

台积电 (2330.TW) / (TSM.N)

2021 年展望稳健无虞

核心观点:

- **4Q20 业绩会可望释出乐观指引。**台积电将于 1 月 14 日召开 4Q20 业绩会, 我们看好公司将释出较市场预期佳的指引: (1) 受惠于 iPhone 12 系列以及苹果自研芯片 M1 的强劲投片, 台积电的 1Q21 营收环比跌幅可望小于以往季节性 (过去三年 1Q 营收环比下降 2-25%), 亦优于市场预期 6% 下滑; (2) 此外, 我们预期 2021 年资本支出计划将来到 200 亿美元 (+17% YoY), 优于市场预期的 180 亿美元。我们认为台积电如此积极的资本支出主要将用于 3 奈米、5 奈米及先进封装。
- **2021 年展望依旧正向。**如我们在 12 月 14 日出具的海外电子行业下游月报 (芯片供应、A14 放缓) 所提, 5 奈米的产能利用率在 A14 备货放缓之下, 将于 1H21 调整至 90% (对比 2H20 的 95-100%)。然我们认为这并不会对台积电的 2021 年营收获利造成重大影响, 主因: (1) 从 2Q21 开始, 5 奈米将陆续加入新客户的投片, 如 AMD 及高通, 且 iPhone 13 系列也将开始投片, 2H21 的产能利用率将回升; (2) 除了 5 奈米, 其他制程节点的产能利用率均维持高水位, 像是 7 奈米受益于 5G 手机及 HPC 应用, 产能利用率已来到 100-105%; 28 奈米则在 OLED DDI、WiFi 等芯片升级及转单效应下, 稼动率迅速爬升。而成熟制程节点亦在市场强劲需求下, 维持高稼动率。
- **估值与投资建议。**我们持续看好台积电在先进制程及先进封装的领先地位, 将使其拥有比竞争对手更多元的客户群。我们微调 2021 年归母净利润预估 1%, 主因高产能利用率可望减轻 5 奈米放量对整体毛利率的负面影响。考量到半导体行业仍处于上升周期, 我们采用 21 年每股盈餘 30 倍 (原 28 倍), 上修合理价值至 664.0 台币/股。对应美国发行 ADR (TSM.N), 合理价值为 118.6 美元/ADR。重申“买入”评级。
- **风险提示。**库存调整; 同业竞争。

盈利预测:

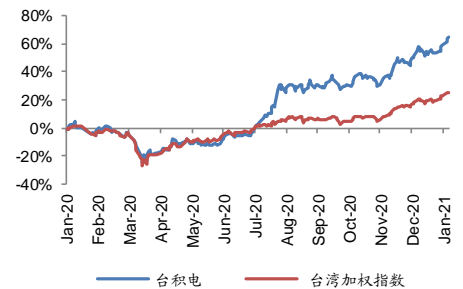
单位: 百万台币

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,031,474	1,069,985	1,340,871	1,521,742	1,671,923
增长率 (%)	6	4	25	13	10
归母净利润	351,131	345,264	512,194	574,019	616,112
增长率 (%)	2	(2)	48	12	7
EPS (元)	13.54	13.32	19.75	22.14	23.76
市盈率 (P/E)	40.5	41.2	27.8	24.8	23.1
市净率 (P/B)	8.5	8.8	7.4	6.4	5.6
ROE (%)	21.9	20.9	28.9	27.7	26.0

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心 (备注: 台币/美元汇率: 28.0)

公司评级	买入-TW/买入-US
当前价格	549.0 台币/112.8 美元
合理价值	664.0 台币/118.6 美元
前次评级	买入/买入
报告日期	2021-01-07

相对市场表现



分析师:

蒲得宇



SAC 执证号: S0260519030002



SFC CE No. BNO719



852-37602085

jeffpu@gfgroup.com.hk

相关研究:

台积电 (2330.TW) / (TSM.N): 5G + HPC 引领	2020-10-15
2021 年续创佳绩	
台积电 (2330.TW) / (TSM.N): 营收动能可望使市场预期进一步上修	2020-10-08
台积电 (2330.TW) / (TSM.N): 先进制程 + 先进封装: 持续惊艳市场	2020-09-22

图表索引

图 1: 全球半导体营收可望在 2021 年增长 8%	3
图 2: 台积电资本支出将持续上升	3
图 3: 全球六大晶圆厂制程节点量产时程表	4
图 4: 全球无厂半导体公司 - 存货周转天数	5
图 5: 12 个月远期 P/E	6
图 6: 12 个月远期 P/B	6

表 1: 2021 年盈利预测调整表	3
表 2: 全球主要 fabless 厂存货周转天数季度变化	4
表 3: 季度/年度利润表	5
表 4: 可比同业估值	6

一、公司经营数据及盈利预测

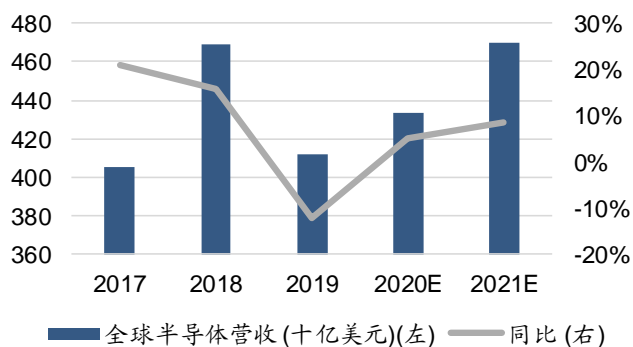
我们的2021年归母净利润预估较市场预期高2%，主因我们更乐观看待台积电的高产能利用率维持状况，以及营收扩张下的获利率提升幅度。

表 1：2021年盈利预测调整表

百万台币	广发预期	调整	彭博一致预期	差异
营业收入	1,521,742	0%	1,504,833	1%
毛利润	788,492	1%	780,226	1%
营业利润	628,194	1%	619,807	1%
税前利润	648,903	1%	635,609	2%
归母净利润	574,019	1%	563,077	2%
每股盈余(台币)	22.14	1%	21.71	2%
获利率				
毛利率	51.8%	0.4 pts	51.8%	(0.0)ppts
营业利润率	41.3%	0.5 pts	41.2%	0.1 pts
税前利润率	42.6%	0.4 pts	42.2%	0.4 pts
归母净利润	37.7%	0.4 pts	37.4%	0.3 pts

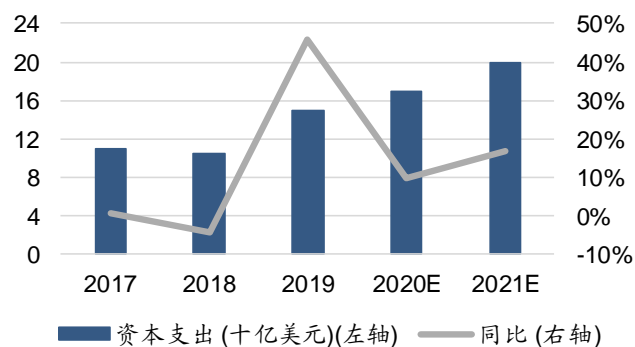
数据来源：彭博，广发证券发展研究中心

图 1：全球半导体营收可望在2021年成长8%



数据来源：WSTS，广发证券发展研究中心

图 2：台积电资本支出将持续上升



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图 3: 全球六大晶圆厂制程节点量产时程表

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017		2018		2019		2020		2021		2022	
							1H	2H	1H	2H	1H	2H	1H	2H	1H	2H	1H	2H
TSMC	28nm			20nm	16nm FinFET	10nm FinFET			7nm FinFET		7+nm FinFET EUV		5nm FinFET EUV	6nm FinFET EUV	5+nm FinFET EUV	4nm FinFET EUV	3nm FinFET EUV	
Samsung		28nm		20nm	14nm FinFET	10nm FinFET			8nm FinFET		7nm FinFET EUV		6nm FinFET EUV	5nm FinFET EUV	4nm FinFET EUV		3nm GAA EUV	
Intel	22nm FinFET			14nm FinFET							10nm FinFET		10+nm FinFET	10+nm FinFET	10+++nm FinFET			7nm FinFET EUV
UMC		28nm					14nm FinFET											
GF		28nm			14nm FinFET					12nm FinFET								
SMIC				28nm							14nm FinFET							

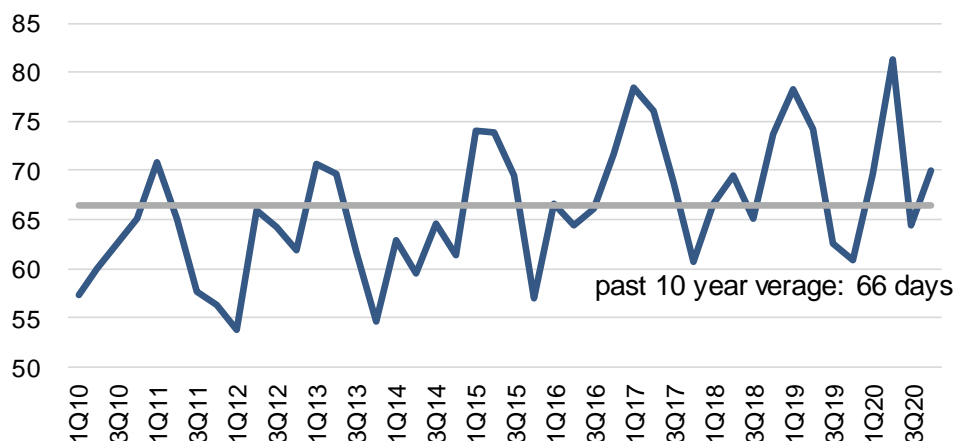
数据来源: 公司业绩会, DIGITIMES, IC Insights, 广发证券发展研究中心

表 2: 全球主要fabless厂存货周转天数季度变化

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20
Qualcomm	89	78	70	67	77	69	54	74	75	80	60	64	70	103	85
Broadcom	54	56	54	45	46	45	41	39	39	40	30	33	34	40	34
Nvidia	95	84	73	65	64	86	103	147	142	106	87	82	95	96	82
Mediatek	94	95	81	65	100	88	84	76	88	79	73	69	85	89	53
AMD	95	99	71	71	62	62	68	87	116	102	92	76	99	111	75
Marvell	71	67	66	64	67	162	95	95	79	72	88	82	71	67	67
Xilinx	111	103	106	116	114	109	96	104	107	107	104	124	122	114	114
Novatek	57	61	61	55	69	55	53	62	67	63	53	52	71	70	49
Synaptics	46	40	60	41	36	46	53	48	64	71	59	33	47	67	54
Realtek	75	94	94	80	75	87	92	82	86	87	79	73	82	92	55
Dialog	55	99	91	59	70	79	65	62	95	84	55	58	95	77	76

数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

图 4: 全球无厂半导体公司 - 存货周转天数



数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

*4Q20E 为广发预估

表 3: 季度/年度利润表

百万台币	2019	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2020E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2021E
营业收入	1,069,985	310,597	310,698	356,426	363,150	1,340,871	360,441	374,997	391,195	395,109	1,521,742
营业成本	-577,284	-149,821	-146,075	-165,933	-171,129	-632,957	-173,465	-182,470	-187,412	-189,903	-733,250
营业毛利率	492,702	160,777	164,624	190,493	192,021	707,915	186,976	192,527	203,783	205,207	788,492
营业费用	-120,001	-32,255	-33,529	-40,446	-40,102	-146,333	-38,361	-39,375	-41,076	-41,486	-160,298
营业利润	372,701	128,522	131,095	150,047	151,919	561,582	148,614	153,152	162,708	163,720	628,194
营业外收入	17,144	3,626	5,304	5,077	3,034	17,041	4,982	5,091	5,362	5,273	20,709
税前利润	389,845	132,147	136,399	155,124	154,953	578,623	153,596	158,243	168,070	168,993	648,903
少数股东损益	-80	-76	-70	-68	-58	-273	-63	-67	-65	-64	-260
所得税	-44,502	-15,084	-15,506	-17,746	-17,820	-66,156	-17,664	-18,198	-19,328	-19,434	-74,624
归母净利润	345,264	116,987	120,822	137,310	137,075	512,194	135,869	139,978	148,676	149,495	574,019
EPS (台币)	13.32	4.51	4.66	5.30	5.29	19.75	5.24	5.40	5.73	5.77	22.14
获利能力(%)											
毛利率	46.0%	51.8%	53.0%	53.4%	52.9%	52.8%	51.9%	51.3%	52.1%	51.9%	51.8%
营业利润率	34.8%	41.4%	42.2%	42.1%	41.8%	41.9%	41.2%	40.8%	41.6%	41.4%	41.3%
税前利润率	36.4%	42.5%	43.9%	43.5%	42.7%	43.2%	42.6%	42.2%	43.0%	42.8%	42.6%
归母净利润率	32.3%	37.7%	38.9%	38.5%	37.7%	38.2%	37.7%	37.3%	38.0%	37.8%	37.7%
成长能力(同比)											
营业收入	4%	42%	29%	22%	14%	25%	16%	21%	10%	9%	13%
营业利润	-3%	100%	72%	39%	22%	51%	16%	17%	8%	8%	12%
归母净利润	-2%	91%	81%	36%	18%	48%	16%	16%	8%	9%	12%
摊薄每股收益	-2%	91%	81%	36%	18%	48%	16%	16%	8%	9%	12%
营收拆分(%)											
晶圆代工	87%	87%	89%	89%	87%	88%	87%	87%	86%	85%	87%
其他	13%	13%	11%	11%	13%	12%	13%	13%	14%	15%	13%

数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

*4Q20E-4Q21E 为广发预估

三、估值与投资建议

我们使用市盈率 (P/E) 估值法, 因为我们认为台积电的获利表现较不会受稼动率影响而有巨幅波动, 盈利足以反映其股票价质。受益于5G手机渗透率提升、HPC的稳健需求以及车市的需求回暖, 我们乐观看待台积电在2021年的营收动能。考量到半导体行业仍处于上升周期, 我们将公司合理价值由28倍2021年每股盈余, 上调至30倍, 得出合理价值664.0台币/股。对应台积电在美国发行之ADR (TSM.N), 合理价值为118.6美元/ADR。维持“买入”评级。

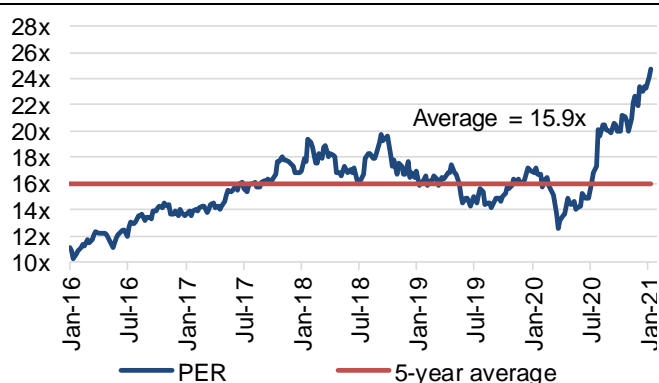
表 4: 可比同业估值

	股号	货币单位	股价单位	股价	市值 百万美金	EPS		EPS YoY (%)		P/E (倍)		P/B (倍)		ROE (%)	
						2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
台积电	2330 TT	台币	台币	549.00	508,802	19.75	22.14	48.3	12.1	27.8	24.8	7.4	6.4	28.9	27.7
同业															
三星电子	005930 KS	韩元	韩元	82,200	452,015	4,077	5,406	28.8	32.6	20.2	15.2	2.0	1.9	10.1	12.5
英特尔	INTC US	美元	美元	50.61	207,400	4.88	4.52	2.4	-7.5	10.4	11.2	2.6	2.4	25.9	25.4
中芯国际	981 HK	美元	港币	22.00	35,064	0.04	0.03	41.0	-40.1	67.6	113.5	3.4	3.3	5.2	3.0
联电	2303 TT	台币	台币	46.95	20,845	1.90	2.11	131.5	11.3	24.7	22.2	2.6	2.5	10.8	11.3
世界先进	5347 TT	台币	台币	113.00	6,619	3.79	4.80	5.9	26.6	29.8	23.6	6.2	5.7	20.9	25.4
华虹	1347 HK	美元	港币	43.40	7,254	0.07	0.04	-47.8	-41.0	84.8	143.6	3.1	3.1	3.7	2.1
平均								68.7	18.9	27.3	22.9	4.4	4.1	15.9	18.4

数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心 *股价为 2021/1/6 收盘价

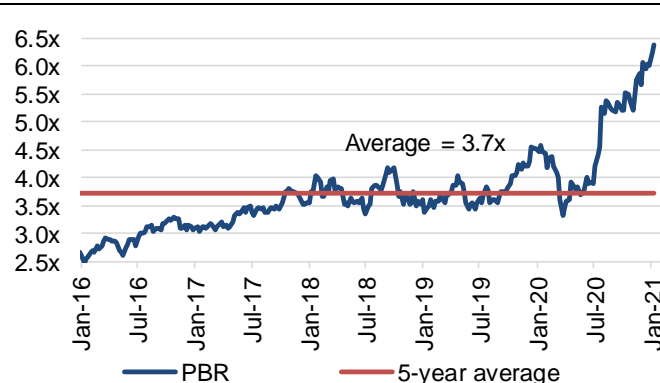
注: 其中台积电、中芯及华虹预测来自于广发证券发展研究中心, 其余均来自彭博一致预期

图 5: 12个月远期 P/E



数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

图 6: 12个月远期 P/B



数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

四、风险提示

库存调整。客户若因过高的库存水位而放缓在台积电下单的力道, 将影响台积电的产能利用率, 进而对营收及获利造成负面影响。

同业竞争: 若三星在5奈米的效能及良率提升都优于台积电, 将威胁到台积电部分订单, 此外三星3奈米的制程进度若比台积电快, 亦会影响台积电的接单状况。

资产负债表					
单位: 百万台币					
至12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	951,680	822,614	1,088,285	1,139,214	1,183,917
货币资金	577,815	455,399	673,747	683,179	697,053
应收及预付	129,198	139,771	165,313	188,136	207,657
存货	103,231	82,981	95,834	114,508	125,816
其他流动资产	141,436	144,463	153,391	153,391	153,391
非流动资产	1,138,448	1,442,191	1,676,976	1,931,511	2,196,915
长期股权投资	29,305	30,172	33,214	36,324	39,444
固定资产	1,072,050	1,352,377	1,570,230	1,827,880	2,096,388
无形资产	17,002	20,653	24,898	18,673	12,449
其他长期资产	20,091	38,989	48,634	48,634	48,634
资产总计	2,090,128	2,264,805	2,765,261	3,070,725	3,380,833
流动负债	340,543	590,736	586,258	591,545	598,282
短期借款	88,755	118,522	155,378	155,378	155,378
应付及预收	34,357	40,206	38,908	44,196	50,932
其他流动负债	217,431	432,007	391,972	391,972	391,972
非流动负债	72,089	51,974	259,064	259,064	259,064
长期借款	56,900	25,100	227,045	227,045	227,045
应付债券	-	-	-	-	-
其他非流动负债	15,189	26,874	32,019	32,019	32,019
负债合计	412,632	642,710	845,322	850,610	857,346
股本	259,304	259,304	259,304	259,304	259,304
资本公积	56,316	56,340	56,340	56,340	56,340
留存收益	1,361,198	1,305,767	1,603,390	1,903,567	2,206,938
库藏股	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	1,676,818	1,621,410	1,919,034	2,219,210	2,522,581
少数股东权益	679	685	905	905	905
负债和股东权益	2,090,128	2,264,805	2,765,261	3,070,725	3,380,833

利润表					
单位: 百万台币					
至12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,031,474	1,069,985	1,340,871	1,521,742	1,671,923
营业成本	-533,599	-577,284	-632,957	-733,250	-820,050
营业毛利	497,874	492,702	707,915	788,492	851,873
研发费用	-85,896	-91,419	-109,687	-122,100	-134,171
销售费用	-5,988	-6,349	-7,091	-7,763	-8,360
管理费用	-22,367	-22,233	-29,554	-30,435	-33,828
营业利润	383,624	372,701	561,582	628,194	675,514
财务费用	-3,051	-3,251	-5,912	-8,595	-8,595
利息收入	14,694	16,189	12,760	18,877	19,142
处分投资收益	-989	533	1,666	1,573	1,576
投资净收益	3,058	2,844	3,042	3,110	3,120
汇兑收益	2,438	2,095	47	-130	-144
其它营业外收入	-2,263	-1,267	5,438	5,873	5,851
税前利润	397,510	389,845	578,623	648,903	696,463
所得税	-46,326	-44,502	-66,156	-74,624	-80,093
少数股东损益	-54	-80	-273	-260	-258
归属母公司净利润	351,131	345,264	512,194	574,019	616,112
EBITDA	676,170	659,585	855,088	966,769	1,062,230
EPS (元)	13.54	13.32	19.75	22.14	23.76

现金流量表					
单位: 百万台币					
至12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	573,954	615,139	761,300	871,701	974,039
净利润	351,131	345,264	512,194	574,019	616,112
折旧摊销	292,546	286,884	293,506	338,575	386,716
营运资金变动	-31,942	15,525	-39,693	-36,209	-24,093
其它	-37,780	-32,535	-4,708	-4,683	-4,696
投资活动现金流	-314,269	-458,802	-514,888	-590,000	-649,000
资本支出	-315,582	-460,422	-504,712	-590,000	-649,000
其他	1,313	1,621	-10,176	0	0
筹资活动现金流	-245,125	-269,638	-20,503	-272,269	-311,165
银行借款	24,988	29,768	238,801	0	0
债券融资	-58,025	-34,900	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-212,088	-264,506	-259,304	-272,269	-311,165
汇率影响数	9862	-9114	-7562	-4944	0
现金净增加额	24,423	(122,415)	218,348	4,488	13,874
期初现金余额	553,392	577,815	455,399	673,747	683,179
期末现金余额	577,815	455,399	673,747	678,235	697,053

主要财务比率					
至12月31日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力(%)					
营业收入增长	5.5	3.7	25.3	13.5	9.9
营业利润增长	(0.5)	(2.8)	50.7	11.9	7.5
归属母公司净利润增长	2.3	(1.7)	48.3	12.1	7.3
获利能力(%)					
毛利率	48.3	46.0	52.8	51.8	51.0
营业利润率	37.2	34.8	41.9	41.3	40.4
ROE	21.9	20.9	28.9	27.7	26.0
ROIC	20.3	21.0	23.9	23.5	22.4
偿债能力					
资产负债率 (%)	19.7	28.4	30.6	27.7	25.4
净负债比率 (%)	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash	Net cash
流动比率 (x)	2.8	1.4	1.9	1.9	2.0
速动比率 (x)	2.5	1.3	1.7	1.7	1.8
营运能力 (x)					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	8.0	7.7	8.1	8.1	8.1
存货周转率	5.2	7.0	6.6	6.4	6.5
每股指标(台币)					
每股收益	13.54	13.32	19.75	22.14	23.76
每股经营现金流	22.13	23.72	29.36	33.62	37.56
每股净资产	64.67	62.53	74.01	85.58	97.28
估值比率 (x)					
P/E	40.5	41.2	27.8	24.8	23.1
P/B	8.5	8.8	7.4	6.4	5.6
EV/EBITDA	21.1	21.6	16.6	14.7	13.4

广发海外研究小组简介

欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师。

张静静：海外宏观首席分析师，南开大学理学硕士。曾任南华期货宏观策略研究副总监、天风证券固定收益部资深分析师。

蒲得宇：CFA，海外电子行业首席分析师。

杨琳琳：海外互联网行业首席分析师。

邓崇静：海外汽车行业资深分析师，英国兰卡斯特大学（Lancaster University）金融学硕士，从事汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。

周绮恩：海外电子分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4年台湾地区TMT行业研究及投资银行经验，2018年加入广发证券。

张晓飞：海外电子行业高级分析师，统计学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

郑家懿：海外电子分析师，台湾大学国际企业硕士，4年台湾地区电子行业研究经验，2019年加入广发证券。

马步云：海外医药行业高级分析师，清华大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

罗捷：约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018年加入广发证券发展研究中心。

朱国源：研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，外交学院经济学学士，2019年进入广发证券发展研究中心。

蔡俊韬：研究助理，新加坡国立大学硕士，2019年进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	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

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。