

## 半导体观察系列四

### ASML: Q2 业绩超预期, 下半年指引乐观

行业评级	买入
前次评级	买入
报告日期	2019-07-21

#### 核心观点:

##### ● ASML 披露 19Q2 业绩, 超出市场预期

ASML (阿斯麦) 发布 FY2019 Q2 (Ended 2019/6/30, 下同) 业绩, 实现营收 25.68 亿欧元, 同比减 6%, 环比增 15%, 位于前期指引 25~26 亿欧元区间中值偏上, 与 Bloomberg 一致预期基本持平。实现毛利率 43%, 同比下降 0.3 个百分点, 环比上升 1.4 个百分点, 超出前期 41%-42% 的指引区间。实现净利润 4.76 亿欧元, 同比减 18%, 环比增 10%, 高于 Bloomberg 一致预期 3.98 亿欧元。整体来看公司 19Q2 业绩高于市场预期。

##### ● 存储 (Memory): 预计全年收入降幅从前期 20% 下修至 30%

19Q2 公司 Net System (占比 72%) 产品中用于存储领域的占 39%, 共 7.2 亿欧元, 同比减 36%。公司认为消化库存与宏观经济下行是存储领域需求下滑的主因。但公司认为存储领域下游客户大幅减少资本开支和投片量的行为并未在此前的衰退周期中见到, 将这有助于平衡供需关系, 预期今年年底或明年年初有望反转。考虑下游客户减少资本开支, 公司将全年存储领域收入降幅指引从前期的 20% 下修至 30%。

##### ● 逻辑 (Logic): 预计全年收入增幅从前期 50% 上修至 65%

19Q2 公司逻辑领域产品共贡献营收 11.3 亿欧元, 同比增 18%, 占 Net System 比例为 61%, 相比去年同期 46% 大幅提升。逻辑领域的需求成长主要来源于技术升级, 由于 7nm 制程和 5G 推进所带来的需求超预期, 公司将全年逻辑领域收入增幅指引从前期 50% 上修至 65%。

##### ● 2019Q3 及全年展望: 下半年情况更佳, 重点看好 EUV 产品成长

公司认为 19 年下半年营收与盈利将进一步改善, 预期 2019Q3 实现营收 30 亿欧元, 毛利率 Q3 相比 Q2 略微提升至 43%-44%, 希望在 2020 年达到 50%, 这除了公司对 logic 领域的需求看好, 还包括公司对高单价高毛利的 EUV 产品, 尤其是存储 EUV 新品的信心。2019Q2 公司 EUV 产品共出货 7 台实现营收 7.59 亿欧元, 高于公司前期出货 6 台的指引。公司预期 2019Q3 EUV 出货 7 台实现营收 7.5 亿欧元, 同时公司看好用于 Memory 的 EUV 新品 NXE: 3400C, 计划 19Q3 出货第一台。公司预计明年 EUV 出货产能在 30~35 台区间。

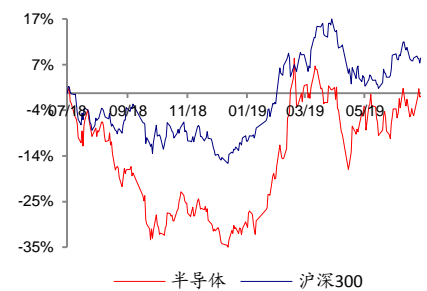
##### ● 数据和信息来源

ASML 公开发布的季报及 Seeking Alpha 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。

#### 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

请注意, 王亮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:

半导体观察系列二: Micron: 2019-06-28

Q3 业绩超预期, 已部分恢复

对华为供货

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 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
汇顶科技	603160.SH	CNY	144.90	2019/4/14	买入	132.9	3.69	4.27	39	34	29.64	25.83	29.0	25.1
兆易创新	603986.SH	CNY	97.93	2019/5/14	买入	107.1	1.53	2.02	64	48	44.29	32.36	17.4	18.7
卓胜微	300782.SZ	CNY	206.05	2019/7/12	买入	226.1	3.23	4.54	64	45	48.86	34.20	19.3	21.3

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

## 目录索引

ASML FY2019 Q2 EARNING CALL 要点摘录 .....	5
一、Q2 整体经营情况.....	5
二、Q2 NET SYSTEM 分部经营情况 .....	5
三、2019Q3 与全年经营情况总体展望 .....	6
四、存储（MEMORY）领域的需求解读与展望 .....	6
五、逻辑（LOGIC）领域的需求解读与展望.....	6
六、EUV 展望 .....	7
七、关于中美贸易摩擦 .....	7
ASML 财务经营数据一览.....	7
风险提示 .....	9

## 图表索引

表 1: ASML 2018 年初至今关键性季度财务数据 .....	7
表 2: ASML 2018 年初至今 Segment 财务数据 .....	8
表 3: ASML 2018 年初至今 Segment 产品数据 .....	9

## ASML FY2019 Q2 Earning Call 要点摘录

(数据来源: ASML公开发布的Notes以及Seeking Alpha提供的Transcript文件)

### 一、Q2 整体经营情况

- ◇ 2019Q2实现营业收入25.68亿欧元,同比减6%,环比增15%,位于公司上一季度给出的25-26亿欧元指引区间中值偏上,与Bloomberg一致预期25.70亿欧元基本持平。
- ◇ 2019Q2公司实现毛利11.05亿欧元,同比减7%,环比增19%。毛利率为43%,同比降低0.3个百分点,环比上升1.4个百分点,超出公司上一季度给出的41%-42%的指引区间上限,同时高于Bloomberg一致预期约1.3个百分点。公司认为毛利率提升来源于EUV的销售以及高端领域的服务维护性收入。
- ◇ 2019Q2公司销售及一般行政管理费用为1.24亿欧元,同比增5.2%,环比增2.1%,低于公司上一季度给出的指引1.25亿欧元;研发费用为4.87亿欧元,同比增28.2%,环比增3.1%,高于公司上一季度给出的指引4.85亿欧元。
- ◇ 2019Q2公司实现归母净利润为4.76亿欧元,同比减18%,环比增34%,高于Bloomberg一致预期3.98亿欧元。公司认为净利润的环比增长来源于两个方面,一是毛利率提升,二是一次性的税收优惠。
- ◇ 分部来看,公司Net System(系统产品销售)分部实现收入18.51亿欧元,同比减11%,环比增10%,占比72%。Installed Base Management(含公司服务等其他项目)分部实现收入7.17亿欧元,略高于公司预期,同比增10%,环比增33%,占比28%。

### 二、Q2 Net System 分部经营情况

- ◇ Q2 Net System收入按下游领域分,61%来源于逻辑(Logic)芯片需求,39%来源于存储(Memory)芯片需求,该产品结构与上一季度基本一致,但相比去年同期Logic占比大幅提升,反映了Logic领域的强劲需求。
- ◇ Net System按产品类型分为EUV(2019Q2占比41%)、ArF Immersion(41%)、KrF(11%)、Metrology & Inspection(4%)、ArF Dry(2%)和I-line(1%)。其中,EUV实现营收7.59亿欧元,高于公司上一季度给出的6亿欧元的指引。
- ◇ 2019Q2 Net System下游销售区域为:台湾地区(46%)、韩国(26%)、中国大陆(12%)、美国(10%)、欧洲(3%)、日本(3%)。
- ◇ 从订单情况来看,2019Q2公司订单金额共28.3亿欧元,相比Q1增长将近100%,这主要得益于10台EUV的新订单。用于逻辑领域的订单占据了总额的67%,存储占33%,再次反映了Logic领域的需求强劲。

### 三、2019Q3 与全年经营情况总体展望

- ◇ 公司认为环比来看，下半年销售与盈利能力将有更大的提升，Logic将是今年主要的成长动力，Memory具有更大的不确定性且需求从上季度开始变得更弱，但该部分需求会被Logic的需求所抵消，维持对全年的营收预测不变，预测2019年能够有所增长。
- ◇ 公司预期2019Q3实现营业收入约30亿欧元，其中包括EUV销售收入7.5亿欧元，预期销售7台。
- ◇ 公司预期2019Q3毛利率为43%-44%，相比2019Q2略有提升，这来源于高端产品的销售数量提升。公司同时预期2019Q4毛利率能达到40%-50%之间的较高位置，2020年目标达到50%，这得益于更高端系统产品的销售、改善的产品组合、高端领域服务维护性收入增长、高毛利新品NXE: 3400C系统的销售、以及EUV服务收入的贡献等。
- ◇ 公司预期2019Q3销售及一般行政管理费用为1.25亿欧元，研发费用为4.95亿欧元。
- ◇ 因为一次性的税收优惠，公司将全年有效税率的预期从11%降到9%，但公司预期长期有效税率为14%。

### 四、存储（Memory）领域的需求解读与展望

- ◇ 公司认为，存储市场继续在消化前几年的高库存，但去年的库存消化被下行的宏观环境进一步拖累，而且这种情况在今年会持续大部分时间。考虑下游客户减少资本开支，公司将全年存储领域收入降幅指引从前期的20%下修至30%。
- ◇ 公司认为今年存储领域有2个方面的需求，其中一个是中国国内存储芯片的成长和DRAM对EUV的需求，这部分大约为10亿欧元（大约50%来源于中国市场EUV需求），是与整体市场环境相独立的，风险较低。
- ◇ 另一部分需求即是对存储厂商的行业内生性设备供应，这部分风险较高，大约贡献为21亿欧元（上半年已经贡献12亿欧元，还有9亿欧元为下半年金额），相比2018年同比下滑45%。
- ◇ 公司存储领域的客户会继续减少投片量和资本开支，这在此前的衰退周期中未曾见到，公司认为这可帮助存储市场恢复正常供需关系。公司同时对存储的下行并不特别悲观，预期可在今年年底或明年年初反转。

### 五、逻辑（Logic）领域的需求解读与展望

- ◇ 逻辑领域的需求是公司2019年增长的主要动力，主要来源于技术更新所带来的需求，包括7nm制程的应用以及5G技术引进所带来的需求增长。同时公司认为逻辑领域的需求增长是可持续的增量，并非2020年需求的提前透支。
- ◇ 由于7nm制程和5G推进所带来的需求超预期，公司将全年逻辑领域收入增幅指引从前期50%上修至65%。

## 六、EUV 展望

- ◇ 公司新品NXE: 3400C每小时可生产170片晶圆, 在客户生产条件下可实现每天生产2000片晶圆, 这是个里程碑式的突破。
- ◇ 公司计划2019Q3出货第一台NXE: 3400C, Q4增加出货, 客户对该产品有强烈需求。公司同时也认为有一部分NXE: 3400C新品订单可能延迟到2020年的前几周, 但该风险已经在公司的营收预测中反映。
- ◇ 公司预计今年加总30台EUV设备的需求是稳固的, 同时预期2020年对于EUV的出货产能是30-35台。

## 七、关于中美贸易摩擦

- ◇ 公司目前主要向中国出口DUV, 并没有被限制。公司认为此时对于贸易战的判断并不清楚, 业务暂时照常进行, 会持续为有需要的客户提供产品。

# ASML 财务经营数据一览

表1: ASML 2018年初至今关键性季度财务数据

项目	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	一致预期	实际 vs. 预期
单位: 百万美元	Ended 18/4/1	Ended 18/7/1	Ended 18/9/30	Ended 18/12/31	Ended 19/3/31	Ended 19/6/30		
<b>利润表</b>								
收入	2,285	2,740	2,776	3,143	2,229	2,568	2,570	-0.1%
YoY	18%	30%	13%	23%	-2%	-6%		
QoQ	-11%	20%	1%	13%	-29%	15%		
毛利	1,114	1,187	1,336	1,393	928	1,105	N/A	N/A
YoY	20%	25%	27%	20%	-17%	-7%		
QoQ	-4%	7%	13%	4%	-33%	19%		
毛利率	49%	43%	48%	44%	42%	43%	41.8%	1.3%
运营利润	642	689	818	816	334	494	463	6.7%
YoY	20%	24%	25%	9%	-48%	-28%		
QoQ	-14%	7%	19%	0%	-59%	48%		
运营利润率	28%	25%	29%	26%	15%	19%		
归母净利润	540	584	680	788	355	476	398	19.7%
YoY	19%	25%	22%	22%	-34%	-18%		
QoQ	-16%	8%	17%	16%	-55%	34%		
净利率	24%	21%	25%	25%	16%	19%		
<b>资产负债表</b>								
总资产	18,644	18,739	19,458	21,676	20,361	20,034	N/A	N/A
YoY	8%	8%	11%	19%	9%	7%		
QoQ	3%	1%	4%	11%	-6%	-2%		
净资产	11,062	10,822	11,154	12,942	11,966	22,019	N/A	N/A
YoY	8%	8%	8%	20%	8%	103%		
QoQ	3%	-2%	3%	16%	-8%	84%		
资产负债率	41%	42%	43%	40%	41%	-10%		
存货	3,232	3,218	3,403	3,440	3,765	3,914	N/A	N/A
YoY	8%	3%	13%	16%	17%	22%		
QoQ	9%	0%	6%	1%	9%	4%		
<b>现金流量表</b>								
经营性净现金流	191	755	492	1,630	-481	100	N/A	N/A
YoY	-213%	42%	23%	54%	-352%	-87%		
QoQ	-82%	295%	-35%	231%	-129%	-121%		
资本开支	-135	-135	-134	-205	-234	-140	N/A	N/A
YoY	209%	121%	37%	32%	73%	3%		
QoQ	-13%	0%	-1%	52%	14%	-40%		

数据来源: ASML公司官网, Bloomberg, 广发证券发展研究中心



表2: ASML 2018年初至今Segment财务数据

Segment	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
单位: 百万美元	Ended 18/4/1	Ended 18/7/1	Ended 18/9/30	Ended 18/12/31	Ended 19/3/31	Ended 19/6/30
<b>按下游拆分:</b>						
<b>Net System</b>						
收入	1,668	2,087	2,081	2,424	1,689	1,851
YoY	37%	51%	14%	24%	1%	-11%
QoQ	-15%	25%	0%	17%	-30%	10%
Percentage	73%	76%	75%	77%	76%	72%
<b>Installed Base Management</b>						
收入	617	654	696	718	540	717
YoY	-15%	-9%	11%	19%	-13%	10%
QoQ	2%	6%	6%	3%	-25%	33%
Percentage	27%	24%	25%	23%	24%	28%
总收入	2,285	2,740	2,776	3,143	2,229	2,568
<b>Net System按下游拆分:</b>						
<b>Logic</b>						
收入	434	960	874	1,455	1,013	1,129
YoY	N/A	N/A	N/A	58%	134%	18%
QoQ	-53%	121%	-9%	66%	-30%	11%
Percentage	26%	46%	42%	60%	60%	61%
<b>Memory</b>						
收入	1,234	1,127	1,207	970	676	722
YoY	N/A	N/A	N/A	-6%	-45%	-36%
QoQ	19%	-9%	7%	-20%	-30%	7%
Percentage	74%	54%	58%	40%	40%	39%
Net System总收入	1,668	2,087	2,081	2,424	1,689	1,851
<b>Net System按地区拆分:</b>						
<b>Taiwan</b>						
收入	50	376	624	485	726	851
YoY	-83%	0%	49%	-14%	1352%	127%
QoQ	-91%	651%	66%	-22%	50%	17%
Percentage	3%	18%	30%	20%	43%	46%
<b>Korea</b>						
收入	851	730	687	630	422	481
YoY	150%	3%	11%	1%	-50%	-34%
QoQ	36%	-14%	-6%	-8%	-33%	14%
Percentage	51%	35%	33%	26%	25%	26%
<b>China Mainland</b>						
收入	334	396	375	436	253	222
YoY	6%	377%	157%	148%	-24%	-44%
QoQ	90%	19%	-6%	17%	-42%	-12%
Percentage	20%	19%	18%	18%	15%	12%
<b>USA</b>						
收入	83	396	104	776	253	185
YoY	-14%	186%	-70%	231%	204%	-53%
QoQ	-64%	375%	-74%	646%	-67%	-27%
Percentage	5%	19%	5%	32%	15%	10%
<b>Europe</b>						
收入	334	83	42	—	—	56
YoY	243%	51%	-85%	N/A	N/A	-33%
QoQ	42%	-75%	-50%	N/A	N/A	N/A
Percentage	20%	4%	2%	N/A	N/A	3%
<b>Japan</b>						
收入	—	83	187	73	17	56
YoY	N/A	503%	929%	-7%	N/A	-33%
QoQ	N/A	N/A	124%	-61%	-77%	229%
Percentage	N/A	4%	9%	3%	1%	3%
<b>Rest of Asia</b>						
收入	17	—	62	24	—	—
YoY	37%	N/A	N/A	-38%	N/A	N/A
QoQ	-57%	N/A	N/A	-61%	N/A	N/A
Percentage	1%	N/A	3%	1%	N/A	N/A
Net System总收入	1,668	2,087	2,081	2,424	1,689	1,851

数据来源: ASML公司官网, Bloomberg, 广发证券发展研究中心



表3: ASML 2018年初至今Segment产品数据

Segment	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
单位: 百万美元	Ended 18/4/1	Ended 18/7/1	Ended 18/9/30	Ended 18/12/31	Ended 19/3/31	Ended 19/6/30
<b>Net System按产品拆分</b>						
<b>EUV</b>						
收入	117	667.68	520	582	372	759
YoY	N/A	201%	36%	19%	218%	14%
QoQ	-76%	472%	-22%	12%	-36%	104%
Percentage	7%	32%	25%	24%	22%	41%
<b>ArF Immersion</b>						
收入	1,201	1,022	1,207	1,382	1,013	759
YoY	33%	15%	5%	26%	-16%	-26%
QoQ	10%	-15%	18%	15%	-27%	-25%
Percentage	72%	49%	58%	57%	60%	41%
<b>KrF</b>						
收入	233	209	187	242	152	204
YoY	28%	67%	3%	24%	-35%	-2%
QoQ	19%	-11%	-10%	29%	-37%	34%
Percentage	14%	10%	9%	10%	9%	11%
<b>Metrology &amp; Inspection</b>						
收入	33	83	83	121	51	74
YoY	-45%	0%	53%	55%	52%	-11%
QoQ	-57%	150%	0%	46%	-58%	46%
Percentage	2%	4%	4%	5%	3%	4%
<b>ArF Dry</b>						
收入	67	83	62	73	68	37
YoY	10%	101%	72%	-7%	1%	-56%
QoQ	-15%	25%	-25%	17%	-7%	-45%
Percentage	4%	4%	3%	3%	4%	2%
<b>I-line</b>						
收入	17	21	21	24	34	19
YoY	37%	-25%	14%	24%	103%	-11%
QoQ	-15%	25%	0%	17%	39%	-45%
Percentage	1%	1%	1%	1%	2%	1%
<b>Net System总收入</b>	<b>1,668</b>	<b>2,087</b>	<b>2,081</b>	<b>2,424</b>	<b>1,689</b>	<b>1,851</b>
<b>Net System各产品销量</b>						
<b>EUV</b>						
销量	1	7	5	5	4	7
YoY	+1	+5	+1	+0	+3	+0
QoQ	-4	+6	-2	+0	-1	+3
<b>ArF Immersion</b>						
销量	21	19	22	24	17	13
YoY	+3	+3	+0	+4	-4	-6
QoQ	+1	-2	+3	+2	-7	-4
<b>KrF</b>						
销量	19	19	18	22	14	19
YoY	+0	+5	+0	+2	-5	+0
QoQ	-1	+0	-1	+4	-8	+5
<b>ArF Dry</b>						
销量	3	5	3	5	4	3
YoY	-1	+2	+1	+0	+1	-2
QoQ	-2	+2	-2	+2	-1	-1
<b>I-line</b>						
销量	5	8	5	8	9	6
YoY	+2	+1	-4	+1	+4	-2
QoQ	-2	+3	-3	+3	+1	-3

数据来源: ASML公司官网, Bloomberg, 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。

## 广发证券电子元器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。
- 王亮：分析师，复旦大学经济学硕士，2014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。