 一致预期 0.64 美元), 环比下降 0.68 美元, 同比下降 2.36 美元。整体来看, 公司 Q3 业绩明显高于市场预期。

● DRAM: 客户库存水平改善, 预计 2H19 需求增速恢复

DRAM 方面, 公司 Q3 收入 30 亿美元左右, 占比 64%, YoY 下滑 45%, QoQ 下滑 19%。环比上一财季, DRAM 产品 ASP 下滑 20%, 出货容量持平 (若排除华为事件影响则会实现环比增长)。

基于对客户库存水平改善的考量, 公司预计行业 DRAM 出货容量将在 2H19 出现明显的增长, 预计 2019 全年行业需求容量增速在 15% 左右 (mid-teens), 供给容量增速在 15~20% (high-teens)。目前行业供给过剩带来的供应商库存抬升导致价格承压, 但预计 2H19 需求恢复后供应商库存将出现改善。

● NAND: 3D 制程转换导致供给过剩, 但价格下跌已带来需求弹性

NAND 方面, 公司 Q3 收入 15 亿美元左右, 占比 31%, YoY 下滑 25%, QoQ 下滑 18%。环比上一财季, NAND 产品 ASP 下滑 15% 左右, 出货容量下滑 5% (若排除华为影响, 收入和出货实际上高于公司预期)。Q3 NAND 业务毛利率 (Non-GAAP) 在 25% 以上。

由于从 2D 向 3D 的转换, 行业供给加速增长导致市场仍然处于供给过剩状态, 但近期的价格下降导致需求弹性已经开始显现, 因此公司预计 2H19 行业供需将边际趋稳, 预计 2019 全年行业需求容量增速在 35% 左右 (mid-30%), 供给容量增速在 35~40% (high-30%)。

● 重要指引: 资本开支进一步下调, NAND 投片量进一步缩减

公司进一步下调 2019 财年 Capex 指引至 90 亿美元 (年初预期为 105 亿美元 \pm 5%), 同时将 NAND 投片量下降幅度指引增加至 10% (上一财季末预计为 5%), DRAM 投片量指引不变, 仍是下降 5%。

● 中美贸易摩擦: 公司已在两周前部分恢复对华为供货

经过考量, 公司确认目前的部分产品不受 EAR 和实体名单的限制, 因此公司在两周前已经恢复对华为部分订单的供货。

● 数据和信息来源

以上信息均来自美股上市公司 Micron 公开发布的季报及 SeekingAlpha 根据公司 Q3 Earning Call 录音提供的 Transcript 文件。

● 风险提示

中美贸易摩擦带来的宏观风险; 半导体行业景气度下滑的风险。

行业评级

买入

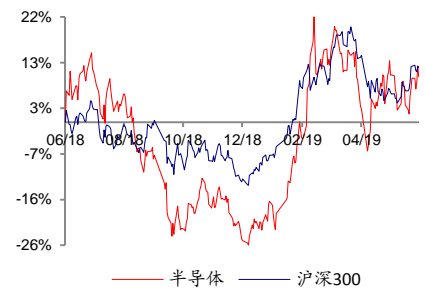
前次评级

买入

报告日期

2019-06-28

相对市场表现



分析师:

许兴军



SAC 执证号: S0260514050002

SFC CE No. BOI544



021-60750532



xuxingjun@gf.com.cn

分析师:

王亮



SAC 执证号: S0260519060001

021-60750632



gfwangliang@gf.com.cn

分析师:

王璐



SAC 执证号: S0260517080012

021-60750632



wanglu@gf.com.cn

请注意, 王亮, 王璐并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

半导体观察系列

2019-06-17

一:Broadcom: 披露 Q2 业绩,

2H 半导体收入指引下修 18%

联系人:

王昭光 021-60750632

wangzhaoguang@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
汇顶科技	603160.SH	CNY	138.80	2019/4/14	买入	132.90	3.69	4.27	38	33	29.64	25.83	29.0	25.1
兆易创新	603986.SH	CNY	86.70	2019/5/14	买入	107.10	1.53	2.02	57	43	44.29	32.36	17.4	18.7

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

目录索引

MICRON FY2019 Q3 EARNING CALL 要点摘录（数据来源：SEEKINGALPHA 提供的 TRANSCRIPT 文件）	5
一、Q3 整体经营情况.....	5
二、Q3 分部经营情况.....	5
三、经营环境分析和未来指引	6
四、中美贸易摩擦影响	7
五、公司长期发展前景	7
MICRON 财务经营数据一览.....	7

图表索引

表 1: Micron 2018 年初至今关键性季度财务数据	7
表 2: Micron 2018 年初至今 Segment 数据.....	8

Micron FY2019 Q3 Earning Call 要点摘录 (数据来源: Micron)

公开发布的 Notes 以及 SeekingAlpha 提供的 Transcript 文件)

一、Q3 整体经营情况

- ◇ 管理层认为报告期内虽然行业景气下行并且价格跌幅超预期，但基于公司对成本管控、定价规范、以及技术提升的执行到位，仍然实现超预期的经营业绩。
- ◇ 上一轮行业下行周期时公司的相对盈利能力是下滑的，但在这一轮的周期中持续提升，主要得益于公司的技术提升、成本管控、和高价值量解决方案的策略。成本下降主要是依靠技术制程的转换和定制化后端包装占比的提升。
- ◇ 技术和制程方面：1) DRAM: 公司在2019财年将实现有效的成本下降。1Y纳米制程的出货比重持续增加，目前看2020财年将顺利向1Z制程转换。今年4月，台中新Fab破土。本月初，公司宣布将在日本广岛建设新Fab厂。新建Fab能够促使公司目前的产能向下一代制程转换。2) NAND: 96层3D NAND产品持续爬坡，2019财年将实现健康的成本下降。在128层NAND（使用Replacement Gate技术）方面公司持续获得进展，在这一代制程上会实现部分比例的转换，下一代Replacement Gate制程则将实现全面转换。
- ◇ Q3实现收入48亿美元，位于公司指引区间中值，YoY下滑39%，QoQ下滑18%。DRAM和NAND均受到了华为事件的影响，若排除此影响，收入预计位于指引区间上限。
- ◇ Q3毛利率（Non-GAAP）39%，去年同期为61%，Q2为50%，毛利率下降主要是产品价格下滑的影响。美对中加征关税对毛利率影响控制在30bps以下，得益于公司将90%的影响成功消除。
- ◇ Q3运营费用7.7亿美元，位于指引区间，营业利润11亿美元，对应23%营业利润率，营业利润率YoY下滑28pct，QoQ下滑13pct。
- ◇ Q3末存货49亿美元，环比Q2末增加5亿美元。由于2020年NAND供给将受限于制程转换限制，因此为了完成与需求匹配的出货容量增长，公司在2019和2020年会主动提高NAND产品库存水平。同时考虑行业层面的供需边际趋于平衡，公司在2019年也将提高DRAM的库存水平。

二、Q3 分部经营情况

- ◇ 移动业务方面，短期受到了美国贸易限制的影响，但未来5G、折叠屏以及手机光学升级等趋势将继续推动公司移动业务的成长。
- ◇ 数据中心业务方面，云中心客户正在积极去化库存，大部分正在接近正常的库存水位。公司云中心DRAM出货容量在Q3继续实现环比增长，超出原有预期，并且预计FQ4将实现强劲的环比增速。企业级客户的库存去化的速度低于预期。
- ◇ 图像业务方面，随着客户库存正常化，Q3实现了环比增长。公司拓宽了高性能GDDR6产品的客户群，预计2H19将实现较快增长。
- ◇ PC业务方面，由于CPU缺货的缓解，DRAM出货容量重回增长。预计FQ4伴随笔记本电脑销量回升，DRAM出货容量将实现环比增长。

- ◇ 汽车业务方面，虽然全球销量增速放缓，但ADAS和信息娱乐系统升级仍然带来单车存储价值量的快速提升，公司在汽车市场份额领先。
- ◇ DRAM方面，Q3收入30亿美元左右，占比64%，YoY下滑45%，QoQ下滑19%。环比上一财季，DRAM产品ASP下滑20%，出货容量打平（若排除华为事件影响则会实现环比增长）。
- ◇ NAND方面，Q3收入15亿美元左右，占比31%，YoY下滑25%，QoQ下滑18%。环比上一财季，NAND产品ASP下滑15%左右，出货容量下滑5%（若排除华为影响，收入和出货实际上高于公司预期）。Q3 NAND业务毛利率（Non-GAAP）在25%以上。

三、经营环境分析和未来指引

- ◇ 过去几个月，公司多数终端市场下游客户的库存水平已经如预期出现大幅改善，预计行业层面2H19 DRAM容量需求将恢复健康的同比增长，NAND容量需求因为价格的下降也在增加。
- ◇ 虽然客户库存已经改善，但供应商的库存水位却在抬升。虽然上个季度公司宣布的资本开支缩减会在2H19开始影响行业的供给，但目前看为了促使行业回归供需平衡的状态，公司需要进一步缩减资本开支和出货容量。
- ◇ DRAM行业方面，虽然1H19环比下滑，但基于对客户库存水平改善的考量，公司预计行业出货容量将在2H19出现明显的增长，预计2019全年行业需求容量增速在15%左右（mid-teens），供给容量增速在15~20%（high-teens）。目前行业供给过剩带来的供应商库存抬升导致价格承压，但预计2H19需求恢复后供应商库存将出现改善。
- ◇ DRAM公司业务方面，维持上个季度Earning Call的口径，投片量减少5%，使得2019全年公司DRAM出货容量增速向市场需求增速靠拢。
- ◇ NAND行业方面，由于从2D向3D的转换，行业供给加速增长导致市场仍然处于供给过剩状态，但近期的价格下降导致需求弹性已经开始显现，因此预计2H19行业供需将边际趋稳。公司预计2019全年行业需求容量增速在35%左右（mid-30%），供给容量增速在35~40%（high-30%）。
- ◇ NAND业务方面，上个季度Earning Call的口径是投片量减少5%，但公司已经在实施10%的投片量缩减，将导致2H19的出货容量增速放缓。
- ◇ 资本开支方面，年初预计2019财年是105亿美元±5%，现在调整为90亿美元。预计2020财年的资本开支相比2019财年会明显减少。
- ◇ 总结来看，当前DRAM和NAND行业层面都还处于供过于求的状态，但是需求正在边际回暖。公司预计19FQ4在云中心、图像、和PC市场的DRAM出货容量将实现强劲增长。NAND方面的需求弹性也正在显现，但19FQ4由于SSD产品结构的调整，公司NAND出货容量预计会受到限制。
- ◇ 对19FQ4，以non-GAAP口径，公司预计实现收入45±2亿美元区间，中值对应YoY下滑46%，QoQ下滑6%。预计毛利率29%±1.5pct。预计EPS 0.45±0.07美元。

四、中美贸易摩擦影响

- ◇ 5月16日美国商务部工业和安全局将华为列入实体限制名单之后,公司立即停止了向华为的出货,并开始考量公司的各类型产品是否在限制范围内。
- ◇ 经过考量,公司确认目前的部分产品不受EAR (Export Administration Regulations) 和实体名单的限制,因此公司在两周前已经恢复对华为部分订单的供货。
- ◇ 目前政策环境仍有极大不确定性,公司无法判断后续对华为的业务是否还会出现重大变化。

五、公司长期发展前景

- ◇ 管理层认为,未来AI、自动驾驶、5G和IoT等行业趋势将为存储行业带来广阔需求空间,公司健康的资产负债表、结构性提升的盈利能力和杰出的公司文化将使公司在行业景气复苏时呈现出更强的成长性。

Micron 财务经营数据一览

表 1: Micron 2018年初至今关键性季度财务数据

项目	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	一致预期	实际 vs. 预期
单位: 百万美元	Ended 17/11/30	Ended 18/3/1	Ended 18/5/31	Ended 18/8/30	Ended 19/11/29	Ended 19/2/28	Ended 19/5/30		
利润表									
收入	6,803	7,351	7,797	8,440	7,913	5,835	4,788	4,680	2.3%
YoY	71%	58%	40%	38%	16%	-21%	-39%		
QoQ	11%	8%	6%	8%	-6%	-26%	-18%		
毛利	3,747	4,270	4,723	5,151	4,615	2,864	1,828	N/A	N/A
YoY	271%	151%	81%	66%	23%	-33%	-61%		
QoQ	20%	14%	11%	9%	-10%	-38%	-36%		
毛利率	55%	58%	61%	61%	58%	49%	38%		
运营利润	3,097	3,567	3,953	4,377	3,759	1,957	1,010	986	2.4%
YoY	763%	242%	101%	75%	21%	-45%	-74%		
QoQ	24%	15%	11%	11%	-14%	-48%	-48%		
运营利润率	46%	49%	51%	52%	48%	34%	21%		
归母净利润	2,678	3,309	3,823	4,325	3,293	1,619	840	699	20.1%
YoY	1388%	270%	132%	83%	23%	-51%	-78%		
QoQ	13%	24%	16%	13%	-24%	-51%	-48%		
净利率	39%	45%	49%	51%	42%	28%	18%		
经调整后归母净利润 (Non GAAP)	2,994	3,495	3,898	4,313	3,508	1,971	1,198	N/A	N/A
YoY	794%	239%	106%	81%	17%	-44%	-69%		
QoQ	25%	17%	12%	11%	-19%	-44%	-39%	37.7%	1.6%
经调整后净利率	44%	48%	50%	51%	44%	34%	25%		
资产负债表									
总资产	37,191	41,263	41,845	43,376	44,595	47,487	46,288	N/A	N/A
YoY	34%	28%	26%	23%	20%	15%	11%		
QoQ	5%	11%	1%	4%	3%	6%	-3%		
净资产	23,393	26,566	29,518	33,164	34,739	35,430	36,190	N/A	N/A
YoY	78%	76%	73%	70%	49%	33%	23%		
QoQ	20%	14%	11%	12%	5%	2%	2%		
资产负债率	37%	36%	29%	24%	22%	25%	22%		
存货	3,160	3,184	3,369	3,595	3,876	4,390	4,905	N/A	N/A
YoY	15%	6%	10%	15%	23%	38%	46%		
QoQ	1%	1%	6%	7%	8%	13%	12%		
现金流量表									
经营性净现金流	3,636	4,348	4,261	5,155	4,810	3,435	2,711	N/A	N/A
YoY	220%	209%	77%	61%	32%	-21%	-36%		
QoQ	14%	20%	-2%	21%	-7%	-29%	-21%		
资本开支	-2,089	-2,281	-2,428	-2,287	-2,720	-2,666	-2,420	N/A	N/A
YoY	62%	94%	91%	50%	30%	17%	0%		
QoQ	37%	9%	6%	-6%	19%	-2%	-9%		

数据来源: Micron, Micron 官网及公告, 广发证券发展研究中心

表 2: Micron 2018年初至今Segment数据

Segment	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19
单位: 百万美元	Ended 17/11/30	Ended 18/3/1	Ended 18/5/31	Ended 18/8/30	Ended 18/11/29	Ended 19/2/28	Ended 19/5/30
按下游拆分:							
CNBU(Compute and Networking Business Unit)							
收入	3,212	3,691	3,988	4,361	3,604	2,382	2,079
YoY	119%	93%	67%	53%	12%	-35%	-48%
QoQ	13%	15%	8%	9%	-17%	-34%	-13%
运营利润	1,914	2,329	2,615	2,915	2,211	1,160	800
YoY	838%	216%	115%	83%	16%	-50%	-69%
QoQ	20%	22%	12%	11%	-24%	-48%	-31%
MBU(Mobile Business Unit)							
收入	1,365	1,566	1,753	1,895	2,212	1,611	1,174
YoY	59%	45%	55%	40%	62%	3%	-33%
QoQ	1%	15%	12%	8%	17%	-27%	-27%
运营利润	505	689	860	979	1,203	707	331
YoY	-1222%	305%	183%	97%	138%	3%	-62%
QoQ	1%	36%	25%	14%	23%	-41%	-53%
SBU(Storage Business Unit)							
收入	1,383	1,254	1,143	1,242	1,143	1,022	813
YoY	34%	20%	-13%	10%	-17%	-19%	-29%
QoQ	23%	-9%	-9%	9%	-8%	-11%	-20%
运营利润	400	251	156	157	80	-20	-198
YoY	349%	254%	-43%	35%	-80%	-108%	-227%
QoQ	245%	-37%	-38%	1%	-49%	-125%	890%
EBU(Embedded Business Unit)							
收入	830	829	897	923	933	799	700
YoY	44%	41%	28%	12%	12%	-4%	-22%
QoQ	0%	0%	8%	3%	1%	-14%	-12%
运营利润	342	363	386	382	387	262	173
YoY	92%	88%	51%	10%	13%	-28%	-55%
QoQ	-2%	6%	6%	-1%	1%	-32%	-34%
All Other							
收入	13	11	16	19	21	21	22
YoY	-57%	-39%	-50%	-227%	62%	91%	38%
QoQ	-187%	-15%	45%	19%	11%	0%	5%
运营利润	-4	-2	0	6	6	1	4
YoY	-133%	-129%	-100%	-150%	-250%	-150%	N/A
QoQ	-67%	-50%	-100%	N/A	0%	-83%	300%
总收入	6,803	7,351	7,797	8,440	7,913	5,835	4,788
按产品类型拆分:							
DRAM							
收入占比	67%	71%	71%	70%	68%	64%	64%
收入 QoQ	increased upper single digit %	up 14%	up 6%	up 7%	down 9%	down 30%	down 19%
收入 YoY	increased lower 20% range	up 76%	up 56%	up 47%	up 18%	down 28%	down 45%
ASPs (Q/Q)	increased mid single digit %	up low double-digit percent	up mid-to-upper single-digit percent range	relatively flat	down high single digits percent range	down low-20% range	approached down 20%
ASPs (Y/Y)	increased upper 50% range	-	-	-	-	-	-
Shipment quantities (Q/Q)	-	up mid-single digit percent range	relatively flat	up mid-to-upper single digit percent	flat	down low double-digit percent range	relatively flat
Cost (Q/Q)	-	-	-	-	-	-	-
Cost (Y/Y)	-	-	-	-	-	-	-
Non-GAAP Gross Margin	62%	66%	69%	71%	-	-	-
NAND							
收入占比	27%	25%	25%	26%	28%	30%	31%
收入 QoQ	increased mid single digit %	down 3%	up 8%	up 15%	down 2%	down 18%	down 18%
收入 YoY	increased upper 40% range	up 28%	up 14%	up 21%	up 17%	down 2%	down 25%
ASPs (Q/Q)	declined low single digit %	down mid-teens percent	up mid-to-upper single-digit percent range	down mid-teens percent range	down low to mid-teens percent range	down mid-20% range	down mid-teens percent range
ASPs (Y/Y)	relatively unchanged	-	-	-	-	-	-
Shipment quantities (Q/Q)	-	up low double-digit percent range	relatively flat	up mid-30s percent range	up low to mid-teens percent range	increased upper single-digit percent range	down mid-single-digit percent range
Cost (Q/Q)	-	-	-	-	-	-	-
Cost (Y/Y)	-	-	-	-	-	-	-
Non-GAAP Gross Margin	49%	47%	47%	48%	-	-	-

数据来源: Micron 官网及公告, 广发证券发展研究中心

风险提示

中美贸易摩擦带来的宏观风险；半导体行业景气度下滑的风险。

广发证券电子元件和半导体研究小组

- 许兴军：资深分析师，浙江大学系统科学与工程学士，浙江大学系统分析与集成硕士，2012年加入广发证券发展研究中心。
- 王璐：分析师，复旦大学微电子与固体电子学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 余高：分析师，复旦大学物理学学士，复旦大学国际贸易学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 王帅：研究助理，上海交通大学机械与动力工程学院学士、安泰经济与管理学院硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 彭雾：分析师，复旦大学微电子与固体电子学硕士，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 王昭光：研究助理，浙江大学材料科学与工程学士，上海交通大学材料科学与工程硕士，2018年加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。