

半导体观察系列九

高通：短期业绩明显承压，看好 2020 年初 5G 拐点

核心观点：

● 公司 3Q FY'19 业绩整体低于预期

按 Non-GAAP 口径来看，公司本季收入 49 亿美元，位于前期指引 47~55 亿美元区间偏下限，同比下滑 13%，环比持平，低于 Bloomberg 一致预期 51 亿美元。本季 EPS 为 0.80 美元，位于前期指引 0.7~0.8 美元区间上限，超出 Bloomberg 一致预期 0.76 美元，原因在于 QCT 业务毛利率的提升、期间费用的降低、以及优于预期的税率。

● 短期分析：2019 下半年多方面负面影响下，公司预计业绩继续承压

在 2020 上半年正式的 5G 换机潮到来之前，公司预计短期业绩表现将受到几方面的负面影响，包括（1）中国市场景气度下滑；（2）华为在中国市场市占率提升；（3）公司中国 OEM 客户在 5G 换机开启前夕去化库存。

公司将全球 3G/4G/5G 无线设备 2019 年出货量的指引下调 1 亿部，调整至 17~18 亿部区间，中值对应同比下滑 3%。

对于下一财季（4Q FY'19），公司预计收入 43~51 亿美元，区间中值对应同比下滑 19%，环比下滑 4%；预计 Non-GAAP EPS 为 0.65~0.75 美元，中值对应环比下滑 13%。

● 长期分析：2020 上半年 5G 商用开启，公司迎来业绩拐点

相比于同期 4G 的情况，目前全球范围内 5G 的建设落地进度明显更快。公司预计在首次商用之后 12 个月内，全球将有超过 20 个运营商以及超过 20 个 OEM 厂商发布其 5G 相关的服务和产品，而 4G 同期的情况仅有 4 家运营商和 3 家 OEM 厂商。这其中主要的变化来自于中国在 5G 方面的积极布局，并且动态频谱共享技术（dynamic spectrum sharing）也将促使 5G 的部署应用速度远超前代的代际切换。

得益于公司在早期对于 5G 基础技术的开发部署，目前公司拥有高价值量的相关知识产权组合，并且是全球唯一的具备 5G 系统级解决方案的芯片厂商。公司的 5G 系统级解决方案包含了基带芯片、收发器、射频前端和天线多个环节，能提供最优的性能组合。目前公司已发布或在手的 5G 案子超过 150 个，并且除了核心芯片之外几乎都配备了公司的射频前端方案。

公司预计在 2020 年上半年，随着中国和全球 OEM 厂商推出旗舰 5G 新机，5G 设备出货量将出现明显的爬升，公司为 5G 设备提供的单机价值量相比 4G 提升 1.5 倍，公司业绩届时也将迎来拐点。

● 数据来源：公司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

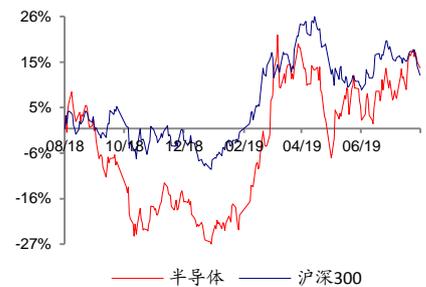
前次评级

买入

报告日期

2019-08-06

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：

半导体观察系列八：西部数据：2019-08-05

业绩低于预期，指引 Flash 已

位于周期底部

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

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	156.91	2019/04/14	买入	132.90	3.69	4.27	42.52	36.75	44.94	40.63	29.0	25.1
兆易创新	603986	CNY	90.14	2019/05/14	买入	107.10	1.53	2.02	58.92	44.62	52.71	39.05	17.4	18.7
卓胜微	300782	CNY	230.5	2019/07/14	买入	226.10	3.23	4.54	71.36	50.77	66.05	47.23	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

高通 3Q FY'19 CONFERENCE CALL 要点摘录	5
一、公司 3Q FY'19 (ENDED 2019/6/30) 经营成果	5
二、公司后续财务性指引	5
三、短期经营环境讨论分析	6
四、5G 相关分析	6
高通财务经营数据一览	7

图表索引

图 1: 高通本季经营成果及后续指引 (一)	8
图 2: 高通本季经营成果及后续指引 (二)	9
图 3: 高通历年 MSM 芯片出货量情况	9
图 4: 高通本季对于全球 3G/4G/5G 设备出货量的最新指引	10
表 1: 高通关键性季度财务数据	7
表 2: 高通 Segment 经营数据	8

高通 3Q FY'19 Conference Call 要点摘录

(数据来源: 高通官网Earnings release材料, 以及Seeking Alpha提供的Conference Call Transcript文件)

一、公司 3Q FY'19 (Ended 2019/6/30) 经营成果

- ◇ 本季实现收入96亿美元(GAAP), 位于前期指引92~102亿美金区间中值附近, 同比增长73%, 环比增长93%。其中包括了公司与苹果及其合约制造商和解所确认的47亿美元收入。本季实现GAAP EPS 1.75美元, 落在前期指引区间3.57~3.77美元区间之外, 原因在于最近发布的美国税务规定所要求的一项递延所得税资产注销。
- ◇ 按Non-GAAP口径来看, 公司本季收入49亿美元, 位于前期指引47~55亿美元区间偏下限, 同比下滑13%, 环比持平。本季EPS为0.80美元, 位于前期指引0.7~0.8美元区间上限, 原因在于QCT业务毛利率的提升、期间费用的降低、以及优于预期的税率。
- ◇ QCT (Qualcomm CDMA Technologies) 业务方面, 本季收入36亿美元 (Non-GAAP), MSM (Mobile Station Modem) 出货1.56亿颗, 位于前期指引1.5~1.7亿颗区间中值偏下, 同比下滑22%, 环比基本持平。QCT业务本季税前利润率14%, 位于前期指引13~15%区间中值, 毛利率的提升和费用管控均有贡献。
- ◇ QTL (Qualcomm Technology Licensing) 业务方面, 本季收入12.9亿美元 (Non-GAAP), 位于前期指引12.3~13.3亿美元区间中值附近, 同比下滑12%, 环比增长15%, 其中包含了归属本季的苹果授权收入以及华为的1.5亿美元临时付款。QTL业务本季税前利润率70%, 超出前期指引65~69%区间上限, 主要来自诉讼费用减少超出预期。

二、公司后续财务性指引

- ◇ 在2020上半年正式的5G换机潮到来之前, 公司预计短期业绩表现将受到几方面的负面影响, 包括(1)中国场景气度下滑; (2)华为在中国市场市占率提升; (3)公司中国OEM客户在5G换机开启前夕去化库存。
- ◇ 公司将全球3G/4G/5G无线设备2019年出货量的指引下调1亿部, 调整至17~18亿部区间, 中值对应同比下滑3%。
- ◇ 对于下一财季(4Q FY'19), 公司预计收入43~51亿美元, 区间中值对应同比下滑19%, 环比下滑4%; 预计Non-GAAP EPS为0.65~0.75美元, 中值对应环比下滑13%。
- ◇ 对于QCT业务, 公司预计下一财季MSM出货1.4~1.6亿颗, 中值对应同比下滑35%, 环比下滑4%。若看历史情况, 通常由于季节性因素, 公司Q4相比Q3 MSM出货量要增长中等十位数水平, 但由于上述三点原因导致今年出现环比的下滑。由于公司在中国OEM厂商中高端机型中的领先地位, 因此中国市场的景气度疲弱对公司的负面影响较大。公司预计下一财季QCT业务税前利润率13~15%, 中值与本季持平。

- ◇ 对于QTL业务，公司预计下一财季收入10~12亿美元，税前利润率62~66%，环比本季均有下降，原因与QCT中的分析一致。公司对下一财季QTL收入指引中未考虑任何来自华为的收入（本季已确认1.5亿美元付款）。
- ◇ 若再顺延一个季度来看1Q FY'20的情况，公司预计下一财季所能预见的负面影响会持续到2019年底，因此预计1Q FY'20的收入和利润情况与4Q FY'19类似。
- ◇ 公司有信心与苹果的和解长远看可以为EPS贡献2美元的增量。

三、短期经营环境讨论分析

- ◇ 本季在中国市场，设备原厂向渠道出货（Sell In）同比下滑5%，但渠道向消费者的出货（Sell Through）同比下滑20%，反映了消费者在5G到来前夕的换机需求出现暂缓，同时也反映了宏观环境造成的影响。因此，公司有观察到2019上半年中国市场消费电子产品渠道库存水平显著抬升。对于2019下半年，公司管理层认为在去库存的推动下，中国市场的Sell in和Sell Through增速将重新调整。
- ◇ 本季在北美和欧洲市场，公司观察到了消费者换机周期拉长所带来的对出货量的影响，同时也看到了印度市场，以及非手持设备市场的景气度变弱。
- ◇ 由于中美贸易摩擦的影响，华为更加聚焦于中国市场，此举抵消掉了贸易摩擦（关税、供应链封锁等）对其产品销量带来的负面影响，最终结果是华为的整体市场份额提升。
- ◇ 在以上因素的影响下，公司在中国的OEM客户有撤回4G新机型对公司芯片的订单，并更加关注在明年上半年5G换机到来之前清理渠道库存。

四、5G 相关分析

- ◇ 相比于同期4G的情况，目前全球范围内5G的建设落地进度明显更快。公司预计在首次商用之后12个月内，全球将有超过20个运营商以及超过20个OEM厂商发布其5G相关的服务和产品，而4G同期的情况仅有4家运营商和3家OEM厂商。这其中主要的变化来自于中国在5G方面的积极布局，并且动态频谱共享技术（dynamic spectrum sharing）也将促使5G的部署应用速度远超之前的代际切换。
- ◇ 在中国市场，6月初政府已批准5G商业服务许可，公司预计在今年底，中国的三家电信运营商将部署超过10万个5G基站，这相当于美国一家大型无线运营商的整个网络规模。
- ◇ 在美国市场，5G将会通过Sub-6和毫米波在全国范围内部署。Verizon表示在2020年其发布的手机中将有3/4带有5G功能，AT&T声明其将在2020年中实现全美国的5G网络覆盖。
- ◇ 所有的主要安卓机品牌都将在2019年内发布5G手机，并且不仅是旗舰价格带的产品。中国移动计划将在2020年底之前，将5G手机的最低价格下探至300美元附近，覆盖超过40%的出货量比例，而公司有观察到其中国OEM客户正在配合运营商去覆盖更低价位的5G机型。
- ◇ 得益于公司在早期对于5G基础技术的开发部署，目前公司拥有高价值量的相关

知识产权组合，并且是全球唯一的具备5G系统级解决方案的芯片厂商。公司的5G系统级解决方案包含了基带芯片、收发器、射频前端和天线多个环节，能提供最优的性能组合。目前公司已发布或在手的5G案子超过150个，并且除了核心芯片之外几乎都配备了公司的射频前端方案。

- ◇ 伴随全球范围内（包括美国、中国、欧洲、韩国、日本、澳洲等）开始启动5G应用，公司认为会催化整体市场景气度回暖。公司预计在2020年上半年，随着中国和全球OEM厂商推出旗舰5G新机，5G设备出货量将出现明显的爬升，公司业绩届时也将迎来拐点。
- ◇ 对于公司QCT业务来看，5G设备相比4G，由于芯片更复杂并且公司在射频前端方面的拓展，公司能提供的单机价值量相比原来提升1.5倍。

高通财务经营数据一览

表 1: 高通关键性季度财务数据

项目	FY18Q1	FY18Q2	FY18Q3	FY18Q4	FY19Q1	FY19Q2	FY19Q3	一致预期
单位: 百万美元	Ended 17/12/24	Ended 18/3/25	Ended 18/6/24	Ended 18/9/30	Ended 18/12/30	Ended 19/3/31	Ended 19/6/30	
利润表								
收入	6,068	5,261	5,599	5,803	4,842	4,982	9,635	
YoY	1%	5%	4%	-2%	-20%	-5%	72%	
QoQ	3%	-13%	6%	4%	-17%	3%	93%	
毛利	3,405	3,022	3,108	2,953	2,654	2,803	7,521	
YoY	-4%	8%	8%	-9%	-22%	-7%	142%	
QoQ	5%	-11%	3%	-5%	-10%	6%	168%	
毛利率	56%	57%	56%	51%	55%	56%	78%	
运营利润	29	441	925	-654	710	940	5,317	
YoY	-96%	-40%	20%	-296%	2348%	113%	475%	
QoQ	-91%	1421%	110%	-171%	-209%	32%	466%	
运营利润率	0%	8%	17%	-11%	15%	19%	55%	
归母净利润	-5,983	330	1,202	-493	1,068	663	2,149	3,319
YoY	-977%	-56%	39%	-392%	-118%	101%	79%	
QoQ	-3640%	-106%	264%	-141%	-317%	-38%	224%	
净利率	-99%	6%	21%	-8%	22%	13%	22%	
归母净利润 (Non GAAP)	1,468	1,187	1,508	1,280	1,464	932	982	932
YoY	-18%	-40%	22%	-7%	0%	-21%	-35%	
QoQ	7%	-19%	27%	-15%	14%	-36%	5%	
经调整后净利率	24%	23%	27%	22%	30%	19%	10%	
资产负债表								
总资产	64,351	64,126	62,090	32,686	34,246	34,023	34,133	
YoY	23%	14%	-4%	-50%	-47%	-47%	-45%	
QoQ	-2%	0%	-3%	-47%	5%	-1%	0%	
净资产	23,924	23,819	23,068	928	3,617	3,866	5,463	
YoY	-23%	-24%	-26%	-97%	-85%	-84%	-76%	
QoQ	-22%	0%	-3%	-96%	290%	7%	41%	
资产负债率	63%	63%	63%	97%	89%	89%	84%	
存货	1,872	1,797	1,785	1,693	1,698	1,725	1,774	
YoY	-2%	-13%	-11%	-17%	-9%	-4%	-1%	
QoQ	-8%	-4%	-1%	-5%	0%	2%	3%	
现金流量表								
经营性净现金流	1,762	516	2,053	-436	356	794	4,909	
YoY	28%	-37%	2404%	-118%	-80%	54%	139%	
QoQ	-27%	-71%	298%	-121%	-182%	123%	518%	
资本开支	226	185	214	159	152	170	248	172
YoY	75%	52%	21%	-39%	-33%	-8%	16%	
QoQ	-14%	-18%	16%	-26%	-4%	12%	46%	

数据来源: 高通官网, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

表 2: 高通Segment经营数据

项目	FY18Q1	FY18Q2	FY18Q3	FY18Q4	FY19Q1	FY19Q2	FY19Q3
单位: 百万美元	Ended 17/12/24	Ended 18/3/25	Ended 18/6/24	Ended 18/9/30	Ended 18/12/30	Ended 19/3/31	Ended 19/6/30
收入拆分:							
分业务							
QCT	4,651	3,897	4,087	4,647	3,739	3,722	3,567
YoY	13%	6%	1%	0%	-20%	-4%	-13%
QoQ	0%	-16%	5%	14%	-20%	0%	-4%
QTL	1,266	1,219	1,433	1,245	1,018	1,122	1,292
YoY	-30%	-46%	22%	3%	-20%	-8%	-10%
QoQ	4%	-4%	18%	-13%	-18%	10%	15%
QSI	30	30	20	20	27	98	18
YoY	114%	/	-64%	-53%	-10%	227%	-10%
QoQ	-30%	0%	-33%	0%	35%	263%	-82%
调整项	88	74	27	-2	58	40	4,758
分类型							
Equipment and services	4,704	3,936	4,110	4,650	3,754	3,753	3,531
YoY	14%	7%	0%	-1%	-20%	-5%	-14%
QoQ	0%	-16%	4%	13%	-19%	0%	-6%
Licensing	1,364	1,325	1,489	1,153	1,088	1,229	6,104
YoY	-27%	0%	19%	-4%	-20%	-7%	310%
QoQ	13%	-3%	12%	-23%	-6%	13%	397%

数据来源: 高通官网, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 1: 高通本季经营成果及后续指引 (一)

Quarterly results and guidance

As of July 31, 2019

	Q3 '19 Guidance*	Q3 '19 Results (3)	Q4 '19 Guidance^
GAAP Revenues	\$9.2B - \$10.2B	\$9.6B	\$4.3B - \$5.1B
Non-GAAP ⁽¹⁾ Revenues	\$4.7B - \$5.5B	\$4.9B	
Non-GAAP ⁽¹⁾ combined R&D and SG&A expenses, sequential change	Increase 6% - 8%	Increase 1%	Decrease 1% - 3%
Non-GAAP ⁽¹⁾ tax rate	14% - 15%	11%	~13%
Non-GAAP ⁽¹⁾ EPS	\$0.70 - \$0.80	\$0.80	\$0.65 - \$0.75
Weighted average diluted share count	~1.23B	1.23B	~1.21B

* Prior guidance as of May 1, 2019. Our GAAP and Non-GAAP financial guidance for the third quarter of fiscal 2019 included estimated QTL revenues for royalties due from Apple and its contract manufacturers for sales made in the June 2019 quarter and also included \$150 million of QTL revenues from Huawei.

^ Our financial guidance for the fourth quarter of fiscal 2019 excludes QTL revenues for royalties due on sales of products by Huawei.

(1) & (3) See Footnotes page at the end of the presentation.

4

数据来源: 高通官网, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 2: 高通本季经营成果及后续指引 (二)

Additional results and guidance

As of July 31, 2019

Segment Results and Guidance	Q3 '19 Guidance*	Q3 '19 Results ⁽³⁾	Q4 '19 Guidance^
MSM chip shipment	150M - 170M	156M	140M - 160M
QCT EBT margin %	13% - 15%	14%	13% - 15%
QTL revenues	\$1.225B - \$1.325B	\$1.29B	\$1.0B - \$1.2B
QTL EBT margin %	65% - 69%	70%	62% - 66%
Annual Results and Guidance	FY '18 Results ⁽²⁾	FY '19 Prior Guidance*	FY '19 Current Guidance^
Non-GAAP ⁽¹⁾ tax rate	1%	~2%	~0%
Weighted average diluted share count	1.46B	~1.2B	~1.22B
Year-end exiting share count			~1.16B
	CY '18 Current	CY '19 Prior Est.*	CY '19 Current Est.
3G/4G/5G global device shipments ^o	~1.8B	1.80B - 1.90B	1.70B - 1.80B

* Prior guidance as of May 1, 2019. Our GAAP and Non-GAAP financial guidance for the third quarter of fiscal 2019 included estimated QTL revenues for royalties due from Apple and its contract manufacturers for sales made in the June 2019 quarter and also included \$150 million of QTL revenues from Huawei.

^ Our financial guidance for the fourth quarter of fiscal 2019 excludes QTL revenues for royalties due on sales of products by Huawei.

^o Global 3G/4G/5G device shipments represent our estimate of CDMA-based, OFDMA-based and CDMA/OFDMA multimode subscriber devices shipped globally, excluding TD-SCDMA devices that do not implement LTE. We continue to believe that certain licensees, particularly in China, are not fully complying with their contractual obligations to report their sales of licensed products to us, and certain companies, including unlicensed companies, particularly in emerging regions, including China, are delaying execution of new license agreements. As a result, we do not believe that all global 3G/4G/5G device shipments are currently being reported to us.

(1) (2) & (3) See Footnotes page at the end of the presentation.

5

数据来源: 高通官网, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 3: 高通历年MSM芯片出货量情况

MSM™ chip shipments

Calendar year, millions



MSMs are products of Qualcomm Technologies, Inc. and/or its subsidiaries.
* Guidance as of July 31, 2019.

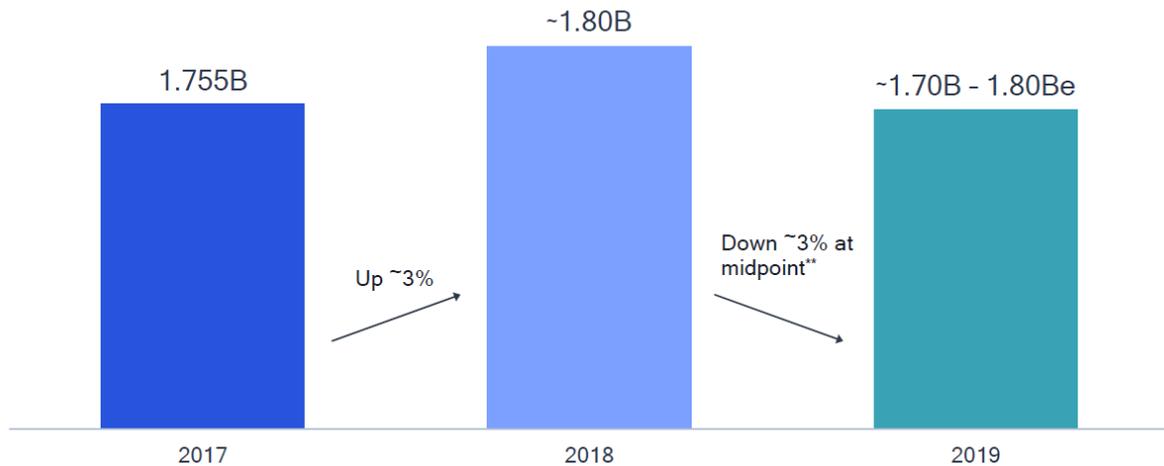
6

数据来源: 高通官网, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

图 4: 高通本季对于全球3G/4G/5G设备出货量的最新指引

Global 3G/4G/5G device shipment* estimates

Calendar year, as of July 31, 2019



* Global 3G/4G/5G device shipments represent our estimate of CDMA-based, OFDMA-based and CDMA/OFDMA multimode subscriber devices shipped globally, excluding TD-SCDMA devices that do not implement LTE. We continue to believe that certain licensees, particularly in China, are not fully complying with their contractual obligations to report their sales of licensed products to us, and certain companies, including unlicensed companies, particularly in emerging regions, including China, are delaying execution of new license agreements. As a result, we do not believe that all global 3G/4G/5G device shipments are currently being reported to us.

** The midpoints of the estimated ranges are used for comparison purposes only and do not indicate a higher degree of confidence in the midpoints.

数据来源: 高通官网, 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
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。