

半导体观察系列七

Intel: Q2 业绩超预期, 下半年指引谨慎

行业评级	买入
前次评级	买入
报告日期	2019-07-28

核心观点:

● Intel 披露 19Q2 业绩, 超出市场预期

Intel (英特尔) 发布 Q2 (Ended 2019/6/30, 下同) 业绩, 实现营收 165 亿美元 (超出前期指引与 Bloomberg 一致预期), 同比减 3%, 环比增 3%。Q2 实现 Non-GAAP 运营利润率 31%, 环比下降 2 个百分点, 高于公司前期指引 29%。公司 Q2 Non-GAAP EPS 1.06 美元, 同比增 2%, 高于公司前期指引 0.89 美元。整体来看, 公司 19Q2 业绩高于市场预期。

● CCG 与 DCG ASP 提升, IOT 快速成长, NSG 存储价格下滑拖累

(1) 19Q2 公司 CCG 业务营收 88.41 亿美元, 同比增 1%, 其中 Platform 占比 90%, 由于供应商原因出货量同比减 5%, 但 Notebook 和 Desktop ASP 分别增 3% 和 5%, 同时与关税相关订单的提前确认是营收增长的部分原因。(2) DCG 业务营收 49.83 亿美元, 同比减 10%, 其中 Platform 占比 91%, 出货量同比减 12%, 但 ASP 由于高性能产品需求旺盛同比增 2%。(3) IOT 业务营收 11.87 亿美元, 同比增 13%, IOTG 和 Mobileye 分别增 23% (剔除出售的业务) 和 16%, 分别受益客户对 IOT 高性能产品需求与 ADAS 渗透。(4) NSG 业务营收 9.40 亿美元, 同比减 13%, 主要因为产能过剩导致的 NAND 价格恶化。(5) PSG 业务营收 4.89 亿美元, 同比减 5%, 云端和企业需求疲软但 5G 无线需求增加。

● 2019Q3 及全年展望: 2019 下半年态度谨慎

全年来看, 公司上调营收预期至 695 亿美元, 同比减 2%。全年运营利润率指引为 32%, 毛利率 60%, 全年资本开支预计为 155 亿美元, 同比减 10 亿美元, 均与前次预期一致。公司上调全年 EPS (Non-GAAP) 至 4.4 美元, 但公司认为营收和 EPS 的上调是反映 Q2 超预期, 对下半年关税相关订单以及存储市场并不乐观。季度来看, 公司预期 2019Q3 实现营收 180 亿美元, 同比减 6%, 在正常的季节性波动区间内, 运营利润率为 35%, 同比下降 5 个百分点, Non-GAAP EPS 1.24 美元, 同比下降 11%。

● 长期战略: 退出 5G 智能手机基带市场, 聚焦 5G/AI/自动驾驶

公司宣布将智能手机基带业务以 10 亿美元的价格出售给了苹果公司, 退出 5G 智能手机基带市场。长期来看, 公司将聚焦 5G、AI 和自动驾驶等市场, 完成 CPU 向 XPU 的转变, 同时加强产品迭代, 不断推出新品。

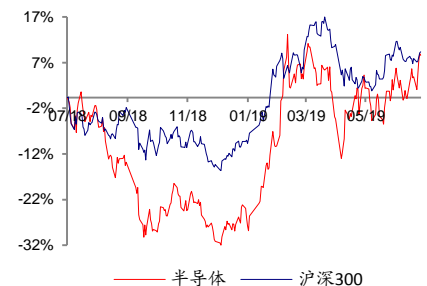
● 数据和信息来源

以上信息均来自上市公司 Intel 公开发布的季报及 Seeking Alpha 根据公司 Q2 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。

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:

半导体观察系列六: Xilinx: 1Q 2019-07-28

FY' 20 业绩符合预期, 2Q 指

引增速放缓

半导体观察系列五: TI: Q2 业 2019-07-25

绩超预期, 年底或将结束下行

周期

联系人:

蔡锐帆

cairuihan@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	CNY	162.5	2019/04/14	买入	132.90	3.69	4.27	44.04	38.06	46.54	42.08	25.1	25.1
兆易创新	603986	CNY	102.1	2019/05/14	买入	107.10	1.53	2.02	66.73	50.54	59.70	44.23	18.7	18.7

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

INTEL 19Q2 EARNING CALL 要点摘录（数据来源：INTEL 官网发布的 EARNING RELEASE 材料以及 SEEKING ALPHA 提供的 TRANSCRIPT 文件）	5
一、Q2 整体经营情况.....	5
二、Q2 各分部经营情况.....	5
三、2019Q3 及 2019 全年经营展望.....	6
四、公司长期展望与新品介绍.....	7
INTEL 财务经营数据一览	9
风险提示	11

图表索引

表 1: Intel 2018 年初至今关键性季度财务数据.....	9
表 2: Intel 2018 年初至今 Segment 财务数据.....	10

Intel 19Q2 Earning Call 要点摘录 (数据来源: Intel 官网发布的 Earning Release 材料以及 Seeking Alpha 提供的 Transcript 文件)

一、Q2 整体经营情况

- ◇ 2019Q2公司实现营业收入165亿美元, 同比减3%, 环比增3%。营收超出公司前期指引156亿美元与Bloomberg一致预期160亿元。
- ◇ 2019Q2公司实现运营利润率(Non-GAAP) 31%, 环比下降2个百分点, 但高于公司前期指引29%, 主要因为CCG (Client Computing Group) 的平均单价(ASP) 提升强于产品出货量下滑以及NAND价格下降的影响。
- ◇ 2019Q2公司EPS (Non-GAAP) 为1.06美元, 同比增2%, 高于公司前期指引0.89美元。EPS提升主要得益于平台(Platform) 产品的ASP提升、10nm初始投资成本的下降、运营费用下降、流通在外股本数量的下降以及McAfee股利的下降。但公司同样面临其他因素: 如数据中心需求的疲软、NAND价格下降的压力以及PC供应链导致的对终端PC需求供应不足。
- ◇ 其他经营情况: Q2公司税率(Non-GAAP) 约12%, 与去年同期持平; 公司年初至今已实现125亿美元的经营活动现金流和57亿美元的自由现金流, 返还股东84亿美元, 其中发放股利为28亿美元, 回购股份(约1.17亿股) 为56亿美元。同时年初至今公司投入69亿美元以增加10nm制程产能和开发7nm制程产品。

二、Q2 各分部经营情况

- ◇ 公司业务主要分为两大部分: Data Centric和PC Centric。其中2019Q2 Data Centric实现营收77亿美元, 占比47%, PC Centric实现营收88亿美元, 占比53%。其中PC Centric分部为CCG (Client Computing Group); Data Centric可进一步细分为DCG (Data Center Group)、Internet of Things (IOTG+Mobileye)、NSG (Non-Volatile Memory Solutions Group) 和PSG (Programmable Solutions Group)。
- **CCG (Client Computing Group)**
 - ◇ 2019Q2 CCG实现营业收入88.41亿美元, 同比增1%, 环比增3%。主要因为产品ASP的提升、商业PC和调制解调器的较强需求以及因担忧关税而提前追加的2-3亿美元订单。
 - ◇ 按产品类型分, Platform (微处理器和芯片组) 79.25亿美元, 同比减2%, Adjacency (除Platform外的其他产品) 9.16亿美元, 同比增38%。按应用领域分, Notebook营收同比增1%, 而Desktop营收同比下降6%。
 - ◇ 从量价情况来看, Platform产品出货量同比下滑5%, 主要由于部分核心供应商的出货约束, 从而出货下降, 未能满足下游客户的需求。但Notebook和Desktop的ASP分别同比上升3%和5%。
 - ◇ 公司运营利润率为42%, 相比去年同期提高了5个百分点, 这主要因为收入增加、产品组合优化以及部分客户的10nm制程产品单位收入的认证成本减小。

➤ **DCG (Data Center Group)**

- ◇ 2019Q2 DCG实现营业收入49.83亿美元，同比减10%，环比增2%，略高于公司预期。按产品类型分，Platform 45.53亿美元，同比减11%，Adjacency 4.30亿美元，同比减4%。
- ◇ 从量价情况来看，Platform产品出货量同比下滑12%，但ASP同比上升2%，其中Xeon的ASP实现两位数的同比增长，反映下游客户倾向于选择高性能的产品。
- ◇ 按应用领域分，Cloud Service Providers同比下滑1%，主要因为在消化2018年新增40%的产能需求；Enterprise and Government同比下滑31%，中国需求尤其疲软；Communication Service Providers同比增长3%，5G建设的需求仍处于早期阶段。

➤ **Internet of Things (IOTG+Mobileye)**

- ◇ 2019Q2 IOT实现营业收入共11.87亿美元，同比增13%。
- ◇ 其中IOTG共实现营收9.86亿美元，同比增12%，剔除2018年4月出售的Wind River后同比增23%。同时运营利润同比增21%，主要是因为客户对高性能产品的强烈需求。IOTG表现较好的一部分原因也来源于与关税有关的提前订单。
- ◇ Mobileye 2019Q2实现营收2.01亿美元，同比增16%，运营利润同比增20%，主要因为ADAS的持续渗透。

➤ **NSG (Non-Volatile Memory Solutions Group)**

- ◇ 2019Q2 NSG共实现营业收入9.40亿美元，同比减13%，运营利润为-2.84亿美元，同比减少约2.2亿美元，主要因为产能过剩导致NAND的价格恶化。

➤ **PSG (Programmable Solutions Group)**

- ◇ 2019Q2 PSG共实现营业收入4.89亿美元，同比减5%，云端和企业的需求疲软程度较强，抵消了5G无线需求的增长，其中先进制程的产品（28nm至14nm）同比增长15%。运营利润同比下滑49%，原因在于收入变低、产品结构恶化以及10nm制程的投资开支。

三、2019Q3 及 2019 全年经营展望

➤ **2019全年指引**

- ◇ 总体而言，公司认为虽然2019年上半年产品需求稍高于预期但产品组合的恶化问题将会是Q3开始的挑战。公司在4月份给出的指引中反映了今年市场的大部分动态变化，但存储市场的疲软仍旧相对低于公司的预期，同时关税问题会带来订单和营收的不确定性，因此公司进入下半年会更加谨慎。
- ◇ 全年营收方面，公司上调收入预期5亿美元，预计2019年实现营收695亿美元（同比下滑2%），以反映Q2业务的超预期，但这部分超预期从全年来看可能会被关税相关的提前订单确认以及持续疲软的存储市场所抵消。
- ◇ 分部来看，虽然Data Center业务在上半年较为疲软，但公司预期下半年Cloud Service Providers和Communication Service Providers的需求会有所改善，同时第二代Xeon Scalable持续增长。公司预期Data Centric业务全年增长率为负

的低个位数。

- ◇ 对于PC Centric业务，公司同样预期全年增长率为负的低个位数，反映出公司在小部分核心应用上的份额下降，这部分市场供不应求的时间超出预期，需求较为健康。但公司同时预期在其他小部分核心市场的供给会增加，份额会有所提升。
- ◇ 盈利能力方面，全年运营利润率的指引为32%，毛利率为60%，均与前次预期相一致。季度来看，Q3的成本上升较为温和，因为公司会在Q3清理10nm制程产品的库存，同时中国的NAND市场也会有收益补助。但公司预计Q4毛利率将下滑3到3.5个百分点，这主要是因为10nm制程的投入继续增加、Q3已将10nm制程的库存清理完毕以及Q4中国NAND工厂没有收益补助。
- ◇ 资本开支方面，公司预计全年资本开支为155亿美元，同比减少10亿美元，与前次指引一致。
- ◇ 其他费用方面，由于公司决定退出智能手机调制解调器市场，公司在2019年会省下4-5亿美元(高于此前2-3亿美元的估计)，但公司同时会加大对10nm和7nm制程的投入，因此总体而言相互抵消。
- ◇ EPS方面，公司预计全年EPS (Non-GAAP) 为4.40美元，相比上次指引上调了0.05美元，反映出Q2盈利的超预期，但Q2带来的增长会被关税相关的订单减少(因为Q2已提前确认)、持续疲软的存储市场以及全年来看较高的税率所抵消。

➤ 2019Q3指引

- ◇ 季度来看，公司预期2019Q3实现营收180亿美元，同比下降6%，环比上升9%，调整了Q2部分提前确认的关税相关的订单金额之后，Q3的预期在公司营收季节性的正常波动区间内。Data Centric和PC Centric业务都会在Q3迎来负的低个位数的同比下滑。
- ◇ 公司预期运营利润率为35%，同比下降5个百分点，毛利的下降主要来源于10nm制程的投资以及adjacency业务。
- ◇ Non-GAAP EPS为1.24美元，同比下降11%。

四、公司长期展望与新品介绍

- ◇ 公司将智能手机基带业务以10亿美元的价格出售给了苹果公司，退出5G智能手机调制解调器市场。
- 公司长期战略分为两个部分，第一个是公司将逐步完成从PC/服务器中的CPU向XPU的演变，5G、AI和自动驾驶将是重要的转变部分。
- ◇ 服务器市场空间超过PC市场的5倍，同时PC市场在衰退而服务器市场增长率更高，因此公司将调整资源投入增长更快的领域。网络基础设施建设将是公司重点投资的方向，这一块业务从2014年的10亿美元增长至去年的40亿美元，复合增速达到40%。
- ◇ 公司明年较早时候生产5G基站10nm制程Soc技术产品Snow Ridge，目前已经

和两大通信设备制造商展开合作，到2022年市场份额有望达到40%。

- ◇ 另一个公司抢占市场份额的重要市场是IOT市场，公司认为Mobileye将拥抱自动驾驶的重要机遇，自公司2017年收购该业务后复合增速均保持在30%以上。公司Nissan's ProPILOT 2.0和NIO's pilot vehicles（自动驾驶L2+系统）已经开始生产。
- ◇ AI将在2023年带来100亿美元的数据中心芯片市场需求，关键客户如百度等，已经开始在合作使用公司的Nervana Neural Network Processor产品。
- **公司长期战略的第二个部分是加强产品迭代，维持市场地位。**
- ◇ 产品方面，2020上半年公司将开始生产10nm制程的Ice Lake处理器，并于2020年下半年迎来出货量的快速增长。
- ◇ 公司期望在今年下半年较晚时候推出第一个10nm制程的FPGA产品Aqilex。
- ◇ 公司目前Cascade Lake处理器是公司成长最快的产品之一，2020年上半年公司打算推出更好的Cooper Lake产品。
- ◇ 公司目前已经拥有两座工厂生产10nm制程产品，公司打算在2021年生产7nm产品，公司7nm处理器产品将能够和竞争对手的5nm产品相媲美。
- ◇ 客户和收购方面，公司DCG业务与SAP开展战略合作，公司提供Xeon Scalable processors和 Optane DC persistent memory产品。公司Q2与谷歌就Anthos平台开展战略合作。公司收购Barefoot Networks的交易结束，Barefoot Networks在以太网交换机具有深厚积累和较强的市场地位。

Intel 财务经营数据一览

表1: Intel 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 18/3/1	Ended 18/6/30	Ended 18/9/29	Ended 18/12/29	Ended 19/3/30	Ended 19/6/30		
利润表								
收入	16,066	16,962	19,163	18,657	16,061	16,505	16,028	3.0%
YoY	9%	15%	19%	9%	0%	-3%		
QoQ	-6%	6%	13%	-3%	-14%	3%		
毛利	9,731	10,419	12,360	11,227	9,089	9,878	9,664	2.2%
YoY	6%	15%	23%	4%	-7%	-5%		
QoQ	-10%	7%	19%	-9%	-19%	9%		
毛利率	61%	61%	64%	60%	57%	60%		
运营利润	4,470	5,273	7,349	6,224	4,174	4,617	4,759	-3.0%
YoY	23%	37%	43%	15%	-7%	-12%		
QoQ	-18%	18%	39%	-15%	-33%	11%		
运营利润率	28%	31%	38%	33%	26%	28%		
归母净利润	4,454	5,006	6,398	5,195	3,974	4,179	3,918	6.7%
YoY	50%	78%	42%	-856%	-11%	-17%		
QoQ	-748%	12%	28%	-19%	-24%	5%		
净利率	28%	30%	33%	28%	25%	25%		
经调整后归母净利润 (Non GAAP)	4,175	4,940	6,508	5,902	4,048	4,785	N/A	N/A
YoY	30%	41%	34%	14%	-3%	-3%		
QoQ	-19%	18%	32%	-9%	-31%	18%		
经调整后净利率	26%	29%	34%	32%	25%	29%		
资产负债表								
总资产	128,596	125,972	128,242	127,963	129,458	130,759	N/A	N/A
YoY	11%	3%	1%	4%	1%	4%		
QoQ	4%	-2%	2%	0%	1%	1%		
净资产	70,966	70,701	71,998	74,982	73,936	74,947	N/A	N/A
YoY	6%	2%	0%	7%	4%	6%		
QoQ	2%	0%	2%	4%	-1%	1%		
资产负债率	45%	44%	44%	41%	43%	43%		
存货	7,146	7,344	7,401	7,253	7,765	8,696	N/A	N/A
YoY	23%	16%	7%	4%	9%	18%		
QoQ	2%	3%	1%	-2%	7%	12%		
现金流量表								
经营性净现金流	6,284	7,413	8,835	6,900	4,959	7,587	N/A	N/A
YoY	61%	57%	41%	-5%	-21%	2%		
QoQ	-13%	18%	19%	-22%	-28%	53%		
资本开支	-2,910	-4,530	-11,291	-15,181	-3,321	-3,554	N/A	N/A
YoY	41%	-4%	46%	29%	14%	-22%		
QoQ	-75%	56%	149%	34%	-78%	7%		

数据来源: Intel公司官网, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

表2: Intel 2018年初至今Segment财务数据

Segment	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
单位: 百万美元	Ended 18/3/1	Ended 18/6/30	Ended 18/9/29	Ended 18/12/29	Ended 19/3/30	Ended 19/6/30
按下游拆分:						
CCG(Client Computing Group)						
收入	8,220	8,728	10,234	9,822	8,586	8,841
YoY	3%	6%	16%	10%	4%	1%
QoQ	-8%	6%	17%	-4%	-13%	3%
Percentage	51%	51%	53%	53%	53%	54%
运营利润	2,791	3,234	4,532	3,665	3,072	3,737
YoY	-8%	7%	26%	12%	10%	16%
QoQ	-14%	16%	40%	-19%	-16%	22%
DCG(Data Center Group)						
收入	5,234	5,549	6,139	6,069	4,902	4,983
YoY	24%	27%	26%	9%	-6%	-10%
QoQ	-6%	6%	11%	-1%	-19%	2%
Percentage	33%	33%	32%	33%	31%	30%
运营利润	2,602	2,737	3,082	3,055	1,841	1,800
YoY	75%	65%	37%	2%	-29%	-34%
QoQ	-13%	5%	13%	-1%	-40%	-2%
IOT(Internet of Things Group + Mobileye)						
收入	991	1,053	919	816	1,119	1,187
YoY	37%	46%	8%	-7%	13%	13%
QoQ	13%	6%	-13%	-11%	37%	6%
Percentage	6%	6%	5%	4%	7%	7%
运营利润	237	287	321	189	319	347
YoY	126%	106%	120%	-27%	35%	21%
QoQ	-9%	21%	12%	-41%	69%	9%
NSG(Non-Volatile Memory Solutions Group)						
收入	1,040	1,079	1,081	1,107	915	940
YoY	20%	23%	21%	25%	-12%	-13%
QoQ	17%	4%	0%	2%	-17%	3%
Percentage	6%	6%	6%	6%	6%	6%
运营利润	-81	-65	160	-19	-297	-284
YoY	37%	41%	408%	-161%	-267%	-337%
QoQ	-361%	20%	346%	-112%	-1463%	4%
PSC(Programmable Solutions Group)						
收入	498	517	496	612	486	489
YoY	17%	18%	6%	8%	-2%	-5%
QoQ	-12%	4%	-4%	23%	-21%	1%
Percentage	3%	3%	3%	3%	3%	3%
运营利润	97	101	106	162	89	52
YoY	5%	4%	-6%	4%	-8%	-49%
QoQ	-38%	4%	5%	53%	-45%	-42%
All Other						
收入	83	36	294	231	53	65
YoY	-86%	-75%	46%	28%	-36%	81%
QoQ	-54%	-57%	717%	-21%	-77%	23%
Percentage	1%	0%	2%	1%	0%	0%
运营利润	-1,176	-1,021	-852	-828	-850	-1,035
YoY	-23%	-5%	7%	35%	28%	-1%
QoQ	7%	13%	17%	3%	-3%	-22%
按产品类型拆分:						
Notebook Platform						
收入	4,689	5,086	5,774	5,381	4,926	5,136
YoY	4%	6%	13%	8%	5%	1%
QoQ	-6%	8%	14%	-7%	-8%	4%
Percentage	29%	30%	30%	29%	31%	31%
Desktop Platform						
收入	2,907	2,954	3,225	3,133	2,886	2,767
YoY	2%	6%	9%	3%	-1%	-6%
QoQ	-5%	2%	9%	-3%	-8%	-4%
Percentage	18%	17%	17%	17%	18%	17%
DCG Platform						
收入	4,824	5,100	5,637	5,594	4,482	4,553
YoY	24%	27%	27%	10%	-7%	-11%
QoQ	-5%	6%	11%	-1%	-20%	2%
Percentage	30%	30%	29%	30%	28%	28%
Other Platform						
收入	738	770	879	763	837	913
YoY	9%	17%	22%	1%	13%	19%
QoQ	-2%	4%	14%	-13%	10%	9%
Percentage	5%	5%	5%	4%	5%	6%
Adjacent						
收入	2,908	3,052	3,648	3,786	2,930	3,136
YoY	24%	23%	26%	19%	1%	3%
QoQ	-8%	5%	20%	4%	-23%	7%
Percentage	18%	18%	19%	20%	18%	19%
总收入	16,066	16,962	19,163	18,657	16,061	16,505

数据来源: Intel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。
- 蔡锐帆：研究助理，北京大学汇丰商学院硕士，2019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。