

## 半导体设备研究系列三

### ASML: Q1 业绩符合预期，订单增长较好，需求向上趋势不变

分析师：许兴军



SAC 执证号: S0260514050002



021-60750532



xuxingjun@gf.com.cn

分析师：王亮



SAC 执证号: S0260519060001



021-60750632



gfwangliang@gf.com.cn

请注意，许兴军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。

#### 核心观点：

- **ASML 披露 FY2020Q1 业绩，符合公司针对新冠疫情调整后的业绩指引。** ASML（阿斯麦）发布 FY2020 Q1 (Ended 2020/3/31, 下同) 业绩，实现营收 24.4 亿欧元，同比增 9%，环比减 40%，符合公司调整后的 24-25 亿欧元营收的指引（此前公司指引区间为 31-33 亿欧元，受疫情和产品升级影响公司延迟确认收入约为 8 亿欧元，含 5 亿欧元的 EUV、2 亿欧元的 DUV 和 1 亿欧元的安装服务）。实现毛利率 45%，同比上升 3.5 个百分点，环比下降 2.9 个百分点，符合调整后 45%-46% 的指引。实现归母净利润 3.91 亿欧元，同比增 10%，环比减 66%。
- **分业务来看，系统业务层面逻辑业务持续成长，存储业务回升，服务受产品升级影响收入确认存在延迟。** 公司 Net System 业务共实现营收 15.84 亿欧元，同比减 6%，环比减 49%，其中按下游划分 Logic 占比 73%，同比增 14%，反映出逻辑业务需求依然强劲；Memory 占比 27%，同比减 37%，连续第三个季度同比降幅收窄，反映出存储需求在回升。Net System 中按产品划分 EUV 占比 22%，同比减 6%，ArF-i 占比 52%，同比减 19%，主要受收入延迟确认导致，若将 5 亿欧元的 EUV 和 2 亿欧元的 DUV 加回，则简单估计二者的 YoY 会变为+128% 和+1%。另外，公司 Installed Base Management 业务实现营收 8.57 亿欧元，同比增 59%，环比减 5%，其中有 1 亿欧元的收入预计延迟至 Q2 确认，主要是因为某些产品的升级需要更长的时间，和新冠疫情关系不大。
- **分地区来看，中国大陆地区仍然持续向好。** 中国大陆地区营收占比 19%，同比增 19%，继 19Q4 转负为正后增速进一步上行，20Q1 由于公司向武汉地区的发货有所延迟，因此中国大陆营收不考虑疫情的实际增速要更高。
- **订单层面来看，公司 20Q1 订单强劲，需求依然持续向好，没有受到大的影响。** 公司 2020Q1 订单总金额为 30.85 亿欧元，创下近年来 Q1 单季度新高，同比增 121%，环比增 28%，其中 Logic 占比 66%，同比增 94%，环比增 7%，Memory 占比 34%，同比增 200%，环比增 108%。从订单数量来看，公司 2020Q1 共有订单 73 台，同比增加 39 台，环比增加 13 台。公司订单呈现强劲增长态势，公司认为这是需求的带动而非下游客户的补库存加速行为，没有看到需求端有发生下滑，5G/AI 等带来的数据中心/笔记本电脑/基础通信设施建设需求依然会较好增长，客户对前沿光刻和存储的需求仍然向好。同时公司表示供应链此前的一些问题现在均基本得到解决。
- **Q2 及全年由于疫情冲击不给正式指引，但预计二季度会有较好成长，全年目标没有发生太大变更。** 公司管理层预计一季度延迟确认的营收会有相当一部分在二季度反映，二季度收入增速可能环比会增长 50% 以上，且毛利率会大大提升。全年来看，公司出货 35 台 EUV 以及实现 34 亿美元的安装服务收入的目标依然没有变化。
- **数据来源：** 公司官网、季报和 Earning Call Transcripts。
- **风险提示：** 新冠病毒带来不确定性，行业景气度变化风险等。

#### 相关研究：

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

半导体观察系列四:ASML: Q2 业绩超预期，下半年指引乐观

2019-07-21

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人：蔡锐帆 cairuifan@gf.com.cn

# 每日免费获取报告

1. 每日微信群内分享**7+**最新重磅报告；
2. 定期分享**华尔街日报、金融时报、经济学人**；
3. 和群成员切磋交流，对接**优质合作资源**；
4. 累计解锁**8万+行业报告/案例，7000+工具/模板**

申明：行业报告均为公开整理，权利归原作者所有，  
小编整理自互联网，仅分发做内部学习。

限时领取【行业资料大礼包】，回复“2020”获取

手机用户建议先截屏本页，微信扫一扫

或搜索公众号**“有点报告”**

回复<进群>，加入每日报告分享微信群



(此页只为需要行业资料的朋友提供便利，如果影响您的阅读体验，请多多理解)

**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	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期		(元/股)	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
北方华创	002371	CNY	122.18	2020/03/05	买入	170.30	0.63	0.99	193.94	123.41	105.57	93.64	5.3	7.7
中微公司	688012	CNY	150.86	2019/11/26	买入	74.70	0.37	0.51	407.73	295.80	463.73	243.04	5.1	6.7

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

## 图表索引

表 1: ASML 2018 年初至今关键性季度财务数据 (单位: 百万欧元) .....	4
表 2: ASML 2018 年初至今 Segment 财务数据 1 (单位: 百万欧元) .....	5
表 3: ASML 2018 年初至今 Segment 产品数据 2 (单位: 百万欧元) .....	5
表 4: ASML 2018 年初至今 Segment 产品数据 3 (单位: 百万欧元) .....	7
表 5: ASML 2018 年初至今 Segment 产品数据 4 (销量单位为台, ASP 单位为百万欧元) .....	8
表 6: ASML 2018 年初至今订单数据 (数量单位为台, 其余单位为百万欧元) ..	9

**表1：ASML 2018年初至今关键性季度财务数据（单位：百万欧元）**

项目	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	Q1 指引
<b>利润表</b>										
收入	2,285	2,740	2,776	3,143	2,229	2,568	2,987	4,036	2,441	2400-2500
YoY	18%	30%	13%	23%	-2%	-6%	8%	28%	9%	
QoQ	-11%	20%	1%	13%	-29%	15%	16%	35%	-40%	
毛利	1,114	1,187	1,336	1,393	928	1,105	1,306	1,940	1,101	N/A
YoY	20%	25%	27%	20%	-17%	-7%	-2%	39%	19%	
QoQ	-4%	7%	13%	4%	-33%	19%	18%	49%	-43%	
毛利率	49%	43%	48%	44%	42%	43%	44%	48%	45%	45%-46%
运营利润	642	689	818	816	334	494	686	1,277	427	N/A
YoY	20%	24%	25%	9%	-48%	-28%	-16%	56%	28%	
QoQ	-14%	7%	19%	0%	-59%	48%	39%	86%	-67%	
运营利润率	28%	25%	29%	26%	15%	19%	23%	32%	17%	
归母净利润	540	584	680	788	355	476	627	1,134	391	N/A
YoY	19%	25%	22%	22%	-34%	-18%	-8%	44%	10%	
QoQ	-16%	8%	17%	16%	-55%	34%	32%	81%	-66%	
净利率	24%	21%	25%	25%	16%	19%	21%	28%	16%	
<b>资产负债表</b>										
总资产	18,644	18,739	19,458	21,676	20,361	20,034	20,699	22,630	23,278	N/A
YoY	8%	8%	11%	19%	9%	7%	6%	4%	14%	
QoQ	3%	1%	4%	11%	-6%	-2%	3%	9%	3%	
净资产	11,062	10,822	11,154	12,942	11,966	11,545	12,071	12,592	12,525	N/A
YoY	8%	8%	8%	20%	8%	7%	8%	-3%	5%	
QoQ	3%	-2%	3%	16%	-8%	-4%	5%	4%	-1%	
资产负债率	41%	42%	43%	40%	41%	42%	42%	44%	46%	
存货	3,232	3,218	3,403	3,440	3,765	3,914	3,895	3,809	4,345	N/A
YoY	8%	3%	13%	16%	17%	22%	14%	11%	15%	
QoQ	9%	0%	6%	1%	9%	4%	0%	-2%	14%	
<b>现金流量表</b>										
经营性净现金流	191	755	487	1,646	-481	100	69	3,588	-606	N/A
YoY	-213%	42%	22%	56%	-352%	-87%	-86%	118%	26%	
QoQ	-82%	295%	-35%	238%	-129%	-121%	-30%	5070%	-117%	
资本开支	-135	-135	-134	-205	-234	-140	-197	-315	-242	N/A
YoY	209%	121%	37%	32%	73%	3%	47%	54%	4%	
QoQ	-13%	0%	-1%	52%	14%	-40%	41%	60%	-23%	

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1 (单位: 百万欧元)**

Segment	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
<b>按下游拆分:</b>									
<b>Net System</b>									
收入	1,668	2,087	2,081	2,424	1,689	1,851	2,326	3,131	1,584
YoY	37%	51%	14%	24%	1%	-11%	12%	29%	-6%
QoQ	-15%	25%	0%	17%	-30%	10%	26%	35%	-49%
Percentage	73%	76%	75%	77%	76%	72%	78%	78%	65%
<b>Installed Base Management</b>									
收入	617	654	696	718	540	717	661	906	857
YoY	-15%	-9%	11%	19%	-13%	10%	-5%	26%	59%
QoQ	2%	6%	6%	3%	-25%	33%	-8%	37%	-5%
Percentage	27%	24%	25%	23%	24%	28%	22%	22%	35%
总收入	2,285	2,740	2,776	3,143	2,229	2,568	2,987	4,036	2,441
其中 Net system 按下游拆分:									
<b>Logic</b>									
收入	434	960	874	1,455	1,013	1,129	1,837	2,598	1,156
YoY	N/A	N/A	N/A	58%	134%	18%	110%	79%	14%
QoQ	-53%	121%	-9%	66%	-30%	11%	63%	41%	-56%
Percentage	26%	46%	42%	60%	60%	61%	79%	83%	73%
<b>Memory</b>									
收入	1,234	1,127	1,207	970	676	722	488	532	428
YoY	N/A	N/A	N/A	-6%	-45%	-36%	-60%	-45%	-37%
QoQ	19%	-9%	7%	-20%	-30%	7%	-32%	9%	-20%
Percentage	74%	54%	58%	40%	40%	39%	21%	17%	27%
<b>NetSystem 总收入</b>	<b>1,668</b>	<b>2,087</b>	<b>2,081</b>	<b>2,424</b>	<b>1,689</b>	<b>1,851</b>	<b>2,326</b>	<b>3,131</b>	<b>1,584</b>

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2 (单位: 百万欧元)**

Segment	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
<b>按地区拆分:</b>									
<b>Taiwan</b>									
收入	50	376	624	485	726	851	1,256	1,784	475
YoY	-83%	0%	49%	-14%	1352%	127%	101%	268%	-35%
QoQ	-91%	651%	66%	-22%	50%	17%	48%	42%	-73%
Percentage	3%	18%	30%	20%	43%	46%	54%	57%	30%

Korea									
收入	851	730	687	630	422	481	256	313	459
YoY	150%	3%	11%	1%	-50%	-34%	-63%	-50%	9%
QoQ	36%	-14%	-6%	-8%	-33%	14%	-47%	22%	47%
Percentage	51%	35%	33%	26%	25%	26%	11%	10%	29%
China									
收入	334	396	375	436	253	222	163	438	301
YoY	6%	377%	157%	148%	-24%	-44%	-57%	0%	19%
QoQ	90%	19%	-6%	17%	-42%	-12%	-27%	169%	-31%
Percentage	20%	19%	18%	18%	15%	12%	7%	14%	19%
USA									
收入	83	396	104	776	253	185	605	376	238
YoY	-14%	186%	-70%	231%	204%	-53%	481%	-52%	-6%
QoQ	-64%	375%	-74%	646%	-67%	-27%	227%	-38%	-37%
Percentage	5%	19%	5%	32%	15%	10%	26%	12%	15%
Europe									
收入	334	83	42	—	—	56	—	—	—
YoY	243%	51%	-85%	N/A	N/A	-33%	N/A	N/A	N/A
QoQ	42%	-75%	-50%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Percentage	20%	4%	2%	N/A	N/A	3%	N/A	N/A	N/A
Japan									
收入	—	83	187	73	17	56	47	125	63
YoY	N/A	503%	929%	-7%	N/A	-33%	-75%	72%	275%
QoQ	N/A	N/A	124%	-61%	-77%	229%	-16%	169%	-49%
Percentage	N/A	4%	9%	3%	1%	3%	2%	4%	4%
Rest of Asia									
收入	17	—	62	24	—	—	—	—	—
YoY	37%	N/A	N/A	-38%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
QoQ	-57%	N/A	N/A	-61%	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
EMEA									
收入	—	—	—	—	—	—	—	94	48
YoY	N/A								
QoQ	N/A	-49%							
Percentage	N/A	3%	3%						
NetSystem Total Revenue									
	1,668	2,087	2,081	2,424	1,689	1,851	2,326	3,131	1,584

数据来源：ASML公司官网，Bloomberg，广发证券发展研究中心

表4: ASML 2018年初至今Segment产品数据3 (单位: 百万欧元)

Segment	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
按产品拆分:									
<b>EUV</b>									
收入	117	667.68	520	582	372	759	744	908	348
YoY	N/A	201%	36%	19%	218%	14%	43%	56%	-6%
QoQ	-76%	472%	-22%	12%	-36%	104%	-2%	22%	-62%
Percentage	7%	32%	25%	24%	22%	41%	32%	29%	22%
<b>ArF Immersion</b>									
收入	1,201	1,022	1,207	1,382	1,013	759	1,186	1,753	824
YoY	33%	15%	5%	26%	-16%	-26%	-2%	27%	-19%
QoQ	10%	-15%	18%	15%	-27%	-25%	56%	48%	-53%
Percentage	72%	49%	58%	57%	60%	41%	51%	56%	52%
<b>KrF</b>									
收入	233	209	187	242	152	204	140	188	206
YoY	28%	67%	3%	24%	-35%	-2%	-25%	-23%	35%
QoQ	19%	-11%	-10%	29%	-37%	34%	-31%	35%	10%
Percentage	14%	10%	9%	10%	9%	11%	6%	6%	13%
<b>Metrology &amp;</b>									
收入	33	83	83	121	51	74	70	94	48
YoY	-45%	0%	53%	55%	52%	-11%	-16%	-23%	-6%
QoQ	-57%	150%	0%	46%	-58%	46%	-6%	35%	-49%
Percentage	2%	4%	4%	5%	3%	4%	3%	3%	3%
<b>ArF Dry</b>									
收入	67	83	62	73	68	37	163	125	111
YoY	10%	101%	72%	-7%	1%	-56%	161%	72%	64%
QoQ	-15%	25%	-25%	17%	-7%	-45%	340%	-23%	-11%
Percentage	4%	4%	3%	3%	4%	2%	7%	4%	7%
<b>I-line</b>									
收入	17	21	21	24	34	19	23	63	48
YoY	37%	-25%	14%	24%	103%	-11%	12%	158%	41%
QoQ	-15%	25%	0%	17%	39%	-45%	26%	169%	-24%
Percentage	1%	1%	1%	1%	2%	1%	1%	2%	3%
<b>Net System 收入</b>	<b>1,668</b>	<b>2,087</b>	<b>2,081</b>	<b>2,424</b>	<b>1,689</b>	<b>1,851</b>	<b>2,326</b>	<b>3,131</b>	<b>1,584</b>

数据来源: ASML公司官网, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

**表5：ASML 2018年初至今Segment产品数据4（销量单位为台，ASP单位为百万欧元）**

Segment	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
<b>各产品销量</b>									
<b>EUV</b>									
销量	1	7	5	5	4	7	7	8	2
YoY	+1	+5	+1	+0	+3	+0	+2	+3	-2
QoQ	-4	+6	-2	+0	-1	+3	+0	+1	-6
ASP	117	95	104	116	93	108	106	113	174
YoY	N/A	-14%	9%	19%	-20%	14%	2%	-2%	88%
QoQ	19%	-18%	9%	12%	-20%	17%	-2%	7%	54%
<b>ArF</b>									
<b>Immersion</b>									
销量	21	19	22	24	17	13	21	31	16
YoY	+3	+3	+0	+4	-4	-6	-1	+7	-1
QoQ	+1	-2	+3	+2	-7	-4	+8	+10	-15
ASP	57	54	55	58	60	58	56	57	51
YoY	14%	-3%	5%	5%	4%	8%	3%	-2%	-14%
QoQ	4%	-6%	2%	5%	4%	-2%	-3%	0%	-9%
<b>KrF</b>									
销量	19	19	18	22	14	19	14	18	22
YoY	+0	+5	+0	+2	-5	+0	-4	-4	+8
QoQ	-1	+0	-1	+4	-8	+5	-5	+4	+4
ASP	12	11	10	11	11	11	10	10	9
YoY	28%	23%	3%	13%	-12%	-2%	-4%	-5%	-14%
QoQ	26%	-11%	-5%	6%	-1%	-1%	-7%	5%	-10%
<b>ArF Dry</b>									
销量	3	5	3	5	4	3	9	6	6
YoY	-1	+2	+1	+0	+1	-2	+6	+1	+2
QoQ	-2	+2	-2	+2	-1	-1	+6	-3	+0
ASP	22	17	21	15	17	12	18	21	18
YoY	46%	21%	14%	-7%	-24%	-26%	-13%	43%	9%
QoQ	42%	-25%	25%	-30%	16%	-27%	47%	15%	-11%
<b>I-line</b>									
销量	5	8	5	8	9	6	6	13	11
YoY	+2	+1	-4	+1	+4	-2	+1	+5	+2
QoQ	-2	+3	-3	+3	+1	-3	+0	+7	-2
ASP	3	3	4	3	4	3	4	5	4
YoY	-18%	-34%	106%	9%	13%	18%	-7%	59%	15%
QoQ	19%	-22%	60%	-27%	24%	-18%	26%	24%	-10%

数据来源：ASML公司官网，Bloomberg，广发证券发展研究中心

表6: ASML 2018年初至今订单数据 (数量单位为台, 其余单位为百万欧元)

Segment	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
<b>订单按下游分</b>									
订单总收入	2,442	1,952	2,200	1,587	1,399	2,828	5,111	2,402	3,085
YoY	29%	-18%	2%	-46%	-43%	45%	132%	51%	121%
QoQ	-17%	-20%	13%	-28%	-12%	102%	81%	-53%	28%
<b>logic</b>									
订单金额	1,392	878	792	1,270	1,049	1,895	3,731	1,898	2,036
YoY	20%	-38%	60%	-4%	-25%	116%	371%	49%	94%
QoQ	5%	-37%	-10%	60%	-17%	81%	97%	-49%	7%
Percentage	57%	45%	36%	80%	75%	67%	73%	79%	66%
<b>memory</b>									
订单金额	1,050	1,074	1,408	317	350	933	1,380	504	1,049
YoY	42%	13%	-15%	-80%	-67%	-13%	-2%	59%	200%
QoQ	-35%	2%	31%	-77%	10%	167%	48%	-63%	108%
Percentage	43%	55%	64%	20%	25%	33%	27%	21%	34%
<b>订单按新旧设备分</b>									
订单总数量	62	59	67	53	34	61	81	60	73
YoY	+7	+4	-3	-22	-28	+2	+14	+7	+39
QoQ	-13	-3	+8	-14	-19	+27	+20	-21	+13
<b>新设备</b>									
订单数量	55	52	62	43	32	50	78	57	72
YoY	+3	+3	-3	-25	-23	-2	+16	+14	+40
QoQ	-13	-3	+10	-19	-11	+18	+28	-21	+15
Percentage	89%	88%	93%	81%	94%	82%	96%	95%	99%
<b>旧设备</b>									
订单数量	7	7	5	10	2	11	3	3	1
YoY	+4	+1	+0	+3	-5	+4	-2	-7	-1
QoQ	+0	+0	-2	+5	-8	+9	-8	+0	-2
Percentage	11%	12%	7%	19%	6%	18%	4%	5%	1%

数据来源: ASML公司官网, Bloomberg, 广发证券发展研究中心

## 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，带领团队荣获2019年新财富电子行业第一名。

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	gfjf@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。

## 有点报告社群

分享8万+行业报告/案例、7000+工具/模版；  
精选各行业前沿数据、经典案例、职场干货等。



截屏本页，微信扫一扫或搜索公众号“有点报告”  
回复<进群>即刻加入