

半导体观察系列八

西部数据：业绩低于预期，指引 Flash 已位于周期底部

核心观点：

● 公司 4Q FY'19 业绩整体低于预期

本季实现收入 36.3 亿美元，环比小幅下降 1.1%，同比下滑 29.0%，位于上一季度指引 36~38 亿美元区间偏下限，低于 Bloomberg 一致预期 36.6 亿美元。本季实现毛利率（Non-GAAP）24.2%，位于上一季度指引 24%~25% 区间偏下限，低于 Bloomberg 一致预期 24.4%。本季实现 EPS（Non-GAAP）0.17 美元，与 Bloomberg 一致预期 0.16 美元基本一致。

● 分部表现：大容量企业级硬盘拉动 HDD 增长，Flash 受压价格下滑

分产品看，本季 HDD 出货字节环比增长 14%，HDD 收入 21.3 亿美元，同比下滑 23%，环比增长 3%，来自于大容量企业级硬盘的拉动；Flash 出货字节环比下降 1%，ASP 环比下滑 6%，Flash 收入 15.1 亿美元，同比下滑 36%，环比下滑 6%。

分市场看，本季 Client Devices 业务收入 16.1 亿美元，同比下滑 35%，环比下滑 1%，原因在于消费级 HDD 和移动 Flash 业务的下滑抵消了消费级 SSD 产品的增长；Client Solutions 业务收入 7.6 亿美元，同比下滑 27%，环比下滑 6%，愿意在于 Flash 价格下滑；Data Center Devices & Solution 业务收入 12.7 亿美元，同比下滑 21%，环比增长 2%，原因在于大容量企业级硬盘的持续强劲表现。

● 市场分析：公司判断 Flash 市场已处于周期底部

考虑需求的增强以及近期日韩贸易摩擦所造成的韩厂减产，公司认为到 2019 年底 Flash 库存积压将被很大程度消化，公司目前已经看到了 Flash 产品的价格趋稳的迹象，并判断 Flash 市场当前已经到达了周期底部。

● 财务指引：预计下一财季收入同比下滑收窄，2020 财年资本开支缩减

下一财季（有 14 周），公司预计实现收入 38~40 亿美元，区间中值对应同比下滑 22%，环比增长 7%；预计毛利率（Non-GAAP）区间 24%~25%，与前一季度指引持平。对于 2020 财年，公司初步预计总资本开支少于 5 亿美元，相比于 2019 财年的 13.6 亿美元大幅缩减。

● 断电事故：6/15 日本四日工厂发生断电事故，目前几乎所有设备已恢复正常使用，预计影响 6EB 的 Flash 产出。

● 华为客户：公司已部分恢复供货，对 4Q FY'19 收入影响为 1 亿美元

● 数据来源：西部数据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。

行业评级

买入

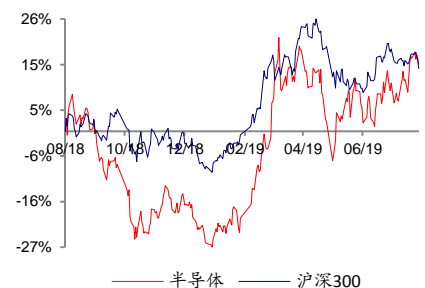
前次评级

买入

报告日期

2019-08-05

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：

半导体观察系列七: Intel: Q2 2019-07-28

业绩超预期，下半年指引谨慎

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

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	CNY	158.97	2019/04/14	买入	132.90	3.69	4.27	43.08	37.23	45.53	41.16	29.0	25.1
兆易创新	603986	CNY	93.1	2019/05/14	买入	107.10	1.53	2.02	60.85	46.09	54.44	40.33	17.4	18.7
卓胜微	300782	CNY	231.2	2019/07/14	买入	226.10	3.23	4.54	71.58	50.93	66.25	47.38	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

西部数据 4Q FY'19 CONFERENCE CALL 要点摘录.....	5
一、公司 4Q FY'19 (ENDED 2019/6/28) 经营成果	5
二、公司后续财务指引	5
三、管理层对于市场环境及公司发展状况的分析	5
四、日本四日市工厂停电事故	6
五、华为禁运事件相关讨论	6
六、其他	6
西部数据财务经营数据一览	7

图表索引

图 1: 西部数据产品线一览	9
图 2: 西部数据本季管理层总结	10
图 3: 西部数据本季分部业务信息 (分产品)	10
图 4: 西部数据本季分部业务信息 (分市场)	11
表 1: 西部数据关键性季度财务数据	7
表 2: 西部数据 Segment 经营数据	8
表 3: 西部数据季度业务细节信息	9

西部数据 4Q FY'19 Conference Call 要点摘录

(数据来源: 西部数据官网Earnings release材料, 以及Seeking Alpha提供的Conference call Transcript文件)

一、公司 4Q FY'19 (Ended 2019/6/28) 经营成果

- ◇ 本季实现收入36.3亿美元, 环比小幅下降1.1%, 同比下滑29.0%, 位于上一季度指引36~38亿美元区间偏下限。
- ◇ 分产品看, 本季HDD出货字节环比增长14%, HDD收入21.3亿美元, 同比下滑23%, 环比增长3%, 来自于大容量企业级硬盘的拉动; Flash出货字节环比下降1%, ASP环比下滑6%, Flash收入15.1亿美元, 同比下滑36%, 环比下滑6%。
- ◇ 分市场看, 本季Client Devices业务收入16.1亿美元, 同比下滑35%, 环比下滑1%, 原因在于消费级HDD和移动Flash业务的下滑抵消了消费级SSD产品的增长; Client Solutions业务收入7.6亿美元, 同比下滑27%, 环比下滑6%, 愿意在于Flash价格下滑; Data Center Devices & Solution业务收入12.7亿美元, 同比下滑21%, 环比增长2%, 原因在于大容量企业级硬盘的持续强劲表现。
- ◇ 毛利率(Non-GAAP)方面, 本季整体毛利率24.2%, 位于上一季度指引24%~25%区间偏下限。其中, Flash毛利率19%, HDD毛利率28%, 环比均为下降。
- ◇ 营业费用方面, 本季支出7.2亿美元, 位于上一季度指引7.2~7.4亿美元区间下限, 显示公司在费用管控方面继续取得成效。
- ◇ 现金流方面, 本季经营净现金流1.7亿美元, 自由现金流-1.8亿美元, 分红1.5亿美元。
- ◇ 资产负债表方面, 本季末存货33亿美元, 环比上季末减少1.6亿美元。其中, HDD和Flash存货均有下降。HDD存货下降原因在于为吉隆坡工厂关闭所储备的库存减少; Flash库存下降原因在于停电事故造成的在产品报废。公司预计下一季度HDD和Flash库存都将继续下降。

二、公司后续财务指引

- ◇ 下一财季(有14周), 公司预计实现收入38~40亿美元, 预计毛利率(Non-GAAP)区间24%~25%, 预计营业费用(Non-GAAP) 7.5~7.7亿美元。
- ◇ 2020财年, 公司初步预计总资本开支少于5亿美元, 相比于2019财年的13.6亿美元大幅缩减。

三、管理层对于市场环境及公司发展状况的分析

- ◇ 管理层认为公司在2019财年在大容量企业级存储硬盘(Capacity Enterprise)市场以及消费级SSD市场均表现出显著的业务扩张, 并且已开始为企业级SSD市场储备发展动能。2019财年公司团队继续保持了优异执行力, 进一步优化了营运效率, 并且发展出了公司历史上最为强劲的产品组合。
- ◇ 硬盘方面, 2019财年公司继续聚焦在增速更快并且利润更高的大容量企业级硬盘细分市场。公司技术领先的14T产品, 再叠加全面的产品组合带动了份额提升。

- ◇ Flash方面，2019财年公司消费级SSD出货字节翻倍，并且最新的NVMe产品目前已经开始在主要的超大型客户和OEM厂商市场放量，将带动公司企业级SSD业务在2020财年及以后实现强劲增长。
- ◇ 本季来看，硬盘市场14T产品的渗透率提升继续带来环比收入增长，Flash业务收入环比下滑主要原因在于价格下跌的影响超过了产品组合的优化。管理层继续看好2019下半年的市场旺季需求。
- ◇ 对于Flash存货，考虑需求的增强以及近期日韩贸易摩擦所造成的韩厂减产，公司认为到2019年底多于库存将被很大程度消化，公司目前已经看到了Flash产品的价格趋稳的迹象，并判断Flash市场当前已经到达了周期底部。
- ◇ Data center devices and solutions市场方面，在公司大容量企业级硬盘新品渗透率提升的带动下，2019上半年出货字节同比增长中等个位数水平，超出市场增速带来份额提升。考虑下半年需求增强，管理层预计公司大容量企业级硬盘产品出货字节2019全年增速将超过30%。另外，公司企业级SSD产品推进顺利，预计从2020财年开始贡献业务增量。
- ◇ Client devices市场方面，对于硬盘产品来说视频监控仍是长期的需求引擎。在监控硬盘市场，公司在引领市场向驱动管理SMR产品的迭代，将使得公司该领域的产品组合真正具备竞争力，预计在下一财季该产品将放量增长。消费级SSD业务方面，NVMe产品快速增长，已占到该业务收入近50%比例，公司消费级SSD产品平均字节同比增长50%。移动和嵌入式业务方面，公司产品组合继续增强，但贸易摩擦问题带来短期不利影响。
- ◇ Client solution市场方面，公司在外挂式SSD产品上继续领先，市场份额进一步扩张，平均单品出货字节同比增长36%。
- ◇ 公司预计2019年Flash全行业出货字节增速在低20%水平增长。

四、日本四日市工厂停电事故

- ◇ 6月15日公司与东芝合资的日本四日市工厂遇到断电事故，目前几乎所有设备已恢复正常使用。本次事故预计影响了公司6EB的产出，对业务的影响主要将会在下一财季（1Q FY'20）体现。

五、华为禁运事件相关讨论

- ◇ 5月16日华为被列入实体限制名单后，公司当时停止了供货。在与商务部具体讨论后，公司在6月中旬恢复了部分不受限制产品的供货，但受限产品目前尚未恢复供货。对华为的暂停供货对本季公司收入的影响约1亿美元。

六、其他

- ◇ 公司于今年5月宣布了于东芝共同投资建设K1新工厂，将为持续进行的3D Flash技术的迭代提供所需产能。

西部数据财务经营数据一览

表 1: 西部数据关键性季度财务数据

单位: 百万美元	FY18Q1	FY18Q2	FY18Q3	FY18Q4	FY19Q1	FY19Q2	FY19Q3	FY19Q4	一致预期
项目	Ended 17/9/29	Ended 17/12/29	Ended 18/3/30	Ended 18/6/29	Ended 18/9/28	Ended 18/12/28	Ended 19/3/29	Ended 19/6/28	
利润表									
收入	5,181	5,336	5,013	5,117	5,028	4,233	3,674	3,634	3,660
YoY	10%	9%	8%	6%	-3%	-21%	-27%	-29%	
QoQ	7%	3%	-6%	2%	-2%	-16%	-13%	-1%	
毛利	1,913	2,013	1,927	1,852	1,664	1,044	579	465	
YoY	43%	31%	27%	10%	-13%	-48%	-70%	-75%	
QoQ	14%	5%	-4%	-4%	-10%	-37%	-45%	-20%	
毛利率	37%	38%	38%	36%	33%	25%	16%	13%	
营业利润	905	955	914	843	686	176	-394	-381	
YoY	290%	75%	74%	29%	-24%	-82%	-143%	-145%	
QoQ	39%	6%	-4%	-8%	-19%	-74%	-324%	-3%	
营业利润率	17%	18%	18%	16%	14%	4%	-11%	-10%	
净利润	681	-823	61	756	511	-487	-581	-197	-385
YoY	-286%	-450%	-75%	170%	-25%	-41%	-1052%	-126%	
QoQ	143%	-221%	-107%	1139%	-32%	-195%	19%	-66%	
净利率	13%	-15%	1%	15%	10%	-12%	-16%	-5%	
净利润 (Non-GAAP)	1,089	1,208	1,117	1,109	906	424	49	50	51
YoY	219%	79%	56%	26%	-17%	-65%	-96%	-95%	
QoQ	24%	11%	-8%	-1%	-18%	-53%	-88%	2%	
净利率 (Non-GAAP)	21%	23%	22%	22%	18%	10%	1%	1%	
资产负债表									
总资产	30,505	29,840	29,004	29,235	28,705	27,939	26,913	26,370	
YoY	5%	3%	-2%	-2%	-6%	-6%	-10%	-9%	
QoQ	2%	-2%	-3%	1%	-2%	-3%	-6%	-2%	
净资产	12,059	11,272	11,300	11,531	11,375	10,912	10,214	9,967	
YoY	12%	5%	2%	1%	-6%	-3%	-9%	-12%	
QoQ	6%	-7%	0%	2%	-1%	-4%	-10%	-2%	
资产负债率	60%	62%	61%	61%	60%	61%	62%	62%	
存货	2,302	2,281	2,670	2,944	3,119	3,427	3,440	3,283	
YoY	9%	9%	18%	26%	35%	50%	51%	23%	
QoQ	-2%	-1%	17%	10%	6%	10%	10%	-5%	
存货天数	40	38	48	52	56	73	84	81	
现金流量表									
经营性净现金流	1,133	1,182	1,027	863	705	469	204	169	
YoY	158%	12%	3%	-8%	-38%	-60%	-83%	-80%	
QoQ	21%	4%	-13%	-16%	-18%	-33%	-71%	-17%	
资本开支 (含Flash)	291	378	411	225	248	445	314	348	
YoY	43%	100%	60%	26%	-15%	18%	-24%	55%	
QoQ	63%	30%	9%	-45%	10%	79%	-29%	11%	

数据来源: 西部数据官网, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

表 2: 西部数据Segment经营数据

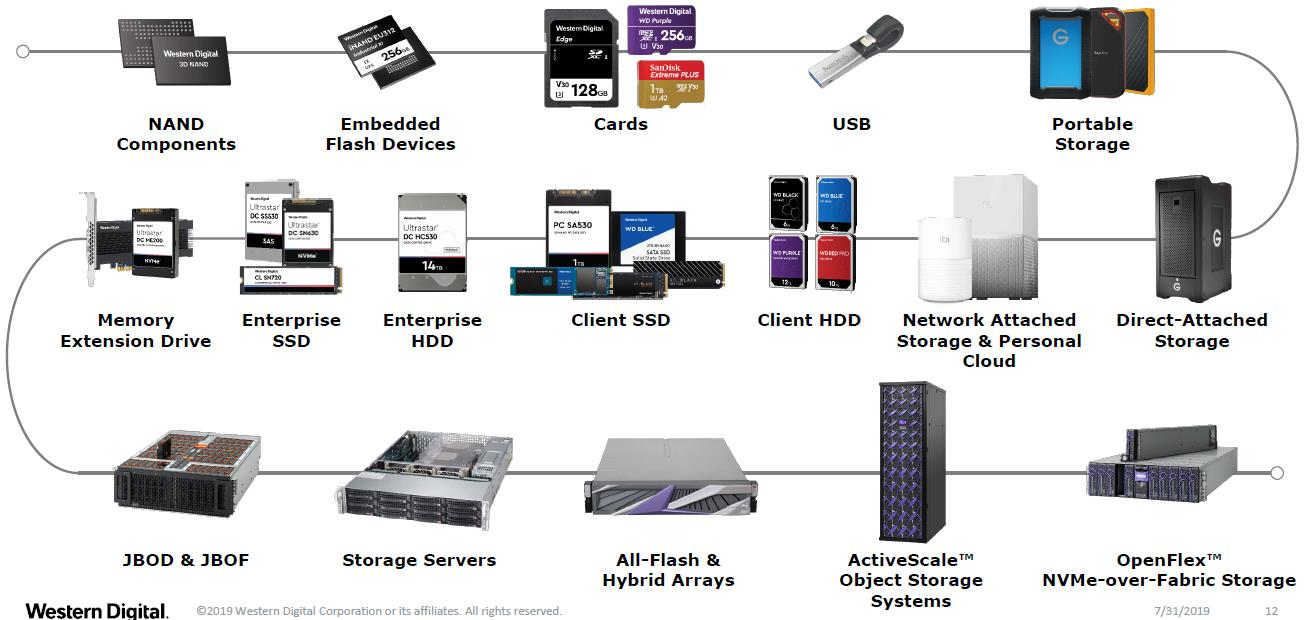
单位: 百万美元	FY18Q1	FY18Q2	FY18Q3	FY18Q4	FY19Q1	FY19Q2	FY19Q3	FY19Q4
项目	Ended 17/9/29	Ended 17/12/29	Ended 18/3/30	Ended 18/6/29	Ended 18/9/28	Ended 18/12/28	Ended 19/3/29	Ended 19/6/28
收入拆分:								
分市场								
Client Devices	2,676	2,647	2,311	2,474	2,650	2,214	1,625	1,606
YoY	13%	9%	0%	3%	-1%	-16%	-30%	-35%
QoQ	11%	-1%	-13%	7%	7%	-16%	-27%	-1%
Data Center Devices & Solutions	1,369	1,434	1,660	1,612	1,446	1,074	1,245	1,273
YoY	0%	3%	25%	14%	6%	-25%	-25%	-21%
QoQ	-4%	5%	16%	-3%	-10%	-26%	16%	2%
Client Solutions	1,136	1,255	1,042	1,031	932	945	804	755
YoY	16%	17%	4%	2%	-18%	-25%	-23%	-27%
QoQ	12%	10%	-17%	-1%	-10%	1%	-15%	-6%
分产品								
HDD	2,610	2,694	2,640	2,754	2,494	2,060	2,064	2,128
YoY					-4%	-24%	-22%	-23%
QoQ		3%	-2%	4%	-9%	-17%	0%	3%
Flash-based	2,571	2,642	2,373	2,363	2,534	2,173	1,610	1,506
YoY					-1%	-18%	-32%	-36%
QoQ		3%	-10%	0%	7%	-14%	-26%	-6%
出货字节:								
分市场								
Client Devices	40	40	34	39				
YoY	1%	2%	-6%	6%				
QoQ	8%	1%	-15%	13%				
Data Center Devices & Solutions	35	40	53	55				
YoY	24%	51%	101%	64%				
QoQ	6%	12%	34%	3%				
Client Solutions	13	16	13	13				
YoY	2%	26%	13%	15%				
QoQ	12%	24%	-17%	1%				
分产品								
HDD								
YoY								
QoQ	7%	9%	7%	6%	-6%	-17%	13%	14%
Flash-based								
YoY								
QoQ	12%	9%	-10%	9%	28%	5%	-5%	-1%
毛利率 (Non-GAAP):								
HDD	31%	30%	33%	32%	32%	27%	29%	28%
Flash-based	53%	57%	55%	51%	44%	35%	21%	19%

数据来源: 西部数据官网, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 1: 西部数据产品线一览

Leading Portfolio Breadth and Depth

Solutions to capture, preserve, access and transform data



数据来源: 西部数据官网, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

表 3: 西部数据季度业务细节信息

	THREE MONTHS ENDED				
	6/29/18	9/28/18	12/28/18	3/29/19	6/28/19
REVENUE					
Client Devices ¹	\$2,474	\$2,650	\$2,214	\$1,625	\$1,606
Client Solutions ¹	1,031	932	945	804	755
Data Center Devices & Solutions ¹	1,612	1,446	1,074	1,245	1,273
Total Revenue	\$5,117	\$5,028	\$4,233	\$3,674	\$3,634
EXABYTE METRICS (Q/Q Changes)					
HDD Exabytes Sold ²	6%	(6%)	(17%)	13%	14%
Flash Exabytes Sold ²	9%	28%	5%	(5%)	(1%)
Total Exabytes Sold ²	6%	(3%)	(15%)	11%	12%
TECHNOLOGY					
HDD Revenue	\$2,754	\$2,494	\$2,060	\$2,064	\$2,128
Flash Revenue	\$2,363	\$2,534	\$2,173	\$1,610	\$1,506
HDD Non-GAAP Gross Margin ³	32%	32%	27%	29%	28%
Flash Non-GAAP Gross Margin ³	51%	44%	35%	21%	19%
Total Non-GAAP Gross Margin ³	41.0%	38.0%	31.3%	25.3%	24.2%
CASH					
Cash and Cash Equivalents	\$5,005	\$4,646	\$4,013	\$3,682	\$3,455
Available-for-Sale (AFS) Securities	116	116	117	119	-
Total Cash, Cash Equivalents, and AFS Securities	\$5,121	\$4,762	\$4,130	\$3,801	\$3,455
CASH FLOWS					
Cash Flows provided by Operating Activities	\$863	\$705	\$469	\$204	\$169
Purchases of Property, Plant and Equipment, net	(190)	(277)	(220)	(222)	(38)
Activity Related to Flash Ventures, net	(35)	29	(225)	(92)	(310)
Free Cash Flow⁴	\$638	\$457	\$24	(\$110)	(\$179)
WORKING CAPITAL RELATED					
Days Sales Outstanding	39	40	37	30	30
Days Inventory Outstanding	82	84	98	101	94
Days Payables Outstanding	(70)	(64)	(64)	(55)	(54)
Cash Conversion Cycle	51	60	71	76	70
FLASH METRICS					
Q/Q Change in ASP/Gigabytes ²	(8%)	(16%)	(18%)	(23%)	(6%)
HDD METRICS					
Client Compute Units ⁵	17.8	16.3	14.0	12.9	12.3
Non-Compute Units ⁶	13.7	11.2	11.1	9.3	9.2
Data Center Units ⁷	7.5	6.6	5.1	5.6	6.2
Total HDD Units⁸	39.0	34.1	30.2	27.8	27.7
HDD ASP ⁹	\$70	\$72	\$67	\$73	\$75

数据来源: 西部数据官网, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 2: 西部数据本季管理层总结

Executive Summary



STRONG PRODUCT PORTFOLIO

- Leadership in capacity enterprise, 3D flash and branded retail
- NVMe SSD platforms: significant gains in client and growing momentum in enterprise
- Product portfolio strongest in our history: focusing on higher growth, higher margin opportunities



EXCELLENCE IN EXECUTION

FLASH

- Internally developed enterprise NVMe SSD commencing revenue ramp at major hyperscale and OEM customers
- Leading the industry's transition to BiCS4 (96-layer 3D flash) technology
- BiCS4: Supply bit cross over exiting Sept-19 quarter. Expect to ship in each of the product lines before the end of CY 2019.



HDD

- Capacity enterprise: continue to lead in areal density and capacity points
- 14TB: qualified at virtually all hyperscale and OEM customers
- On track to deliver 16TB and 18TB energy assisted recording drives in CY 2019



EXECUTING WELL TO COST AND EXPENSE REDUCTION PLANS

- On track to achieve projected non-GAAP operating expense reductions by September 2019 quarter and non-GAAP cost reductions exiting the December 2019 quarter



WELL POSITIONED TO EMERGE STRONGER

- We see a normalizing flash supply and inventory environment
- We believe that the flash market has reached a cyclical trough

Western Digital. ©2019 Western Digital Corporation or its affiliates. All rights reserved.

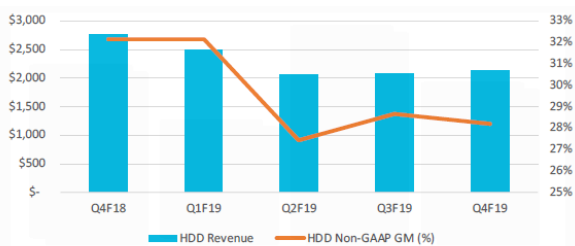
7/31/2019

数据来源: 西部数据官网, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 3: 西部数据本季分部业务信息 (分产品)

Hard Drive, Flash Results and Outlook (\$ millions)

HDD Revenue and Non-GAAP Gross Margin (%)

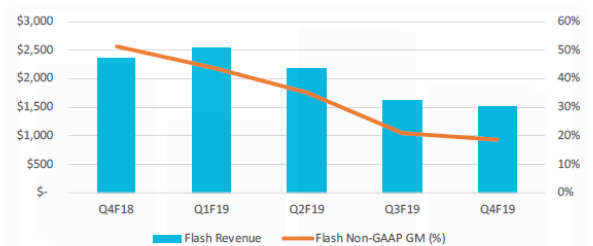


HDD

- Q4F19 Results**
- Total exabytes: +14% q/q
 - Average unit capacity: +14% q/q
 - Capacity enterprise exabyte shipments grew mid-single digits y/y for 1H of CY 2019

- Outlook**
- Capacity enterprise market exabyte growth expectations:
 - CY 2019: Meaningfully exceed 30% y/y growth

Flash Revenue and Non-GAAP Gross Margin (%)



Flash

- Q4F19 Results**
- Bit shipments: -1% q/q
 - Average unit capacity:
 - Retail flash: +36% y/y
 - Non-retail client SSD: +78% y/y

- Outlook**
- Industry bit supply expectations:
 - CY 2019: y/y growth in low 20% range

For reconciliations of GAAP to Non-GAAP financial measures, see the Appendix

Western Digital. ©2019 Western Digital Corporation or its affiliates. All rights reserved.

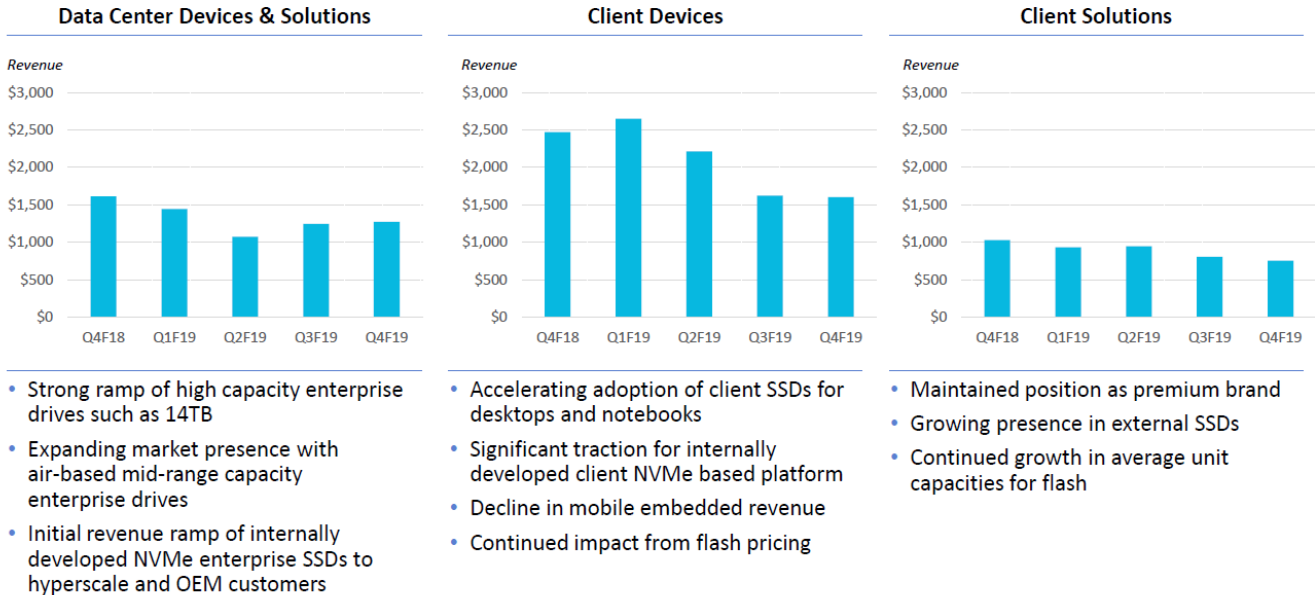
7/31/2019

4

数据来源: 西部数据官网, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 4: 西部数据本季分部业务信息 (分市场)

End Market Trends (\$ millions)



Western Digital. ©2019 Western Digital Corporation or its affiliates. All rights reserved.

7/31/2019

5

数据来源: 西部数据官网, 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：首席分析师，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：资深分析师，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：资深分析师，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：资深分析师，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。
- 彭雾：资深分析师，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。
- 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。