

半导体观察系列十四：ASML

Logic 需求与新品 EUV 前景展望积极，Memory 待反转

核心观点：

- **ASML 披露 FY2019Q3 业绩，总体而言略低于市场预期**

ASML（阿斯麦）发布 FY2019 Q3（Ended 2019/9/30，下同）业绩，实现营收 29.87 亿欧元（略低于公司前期指引与 Bloomberg 一致预期），同比增 8%，环比增 16%。实现毛利率 43.7%，同比下降 4.4 个百分点，环比上升 0.7 个百分点，符合公司前期 43%-44% 的指引。实现运营利润 6.86 亿欧元，低于 Bloomberg 一致预期 7.29 亿欧元。实现归母净利润 6.27 亿欧元，同比减 8%，环比增 32%，高于 Bloomberg 一致预期 6.12 亿欧元。

- **分部经营情况：Memory 仍低迷，Logic 高增长**

分部来看，公司 Net System（系统产品销售）分部实现收入 23.26 亿欧元，同比增 12%，环比增 26%，占比 78%。其中，存储（Memory）领域收入占 21%，同比减 60%，环比减 32%，随着客户努力减少库存并提高工厂利用率，内存需求仍然疲软；逻辑（Logic）领域收入占 79%，同比增 110%，环比增 63%，下游需求主要来源于高性能运算如 5G 和 AI 带来的边缘计算需求加速了 7nm 等先进制程，带来了 EUV 和 DUV 的强劲需求。Installed Base Management（含公司服务等其他项目）分部实现收入 6.61 亿欧元，低于公司 7 亿欧元的预期，同比减 5%，环比减 8%，占比 22%。

- **19-20 年展望：Memory 有望反转但时点不确定，Logic 维持高成长**

总体而言，公司维持对 2019 全年的营收预测不变。公司预期 2019Q4 实现营业收入约 39 亿欧元，其中 EUV 销售收入 9.5 亿欧元，预期销售 8 台，其中 Installed Base Management 分部预期实现收入 8.50 亿欧元，主要得益于客户 Q4 更强的更新与服务需求。公司预期 2019Q4 毛利率为 48%-49%，相比 Q3 显著提升，这来源于高端产品的销售数量提升、新品 NXE: 3400C 系统的高单价、DUV 产品组合、EUV 服务以及更新需求等。

对于 2020 年，公司认为人工智能、5G、自动驾驶、大数据等新兴应用推动先进制程的应用的长期增长逻辑清晰，Logic 需求继续强劲。而 Memory 本质上更具周期性，虽然当前普遍预计明年存储市场将恢复，但何时出发对晶圆厂设备的需求（尤其是对公司 DUV 产品的需求）尚不确定。

- **公司 EUV 新品：NXE:3400C**

公司同时披露了关于 EUV 新品的信息，本季度出货的 7 台 EUV 中，有 3 台是 NXE: 3400C，公司还计划 2019Q4 出台的 8 台 EUV 中，有 6 台是 NXE: 3400C。而 2020 年所有 EUV 系统都将是 NXE: 3400C，这些系统的平均价格将比 3400B 提高约 30%。公司还预计 2020 年生产 35 台 EUV（含 4 台本应 2019Q4 交付但由于供应链挑战而延迟交付的机器）。

- **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

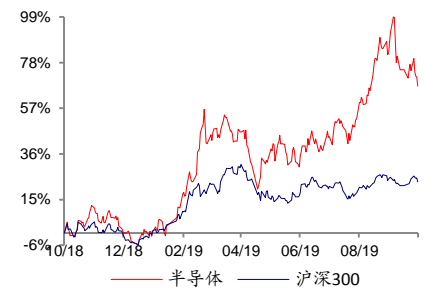
前次评级

买入

报告日期

2019-10-20

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：

王璐



SAC 执证号：S0260517080012



021-60750632



wanglu@gf.com.cn

请注意，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：

半导体观察系列十二： 2019-10-07

Micron:Q4 财季超预期，2020

财年大幅缩减资本开支

半导体观察系列十 2019-09-20

一:Broadcom: Q3 盈利符合

预期，维持全年业绩指引

联系人：

蔡锐帆

cairuifan@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	192.50	2019/09/06	买入	228.00	4.56	5.45	42.21	35.32	44.69	37.51	33.7	28.7
韦尔股份	603501	CNY	97.45	2019/08/27	买入	101.30	0.34	0.71	286.62	137.25	306.05	167.66	8.8	15.3
卓胜微	300782	CNY	373.90	2019/07/14	买入	226.10	3.23	4.54	115.76	82.36	107.13	76.62	19.3	21.3
兆易创新	603986	CNY	132.00	2019/08/25	买入	136.80	1.61	2.28	81.99	57.89	69.83	49.12	10.3	12.8

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 Q3 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）	5
一、Q3 整体经营情况.....	5
二、NET SYSTEM 分部经营情况.....	5
三、2019 全年和 2019Q4 经营情况总体展望	6
四、2020 年及长期经营情况展望.....	6
五、公司 EUV 新品：NXE:3400C	7
六、其他.....	7
ASML 财务经营数据一览.....	8
风险提示	10

图表索引

表 1: ASML 2018 年初至今关键性季度财务数据	8
表 2: ASML 2018 年初至今 Segment 财务数据	9
表 3: ASML 2018 年初至今 Segment 产品数据	10

ASML FY2019 Q3 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、Q3 整体经营情况

- ◇ 2019Q3实现营业收入29.87亿欧元, 同比增8%, 环比增16%, 略低于公司2019Q2给出的30亿欧元指引与Bloomberg一致预期30.08亿欧元。
- ◇ 2019Q3公司实现毛利13.06亿欧元, 同比减2%, 环比增18%。毛利率为43.7%, 同比降低4.4个百分点, 环比上升0.7个百分点, 43.7%的毛利率也符合公司2019Q2的43%-44%的指引, 略低于Bloomberg一致预期43.9%。
- ◇ 2019Q3公司销售及一般行政管理费用为1.29亿欧元, 同比增5.5%, 环比增4.0%, 高于公司2019Q1的指引1.25亿欧元; 研发费用为4.92亿欧元, 同比增24.2%, 环比增1.0%, 略低于公司2019Q1的指引4.95亿欧元。
- ◇ 2019Q3公司实现运营利润为6.86亿欧元, 同比减16%, 环比增39%, 低于Bloomberg一致预期7.29亿欧元。运营利润率为23%, 同比降低6.5个百分点, 环比上升3.7个百分点。
- ◇ 2019Q3公司实现归母净利润为6.27亿欧元, 同比减8%, 环比增32%, 高于Bloomberg一致预期6.12亿欧元。净利率为23%, 同比降低3.5个百分点, 环比上升2.5个百分点。
- ◇ 分部来看, 公司Net System (系统产品销售) 分部实现收入23.26亿欧元, 同比增12%, 环比增26%, 占比78%。Installed Base Management (含公司服务等其他项目) 分部实现收入6.61亿欧元, 低于公司7亿欧元的预期, 同比减5%, 环比减8%, 占比22%。

二、Net System 分部经营情况

- ◇ Net System按下游领域分, 79%来源于逻辑 (Logic) 芯片需求, 21%来源于存储 (Memory) 芯片需求, 该产品结构与上一季度和去年同期相比Logic的占比均大幅提升, 反映了Logic领域的强劲需求。
- ◇ Net System按产品类型分为EUV (2019Q3占比32%)、ArF Immersion (51%)、KrF (6%)、Metrology & Inspection (3%)、ArF Dry (7%) 和I-line (1%)。其中, EUV实现营收7.44亿欧元, 略低于公司2019Q2 7.50亿欧元的指引。
- ◇ 2019Q3 Net System下游销售区域为: 台湾地区 (54%)、韩国 (11%)、中国大陆 (7%)、美国 (26%)、日本 (2%)。
- ◇ 从订单情况来看, 2019Q3公司订单金额共51.1亿欧元, 相比Q2增长81%, 这主要得益于EUV的新订单 (这些新订单主要用于7 nm Logic领域和1Z与1A DRAM生产)。用于逻辑领域的订单占据了总额的73%, 存储占27%, 再次反映了Logic领域的需求强劲。

三、2019全年和2019Q4经营情况总体展望

- ◇ 总体而言，公司维持对全年的营收预测不变，预测2019年能够有所增长。
- ◇ 公司认为环比来看，2019Q4销售与盈利能力将有明显的提升，Logic领域的EUV和DUV仍然是今年主要的成长动力，下游需求主要来源于高性能运算如5G和AI带来的边缘计算需求，这带来了EUV和DUV的强劲需求，因为下游客户加速了7nm等先进制程。
- ◇ Memory随着客户努力减少库存并提高工厂利用率，内存需求仍然疲软，这带来了公司存储领域收入的下滑，该需求低迷的情况仍然在2019Q4持续，且需求恢复的时点仍具有不确定性。
- ◇ 公司预期2019Q4实现营业收入约39亿欧元，其中EUV销售收入9.5亿欧元，预期销售8台，其中Installed Base Management分部预期实现收入8.50亿欧元，相比Q3的收入高了将近2亿，这主要得益于客户Q4更强的更新与服务需求。
- ◇ 公司预期2019Q4毛利率为48%-49%，相比2019Q3显著提升，这来源于高端产品的销售数量提升、新品NXE: 3400C系统的高单价、DUV的产品组合、EUV服务以及更新需求等。
- ◇ 公司预期2019Q4销售及一般行政管理费用为1.35亿欧元，研发费用为5亿欧元。
- ◇ 公司预期2019年有效税率进一步降低至7%，这主要得益于2019年几次一次性的税收优惠，但公司预期长期有效税率为14%。

四、2020年及长期经营情况展望

- ◇ 对2020年公司认为虽然提供定量数据预测为时过早，但定性来看，人工智能、5G、自动驾驶、大数据等新兴应用推动先进制程的应用的长期增长逻辑清晰，当前Logic领域的需求也非常强劲，预计2020年这种需求将继续维持健康，驱动EUV分部的成长。客户过渡到7nm节点后，随着EUV层数的增加，也会推动EUV系统的强烈需求。
- ◇ 新应用不仅需要高性能的Logic器件，还需要高性能的Memory，但Memory本质上更具周期性，虽然当前普遍预计明年存储市场将恢复，但何时出发对晶圆厂设备的需求（尤其是对公司DUV产品的需求）尚不确定。但历史经验表明，内存市场复苏时，需求会迅速变化。（公司此前对2020年的建模预测DRAM增长20%，NAND增长40%，但公司不确定反弹时间与NAND和DRAM的反弹次序，仅提及NAND中光刻的程度相比DRAM要低一些）
- ◇ 而存储市场恢复时间和程度以及对当前逻辑需求的展望，将决定EUV、DUV和相关产品的最终2020年的产品组合，这不仅决定了下一年的增长，还决定了下一年的利润率（公司目前EUV利润率仍未达到DUV的水平，2019Q3略低于30%，2019Q4会略高于30%，但公司希望EUV系统毛利率明年全年超过40%）。
- ◇ 对于明年的Installed Base Management分部，该业务将呈现良好增长性，随着公司开始大批量生产EUV，明年将看到更多的EUV销售，同时明年还计划进行大量升级，因此这都会推动公司该分部业务收入的增长。
- ◇ 总而言之，公司虽然认为Memory市场恢复的时间和程度存在不确定性，但对客

户应用EUV技术的信心日益增强，公司对中长期趋势（到2025年）的增长持乐观态度。

- ◇ 公司对2020年的资本支出的预期是8-9亿欧元，此后一两年内维持这个水平。更长期的规划，到2025年，资本支出可能会维持营业收入规模的3%左右。

五、公司 EUV 新品：NXE:3400C

- ◇ 公司新品NXE: 3400C可提升生产效率35%以上。目前在存储领域客户的应用良好，未来逻辑领域将有潜在可能采用。
- ◇ 本季度出货的7台EUV中，有3台是NXE: 3400C，公司还计划2019Q4出台的8台EUV中，有6台是NXE: 3400C。
- ◇ 明年所有EUV系统都将是NXE: 3400C，这些系统的平均价格将比3400B提高约30%。
- ◇ 公司预计2020年生产35台EUV，但这35台中，包括4台本计划在2019Q4交付但由于供应链存在一些暂时性的挑战而推迟到2020年年初供应的EUV系统。此前Q3预计明年的产量在30-35台仍然是保守的并且正确的估计（产能大约30台+延迟出货的4台刚好在30-35台这个范围），但公司认为这并不反映公司仅有这么多生产能力，实际上这是公司从全年的角度，考虑了部分系统递延到2021年交货而做出的保守估计。
- ◇ 公司对存储领域的客户使用EUV具有信心，但不同客户具有不同的路线规划（目前1Z DRAM仅1层EUV，1A还在开发中，公司已着手研究3-4层，公司认为相比DUV，使用EUV能够获得更好的性能）。
- ◇ 逻辑领域，7nm对应的EUV平均为10层，到了5nm一般需要翻倍到20层。这对于EUV价格的增长不仅仅依赖于单纯数量上的提升，其更像是数量*价值增长的函数。

六、其他

- ◇ HMI（全球领先的专营电子束检测技术的设备产商，2016年被ASML收购）出货主要集中在3D NAND领域，其销售收入的恢复主要取决于存储领域特别是3D NAND市场的恢复。
- ◇ 公司打算于2020年第一季度发布第一个多光束（multi-beam）试点系统，但由于某光学关键供应商无法参加，导致公司需要自己研发，这导致6-9个月的延迟，大批量制造阶段需要一年的时间，到2021年才能实现大规模量产。
- ◇ 关于中美贸易摩擦：公司想法相比上季度仍然没有改变，中国大陆客户仍然在使用公司的工具并且或多或少按计划进行了升级，意味着2020年及以后的扩张计划将维持原样。

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	3Q19	一致预期	实际 vs. 预期
单位: 百万欧元	Ended 18/4/1	Ended 18/7/1	Ended 18/9/30	Ended 18/12/31	Ended 19/3/31	Ended 19/6/30	Ended 19/9/30		
利润表									
收入	2,285	2,740	2,776	3,143	2,229	2,568	2,987	3,008	-0.7%
YoY	18%	30%	13%	23%	-2%	-6%	8%		
QoQ	-11%	20%	1%	13%	-29%	15%	16%		
毛利	1,114	1,187	1,336	1,393	928	1,105	1,306	N/A	N/A
YoY	20%	25%	27%	20%	-17%	-7%	-2%		
QoQ	-4%	7%	13%	4%	-33%	19%	18%		
毛利率	49%	43%	48%	44%	42%	43%	44%	44%	-0.2%
运营利润	642	689	818	816	334	494	686	729	-5.9%
YoY	20%	24%	25%	9%	-48%	-28%	-16%		
QoQ	-14%	7%	19%	0%	-59%	48%	39%		
运营利润率	28%	25%	29%	26%	15%	19%	23%		
归母净利润	540	584	680	788	355	476	627	612	2.5%
YoY	19%	25%	22%	22%	-34%	-18%	-8%		
QoQ	-16%	8%	17%	16%	-55%	34%	32%		
净利率	24%	21%	25%	25%	16%	19%	21%		
资产负债表									
总资产	18,644	18,739	19,458	21,676	20,361	20,034	20,699	N/A	N/A
YoY	8%	8%	11%	19%	9%	7%	6%		
QoQ	3%	1%	4%	11%	-6%	-2%	3%		
净资产	11,062	10,822	11,154	12,942	11,966	11,545	12,071	N/A	N/A
YoY	8%	8%	8%	20%	8%	7%	8%		
QoQ	3%	-2%	3%	16%	-8%	-4%	5%		
资产负债率	41%	42%	43%	40%	41%	42%	42%		
存货	3,232	3,218	3,403	3,440	3,765	3,914	3,895	N/A	N/A
YoY	8%	3%	13%	16%	17%	22%	14%		
QoQ	9%	0%	6%	1%	9%	4%	0%		
现金流量表									
经营性净现金流	191	755	487	1,646	-481	100	69	N/A	N/A
YoY	-213%	42%	22%	56%	-352%	-87%	-86%		
QoQ	-82%	295%	-35%	238%	-129%	-121%	-30%		
资本开支	-135	-135	-134	-205	-234	-140	-197	N/A	N/A
YoY	209%	121%	37%	32%	73%	3%	47%		
QoQ	-13%	0%	-1%	52%	14%	-40%	41%		

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	3Q19
单位: 百万欧元	Ended 18/4/1	Ended 18/7/1	Ended 18/9/30	Ended 18/12/31	Ended 19/3/31	Ended 19/6/30	Ended 19/9/30
按下游拆分:							
Net System							
收入	1,668	2,087	2,081	2,424	1,689	1,851	2,326
YoY	37%	51%	14%	24%	1%	-11%	12%
QoQ	-15%	25%	0%	17%	-30%	10%	26%
Percentage	73%	76%	75%	77%	76%	72%	78%
Installed Base Management							
收入	617	654	696	718	540	717	661
YoY	-15%	-9%	11%	19%	-13%	10%	-5%
QoQ	2%	6%	6%	3%	-25%	33%	-8%
Percentage	27%	24%	25%	23%	24%	28%	22%
总收入	2,285	2,740	2,776	3,143	2,229	2,568	2,987
Net System按下游拆分:							
Logic							
收入	434	960	874	1,455	1,013	1,129	1,837
YoY	N/A	N/A	N/A	58%	134%	18%	110%
QoQ	-53%	121%	-9%	66%	-30%	11%	63%
Percentage	26%	46%	42%	60%	60%	61%	79%
Memory							
收入	1,234	1,127	1,207	970	676	722	488
YoY	N/A	N/A	N/A	-6%	-45%	-36%	-60%
QoQ	19%	-9%	7%	-20%	-30%	7%	-32%
Percentage	74%	54%	58%	40%	40%	39%	21%
Net System总收入	1,668	2,087	2,081	2,424	1,689	1,851	2,326
Net System按地区拆分:							
Taiwan							
收入	50	376	624	485	726	851	1,256
YoY	-83%	0%	49%	-14%	1352%	127%	101%
QoQ	-91%	651%	66%	-22%	50%	17%	48%
Percentage	3%	18%	30%	20%	43%	46%	54%
Korea							
收入	851	730	687	630	422	481	256
YoY	150%	3%	11%	1%	-50%	-34%	-63%
QoQ	36%	-14%	-6%	-8%	-33%	14%	-47%
Percentage	51%	35%	33%	26%	25%	26%	11%
China Mainland							
收入	334	396	375	436	253	222	163
YoY	6%	377%	157%	148%	-24%	-44%	-57%
QoQ	90%	19%	-6%	17%	-42%	-12%	-27%
Percentage	20%	19%	18%	18%	15%	12%	7%
USA							
收入	83	396	104	776	253	185	605
YoY	-14%	186%	-70%	231%	204%	-53%	481%
QoQ	-64%	375%	-74%	646%	-67%	-27%	227%
Percentage	5%	19%	5%	32%	15%	10%	26%
Europe							
收入	334	83	42	—	—	56	—
YoY	243%	51%	-85%	N/A	N/A	-33%	N/A
QoQ	42%	-75%	-50%	N/A	N/A	N/A	N/A
Percentage	20%	4%	2%	N/A	N/A	3%	N/A
Japan							
收入	—	83	187	73	17	56	47
YoY	N/A	503%	929%	-7%	N/A	-33%	-75%
QoQ	N/A	N/A	124%	-61%	-77%	229%	-16%
Percentage	N/A	4%	9%	3%	1%	3%	2%
Rest of Asia							
收入	17	—	62	24	—	—	—
YoY	37%	N/A	N/A	-38%	N/A	N/A	N/A
QoQ	-57%	N/A	N/A	-61%	N/A	N/A	N/A
Percentage	1%	N/A	3%	1%	N/A	N/A	N/A
Net System总收入	1,668	2,087	2,081	2,424	1,689	1,851	2,326

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	3Q19
单位: 百万欧元	Ended 18/4/1	Ended 18/7/1	Ended 18/9/30	Ended 18/12/31	Ended 19/3/31	Ended 19/6/30	Ended 19/9/30
Net System按产品拆分							
EUV							
收入	117	667.68	520	582	372	759	744
YoY	N/A	201%	36%	19%	218%	14%	43%
QoQ	-76%	472%	-22%	12%	-36%	104%	-2%
Percentage	7%	32%	25%	24%	22%	41%	32%
ArF Immersion							
收入	1,201	1,022	1,207	1,382	1,013	759	1,186
YoY	33%	15%	5%	26%	-16%	-26%	-2%
QoQ	10%	-15%	18%	15%	-27%	-25%	56%
Percentage	72%	49%	58%	57%	60%	41%	51%
KrF							
收入	233	209	187	242	152	204	140
YoY	28%	67%	3%	24%	-35%	-2%	-25%
QoQ	19%	-11%	-10%	29%	-37%	34%	-31%
Percentage	14%	10%	9%	10%	9%	11%	6%
Metrology & Inspection							
收入	33	83	83	121	51	74	70
YoY	-45%	0%	53%	55%	52%	-11%	-16%
QoQ	-57%	150%	0%	46%	-58%	46%	-6%
Percentage	2%	4%	4%	5%	3%	4%	3%
ArF Dry							
收入	67	83	62	73	68	37	163
YoY	10%	101%	72%	-7%	1%	-56%	161%
QoQ	-15%	25%	-25%	17%	-7%	-45%	340%
Percentage	4%	4%	3%	3%	4%	2%	7%
I-line							
收入	17	21	21	24	34	19	23
YoY	37%	-25%	14%	24%	103%	-11%	12%
QoQ	-15%	25%	0%	17%	39%	-45%	26%
Percentage	1%	1%	1%	1%	2%	1%	1%
Net System总收入	1,668	2,087	2,081	2,424	1,689	1,851	2,326
Net System各产品销量							
EUV							
销量	1	7	5	5	4	7	7
YoY	+1	+5	+1	+0	+3	+0	+2
QoQ	-4	+6	-2	+0	-1	+3	+0
ArF Immersion							
销量	21	19	22	24	17	13	21
YoY	+3	+3	+0	+4	-4	-6	-1
QoQ	+1	-2	+3	+2	-7	-4	+8
KrF							
销量	19	19	18	22	14	19	14
YoY	+0	+5	+0	+2	-5	+0	-4
QoQ	-1	+0	-1	+4	-8	+5	-5
ArF Dry							
销量	3	5	3	5	4	3	9
YoY	-1	+2	+1	+0	+1	-2	+6
QoQ	-2	+2	-2	+2	-1	-1	+6
I-line							
销量	5	8	5	8	9	6	6
YoY	+2	+1	-4	+1	+4	-2	+1
QoQ	-2	+3	-3	+3	+1	-3	+0

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：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。