

半导体观察系列六

Xilinx: 1Q FY'20 业绩符合预期, 2Q 指引增速放缓

行业评级	买入
前次评级	买入
报告日期	2019-07-28

核心观点:

- 公司 1Q FY'20 收入完成前期指引区间中值, 业绩符合市场预期,

1Q FY'20 (Ended 2019/6/29, 下同) 公司实现收入 8.50 亿美元, 同比增长 24%, 环比增长 3%, 与 Bloomberg 一致预期 8.47 亿美元基本一致。在华为禁运事件以及全球不确定性贸易环境的干扰下, 公司本季收入仍达到前期指引区间 8.35~8.65 亿美元中值, 管理层对经营结果表示满意, 体现了公司下游市场和客户的广泛分布特征所带来的业绩稳定性。

本季公司毛利率 (GAAP, 下同) 66.2%, 符合前期指引, 略高于 Bloomberg 一致预期 66.0%; 本季公司营业利润 2.51 亿美元, 略高于 Bloomberg 一致预期 2.49 亿美元; 本季公司 EPS 0.94 美元, 与 Bloomberg 一致预期一致。

- 分部表现: **WWG 和 DCG 低于预期, AIT 超出预期, ABC 相对稳定**

本季公司 WWG (Wired and Wireless Group) 业务受益于 5G 建设的拉动, 收入同比增长 66%, 环比增长 2%, 收入占比 41%, 由于华为事件的影响增速低于前期预期。其中 Wireless 环比下滑, Wired 环比增长。

本季公司 DCG (Data Center Group) 业务收入表现不佳, 同比下滑 13%, 环比下滑 4%, 收入占比 5%。该结果低于前期指引, 主要原因在于华为禁运事件影响, 以及一位重要存储客户进行产品切换造成的调整库存和订单缩减。

本季公司 AIT (Aerospace & Defense; Industrial; Test, Measurement & Emulation) 业务下游所有市场表现均超出预期, 收入同比增长 10%, 环比增长 2%, 收入占比 39%。其中, Industrial 因客户订单落地加速表现强劲, 其余部分的下滑则少于预期。

本季公司 ABC (Automotive, Broadcast, and Consumer) 业务延续了长期增速中枢, 收入同比增长 10%, 环比增长 8%, 收入占比 15%。其中, 汽车市场表现低于预期, 原因主要在于贸易摩擦导致的中国市场汽车销售放缓, 但是广播和消费者业务表现超出预期。

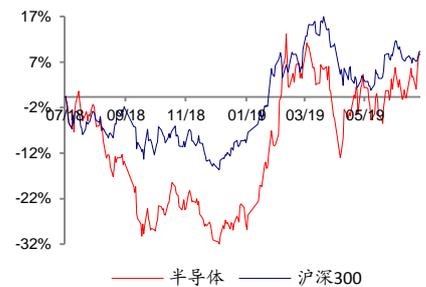
- 后续展望: 考虑华为事件影响和宏观不确定性, 2Q 指引增速放缓

公司指引下一财季收入 8.0~8.5 亿美元, 区间中值对应同比增长 10.6%, 指引增速放缓主要原因在于华为事件影响和宏观环境不确定性。

- 华为客户: 公司已部分恢复供货, 主要为 28nm 非 5G 产品
- 以上数据均来自赛灵思官网公开发布的季度营运结果材料以及 Seeking Alpha 提供的 Conference call 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:

半导体观察系列五: TI: Q2 业绩超预期, 年底或将结束下行

周期

半导体观察系列四: ASML: 2019-07-21

Q2 业绩超预期, 下半年指引

乐观

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	162.5	2019/4/14	买入	132.9	3.69	4.27	44	38	29.64	25.83	29.0	25.1
兆易创新	603986.SH	CNY	102.1	2019/5/14	买入	107.1	1.53	2.02	67	51	44.29	32.36	17.4	18.7
卓胜微	300782.SZ	CNY	233.0	2019/7/12	买入	226.1	3.23	4.54	72	51	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

赛灵思 1Q FY'20 CONFERENCE CALL 要点摘录	5
一、公司 1Q FY'20 (ENDED 2019/6/29) 经营成果	5
二、公司后续财务指引	5
三、核心下游市场分析	6
四、公司产品进展分析	6
五、华为禁运事件相关讨论	6
六、公司偏长期发展讨论	7
赛灵思财务经营数据一览	8

图表索引

表 1: 赛灵思关键性季度财务数据	8
表 2: 赛灵思 Segment 经营数据	8

赛灵思 1Q FY'20 Conference Call 要点摘录

(数据来源: 赛灵思官网Earnings release材料, 以及Seeking Alpha提供的Conference call Transcript文件)

一、公司 1Q FY'20 (Ended 2019/6/29) 经营成果

- ◇ 本季公司实现收入8.50亿美元, 同比增长24%, 环比增长3%。在华为禁运事件以及全球不确定性贸易环境的干扰下, 公司本季收入仍达到前期指引区间8.35~8.65亿美元中值, 管理层对经营结果表示满意, 体现了公司下游市场和客户的广泛分布特征所带来的业绩稳定性。
- ◇ 分下游市场来看, 本季公司WWG (Wired and Wireless Group, 下同) 业务受益于5G建设的拉动, 收入同比增长66%, 环比增长2%, 收入占比41%, 但由于华为事件的影响增速低于前期预期。其中Wireless环比下滑, Wired环比增长。
- ◇ 本季公司DCG (Data Center Group, 下同) 业务收入表现不佳, 同比下滑13%, 环比下滑4%, 收入占比5%。该结果低于前期指引, 主要原因在于华为禁运事件影响, 以及一位重要存储客户进行产品切换造成的调整库存和订单缩减。
- ◇ 本季公司AIT (Aerospace & Defense; Industrial; Test, Measurement & Emulation, 下同) 业务下游所有市场表现均超出预期, 收入同比增长10%, 环比增长2%, 收入占比39%。其中, Industrial因客户订单落地加速表现强劲, 其余部分的下滑则少于预期。
- ◇ 本季公司ABC (Automotive, Broadcast, and Consumer) 业务延续了长期增速中枢, 收入同比增长10%, 环比增长8%, 收入占比15%。其中, 汽车市场表现低于预期, 原因主要在于贸易摩擦导致的中国市场汽车销售放缓, 但是广播和消费者业务表现超出预期。
- ◇ 本季公司毛利率 (GAAP, 下同) 66.2%, 符合前期指引; 营业利润率29.5%, 优于预期; 净利润2.41亿美元, EPS 0.94美元, 同比增长27%。
- ◇ 资产负债表和现金流方面, 本季末公司在手现金29亿美元, 其中包含12亿美元的长期负债, 应收账款下降至3.06亿美元 (对应33天), 存货增加2100万美元至3.37亿美元, 主要原因在于公司为后续16nm产品的需求做储备。本季公司经营净现金流2.98亿美元。

二、公司后续财务指引

- ◇ 公司预计下一财季收入8.0~8.5亿美元, 区间中值对应同比增长10.6%, 指引包含了公司对华为禁运以及贸易环境不确定性的影响的考虑。更具体来讲, 公司指引区间中考虑了对于华为客户的目前已经得到批准恢复供货以及等待批准的产品对收入的贡献。因为禁运事件的影响, 公司对华为的全年收入相比之前预期值减少超过一半。
- ◇ 分业务来看下一财季, WWG方面公司预计将有小幅下滑, 其中Wired预计下滑, Wireless预计小幅增长; DCG业务方面公司预计将有强劲反弹, 原因在于公司存储架构相关业务正在强劲增长, 其他超大规模客户方面也预计实现良好增长, 并且加密货币领域预计也有增长; AIT业务公司预计将有下滑, 主要原因

在于一项客户定制项目的暂停将导致TME业务下滑，另外Industrial预计也因订单节奏和宏观环境问题受到影响，但A&D预计将增长；ABC业务公司预计将有增长，其中汽车和广播业务预计增长，消费者业务预计稳定。

- ◇ 公司预计下一财季毛利率为65%~66%，预计环比下滑原因在于更多的收购相关的摊销费用。
- ◇ 由于宏观环境的不确定性，公司暂不提供FY'20的全年指引，但预计下班财年将依然好于上半财年。

三、核心下游市场分析

- ◇ WWG方面，本季度虽然有华为事件的影响，但由于全球范围内5G的建设应用（去年韩国启用，今年中国跟进），下游客户的需求仍然保持强劲。管理层认为在当下的5G建设周期初始阶段，公司卡位良好并且比4G周期有更大的机会。在基带之外，公司针对无线应用的产品销售正在快速起量，并预计随着基带侧公司产品开始被ASIC方案取代，无线应用产品在公司产品组合中的比重将会增加。目前公司尚未看到无线市场的客户有发生不正常的囤货情况。
- ◇ DCG（Data Center Group）方面，本季增长不及管理层预期，主要原因在于华为事件的影响，以及一位重要存储客户由于产品转换造成的订单放缓，并预计后者将在下个季度恢复正常。公司在几家巨头云服务商的FaaS以及内部加速应用方面的都取得了不错的进展。这些客户已开始使用公司产品用来提供搜索、视频流以及网络加速等方面的加速应用。公司Alveo产品在下游客户（头部OEM厂商）继续取得大量的验证通过，伴随客户从验证推进到制造应用，管理层预计Alveo产品将在本财年后后期实现对收入的实质性贡献。

四、公司产品进展分析

- ◇ 本季公司先进产品（指公司最新推出的产品型号，包括UltraScale+，UltraScale，7系列，以及Alveo在内）收入同比增长53%，收入占比达到69%。
- ◇ 公司16纳米的UltraScale+产品线需求面广，将继续作为公司收入增长的重要引擎。在Virtex产品线上，公司近期继续升级带宽和存储空间，58G带宽的Virtex UltraScale+产品即将批量出货，16G HBM产品将在今年后期实现量产。
- ◇ 在下游客户采用公司MPSoC产品线的带动下，公司Zynq产品的需求保持强劲，本季该产品收入增长68%，收入占比23%。公司28nm Zynq产品的累计收入已超过10亿美元，16nm Zynq产品增速相对更快。
- ◇ 在自适应计算方面，公司本季已经将7nm Versal产品交付部分客户验证，反馈良好，在许多应用上已表现出比最新FPGA或是其他通用计算引擎高出十倍的性能，并且能效更高，下一季度将扩大客户接触范围。

五、华为禁运事件相关讨论

- ◇ 在美国政府将华为列入实体限制名单后，公司立即暂停了对华为所有产品的销售，在核查了具体相关条例后，公司明确了可以将部分产品合法向华为销售。针对这部分产品，公司目前已经开始向华为正常供货。这部分产品主要为28nm或更早的产品，并且不是为5G应用所设计。

- ◇ 此外,公司已经向美国商务部提出申请,希望向华为恢复更多产品的正常供货。
- ◇ 华为占公司收入比例不超过10%。

六、公司偏长期发展讨论

- ◇ 管理层继续看好5G、数据中心以及汽车市场为公司带来的成长机会,维持未来五年保持在15%左右的复合增速的目标。

赛灵思财务经营数据一览

表 1: 赛灵思关键性季度财务数据

项目	FY17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	一致预期	实际 vs. 预期
单位: 百万美元	Ended 17/4/1	Ended 17/7/1	Ended 17/9/30	Ended 17/12/30	Ended 18/3/31	Ended 18/6/30	Ended 18/9/29	Ended 18/12/29	Ended 19/3/30	Ended 19/6/29		
利润表												
收入	2,357	603	627	599	638	684	746	800	828	850	847	0.3%
YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	14%	19%	34%	30%	24%		
QoQ	N/A	N/A	4%	-5%	7%	7%	9%	7%	4%	3%		
毛利	1,648	412	442	421	449	477	515	552	559	563		
YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	16%	17%	31%	24%	16%		
QoQ	N/A	N/A	7%	-5%	7%	6%	8%	7%	1%	1%		
毛利率	70%	68%	70%	70%	70%	70%	69%	69%	67%	66%	66%	0.2%
运营利润	942	169	192	161	163	216	233	258	250	251	249	0.8%
YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	28%	21%	60%	53%	16%		
QoQ	N/A	N/A	14%	-16%	1%	32%	8%	11%	-3%	0%		
运营利润率	40%	28%	31%	27%	26%	32%	31%	32%	30%	30%		
净利润	628	157	174	-12	145	190	216	239	245	241	243	-0.5%
YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	21%	24%	-2017%	68%	27%		
QoQ	N/A	N/A	10%	-107%	-1265%	31%	14%	1%	2%	-1%		
净利润率	27%	26%	28%	-2%	23%	28%	29%	30%	30%	28%		
调整非净利润 (Non GAAP)	N/A	N/A	174	167	181	192	221	237	242	249	277	2.6%
YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	27%	42%	34%	30%		
QoQ	N/A	N/A	N/A	-4%	9%	6%	15%	7%	2%	3%		
调整后净利润率	N/A	N/A	28%	28%	28%	28%	30%	29%	29%	29%		
资产负债表												
总资产	N/A	N/A	N/A	N/A	5,061	5,055	5,148	5,355	5,151	4,968		
YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	2%	-2%		
QoQ	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0%	2%	4%	-4%	-4%		
净资产	N/A	N/A	N/A	N/A	2,360	2,319	2,445	2,637	2,862	2,613	3,047	-14.3%
YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	21%	13%	13%		
QoQ	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-2%	5%	8%	9%	-9%		
资产负债率	N/A	N/A	N/A	N/A	53%	54%	53%	51%	44%	47%		
存货	N/A	N/A	N/A	N/A	236	247	244	283	315	337		
YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	34%	36%		
QoQ	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	5%	-1%	16%	11%	7%		
现金流量表												
经营性现金流	934	191	202	185	242	176	313	314	288	298		
YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-8%	55%	70%	19%	69%		
QoQ	N/A	N/A	6%	-9%	31%	-27%	78%	0%	-8%	3%		
资本开支	-72	-10	-12	-7	-21	-26	-14	-20	-28	-29	-27	8.3%
YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	166%	16%	196%	35%	10%		
QoQ	N/A	N/A	23%	-44%	208%	26%	-46%	43%	39%	3%		

数据来源: 赛灵思官网, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

表 2: 赛灵思Segment经营数据

Segment	FY17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	
单位: 百万美元	Ended 17/4/1	Ended 17/7/1	Ended 17/9/30	Ended 17/12/30	Ended 18/3/31	Ended 18/6/30	Ended 18/9/29	Ended 18/12/29	Ended 19/3/30	Ended 19/6/29	
By End Markets(FY20新口径)											
A&D, Industrial, and TME											
收入							305	282	322	326	334
YoY							N/A	N/A	N/A	N/A	10%
QoQ							N/A	-7%	14%	1%	2%
Automotive, Broadcast and Consumer											
收入							112	120	122	115	124
YoY							N/A	N/A	N/A	N/A	10%
QoQ							N/A	7%	2%	-6%	8%
Wired and Wireless Group											
收入							211	259	279	344	350
YoY							N/A	N/A	N/A	N/A	66%
QoQ							N/A	23%	8%	23%	2%
Data Center Group											
收入							49	66	64	44	42
YoY							N/A	N/A	N/A	N/A	-13%
QoQ							N/A	35%	-3%	-31%	-4%
Channel											
收入							8	19	14	-1	0
YoY							N/A	N/A	N/A	N/A	-105%
QoQ							N/A	127%	-29%	-104%	-33%
总收入	2,357	603	627	599	638	684	746	800	828	850	
By End Markets(FY19旧口径)											
Data Center and TME											
收入			115	125	147	159	129	160	168	148	N/A
YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	12%	28%	14%	-7%	
QoQ	N/A	N/A	8%	8%	18%	8%	-19%	24%	5%	-12%	
Automotive, Broadcast and Consumer											
收入			101	103	102	96	112	120	122	115	N/A
YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	12%	17%	20%	20%	
QoQ	N/A	N/A	2%	-1%	-6%	17%	7%	2%	2%	-6%	
Communications											
收入			228	195	197	197	211	259	279	344	N/A
YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-7%	33%	41%	74%	
QoQ	N/A	N/A	N/A	-14%	1%	0%	7%	23%	8%	23%	
Industrial, Aerospace & Defense											
收入			172	197	185	221	224	188	218	223	N/A
YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	30%	-5%	17%	1%	
QoQ	N/A	N/A	15%	-6%	19%	1%	-16%	16%	2%	2%	
Channel											
收入			-13	8	-33	-35	8	19	14	-1	N/A
YoY	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-167%	142%	-142%	-96%	
QoQ	N/A	N/A	N/A	-163%	-513%	6%	-124%	127%	-29%	-104%	
总收入	2,357	603	627	599	638	684	746	800	828	850	

数据来源: 赛灵思官网, 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。