

半导体观察系列十六

Lam Research: 业绩位于前期指引中等偏上, 未来展望乐观

行业评级

买入

前次评级

买入

报告日期

2019-10-27

核心观点:

● Lam Research 发布 FY2020Q1 业绩, 位于前期指引中等偏上水平

Lam Research (拉姆研究) 发布 FY2020Q1 (Ended 2019/9/29, 下同) 业绩, 实现营业收入 21.66 亿美元 (Non-GAAP 口径, 下同), 同比减 31%, 环比减 11%, 位于公司前期 20-23 亿美元指引的中值水平, 与 Bloomberg 一致预期 21.6 亿元基本持平。实现毛利率为 45.4%, 位于公司前期 44%-46% 中等偏上水平, 实现营业利润率 25.5%, 位于公司前期 24.5%-25.5% 的上限, EPS 为 3.18 美元, 接近前期指引 2.8-3.2 美元上限。

● 分部经营情况: 存储仍然低迷, 代工与逻辑增长强劲

Memory 中 NVM 本季度实现营业收入 8.23 亿美元, 同比减 31%, 环比减 24%, 占比从 46% 环比下降至 38%。Memory 中 DRAM 实现营业收入 5.63 亿美元, 同比减 7%, 环比增 32%, 占比从上一季度的 18% 提升至 26%。Foundry 共实现营业收入 5.41 亿美元, 同比增 37%, 环比基本持平, 占比从 23% 环比提升至 25%。Logic 共实现营业收入 2.38 亿元, 同比增 70%, 环比减 22%, 占比略有下降, 从上一季度的 13% 降至本季度的 11%。Memory 仍然低迷但是看到了 128 层 NAND 和 DRAM 1z 等新技术的推动, 而代工与逻辑受益 7nm/5nm 等先进制程维持高速增长。

● 未来展望: 存储有望改善, 代工与逻辑继续强劲增长, 未来态度乐观

存储方面, 公司认为 NAND 需求动态正在改善, 2019 年供给增长率为 30%, 低于长期需求 40% 增速, 预计 2020 年上半年库存下降至正常水平, DRAM 预计到 2020 年下半年库存才能恢复到正常水平, 但服务器和智能手机市场将出现积极的需求催化剂, 长期需求增速有望达到 20%。代工与逻辑方面, 2019Q4 继续保持强劲增长, 且这种势头将持续到明年, 主要来源于多样化的终端市场应用与 7nm/5nm 等先进制程的拉动。整体来看, 公司上调对 2019 年行业晶圆制造支出的预计, 从低的 400 亿美元水平 (对应同比下滑 10%-20% 之间的中等偏上) 变为中等的 400 亿美元水平, 公司认为 2019 年仍将是增长的一年, 并对 2020 年公司表现感到乐观。

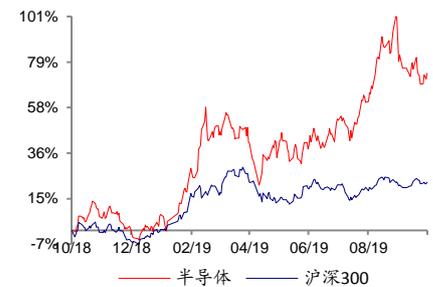
● 其他: EUV 推出以及中美贸易摩擦不会对公司业务造成负面影响

先进制程的持续进步带来刻蚀和沉积需求不断增加, EUV 还存在新的刻蚀和沉积需求, 因此 EUV 的推出不会影响公司刻蚀和沉积业务的成长性。关于中国大陆的营收, 公司认为明年仍将再次增长, 中美贸易摩擦背景下中国本土客户如大型存储厂商仍将依赖于公司的产品线。

● 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:

半导体观察系列十五:德州仪器: Q4 指引低迷, 受宏观影响业务全面衰退 2019-10-24

半导体观察系列十三:台积电: 看好明年 5G, 大幅上修资本开支 2019-10-22

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 2019-10-20

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 2019-10-20

ASML:Logic 需求与新品 EUV 前景展望积极, Memory 待反转 2019-10-20

ASML:Logic 需求与新品 EUV 前景展望积极, Memory 待反转

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	198.25	2019/10/24	买入	246.50	4.93	5.96	40.21	33.26	42.40	35.49	35.6	30.1
韦尔股份	603501	CNY	104.75	2019/08/27	买入	101.30	0.34	0.71	308.09	147.54	328.98	180.22	8.8	15.3
卓胜微	300782	CNY	360.04	2019/07/14	买入	226.10	3.23	4.54	111.47	79.30	103.16	73.78	19.3	21.3
兆易创新	603986	CNY	142.20	2019/08/25	买入	136.80	1.61	2.28	88.32	62.37	75.23	52.91	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

LAM RESEARCH FY2020 Q1 EARNING CALL 要点摘录（数据来源：LAM RESEARCH 公开发布的 NOTES 以及 SEEKING ALPHA 提供的 TRANSCRIPT 文件）	5
一、FY2020Q1 整体经营情况.....	5
二、分部和分地区经营情况.....	5
三、2019Q4 经营情况展望	6
四、其他.....	7
LAM RESEARCH 财务经营数据一览.....	9
风险提示	11

图表索引

表 1: Lam Research 2018 年初至今关键性季度财务数据	9
表 2: Lam Research 2018 年初至今 Segment 数据（按地区分类）	10
表 3: Lam Research 2018 年初至今 Segment 数据（按类别分类）	11

Lam Research FY2020 Q1 Earning Call 要点摘录 (数

据来源: Lam Research 公开发布的 Notes 以及 Seeking Alpha 提供的 Transcript 文件)

一、FY2020Q1 整体经营情况

利润表项目:

- ◇ 公司FY2020Q1(对应2019年7月-9月,为方便称呼以下均统称为2019Q3)实现营业收入21.66亿美元,同比减31%,环比减11%,位于公司2019Q2 20-23亿美元预期的中值水平,与Bloomberg一致预期21.6亿元基本持平。
- ◇ 公司2019Q3实现Non-GAAP毛利率为45.4%,位于公司前期44%-46%中等偏上水平,主要由于客户构成的变化。
- ◇ 2019Q3 Non-GAAP运营支出从上一季度的4.5亿美元下降至4.31亿美元,但公司专注于对研发计划的投资,研发支出占运营支出的百分比环比提升至67%。
- ◇ 公司2019Q3实现Non-GAAP运营利润5.52亿美元,营业利润率为25.5%,位于公司前期24.5%-25.5%的上限。
- ◇ 2019Q3公司Non-GAAP Other Expense为1100万美元,主要为现金和投资获得的利息收入以及未偿债务的相关支出,目前季度的总利息费用和所有债务分期付款的总和约为4100万美元。
- ◇ 2019Q3公司Non-GAAP税率为11.4%,略低于公司的长期税率,公司预计长期利率将处于10%的低位置水平。
- ◇ 公司2019Q3实现Non-GAAP EPS为3.18美元,接近前期指引2.8-3.2美元的上限,主要因为公司在整个季度中仍然谨慎管理支出项目。

资产负债表和现金流量表项目:

- ◇ 公司2019Q3现金和短期投资(包括限制性现金)略有增加,从前期的57亿美元增至本季度的58亿美元。其中经营活动现金流为4.64亿美元,但该部分现金流被股票回购和股息抵消。
- ◇ 企业销售变现天数(DSO)从上一季度的56天增加到69天,其增加和客户付款时间有关,部分客户将本应在下一季度付款提前在9月末完成付款。库存余额环比下降了5,700万美元,连续第五个季度库存余额下降。存货周转率为3.2,比上一个季度的3.3略少一些。
- ◇ 非现金支出包括约4300万美元的股权补偿,4900万美元的折旧和1600万美元的摊销。2019Q3资本支出为3900万美元,较上一季度的6600万美元有所下降。2019Q3季度末员工人数与上一季度持平,公司约有10700名全职正式员工。

二、分部和分地区经营情况

- ◇ Memory(含NVM和DRAM)2019Q3共实现营业收入13.86亿美元,同比减23%,环比减8%,但64%的收入占比与上一季度持平。其中NVM实现营业收入8.23亿美元,同比减31%,环比减24%,占总收入比例从上一季度的46%下降至38%。DRAM实现营业收入5.63亿美元,同比减7%,环比增32%,占比从上一季度的

18%提升至26%。公司看到128层NAND和首次出现和DRAM 1z的初始投资。

- ◇ Foundry本季度共实现营业收入5.41亿美元，同比增37%，环比基本持平，占比从上一季度的23%提升至25%，该领域的成长和7nm和5nm的支出有关。
- ◇ Logic本季度共实现营业收入2.38亿元，同比增70%，环比减22%，占比略有下降，从上一季度的13%降至本季度的11%。
- ◇ 公司认为Foundry和Logic强劲增长，预计到今年年末仍将是公司持续成长的动力，使得在存储支出低迷的时候公司能够保持稳定的盈利水平，下一季度的晶圆代工和逻辑的支出可能会更大。
- ◇ 分地区来看，本季度公司营收分布为中国大陆27%、韩国21%、台湾地区18%、日本13%、东南亚10%、欧洲3%、美国8%。中国大陆地区的季度业绩仍然高于历史平均水平，其中大部分收入来自多个细分市场的中国本土客户。

三、2019Q4 经营情况展望

财务数据指引：

- ◇ 公司对2019Q4的Non-GAAP财务数据给出指引，公司预计2019Q4实现营业收入为25亿美元，上下浮动1.5亿美元。预计2019Q4毛利率为45%，上下浮动1个百分点；营业利润率为27%，上下浮动1个百分点。基于约1.5亿股的股票数量，预计每股收益为3.80美元，上下浮动0.2美元。

行业情况指引：

- ◇ 展望2019Q4，公司认为存储市场的供应需求环境正在改善，公司在代工和逻辑方面取得了良好的进展。公司业务将继续按计划在2019年实现增长。同时已做好进入2020年的准备，并对未来的表现感到乐观。
- ◇ 从行业的角度，公司上调对2019年行业晶圆制造支出的预计，从低的400亿美元水平（对应同比下滑10%-20%之间的中等与偏上水平）变为中等的400亿美元水平。公司上调预测的原因是：公司继续看到代工和逻辑方面的增强。同时看到非常早期的迹象表明NAND支出有所增加，最后随着公司不断壮大，全年来看在中国大陆WFE中的实力不断增强。
- ◇ NAND的需求动态正在改善，进入2019Q4供过于求的状况将继续减轻，预计到2019年末NAND的供给增长率约为30%，低于公司认为的长期需求增速（公司认为是40%），预计2020年上半年NAND库存将下降至正常水平。虽然很难预测反转时点，但公司鼓励客户增加NAND供应因为从终端市场需求指标上已经看到好的迹象，这也是对2020年增加NAND资本支出的好的信号。
- ◇ DRAM方面，库存一直处于上升状态，我们预计直到2020年下半年才能达到正常水平。但是公司认为服务器和智能手机市场都将出现积极的需求催化剂。随着领先制造商越来越多地采用新一代平台，服务器CPU升级周期预计将从明年开始。对于智能手机，主要供应商计划推出更多5G型号，预计将在2020年推动整个智能手机市场的增长。今年在DRAM上进行的投资与供应量增长可能还很少。但公司认为长期需求增长可能会接近20%。
- ◇ 代工和逻辑方面，该细分领域的支出在整个2019年都保持强劲，预计这种情况

将持续到明年，多样化的终端市场应用推动着更高水平的晶圆代工和逻辑支出。此外，在扩展功能模块（例如SRAM和逻辑器件）方面的挑战导致芯片尺寸的增加，而这些反过来又加速了器件架构和芯片制造技术的变化。根据公司下个季度（10-12月份）指引的中值，公司2019年代工和逻辑收入将大大超过已宣布的客户资本支出计划。

公司技术储备：

- ◇ 公司认为2019年有望取得好的业绩表现，其中很重要的原因在于持续关注并支持3D设备架构技术，公司很早便进行2D到3D的投资，刻蚀和沉积是重要工艺，公司正在大力投资以满足客户需求，并相信公司正在扩大领导地位。公司在3D NAND中成功地捍卫了100%的介质刻蚀的市场份额，并继续为所有3D NAND制造商提供该设备。
- ◇ 在导体刻蚀方面，公司推出了3D NAND新垂直架构，该架构可以减小芯片尺寸并是降低成本的重要方案。
- ◇ 在沉积方面，公司推出等离子体增强化学气相沉积（PECVD）产品系列的最新产品VECTOR DT系统，另一个重要的成功之处是Striker ALD工具。
- ◇ 在过去三年中，公司的SABRE 3D电镀系统增长了70%以上，并且公司是TSV，DRAM，CMOS图像传感器和逻辑器件的领先电镀供应商。
- ◇ 2019年是公司巩固其在晶圆代工和逻辑领域的地位的一年，同时由于有迹象表明NAND需求的改善以及DRAM的积极推动，公司也越来越乐观地认为2020年将是表现出色的一年。但明年的数据量化为时过早。

四、其他

- ◇ **EUV对公司刻蚀和沉积业务的冲击：**在每个技术节点上蚀刻和沉积的强度都在不断增加，无论将来是10到7到5到3nm，公司业务都会增长。即使面对EUV使用量增加，公司业务也会增长，因为无论引入EUV，图案化的复杂度都在不断增加，因此还会有其他沉积和刻蚀步骤。例如EUV本身对硬掩膜引入了新要求，从沉积的角度来看，这为Lam提供了参与的机会，而且EUV还为诸如原子层刻蚀之类的新步骤和工艺提供了机会，这些新步骤和过程可用于帮助提高EUV图案本身的质量和生产率。
- ◇ 公司刻蚀和沉积业务随着NAND的层数增加而增长，一方面是建立和蚀刻更高的堆栈结构，但另一方面，也会有新的步骤和机会，比如公司新品VECTOR DT能够解决更高层数产生的应力问题。技术转换每年都在发生，这是为了实现降低成本的优势，因此任何一年都会看到技术转型支出，从96层到128层NAND的技术过渡中大部分花费是用于刻蚀和沉积。
- ◇ **关于中美贸易战和中国大陆地区的情况：**WFE的某些增长来自于中国大陆，目前名义上大约有60亿美元的WFE。展望明年，公司认为中国大陆地区的营收会再次增长，中国大陆的目标市场是存储市场，公司刻蚀/沉积设备在存储市场中的份额非常好。但明年中国大陆地区的营收可能会有起伏，这和中国大陆地区项目较为大型以及设备运输时间有关。同时，公司认为在中美贸易摩擦背景下，

中国本土的替代过程也还不会太快，仍然需要依赖公司的产品线。

- ◇ **公司新品发展规划：** 在新兴内存领域，公司正在积极寻求开发新的应用程序和新工具，以满足那些设备需求。其中最重要的一个是今年以来用于MRAM的离子束边缘工具，公司已经在特定应用相变存储器ReRAM中确立了强大地位。还有其他设备公司也正在积极与领先公司合作开发。
- ◇ **ALD（原子层沉积）** 不仅限于内存，也可用于逻辑等领域。随着器件变得越来越小以及结构变得越来越复杂，原子层沉积和原子层刻蚀等技术将被越来越多地使用。

Lam Research 财务经营数据一览

表1: Lam Research 2018年初至今关键性季度财务数据

项目	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	一致预期	实际 vs. 预期
单位: 百万美元	Ended 18/3/25	Ended 18/6/24	Ended 18/9/23	Ended 18/12/23	Ended 19/3/31	Ended 19/6/30	Ended 19/9/29		
利润表									
收入	2,892	3,126	2,331	2,523	2,439	2,361	2,166	2,160	0.3%
YoY	34%	33%	-6%	-2%	-16%	-24%	-31%		
QoQ	12%	8%	-25%	8%	-3%	-3%	-11%		
毛利	1,331	1,479	1,058	1,145	1,074	1,081	982	N/A	N/A
YoY	37%	38%	-8%	-5%	-19%	-27%	-34%		
QoQ	10%	11%	-28%	8%	-6%	1%	-9%		
毛利率	46%	47%	45%	45%	44%	46%	42%	45%	-3%
运营利润	828	955	592	690	566	617	537	528	1.8%
YoY	54%	57%	-15%	-6%	-32%	-35%	-44%		
QoQ	12%	15%	-38%	17%	-18%	9%	-5%		
运营利润率	29%	31%	25%	27%	23%	26%	23%		
归母净利润	779	1,021	533	569	547	542	466	437	6.7%
YoY	36%	94%	-10%	-5814%	-30%	-47%	-54%		
QoQ	-7923%	31%	-48%	7%	-4%	-1%	-15%		
净利率	27%	33%	23%	23%	22%	23%	20%		
经调整后归母净利润 (Non GAAP)	814	896	525	598	554	545	467	452	3.3%
YoY	73%	70%	-11%	-20%	-32%	-39%	-48%		
QoQ	9%	10%	-41%	14%	-7%	-2%	-16%		
经调整后净利率	28%	29%	23%	24%	23%	23%	20%		
资产负债表									
总资产	13,663	12,479	10,958	10,768	12,895	12,001	12,344	N/A	N/A
YoY	15%	3%	-12%	-17%	-6%	-4%	-1%		
QoQ	6%	-9%	-12%	-2%	20%	-7%	-4%		
净资产	6,803	6,502	5,323	5,784	5,291	4,674	4,936	N/A	N/A
YoY	1%	-5%	-27%	-6%	-22%	-28%	-24%		
QoQ	11%	-4%	-18%	9%	-9%	-12%	-7%		
资产负债率	50%	48%	51%	46%	59%	61%	60%		
存货	1,693	1,876	1,874	1,703	1,622	1,540	1,483	N/A	N/A
YoY	49%	52%	41%	13%	-4%	-18%	-21%		
QoQ	12%	11%	0%	-9%	-5%	-5%	-9%		
现金流量表									
经营性净现金流	1,050	718	720	642	933	880	464	N/A	N/A
YoY	148%	-1%	-16%	2138%	-11%	23%	-35%		
QoQ	3559%	-32%	0%	-11%	45%	-6%	-50%		
资本开支	-49	-80	-56	-106	-76	-66	-39	-78	-49.8%
YoY	11%	129%	-7%	25%	54%	-17%	-51%		
QoQ	-42%	62%	-30%	89%	-29%	-13%	-48%		

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

表2: Lam Research 2018年初至今Segment数据 (按地区分类)

Segment	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
单位: 百万美元	Ended 18/3/25	Ended 18/6/24	Ended 18/9/23	Ended 18/12/23	Ended 19/3/31	Ended 19/6/30	Ended 19/9/29
按地区划分:							
China							
总收入	405	656	594	632	416	779	585
YoY	71%	203%	76%	122%	3%	19%	-2%
QoQ	43%	62%	-10%	6%	-34%	87%	-25%
Percentage	14%	21%	25%	25%	17%	33%	27%
Korea							
总收入	1,012	1,094	380	502	610	590	455
YoY	38%	49%	-60%	-35%	-40%	-46%	20%
QoQ	31%	8%	-65%	32%	22%	-3%	-23%
Percentage	35%	35%	16%	20%	25%	25%	21%
Taiwan							
总收入	405	313	280	306	570	331	390
YoY	-33%	-50%	-17%	-21%	41%	6%	39%
QoQ	5%	-23%	-10%	9%	87%	-42%	18%
Percentage	14%	10%	12%	12%	23%	14%	18%
Japan							
总收入	463	563	670	682	404	213	282
YoY	95%	33%	36%	65%	-13%	-62%	-58%
QoQ	12%	22%	19%	2%	-41%	-47%	32%
Percentage	16%	18%	29%	27%	17%	9%	13%
Southeast Asia							
总收入	202	312	198	165	120	118	217
YoY	213%	382%	65%	-42%	-41%	-62%	9%
QoQ	-29%	54%	-36%	-17%	-27%	-2%	83%
Percentage	7%	10%	9%	7%	5%	5%	10%
Europe							
总收入	145	188	89	111	88	71	65
YoY	68%	118%	-1%	-28%	-39%	-62%	-27%
QoQ	-6%	30%	-53%	25%	-21%	-20%	-8%
Percentage	5%	6%	4%	4%	4%	3%	3%
United States							
总收入	260	1	120	126	231	260	173
YoY	34%	-100%	-24%	-56%	-11%	31613%	44%
QoQ	-8%	-100%	14565%	5%	83%	13%	-33%
Percentage	9%	0%	5%	5%	9%	11%	8%
总收入	2,892	3,126	2,331	2,522	2,439	2,361	2,166

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

表3: Lam Research 2018年初至今Segment数据 (按类别分类)

Segment	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
单位: 百万美元	Ended 18/3/25	Ended 18/6/24	Ended 18/9/23	Ended 18/12/23	Ended 19/3/31	Ended 19/6/30	Ended 19/9/29
按产品划分:							
旧准则: (按发货量公布占比)							
Logic/Other							
总发货	188	212					
YoY	160%	67%					
QoQ	-11%	13%					
Percentage	6%	7%					
Foundry							
总发货	313	394					
YoY	-46%	-30%					
QoQ	-21%	26%					
Percentage	10%	13%					
Memory							
总发货	2,633	2,422					
YoY	50%	30%					
QoQ	30%	-8%					
Percentage	84%	80%					
NVM							
总发货	1,787	1,665					
YoY	48%	11%					
QoQ	28%	-7%					
Percentage	57%	55%					
DRAM							
总发货	846	757					
YoY	53%	113%					
QoQ	34%	-11%					
Percentage	27%	25%					
总发货	3,135	3,028					
新准则: (按收入发布占比)							
Logic/Other							
总收入			140	202	293	307	238
YoY			N/A	N/A	N/A	N/A	70%
QoQ			N/A	44%	45%	5%	-22%
Percentage			6%	8%	12%	13%	11%
Foundry							
总收入			396	328	659	543	541
YoY			N/A	N/A	N/A	N/A	37%
QoQ			N/A	-17%	101%	-18%	0%
Percentage			17%	13%	27%	23%	25%
Memory							
总收入			1,795	1,993	1,488	1,511	1,386
YoY			N/A	N/A	N/A	N/A	-23%
QoQ			N/A	11%	-25%	2%	-8%
Percentage			77%	79%	61%	64%	64%
NVM							
总收入			1,189	1,387	976	1,086	823
YoY			N/A	N/A	N/A	N/A	-31%
QoQ			N/A	17%	-30%	11%	-24%
Percentage			51%	55%	40%	46%	38%
DRAM							
总收入			606	605	512	425	563
YoY			N/A	N/A	N/A	N/A	-7%
QoQ			N/A	0%	-15%	-17%	32%
Percentage			26%	24%	21%	18%	26%
总收入			2,331	2,522	2,439	2,361	2,166

数据来源: Lam Research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。