

Applied Materials 21Q2 业绩 点评及电话会议纪要

处于最大数字化变革浪潮早期，半导体行业及设备行业迎来最强劲和持续增长

应用材料5月20日召开中期业绩说明电话会议，对公司2021年Q2（财年一季度）业绩进行了说明和展望。会议上强调芯片行业正寻求分布广泛且灵活的供应链，在摩尔定律对2D微缩逐渐失效的背景下，PPACt成为新航道。

会议核心内容

- 目前正处于人类历史上第四波计算浪潮-经济全面数字化，也是最大的一次科技技术转变的早期阶段，未来十年半导体行业乃至半导体设备领域将长期结构性走强。目前正处于第四波计算浪潮-数字经济的早期阶段，数字化正从消费者终端转向更大型和宽泛的设备，即到2025年，机器将产生99%的数据，而人类产生数据只占1%。半导体行业需求历史首次与人口增长及其带来的消费者行为增长脱钩，并逐步挂钩设备、服务器、汽车终端、手机终端等。其次，最近部分领域的芯片产能紧缺也表明，过去20年半导体行业的高效稳定供应链体系在未来可能不是最优选择。随着半导体供应链的战略意义在国家层面上得到越来越多的重视，芯片行业正寻求建立一条富有弹性和灵活的供应链，包括更广泛的区域分布。最后，世界的经济发展正面临历史以来的最大一次科技技术转变，而半导体将会是其中的必争之地。随着数据化经济的推进，半导体领域的竞争将会围绕高效电源管理、高运算性能、高性价比等领域。摩尔定律正逐步失效，制程进步的基础将转向新材料、新结构、新的芯片互连方式、新工艺和新微缩方式的创新与应用。
- 半导体设备行业具备未来10年内翻倍增长的前景，2021年全球半导体设备市场规模增速将接近30%。半导体行业的投资密度已从12%提高至目前的14%，且2030年半导体行业市场规模突破1万亿美元已成为市场一直预期。由此估计WFE支出将会在2030年突破1400亿美元，相比2020年的610亿美元至少有1倍以上的上升空间。2021年全球半导体设备市场规模增速将接近30%。2021年，逻辑代工在先进制程和特殊制程投资引领下，将会是晶圆厂设备中增长最迅速的领域；DRAM厂商将着重投资新技术和扩产能，DRAM将会是第二快速成长的领域；NAND在2020年同比增长30%的基础上，2021年将更温和地增长。
- 应用材料的市场份额持续提升。2020年公司市占率20.5%提高了0.6个百分点，预计2021年再提高1个百分点以上。得益于公司在DRAM和逻辑代工的图形化应用发展势头，2020年公司在导体刻蚀和CVD的市占率分别提高2.4%和2.2%，PVD、Epi、Thermal的优势也很显著。
- 应用材料2021年将继续保持强劲增长。首先因为公司在行业内发展最快的领域占据领先地位，化学机械抛光、快速热处理、离子注入今年将合计增长超50%；2021年公司的刻蚀设备和CVD设备将带来合计超过75亿美元的收入；2021年制程量度与控制业务将增长约50%且电子束检测技术(E-beam)将带来超9亿美元的收入。
- 应用材料Q2营业收入同比增长创历史记录，各业务板块的收入均超预期。公司Q2实现营收55.82亿美元，同比增长41%，环比增长8%，各业务板块的收入均超预期，半导体系统收入39.72亿美元，运营利润率达39%为14年来最佳季度运营利润率；全球服务业务收入12.03亿美元，运营利润率达30%，为15年来最佳季度运营利润率，这两大业务部门为2021Q2业绩的重要推动因素。

投资建议

- 全球光刻机需求强劲，且以TSMC、三星、海力士、Intel、美光等资本开支带动半导体设备需求持续上行，国际半导体设备公司交付周期拉长；根据中国国际招标网，国内长江存储新一轮设备招标已经启动，大部分本土晶圆厂扩建速度符合预期，且各类半导体设备的国产化率还有较大幅度提升空间。
- 继续强烈推荐半导体设备板块，推荐组合：中微公司、北方华创、万业企业、精测电子、芯源微、长川科技、华峰测控。

评级面临的主要风险

- 地缘政治摩擦的不确定；零部件供应链安全的不确定。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

机械设备

证券分析师：杨绍辉

(8621)20328569

shaohui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514080001

证券分析师：陶波

(8621)20328512

bo.tao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520060002

附 1: 电话会议具体内容

公司整体情况

半导体业务的广泛需求和强劲发展势头推动了硅耗的增加,应用材料公司再次突破季度业绩记录,感谢运营团队和供应商帮助公司成功克服物流和供应链方面的挑战。今天将针对三个主题进行讨论:

- 1) 如何看待目前行业环境?
- 2) 公司是如何超越市场的?
- 3) 公司未来长期将如何定位以快速发展并超越市场?

首先,对于目前行业环境,市场正向后疫情经济过渡,疫情加速了关键技术的发展和半导体在人类生活的渗透,半导体需求正逐渐升温。最近部分领域的芯片产能紧缺也表明,过去 20 年半导体行业的高效稳定供应链体系在未来可能不是最优选择。随着半导体供应链的战略意义在国家层面上得到越来越多的重视,芯片行业正寻求建立一条富有弹性和灵活的供应链,包括更广泛的区域分布。更重要的是,公司仍处于这一股强劲发展趋势的早期,未来十年将推动半导体行业乃至半导体设备领域结构性走强。

在近期的投资者会议上,公司提到了 5 点相互交叉的变化。一、宏观层面上,经济数字化正加速推进并将改变市场的竞争格局,个人、企业和国家对于这一趋势是比较审慎的。那些快速并有效适应新方式的人将成为赢家,而不适应的人将无法跟上社会发展潮流。二、数字化转型正推动数据呈指数型增长,催生出挖掘海量数据价值的新领域-AI 计算,需要搭配特定运算量的软件和新型硅材定制的硬件。三、摩尔定律在 2D 领域的指引效用正逐渐减弱,半导体行业正向新的发展趋势-PPACT 过渡,即提高芯片的功率(Power)、性能(Performance),降低面积成本(Area-Cost)和加速推向市场(Time-to-market),将推动整个半导体生态系统的投资。四、随着行业规模的扩大和低能耗计算的推进,人们越发重视行业发展的可持续和可靠性。五、企业经营重心正逐渐从产品研发和销售渠道转向加速新产品上市和验证的深度合作。叠加这五大因素,先进制程设备的强劲需求将延续至 2021 年后。

下游客户的未来资本支出指引也首次成为展望行业需求可持续性的一个先行指标。对于不同的产品领域,在 2021 年,逻辑代工在先进制程和特殊制程的投资引领下,将会是晶圆厂设备中成长最迅速的领域;DRAM 厂商将着重投资新技术和扩产能,DRAM 将会是第二快速成长的领域;NAND 在 2020 年同比增长 30%的基础上,2021 年将更温和地增长。

近期 VLSI 数据表明,应用材料公司的半导体设备业务在 2020 年同比增长 23%,高于市场整体不足 19% 的增长水平。应用材料公司在 2021 年将继续保持强劲增长。首先因为公司在行业内发展最快的领域占据领先地位,化学机械抛光、快速热处理、离子注入今年将合计增长超 50%;其次公司在快速成长的特殊制程领域内占据有利地位,基于公司对市场发展的预测,多年前便内部组建了聚焦物联网(IoT)、通信(Communications)、汽车(Automotive)、电源管理(Power)和传感器(Sensor)等应用的团队 ICAPS。此外公司的新产品具备强大的吸引力并且在某些领域能够扩大市占率,得益于公司在 DRAM 和逻辑代工的图形化应用(patterning applications)发展势头,2020 年公司的导体刻蚀和 CVD 市场份额分别增加了 2.4%和 2.2%,2021 年公司的刻蚀设备和 CVD 设备将带来合计超过 75 亿美元的收入;2021 年制程量度与控制业务将增长约 50%且电子束检测技术(E-beam)将带来超 9 亿美元的收入,加强 E-beam 技术的领先优势一直是公司的主要发展战略,这可以加速扩大公司的差异化半导体产品和综合材料解决方案的市场份额,而且是公司可执行洞察力加速器 AIx(Actionable Insight Accelerator)的重要组成部分。最后,越来越多的客户正采用将独特技术和综合能力相结合的集成解决方案。2021 年,预计公司首个综合材料解决方案将带来 4 亿美元的收入;预计先进封装产品组合收入将突破 8 亿美元,将接近 2019 年水平的两倍。

再而，公司将有能力把出色的业绩在未来几年延续下去。随着行业的技术路线图从2D的摩尔定律向PPACt趋势过渡，材料工程变得愈发重要，公司的领先技术在PPACt领域中引领重大创新，在晶体管、互连、结构和材料层面上发挥重要作用。为了满足客户多元化的需求并放大公司的增长机会，公司将自身发展战略定位成PPACt赋能公司，将更多的业务转向软件订阅式收入(Subscription Revenue)并优化在相邻市场的协同投资，推动盈利增长和实现更高水平的自由现金流。PPACt赋能策略将有三大支柱：首先，应用材料公司拥有最广泛和最有水平的技术组合，涵盖材料的生成、修饰、研磨和分析等领域。在最近的Memory Master Class上公司谈及如何将原本为逻辑客户开发的独特工艺引入DRAM客户并打开新的10亿美元级市场空间，包括“Black Diamond” low-k材料和high-k金属栅晶体管等。其次，公司可以做到同行难以达成的将技术以独特和高效的方式进行组合，例如公司的硬质光罩材料Draco在DRAM中实现电容微缩；同时E-beam技术的引入加速了Draco和刻蚀系统的协同优化进程。公司提供的丰富解决方案包括：从制程和Draco等材料的协同优化，到在同一平台结合多种制程搭配定制量测和传感器的全集成材料解决方案。最后，产品端加速市场推广。公司已经开发一套特定的解决方案Alx，结合制程设备、传感器、量测、数据分析和机器学习功能，以加速产品生产周期中从研发到技术实现和量产的每个流程，目前已经和所有主要的存储制造商达成了Alx的协议。ExtractAI是展现如何将机器学习功能应用于现实生产的一个很好的例子，它可以将光学检测和E-beam检测等强大功能结合在一起，达到比传统技术快好几倍的效果。简单来说，光学检测很快且能发现关键缺陷，而E-beam技术相对较慢但能发现更细微的缺陷，通过两者结合并交予ExtractAI进行机器学习，将数百万个潜在未能辨识的缺陷推演成数千个缺陷检测标准，最终达到更精确和更细致的检测效果。

综上所述，在宏观因素和技术进步的推动下，公司的半导体业务将会有强劲的和持续的发展势头。得益于公司积极应对行业的发展变化、公司高度差异化的产品组合和公司的综合材料解决方案和先进封装产品的快速发展，今年公司将有能力再次实现超越市场整体水平的业绩。在晶圆厂设备投资结构性走强的背景下，结合对PPACt策略的加快推进，公司对未来的发展趋势保持乐观。

公司财务情况

公司截止至2021/05/02的2021Q2业绩情况如下：

公司实现营业收入同比增长41%的历史记录，且接近前期预测区间上限。公司团队积极应对复杂困难的市场环境，Q2毛利率非常强劲，并因此实现突破前期预测区间的non-GAAP净利润的优秀成绩。本季度公司三个部门的收入均超预期，预计2021年下半年各部门将继续获得更高收入的业绩。得益于半导体系统业务和全球服务业务(AGS)分别实现了近14年来和近15年来最佳的non-GAAP营运利润率，公司本季度的non-GAAP运营利润实现历史记录且non-GAAP运营利润率较上年同期扩大了7个百分点。同时，公司的营运现金流同比增长87%且本季度为超过10亿美金的连续第三个季度。穆迪(Moody's)评级近期将应用材料的信用评级上调至A2级别。公司在Q2恢复股票回购计划，在公司能操作的有限范围内投入了7.5亿美元，下一个季度的回购将会更加积极，同时Q2公司董事会已批准一项新的75亿美元股票回购计划并增加9%股息，公司承诺向股东返还80%到100%的自由现金流。

VLSI Research公布了其对于2020年市场规模的统计，这份统计有两层重要意义：一是区分开前道设备和后道封装测试等设备的支出；二是除了设备收入这份报告还统计了企业服务和备件收入，读者可以区分开经常性收入和WFE支出。2020年设备行业规模达612亿美元，同比增长19%，应用材料公司在2020年设备销售和服务支持领域都排名第一，同时在沉积、研磨和制程控制等领域跑赢市场，赢得新增0.6%的设备市场份额，展现出材料工程在未来发展的重要性。

对于行业需求，在上季度的会议中预测 2021 年的半导体设备市场规模将为 700 亿美元区间的下限，在当时这还是一个偏乐观的数据。但目前需求继续强化，**上修前期预测 2021 年半导体设备行业规模达 700 亿美元的上限**。在近期的投资者会议上，我们展示了一副从 2012&2013 年起，每两年合计的半导体设备支出增长变化图，结果显示每两年的设备支出一直在增长，**所以我们有理由相信 2021&2022 年的设备支出将大于 1600 亿美元**。过去几年的设备需求呈指数型增长，而随着 2D 框架下的微缩进度逐渐放缓，意味着需要更多的制程设备。**在行业发展的长久历史中，半导体设备的资本密集度平均达 12%，但由于高端技术不断复杂化和 2D 微缩的放缓，如今的半导体设备行业资本密集度高达 14%**。多个行业预测机构纷纷唱多半导体行业收入在 2030 年突破 1 万亿美元。未来如果资本密集度维持在目前 14% 的水平，那么 WFE 支出将会在 2030 年突破 1400 亿美元。市场上对目前的需求是持续的还是周期性的存有质疑声音，但我从客户处得知数据方面对于这个需求预测的可靠性，强劲需求增长在未来将大概率持续下去，近期主流晶圆厂大幅上修未来几年的资本支出计划也有力地加强了这一观点。我们对公司的发展前景感到前所未有的乐观，将因此产生的充足自由现金流回馈给投资者。

另外，公司还聚焦设备销售之外的业务增长。公司更多的软件订阅式收入来源于公司向客户提供更多的解决方案，并因此每年产生更多的自由现金流。**应用材料公司的服务支持收入中超 90% 为经常性软件服务与备品备件的收入**，在同行中处于最高水平。**2020 年服务支持收入获得 37 亿美元，且其中 60% 为长期订阅，续订率约为 90%。Q2 的长期订阅率更加强劲，近 70% 的备件服务订单来自于软件订阅用户，而且其中 50% 的用户订阅期为 3 年**。结合公司的全球服务业务(AGS)策略，在客户订阅量提升的推动下，能更好地以独特方式结合我们的技术向客户提供高附加值的解决方案和成果。同时，我们也在积极讨论在相近市场内重新部署我们的技术应用，用适当的投资来换取更丰厚的自由现金流，例如：在显示设备业务中，我们的 CVD、PVD、E-beam 等技术已经玻璃基板上得到应用。过去的几年内，公司都在加强对 OLED 领域的投资以应对下一波的热潮，例如可折叠智能手机、笔记本电脑、移动平板和电视机等终端的相关投资，而这些投资将助力增加自由现金流。**我们将致力于把 non-GAAP 运营利润率在下一季度提高至 20%，并且在特定的模型时间范围内达到 25%-30%**。

对于下一季度 2021Q3 的业绩展望

我们预计营业收入将增加至 57.2 亿美元-61.2 亿美元，中位数为同比增长 35%。预计 Q3 的 non-GAAP 每股收益 EPS 为 1.70 美元-1.82 美元，中位数为同比增长 66%。预计 Q3 的半导体设备收入为 42.5 亿美元，同比增长 46%；全球服务收入为 12.3 亿美元，同比增长 19%；同时，预计显示设备业务收入将达 4.15 亿美元。non-GAAP 毛利率将大致持平于 47.7%，较上年同期扩大 2.7 个百分点。预计 non-GAAP 运营支出提升至 9.30 亿美元，占营收比重将较上年同期下降 2.9 个百分点，且其中近 70% 将用于研发支出。预计 non-GAAP 税率约为 12%。

问答环节

1. **公司对今年 WFE 的预测有所上修并达到 700 亿美元区间上限，基于公司或整个行业生态向客户提供设备的能力，请问公司 2021 年全年业绩的增长指引？或者说公司在产能上或者交付时间上遇到瓶颈，有很多延续至明年的在手订单？**

与去年 612 亿美元规模相比，今年市场规模同比增长非常强劲，700 亿美元区间上限可能使得同比增长高达 27%-29%。对于公司整体发展，我们预计今年下半年业绩将优于上半年，而且 2022 年业绩也会继续增长。分业务来看，三大业务的业绩都会呈现出下半年优于上半年的态势，且 2022 年业绩也都会比 2021 年要好。我们在 3-4 个季度前便开始积极布局，加大投资力度，在行业景气度上升的趋势中保持积极的发展策略，以保证公司在硬件、产能和技术上保持竞争优势，并且积极协调供应商合作伙伴，以保证能充分满足所接触到客户对公司创新产品的所有需求。我们对在此环境下保持公司的领先地位感到非常乐观，对于今年下半年直至 2022 年，我们的业务都将会保持增长。

2. 公司硅业务的运营利润率为 39.1%，为该业务 2007 年 6 月以来的最佳业绩。随着 WFE 正持续上行至 2022 年甚至往后，我们应该如何看待设备行业往后的发展趋势？对于四月份投资者电话会议中所提到公司增长目标，先进技术的结合在其中扮演什么角色，未来将如何判断其发展趋势？

公司硅业务的成长是公司整体业务努力的缩影，本季度公司在整体毛利率上实现比去年同期扩大 3.1 个百分点，在背后则是公司把提高生产力、规范经营、提高运营效率作为公司运营核心所作出的努力。公司正全面采取数字化运营以确保公司在应对行业波动时表现得更加灵活敏捷，还有更多的工作需要去协调。但从目前业绩来看，之前所投入的准备工作正在使公司的运营效率逐渐提高：我们的运营利润率较上年同期扩大了 7 个百分点；半导体设备利润总是在一定程度上受到客户组合、产品组合、工厂产能等因素的影响，但无论是绝对值比较还是相对比较，都可以看到公司在该领域的强劲表现，相信半导体设备的向上发展能带动公司整体向好。当然，这些增长的驱动因素来源于创新，来源于能为投资者带来经济利益的创新能力和公司拥有行业内最广泛的领先技术组合。在 4 月份的投资者会议中也提到，公司将这些领先技术以独有的方式进行组合并为客户的高附加值难题和技术路线上的瓶颈带来解决方案，为客户创造更多的价值。所以我们将继续在技术上引领整个行业，将推动运营效率和规范经营，为客户带来更多的经济效益。

3. 公司的 DRAM 业务无论是环比或同比都在持续下滑，目前市场的产能也非常紧张，然而公司却预计今年会有大幅增长。请问在 DRAM 领域有什么驱动成长因素或 DRAM 业务对于 Q3 业绩将有什么贡献？或者说 DRAM 下半年的反弹将会比 Logic 或 NAND 更快？

那我们先从 2020 年开始讲起，后面再延伸至 2021Q2 甚至今年剩下的部分。在 2020 年我们谈及全球 WFE 市场会增长 17%-19%，DRAM 的增长速度会略高于该水平。鉴于此，我们的 DRAM 业务在 2020 年增长超 27%，接近 28%，并且远超过同行业其他竞争对手，2020 年 DRAM 业务的表现是非常不错的。对于三个月前，即上一季度业绩说明会，曾提到 DRAM 的业务处于蓄势待发的状态，所以我们预计在 Q2 后，随着客户增加 bit 的供应量以满足 DRAM 回暖的需求，DRAM 业务的反弹将会非常显著。所以 DRAM 业务在 Q2 的业绩正如我们三个月前或者说是六个月前的预判一致，我们认为 DRAM 行业在今年仍然处于蓄势待发的状态。另外，对于 DRAM 的主要变化，像在 Memory Master Class 上公司谈及的一样，部分超高速内存采取原本为逻辑客户开发的并且应用材料公司拥有领先地位的独特工艺，数十亿市场空间被打开；而且公司的硬质光罩材料 Draco 在 DRAM 中实现电容微缩的新型图形化工艺也是应用材料公司的优势所在。随着客户对新结构 DRAM 产品的采用，DRAM 业务会继续跑赢市场的。

4. 目前很多半导体公司说产能紧缺更多体现在后段制程，请问目前 WFE 的持续上行更多由于产能紧缺等周期性原因，还是由比较复杂的长期性原因所驱动？

我们正处于这个行业长期增长趋势的早期阶段，对于这个话题已经讨论了好多年，到目前才真正有突破性进展，第三方研究机构也一致认为到 2030 年半导体市场规模将达到 1 万亿美元。需求的驱动因素比较广泛，在目前的第四波计算浪潮-数据型经济中，正在逐步从消费者终端转向更大型和宽泛的设备。到 2025 年，机器将产生 99% 的数据，而人类产生数据只占 1%。半导体行业需求历史首次与人口增长及其带来的消费者行为增长脱钩，并逐步挂钩设备、服务器、汽车终端、手机终端等。所以这是长期驱动的增长，而我们正处于这一过程的早期阶段。在这个背景下结合资本密集度正随时间而增加的情况，我认为市场发展前景非常具有吸引力，我们的 PPACT 发展策略将帮助公司在市场主要变动领域中占据领先优势。目前在汽车领域存在很多供应链安全的问题，但实际上我们正处于各行各业的转型早期，竞争格局的性质正变得完全不同，而半导体器件将会是所有竞争的基础。无论是我们的工作方式、学习方式、购物方式、交通出行还是今天讨论的汽车环节，未来要应用半导体的场景会变得比人们认识的要多，但更重要的是能提供更优质的电源管理、运算速度和低成本，这将成为各行各业新的竞争基础。对于应用材料公司来说，我们提及传统 2D 摩尔定律在几年前开始逐步失效，从 Trailing edge devices 到数据中心的高速计算的转变基础正是新材料、新结构、新的芯片互连方式、新工艺和新微缩方式的应用，公司也在努力推进新产品的市场推广争取更强的竞争优势。在国家层面上，各国也开始意识到半导体作为国际竞争基础的重要性。所以这是一个长期性发展趋势，远超大部分人的认知。

5. 公司 NAND 业务在 Q2 的业绩环比和同比均有提升, 对于提及 2021 年 NAND 业务增长将表现温和, 请问 NAND 业务是否为上半年业绩优于下半年? 对于 2021&2022 合计全球 WFE 将超 1600 亿美元, 对于 NAND 市场的增长该如何看待?

如果处于三个月前的上季度, 我们会说 NAND 的业绩将会是上半年优于下半年, 但三个月后截至目前, 我们对 NAND 的看法有所加强。在 Q2 的三大业务中, 逻辑代工和 DRAM 显著增长, 而 NAND 稍微有所增长。我们原本认为逻辑代工和 NAND 将会是下半年业绩优于上半年, 但 Q2 的 NAND 业绩表现强劲, 所以现在讨论 NAND 业务上半年还是下半年的业绩占优仍为时尚早, 我们只能预计全年增长速度会偏温和。对于 2021 年及 2022 年合计 WFE 的构成, 2021 年将会是逻辑代工占比超 55%, 而存储占比低于 45%, 这比例将持续至 2022 年。今年整个市场增长为 27%-29%, 逻辑代工增长远超市场水平, DRAM 增长与市场水平持平, 而 NAND 增长远低于市场水平。我认为这三个市场在明年都会有非常强劲的输出, 整个行业也会有上行趋势, 但分设备类型来塑造明年的业绩期望还为时尚早, 需要继续观望客户在接下来几个季度中的投资情况才能有展望轮廓。

6. 对于公司的显示设备业务, LCD 部分的支出在疫情带动下大幅提升, 且在最近的 SID 显示大会中公司提及未来 OLED 和 micro-LED 的发展趋势, 请问明年显示设备的行业和业绩展望?

从商业角度来看, 今年显示设备业务将和我们的预期一致。我们在所参与的领域内做到很好的渗透, 并且对市场发展趋势有很好的解读, 预计 2021 年的显示设备业务状态将会和 2020 年保持一致。老一代 LCD 产能在市场中出现、市场需求的增加、环境保护的加强等三个因素叠加起来促进了面板价格的提升, 面板现货的价格上涨也能带来盈利的增加, 对我们来说是一件好事。OLED 屏幕正继续渗透到 5G 手机中, 且在手机终端中的渗透率整体呈上行趋势, 客户端也正逐步接受 OLED 下一步在 IT 行业、电视机行业、折叠手机行业等领域的发展态势, 整体来看趋势向好, 预计明年的投资力度会有所增加。另外, 我们将在今年结束后, 对之前为下一波 OLED 热潮和巩固公司地位所准备的投资方案和产品方案进行重新定位, 以增强现金流和盈利能力, 运营利润率将为 21%-23%, 直至 2023 和 2024 年运营利润率将达到 25%-30% 的区间。所以, 我们对于在 2022 年的市场空间和业绩展望感到非常乐观, 且伴随更高的盈利能力来回馈投资者。

7. 对于像 GAA(Gate-All-Around)一类的技术创新出现, 选择性刻蚀、导体刻蚀等关键技术中, 哪一项是更具盈利性的技术且能带来多少盈利空间?

客户们都在希望能有一种低能耗、高性能和性价比高的产品。在四月份的投资者会议中我们也提到正在推动的布线创新工艺(Wiring Innovation)能降低 50% 的布线成本, 和 GAA 一样都是目前行业生态内非常重要的技术。预计我们的布线创新工艺能为我们带来约 10 亿美元的增量空间。对于所提到的关键技术中, 外延、沉积(Epitaxial Deposition)和选择性刻蚀(Selective Removal)都是非常重要的技术, 而且我们正和所有先进制程的客户在 GAA 领域进行合作。另外, 我们在大量其他工艺技术上占据领先优势, 一旦 GAA 工艺开始大幅度量产, 这些工艺技术将会带来收入的飞速增长。无论是晶体管结构、布线工艺、Draco 新型材料、存储产品或者其他类型的创新, 这些技术有很多不同的变量而非常复杂, PPACt 中的 Time-to-market 和 E-beam 技术的领先优势都显得十分重要, 他们将这些技术的实施过程进行量测和记录, 最终大幅改善这类复杂技术的实施和驱动这类技术尽快推出市场。GAA 工艺也是可应用范围之一, 能够辨别出晶圆中断开的或者重叠的模块, 也可鉴别残留的锗等杂质(Residual Germanium), 可提升对整个结构的把控, 但目前来看机器学习的速度还比较基础和有限。综上所述, 我们在 GAA 工艺的核心技术中占据领先优势, 同时也在 E-beam 技术中占据优势并且可辐射至行业中其他的工艺当中。

8. 对于成熟制程中的逻辑代工和先进制程，公司上周曾预计 2021 年 ICAPS 业务将达到 30 多亿美元。但除了车用芯片和工业芯片的紧缺外，之后模拟芯片、MCU、电源管理芯片、MEMS 的供应-需求缺口扩大了 20%-40%，部分客户提到目前订单的交货期长达 1 年以上。请问公司是否有对 ICAPS 业务预期进行修正？或 2022 年 ICAPS 业务是否会有增长？

多年前公司已经看到了这个先进制程领域的机会，对公司业务团队进行重组并取得领先优势，推动公司在应对这一发展趋势中取得优异的表现。出于竞争原因，我不能透露的很详细，目前我们只宣称会达到 30 多亿美元，但 ICAPS 业务预计会远超 30 亿美元。公司有先进的技术和出于行业领先地位，从盈利结构来看，这也有利于公司整体利润增长，随着 ICAPS 业务的持续增长，公司将继续保持市场优势和推动市场的能力，使公司为投资者带来更多的增值。我们预计公司整体业务将会是下半年优于上半年，同时公司也有足够的能力推动向客户的产能交付，作为主要市场推动者并满足客户提高价值需求。综上所述，我们提前预料到这个发展趋势并积极布局，目前已成为公司业务中带来显著价值的业务板块。

9. 对于制程控制业务，得益于 PROVision™平台在市场上的成功，公司在 E-beam 技术领域拥有很高的市占率，但最近公司也推出了搭配 AI 功能的新光学检测设备。请谈谈 E-beam 和光学检测之间的竞争未来？客户对于两种不同技术给予了怎样的反馈？

先从公司的 PDC 业务说起。公司的 PDC 业务有两个聚焦领域，但更重要的是 PDC 加速了公司 PPACT 发展战略的数十亿美元增长空间。对于前面提到的 GAA 工艺在布线方面、存储方面和其他领域的应用，我们拥有行业内分辨率最高的 E-beam 平台，分辨率增强近 50%，可以看到市面上别的平台所看不到的缺陷和微观结构。同时，我们在成像速度上也占据优势，把缺陷处快速寻找出来并接入到其他制程当中。应用材料是业内唯一一家提供集单元制程、综合材料解决方案和先进 E-beam 技术为一体设备的公司，因此我们也看到了 PDC 业务加速增长的机会。在去年 25%增长的基础上今年 PDC 业务的增长将达到 50%，但这与公司内部其他业务的协同效应密不可分。回到光学检测业务，我们确实推出了新的 Enlight 平台，在先进制程代工客户中得到很强劲的需求，拥有多种技术结合的光学检测平台对于线路检测应用来说是非常划算的。在与多个研发领军人物的讨论中也得知，这个技术集成平台搭配高水平缺陷分辨率和 AI 功能的优势，在市场中具有很强的吸引力，客户对此概念应用支持度很高。但对于公司来说，E-beam 的领先优势更加重要，因为市场空间将会是目前最大的 PDC 竞争对手体量的 5 倍之多。我们已经在成像工艺有明显的领先优势，而我们也即将引入新的成像技术，以进一步加强公司在 PDC 领域的主导地位，与此同时，和 PPACT 中的 Time-to-market 的协同效应也是非常重要的。

10. 公司在中国地区的业绩以美元计价占营收的 1/3 并创下历史纪录，基于 NAND 的强劲发展势头，强劲业绩是否更偏向 NAND 业务？还是说多方面带动？

公司的中国区域业务在 Q2 表现得非常强劲，但这也是行业随时间推移的过程中会出现的结果，即部分季度业绩会优于其他季度，符合公司历史中发生的频率。中国本土市场生态正稳定温和地发展当中，从 200mm 到 300mm 的制程都有投资介入。其中，300mm 制程的投资涵盖了 NAND、DRAM、逻辑代工等所有设备类型。这不是由特定客户或者特定领域的投资所带动的，所以无论是从客户角度还是从市场角度来看，投资范围非常广泛。公司对目前在行业所处位置感到满意，随着业务的持续增长会做得更好。

11. 半导体行业正朝向 2030 年的 1 万亿美元规模前进，届时设备支出也将达到 1400 亿美元水平，请问能否在 5 年后看到 WFE 翻倍？对于摩尔定律逐渐失效并迎来行业转向 PPACt 的进程中，应用材料占据了关键的优势起点。相比目前 700 亿美元的设备投资水平，2030 年的 1400 亿美元的投资额增加了 700 亿美元，请问这 700 亿美元将会投入什么领域内？或者说设备行业的高景气驱动因素是什么？

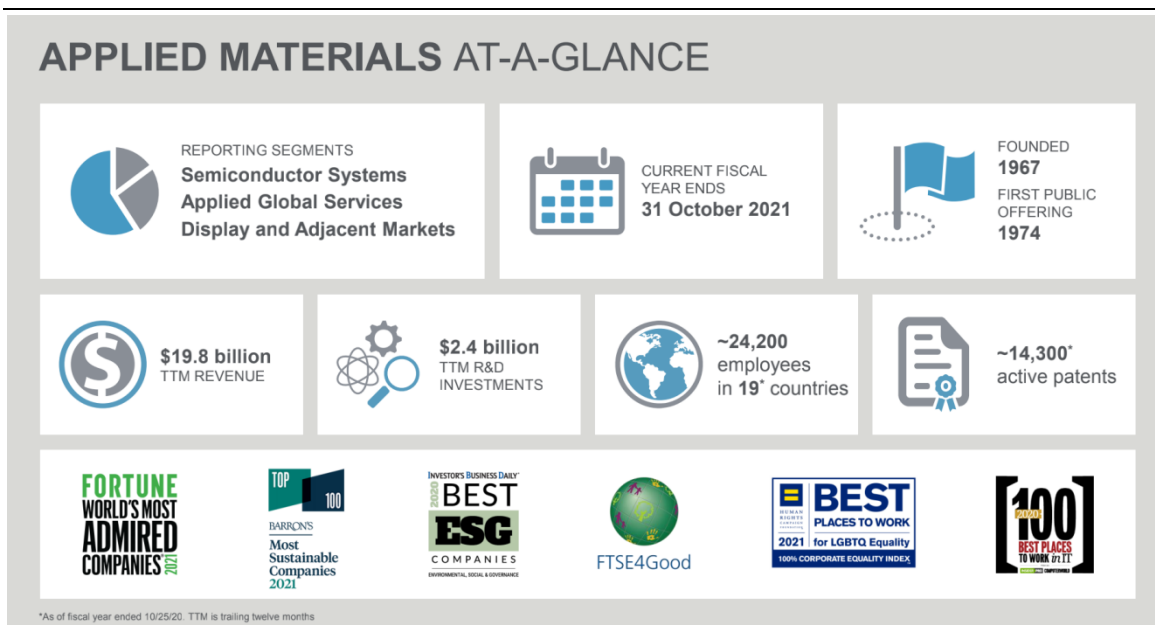
在与先进制程或 ICAPS 客户的长时接触下，对于市场未来的走向非常明确，目前在公众场合不方便透露。但可以明确的是，世界的经济发展正面临历史以来的最大一次科技技术转变，而半导体将会是其中的必争之地。随着数据化经济的推进，半导体领域的竞争将会围绕高效电源管理、高运算性能、高性价比等领域，并涉及节点到云计算等各方面。随着 5nm 向 3nm 及 2nm 技术的进步，客户将会慢慢接受摩尔定律正逐步失效并不适用于将来的发展形势，虽然 2D 微缩会继续推进，但不会成为未来电源管理和高性能发展进步的基础，发展进步的基础将转向材料科学和结构上的创新，如 GAA 工艺、布线成本减少 50%、超高速内存、在 DRAM 中引入逻辑工艺并形成新的芯片结构等。另外，我认为封装行业很重要但被低估了。公司拥有强劲的 PVD、CVD、CMP、电镀等设备，且公司是行业内唯一一家拥有全流程先进封装实验室的公司，在芯片与 Chiplet 或 IP 核互连的新机遇和公司充足准备的驱动下，2021 年公司的封装业务将会超过 8 亿美元。目前有大量的创新正在涌现，而封装则是行业内被人们低估的领域，无论是从竞争角度看还是 PPACt 发展战略来看，这些都会是我们在未来要关注的领域。未来的发展将围绕着 PPACt 进行，同时，公司也会注重发展 Alx 和 E-beam 来驱动 PPACt 中的 Time-to-market。

12. 基于 VLSI 给出的 2020 年 WFE 为 610 亿美元，公司 2020 年 SSD 收入为 121 亿美元，接近 WFE 的 20%。对于 2021 年 Q3 的 SSD 业绩展望为 2021 年上半年达 82 亿美元且下半年的业绩将优于上半年，则全年 SSD 业务收入为 165 亿美元-170 亿美元，接近今年 WFE 的 21.5%。比上年扩大了 1.5 个百分点，请问这 1.5 个百分点的扩大原因？请问公司的制程控制业务在今年的发展情况？公司对今年中国区域实现 100 亿美元 WFE 的预期是否有变动？

对于这个问题的回答需要参考 2020 年公司的业绩情况。2020 年半导体设备业务增长 26.5% 远高于当时市场的 18% 左右水平，新增了 0.6% 的市场份额，所以 2020 年达到 WFE 的 20.5%。所以前期提及 2021 年达到 21.5% 的市场份额，目前来看将远远超过这个数字。去年的逻辑代工业务几乎翻倍；DRAM 业务远超同行；NAND 业务也有所增长。在客户端无论是逻辑客户还是存储客户都看到了很多增长的机会。在终端市场同样也是需求很旺盛。在产品端，沉积设备、研磨、制程控制、封装等领域都有增加市场份额，导体刻蚀增加了 2.4 个百分点，CVD 增加了 2.2 个百分点，PVD、Epi、Thermal 都有增长的动能。行业正从摩尔定律失效转向 PPACt 战略，我们也将举办多场逻辑代工领域的 Memory Master Class，同时我们拥有业内最广泛的先进技术组合并以独特的方式结合起来，以解决客户的高附加值难题。所有的这些变化都在推动市占率的提升。在上季度所提到的是在中国市场将会比去年增加数十亿美元的投资涌入，中国市场的发展正与 WFE 的整体趋势保持一致。

附 2：单季度业绩 PPT

图表 1. AMAT 公司整体状况



资料来源：AMAT 2021 Q2 业绩电话会议展示材料，中银证券

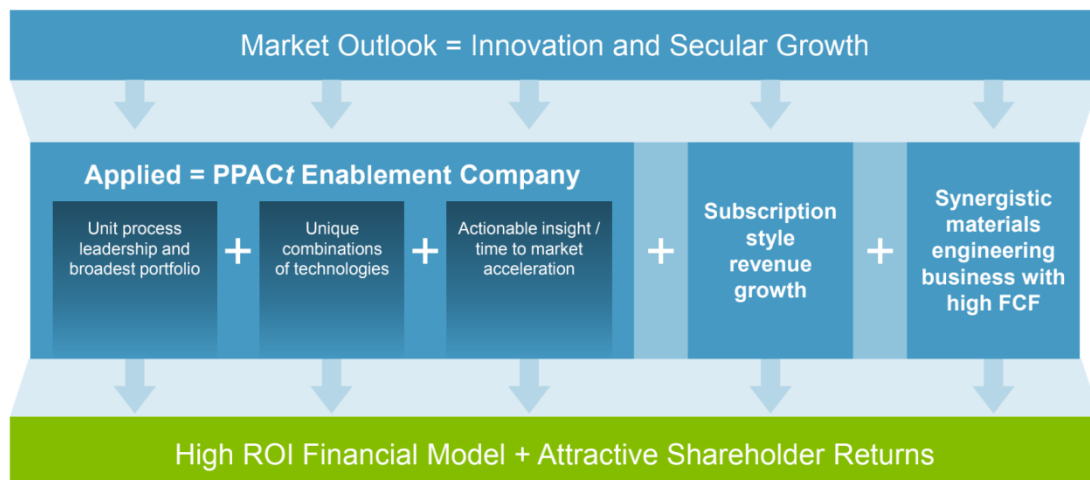
图表 2. AMAT 2021Q2 业绩亮点及未来展望



资料来源：AMAT 2021 Q2 业绩电话会议展示材料，中银证券

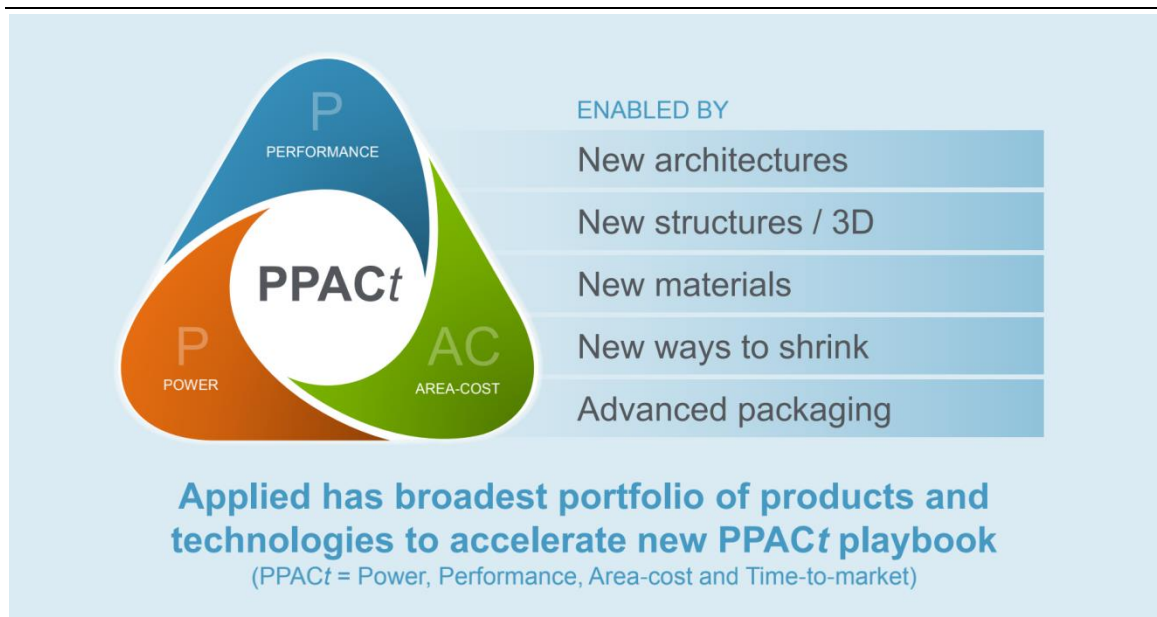
图表 3. AMAT 的公司定位及重点发展领域：关注设备销售以外的业务增长

Investment Thesis



资料来源：AMAT 2021 Q2 业绩电话会议展示材料，中银证券

图表 4. AMAT 的 PPACt 发展策略



资料来源：AMAT 2021 Q2 业绩电话会议展示材料，中银证券

图表 5. AMAT 2021 Q2 的主要运营业绩：营收同比增长 41%

Q2F21 Non-GAAP Financial Results

\$M, except EPS	Q2F20	Q1F21	Q2F21	Y / Y	Q / Q
Revenue	3,957	5,162	5,582	41%	8%
Gross Margin*	44.6%	45.9%	47.7%	310bps	180bps
Operating Income*	976	1,496	1,768	792	272
EPS*	\$0.89	\$1.39	\$1.63	\$0.74	\$0.24
Operating Cash Flow	635	1,421	1,187	552	(234)
Free Cash Flow**	564	1,300	983	419	(317)

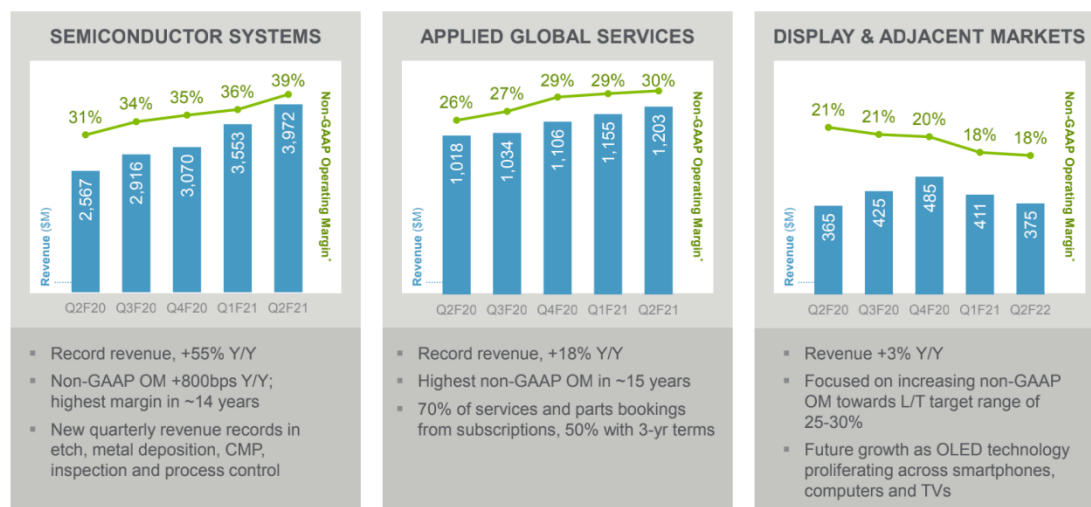
* For reconciliation of GAAP to non-GAAP results, see appendix of this presentation and non-GAAP reconciliation on the investor relations page at www.appliedmaterials.com

** Free cash flow = operating cash flow - net capital expenditures

资料来源：AMAT 2021 Q2 业绩电话会议展示材料，中银证券

图表 6. AMAT 三大业务的季度业绩表现：半导体系统&AGS 的运营利润率创 14/15 年期季度新高

Q2F21 Segment Results



* For reconciliation of GAAP to non-GAAP results, see appendix of this presentation and non-GAAP reconciliation on the investor relations page at www.appliedmaterials.com

资料来源：AMAT 2021 Q2 业绩电话会议展示材料，中银证券

图表 7. AMAT 季度流动性主要指标：2021Q2 恢复 7.5 亿美元的股票回购

Liquidity and Uses of Capital

CASH AND INVESTMENTS (\$M)	Q2F20	Q3F20	Q4F20	Q1F21	Q2F21
Cash and cash equivalents*	5,281	4,350	5,351	6,213	6,305
Short-term investments	423	406	387	410	460
Long-term investments	1,678	1,538	1,538	1,601	1,569
Total cash and investments	7,382	6,294	7,276	8,224	8,334
Short-term and long-term debt* Ratings (Moody's / S&P): A2 / A-	6,815	5,447	5,448	5,449	5,450
CAPITAL RETURNS (\$M)					
Share repurchases	(199)	(200)	(50)	—	(750)
Cash dividends	(193)	(202)	(200)	(201)	(202)

* Q2F20 includes \$1.5 billion cash drawn under revolving credit facility

资料来源：AMAT 2021 Q2 业绩电话会议展示材料，中银证券

图表 8. AMAT 对下一季度 2021Q3 的业绩展望

Business Outlook

THIRD QUARTER Fiscal 2021		
OUTLOOK	Total Revenue	~\$5.92 billion ± \$200 million
	Non-GAAP EPS	~\$1.76 ± \$0.06
SEGMENT REVENUE	Semiconductor Systems	~\$4.25 billion
	Applied Global Services	~\$1.23 billion
	Display and Adjacent Markets	~\$415 million
OTHER	Non-GAAP Gross Margin	~47.7%
	Non-GAAP Operating Expenses	~\$930 million
	Non-GAAP Tax Rate	~12%

资料来源：AMAT 2021 Q2 业绩电话会议展示材料，中银证券

图表 9. AMAT 未来十年的社会责任实现规划及第三方评级认证

10-Yr Roadmap | Environmental and Social Responsibility

APPLIED'S OPERATIONS	SEMI INDUSTRY'S OPERATIONS	GLOBAL ELECTRONICS
1x	100x	10,000x
<p>On-track for 100% renewable energy in US by 2022 and globally by 2030</p> <p>Assessments underway to support science-based targets and TCFD by 2022</p> <p>Embedding 'Culture of Inclusion' across the company</p>	<p>Significant momentum and broad engagement with SUCCESS2030 supply chain initiative</p> <p>Strong collaboration with leading customers on 3x30 sustainability upgrades and new product features</p>	<p>PPACt engagements across ecosystem focus on energy-efficient devices and computing</p> <div style="border: 1px solid black; padding: 5px;"> <p>LATEST 3rd PARTY RATINGS</p> <p>CDP Climate B-</p> <p>CDP Supplier Engagement B</p> <p>MSCI AA</p> <p>Sustainalytics TOP RATED</p> </div>

Make Possible a Better Future

For more details, please refer to our 2019 Sustainability Report [here](#)

资料来源: AMAT 2021 Q2 业绩电话会议展示材料, 中银证券

图表 10. AMAT 部分 non-GAAP 盈利数据表 (未经审计)

UNAUDITED QTD RECONCILIATION OF GAAP TO NON-GAAP ADJUSTED RESULTS					
IN MILLIONS, EXCEPT PERCENTAGE	Q2F20	Q3F20	Q4F20	Q1F21	Q2F21
Non-GAAP Adjusted Gross Profit	\$ 1,749	\$ 1,955	\$ 2,130	\$ 2,349	\$ 2,653
Reported gross profit - GAAP basis	8	8	12	8	7
Certain items associated with acquisitions ¹	8	15	-	12	-
Certain incremental expenses related to COVID-19 ²	-	-	-	-	2
Other charges	-	-	-	-	-
Non-GAAP adjusted gross profit	\$ 1,765	\$ 1,978	\$ 2,142	\$ 2,369	\$ 2,662
Non-GAAP adjusted gross margin	44.6%	45.0%	45.7%	45.9%	47.7%
Non-GAAP Adjusted Operating Income					
Reported operating income - GAAP basis	\$ 932	\$ 1,108	\$ 1,283	\$ 1,283	\$ 1,579
Certain items associated with acquisitions ¹	13	12	16	13	12
Acquisition integration and deal costs	21	20	26	24	11
Certain incremental expenses related to COVID-19 ²	10	20	-	24	-
Severance and related charges ³	-	-	-	152	6
Deal termination fee	-	-	-	-	154
Other charges	-	-	-	-	6
Non-GAAP adjusted operating income	\$ 976	\$ 1,160	\$ 1,325	\$ 1,496	\$ 1,768
Non-GAAP adjusted operating margin	24.7%	26.4%	28.3%	29.0%	31.7%
Non-GAAP Adjusted Net Income					
Reported net income - GAAP basis	\$ 755	\$ 841	\$ 1,131	\$ 1,130	\$ 1,330
Certain items associated with acquisitions ¹	13	12	16	13	12
Acquisition integration and deal costs	21	20	26	24	12
Certain incremental expenses related to COVID-19 ²	10	20	-	24	-
Severance and related charges ³	-	-	-	152	6
Deal termination fee	-	-	-	-	154
Other charges	-	-	-	-	6
Realized loss (gain) on strategic investments, net	5	(8)	-	(2)	6
Unrealized loss (gain) on strategic investments, net	2	(5)	(7)	(6)	(26)
Loss on early extinguishment of debt	-	33	-	-	-
Other charges	-	-	-	-	6
Income tax effects related to intra-entity intangible asset transfers	16	67	10	20	17
Resolution of prior years' income tax filings and other tax items	(3)	(1)	(36)	(3)	(10)
Income tax effect of share-based compensation ⁴	8	12	13	(29)	6
Income tax effect of non-GAAP adjustments ⁵	(10)	(15)	(5)	(41)	(4)
Non-GAAP adjusted net income	\$ 817	\$ 976	\$ 1,148	\$ 1,282	\$ 1,509

FOOTNOTES:

- These items are incremental charges attributable to completed acquisitions, consisting of amortization of purchased intangible assets.
- Temporary incremental employee compensation during the COVID-19 pandemic.
- The severance and related charges primarily related to a one-time voluntary retirement program offered to certain eligible employees.
- GAAP basis tax benefit related to share-based compensation is being recognized ratably over the fiscal year on a non-GAAP basis.
- Adjustment to provision for income taxes related to non-GAAP adjustments reflected in income before income taxes.

资料来源: AMAT 2021 Q2 业绩电话会议展示材料, 中银证券

图表 11. AMAT 部分 non-GAAP 稀释每股收益数据表 (未经审计)

UNAUDITED QTD RECONCILIATION OF GAAP TO NON-GAAP ADJUSTED RESULTS					
IN MILLIONS, EXCEPT EPS	Q2F20	Q3F20	Q4F20	Q1F21	Q2F21
Non-GAAP Adjusted Earnings Per Diluted Share					
Reported earnings per diluted share - GAAP basis	\$ 0.82	\$ 0.91	\$ 1.23	\$ 1.22	\$ 1.43
Certain items associated with acquisitions	0.01	0.01	0.02	0.01	0.01
Acquisition integration and deal costs	0.02	0.02	0.02	0.02	0.01
Certain incremental expenses related to COVID-19	0.01	0.02	-	0.02	-
Severance and related charges	-	-	-	0.13	0.01
Deal termination fee	-	-	-	-	0.17
Realized loss (gain) on strategic investments, net	0.01	(0.01)	-	-	0.01
Unrealized loss (gain) on strategic investments, net	-	-	(0.01)	-	(0.03)
Loss on early extinguishment of debt	-	0.03	-	-	-
Income tax effects related to intra-entity intangible asset transfers	0.02	0.07	0.01	0.02	0.02
Income tax effect of share-based compensation	0.01	0.01	0.02	(0.03)	0.01
Resolution of prior years' income tax filings and other tax items	(0.01)	-	(0.04)	-	(0.01)
Non-GAAP adjusted earnings per diluted share	\$ 0.89	\$ 1.06	\$ 1.25	\$ 1.39	\$ 1.63
Weighted average number of diluted shares	923	922	921	925	927

资料来源: AMAT 2021 Q2 业绩电话会议展示材料, 中银证券

图表 12. AMAT 部分 non-GAAP 运营数据表 (未经审计)

UNAUDITED QTD RECONCILIATION OF GAAP TO NON-GAAP SEGMENT OPERATING RESULTS					
IN MILLIONS, EXCEPT PERCENTAGE	Q2F20	Q3F20	Q4F20	Q1F21	Q2F21
Semiconductor Systems Non-GAAP Adjusted Operating Income					
Reported operating income - GAAP basis	\$ 782	\$ 958	\$ 1,059	\$ 1,261	\$ 1,542
Certain items associated with acquisitions ¹	10	9	12	10	10
Acquisition integration and deal costs	-	1	2	(2)	-
Certain incremental expenses related to COVID-19 ²	6	14	-	12	-
Other charges	-	-	-	-	3
Non-GAAP adjusted operating income	\$ 798	\$ 982	\$ 1,073	\$ 1,281	\$ 1,555
Non-GAAP adjusted operating margin	31.1%	33.7%	35.0%	36.1%	39.1%
AGS Non-GAAP Adjusted Operating Income					
Reported operating income - GAAP basis	\$ 256	\$ 273	\$ 320	\$ 332	\$ 358
Certain incremental expenses related to COVID-19 ²	4	4	-	8	-
Other charges	-	-	-	-	1
Non-GAAP adjusted operating income	\$ 260	\$ 277	\$ 320	\$ 340	\$ 359
Non-GAAP adjusted operating margin	25.5%	26.8%	28.9%	29.4%	29.8%
Display and Adjacent Markets Non-GAAP Adjusted Operating Income					
Reported operating income - GAAP basis	\$ 75	\$ 83	\$ 95	\$ 65	\$ 65
Certain items associated with acquisitions ¹	3	3	3	1	1
Certain incremental expenses related to COVID-19 ²	-	1	-	1	-
Severance and related charges ³	-	-	-	8	-
Non-GAAP adjusted operating income	\$ 78	\$ 87	\$ 98	\$ 75	\$ 66
Non-GAAP adjusted operating margin	21.4%	20.5%	20.2%	18.2%	17.6%

¹ These items are incremental charges attributable to completed acquisitions, consisting of amortization of purchased intangible assets.
² Temporary incremental employee compensation during the COVID-19 pandemic.
³ The severance and related charges related to workforce reduction actions globally across the Display and Adjacent Markets business.

Note: The reconciliation of GAAP and non-GAAP adjusted segment results above does not include certain revenues, costs of products sold and operating expenses that are reported within corporate and other and included in consolidated operating income.

资料来源: AMAT 2021 Q2 业绩电话会议展示材料, 中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371