

恒安国际(1044 HK)投资者会议纪要

增长动能来自持续高端化和线上化；或提升派息率

恒安是受益于三大核心消费趋势（新消费升级、线上线下融合、国货崛起）的本土消费龙头。我们邀请管理层参加企业活动日，与投资者分享了公司近期在纸巾、卫生巾和纸尿裤三大业务方面的运营进展以及长期策略。相较受物流受阻拖累的一季度，公司二季度销售势能均有不同程度的提速（产品高端化和渠道补库存），公司维持 2020 年收入中单位数增长及净利润显著增长的指引，同时公司有意提升派息率。恒安将于 8 月中发布上半年业绩，其纸巾业务的竞争对手维达和中顺洁柔均已发布正面盈利预告。

- 业务进展。**
 - 1、卫生巾。**因整体市场趋于饱和（低单位数增长），恒安主要通过持续产品升级和高端化来保持市场第一占有率（公司数据： $>20\%$ ）。二季度销售显著回升，得益于升级产品和渠道补库存。同时，产品组合高端化的正面影响将化解化工原料价格波动（因口罩需求激增）的负面影响。
 - 2、纸巾。**二季度销售恢复不错，但未必足以抵消一季度弱势。公司指引下半年纸巾收入将提速，全年有望达到中单位数增幅，主要透过电商（销售占比约 20%）和新产品（例如：云感柔肤系列、杀菌湿巾、婴儿手口湿巾）拉动。同时，得益于木浆成本走低（上半年木浆成本同比和环比分别下降约 30%和 10%），2020 年纸巾毛利率将显著改善。
 - 3、纸尿裤。**成人纸尿裤（目前占纸尿裤业务销售比 20%，2019 年 15%）保持双位数快速增长，婴儿纸尿裤的销售动力则来自奇莫等高端线。
 - 4、费用率。**推广费用从 6 月开始加剧（推新为主）并会延续至下半年，公司希望通过精准投放，全年可以有 1 个点的费用率改善。
- 长期策略。**存量市场看市占率，增量市场看渗透率。恒安战略思路清晰，主要通过**高端化**锁定消费者。其近期与阿里巴巴的长期战略合作旨在更系统地获得销售终端的大数据，更好地了解消费者喜好，尤其在卫生巾这样渗透率饱和的品类。同时恒安会进一步**提升线上销售比例**，目前其卫生巾 10%来自线上（行业：15%），纸巾 20%（维达中国业务：37%），纸尿裤 45%（行业：60%）。此外，恒安对**通过并购延展品类**采取开放态度，包括女性护理、婴儿护理、长者护理、家居产品（目前家居产品只有垃圾袋和保鲜膜）领域，也会适时投资海外。
- 竞争对手。**维达已发布 2Q20 正面盈利预告，二季度收入同比有机增长 15%（1Q20：-12%），运营利润和净利润同比上涨 152%/154%（1Q20：+55%/65%）。中顺洁柔也指引上半年净利润会有 50-70%的增长，因疫情下消费者提升用纸频率、高毛利产品占比提高，以及原材料红利。预计恒安的纸巾业务亦将受惠于这三大因素。同时，**恒安有意提高现金派息率**（恒安以往水平已高达近 70%；维达：30%左右；中顺洁柔：不到 20%）。

王惟颖 CFA

消费分析师

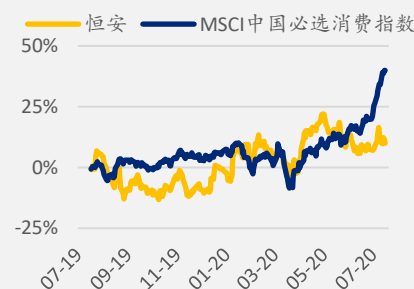
summer_wang@spdbi.com
(852) 2808 6433

2020 年 7 月 16 日

公司数据	未评级
最新股价 (港元)	62.40
52 周股价区间 (港元)	48.60-70.00
市值 (百万港元)	74,236
发行股数 (亿股)	1,190
自由流通比例	53%
管理层持股比例	42%
1 个月股价变化	1%
年初至今股价变化	12%
近 3 个月日均成交 (百万港元)	216
主营业务	纸清个护

资料来源：Bloomberg、浦银国际

恒安股价和行业指数变动比较



资料来源：Bloomberg、浦银国际

当前市场普遍预期

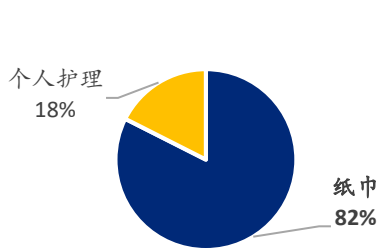
(百万人民币)	2019A	2020E	2021E
收入	22,493	24,164	25,972
收入增速	9.6%	7.4%	7.5%
毛利率	38.6%	39.0%	38.9%
净利润	3,908	4,247	4,485
净利率	17.4%	17.6%	17.3%
每股收益(人民币)	3.28	3.69	3.91
每股收益增速	4.4%	12.2%	6.2%
派息率	68.5%	66.9%	66.6%

资料来源：公司数据、Bloomberg 普遍预期、浦银国际

恒安、维达、中顺洁柔简单比较

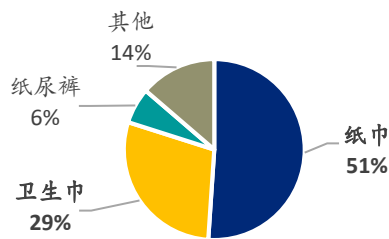
恒安(1044 HK)在中国家居个护行业的主要可比上市公司是维达(3331 HK)和中顺洁柔(002511 CH)。三家公司均有纸巾和不同程度的个人护理业务。恒安的个人护理业务(尤其是卫生巾)发展相对成熟,中顺洁柔则刚起步。

图表 1: 维达收入的品类结构



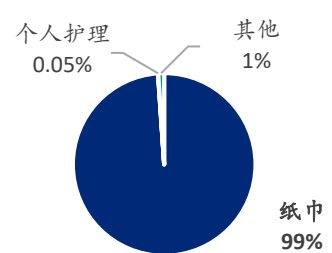
资料来源: 2019 年公司数据、浦银国际

图表 2: 恒安收入的品类结构



资料来源: 2019 年公司数据、浦银国际

图表 3: 中顺洁柔的品类结构

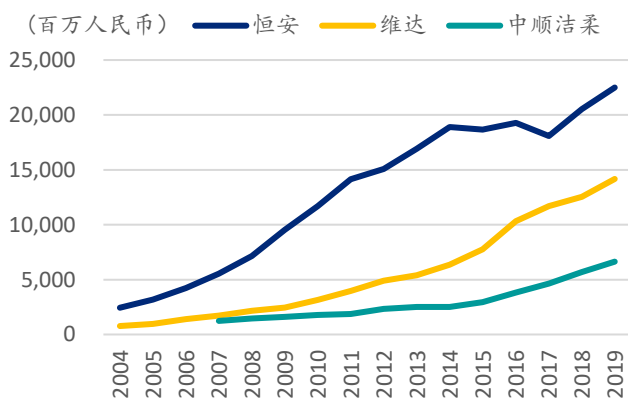


资料来源: 2019 年公司数据、浦银国际

整体收入规模, 恒安遥遥领先于维达和中顺洁柔, 得益于其业务最为多元化。2019 年恒安约有一半收入来自纸巾, 35%来自个人护理产品。维达通过收购爱生雅亚洲业务, 目前有 18%收入来自个人护理, 包括成人纸尿裤、婴儿纸尿裤和卫生巾。而中顺洁柔目前仍以纸巾为主。

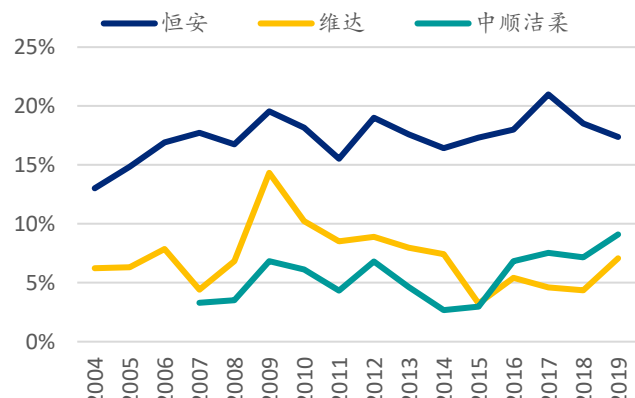
利润率方面, 三者中, 恒安利润率最高, 得益于业务多元化(卫生巾相较纸巾业务消费黏性高, 忠诚度高, 利润率丰厚)和规模效应。以纸巾为主的中顺洁柔和维达业绩受木浆成本变动影响更大, 业绩弹性/波动较大。今年至今, 中顺洁柔和维达股价均升超 100%, 也是和其业务偏重纸巾有关。但是, 成也萧何, 败也萧何。我们还是喜欢更少受制于大宗商品价格变动的业务模式。

图表 4: 恒安、维达、中顺洁柔 2004-19 年整体收入规模比较



资料来源: 公司数据、浦银国际

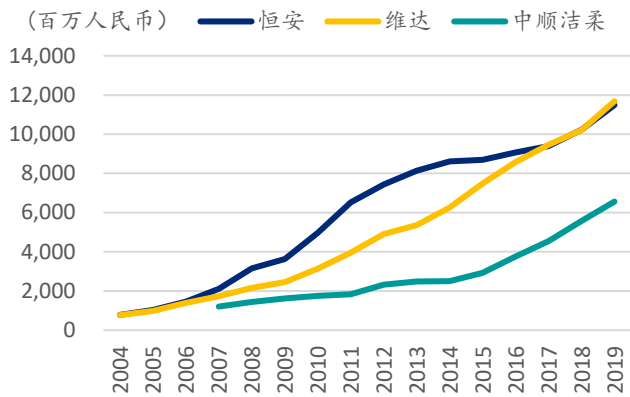
图表 5: 恒安、维达、中顺洁柔 2004-19 年整体净利润率比较



资料来源: 公司数据、浦银国际

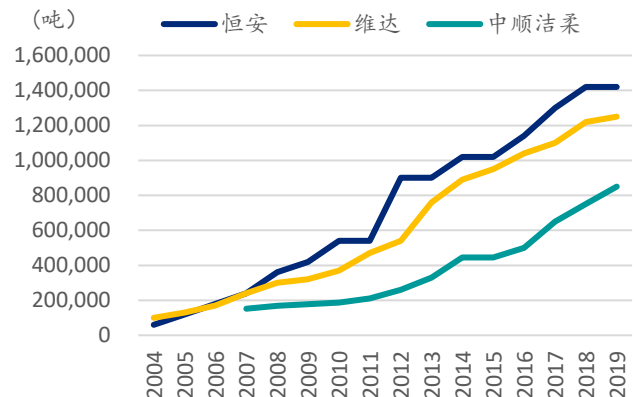
单看纸巾业务规模，近几年维达渐渐追赶上来，与恒安呈并驾齐驱之态势。但恒安凭借渠道改革、加强推新、以及销售模式变革，成功保住纸巾老大位置。中顺洁柔规模最小，但近年来通过产品持续高端化和渠道下沉，收入增幅最快。

图表 6: 恒安、维达、中顺洁柔 2004-19 年纸巾收入规模比较



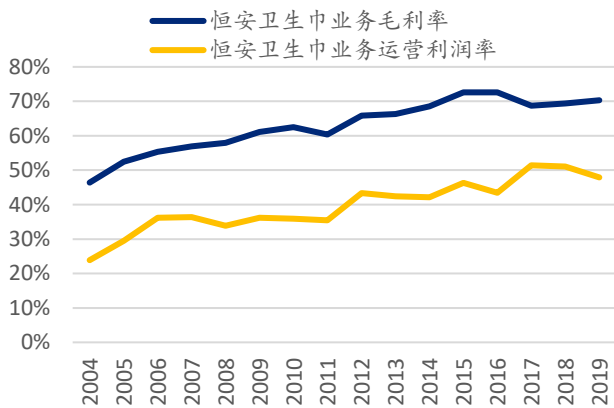
资料来源: 公司数据、中国生活用纸协会、浦银国际

图表 7: 恒安、维达、中顺洁柔 2004-19 年纸巾产能比较



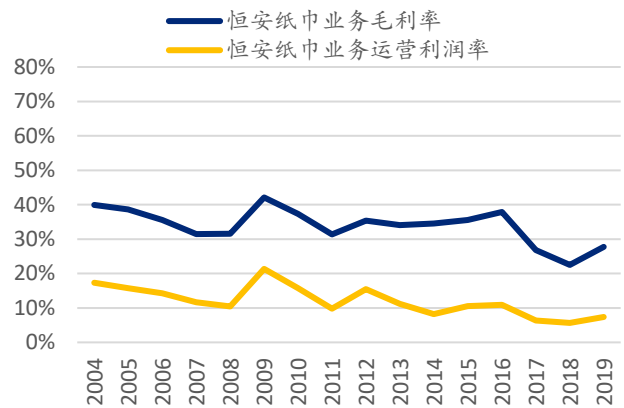
资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 8: 恒安 2004-19 年卫生巾业务利润率



资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 9: 恒安 2004-19 年纸巾业务利润率



资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 10: 维达股价变动



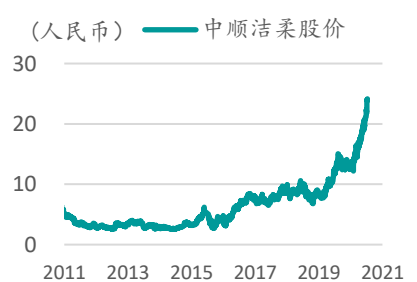
资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 11: 恒安股价变动



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 12: 中顺洁柔股价变动



资料来源: Bloomberg、浦银国际

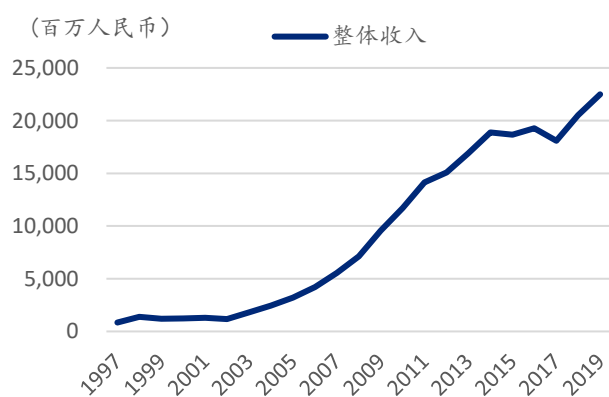
恒安国际背景

恒安是中国领先的生活用纸和个人卫生护理用品企业，成立于 1985 年，1998 年上市，2011 年成为恒指成分股。根据 Euromonitor 数据，恒安旗下“七度空间”品牌卫生巾自 2008 年以来一直位列中国市场占有率第一，其“心相印”纸巾和“安尔康”成人纸尿裤也多年位居中国市场第一。

恒安自 2016 年推出“平台化小团队”经营模式，2019 年进一步修缮提升，强调费用产出效率，亦鼓励小团队直接销售更多升级及高端产品予零售终端，提升新品和高毛利产品的销售贡献比例。

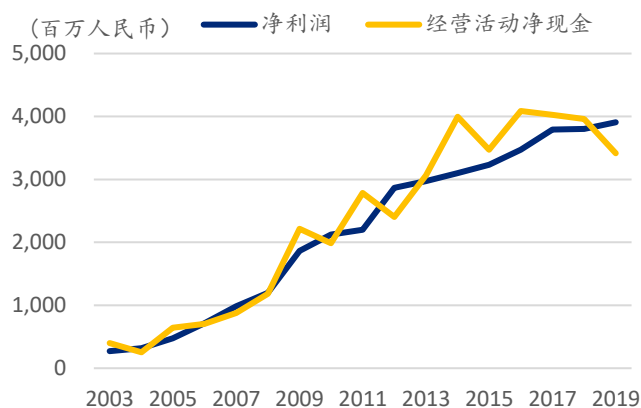
按渠道分，恒安目前约有 40% 销售来自经销商，25% 来自大型商超，近 20% 来自线上，5% 来自公司客户，余下约 10% 为原材料出售。

图表 13: 恒安 1997-2019 年收入规模



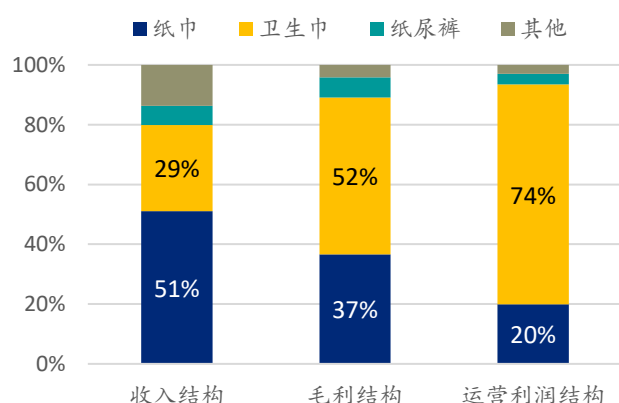
资料来源：公司数据、浦银国际

图表 14: 恒安 2003-19 年净利润和经营现金比较



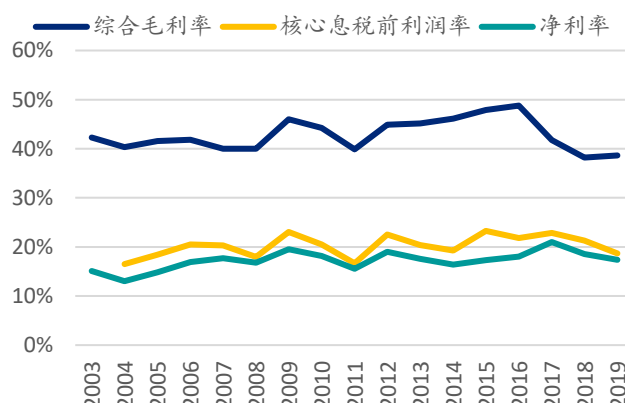
资料来源：公司数据、浦银国际

图表 15: 恒安 2019 年业绩结构；收入首要来自纸巾，利润主要来自卫生巾



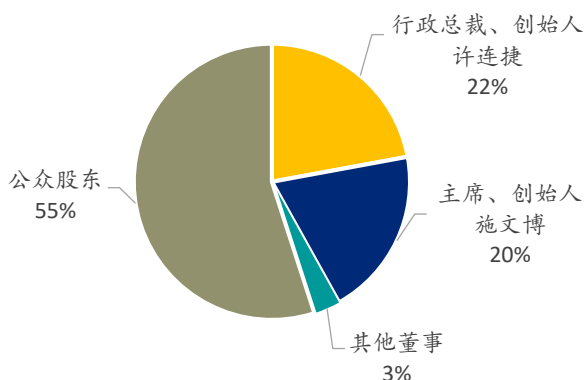
资料来源：公司数据、浦银国际

图表 16: 恒安 2003-19 年主要利润率趋势



资料来源：公司数据、浦银国际

图表 17: 恒安股东结构; 两位创始人持有公司 42% 股权



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 18: 恒安未来 12 个月预估市盈率; 中值 21 倍, 正负一个标准差分别为 25 倍和 17 倍



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 19: 2019 年中国市场消费者选择最多的十大快消品品牌; 恒安旗下心相印品牌纸巾凭借 3.62 亿次的消费者触及数, 位列中国快速消费品品牌前十, 并成为中国消费者选择最多的纸巾品牌

2019 年排名	公司/品牌	消费者触及数(百万)	渗透率(%)	消费者选择	消费者触及数增幅(%)
1	伊利	1,297	91.6	7.9	1.0
2	蒙牛	1,081	89.1	6.7	1.7
3	康师傅	826	81.0	5.7	-3.5
4	海天	566	75.7	4.2	8.1
5	双汇	430	60.7	3.9	-2.8
6	旺旺	426	64.1	3.7	-6.5
7	农夫山泉	408	63.2	3.6	9.9
8	立白	383	65.6	3.2	-1.4
9	光明	367	37.4	5.4	-6.3
10	恒安心相印	362	59.7	3.4	2.4

资料来源: Kantar 《2020 亚洲品牌足迹报告》

全球家居个护行业估值表

图表 20: 全球主要家居及个人护理公司估值表

消费行业	股票代码	市值 (US\$m)	收入增幅		市盈率		每股盈利增幅		股权回报率		息税前利润率		股息率		市净率	
			(%) CY19	(%) CY20E	(x) CY19	(x) CY20E	(%) CY19	(%) CY20E	(%) CY19	(%) CY20E	(%) CY19	(%) CY20E	(%) CY19	(%) CY20E	(x) CY19	(x) CY20E
中国																
恒安	1044 HK	9,576	9.6	7.1	17.0	15.2	4.1	12.0	22.6	23.1	25.3	25.8	4.0	4.4	3.8	3.5
维达	3331 HK	4,734	8.0	7.7	32.2	19.5	75.5	64.7	12.5	18.1	9.8	14.6	0.9	1.6	3.9	3.3
中顺洁柔	002511 CH	4,563	16.8	18.5	51.9	35.9	46.9	44.5	16.3	18.5	11.6	14.1	0.3	0.6	7.6	6.6
丸美	603983 CH	4,548	NA	11.3	57.9	54.7	NA	5.9	25.5	18.6	29.5	30.8	0.5	0.4	11.9	10.2
珀莱雅	603605 CH	4,529	32.3	25.1	80.4	65.2	36.1	23.3	21.1	20.4	14.8	15.1	0.4	0.4	15.5	13.1
家化	600315 CH	4,124	6.4	-0.7	51.8	59.8	2.5	-13.4	9.2	7.2	7.7	5.9	0.6	0.5	4.6	4.3
中值			9.6	9.5	51.9	45.3	36.1	17.6	18.7	18.5	13.2	14.8	0.5	0.5	6.1	5.4
全球																
宝洁	PG US	308,218	4.0	1.2	25.2	24.6	14.8	2.3	19.9	30.7	22.1	22.7	2.4	2.5	6.9	6.8
欧莱雅	OR FP	182,302	10.9	-3.6	37.0	39.8	9.3	-7.0	13.3	13.4	18.6	17.8	1.5	1.5	5.4	5.2
联合利华	UNA NA	140,272	4.8	-2.2	18.6	18.8	6.4	-1.6	45.8	47.6	19.1	18.8	3.5	3.5	9.2	8.8
雅诗兰黛	EL US	71,831	11.6	-13.1	33.4	50.8	21.1	-34.2	39.0	40.3	18.4	15.8	0.9	0.8	16.5	15.2
利洁时	RB/ LN	67,884	2.0	5.5	21.8	24.5	2.7	-10.8	-30.6	22.4	26.2	23.4	2.3	2.3	5.8	0.4
高露洁	CL US	63,974	1.0	0.5	26.4	25.9	-4.7	2.1	132.7	734.1	23.4	23.4	2.3	2.4	545.6	72.0
金佰利	KMB US	48,794	-0.2	0.6	20.8	19.1	4.2	9.0	-906.9	1,929.1	17.8	19.3	2.9	3.0	NA	118.1
花王	4452 JP	38,422	-0.4	-2.8	27.8	27.8	-2.4	0.0	17.6	16.9	14.6	14.5	1.5	1.6	4.8	4.5
高乐氏	CLX US	28,398	-1.8	11.6	35.4	31.4	5.6	12.9	127.5	143.5	18.2	18.5	1.8	1.9	42.6	32.9
尤妮佳	8113 JP	27,119	3.8	5.8	60.3	39.0	-25.3	54.8	10.1	14.5	12.7	14.7	0.6	0.7	5.9	5.4
资生堂	4911 JP	25,277	3.4	-17.8	36.7	84.5	19.8	-56.5	15.5	6.2	10.2	5.6	0.9	0.9	5.4	5.4
爱生雅	ESSITYB SS	22,380	8.8	-2.1	19.7	17.7	8.0	11.3	18.2	18.8	11.7	13.9	2.2	2.4	3.8	3.2
切迟杜威	CHD US	20,803	5.1	7.0	34.3	31.0	8.8	10.6	24.1	24.6	19.5	20.3	1.1	1.1	7.8	7.2
LG 生活健康	051900 KS	17,358	13.9	1.7	26.9	27.2	14.0	-1.1	17.8	17.9	15.3	15.1	0.8	0.9	4.7	4.8
爱茉莉太平洋	090430 KS	8,006	5.7	-11.5	42.5	52.8	-31.8	-19.4	4.5	4.3	7.7	5.5	0.6	0.6	2.1	2.3
小林制药	4967 JP	6,997	0.3	-4.2	37.4	36.7	7.0	1.9	11.3	10.9	16.2	15.9	0.8	0.8	4.1	3.9
贝亲	7956 JP	5,022	NA	NA	NA	47.3	NA	NA	22.8	16.6	NA	13.6	NA	1.6	8.2	7.5
芳珂	4921 JP	3,890	5.9	-6.4	35.7	44.7	20.6	-20.1	14.9	14.7	NA	11.6	1.0	1.1	5.9	5.4
大王制纸	3880 JP	2,087	0.9	0.1	12.7	14.7	718.9	-13.8	8.1	7.9	NA	NA	0.8	1.0	1.1	1.0
中值			3.9	-1.0	30.6	31.0	7.5	-0.6	17.6	17.9	18.0	15.8	1.3	1.5	5.8	5.4

资料来源: 彭博普遍预期 (截至 2020 年 7 月 16 日收盘)、浦银国际

中国快消品品牌估值表

图表 21: 中国主要快消品公司估值表

消费行业	股票代码	市值 (US\$m)	收入增幅		市盈率		每股盈利增幅		股权回报率		息税前利润率		股息率		市净率	
			(%) CY19	(%) CY20E	(x) CY19	(x) CY20E	(%) CY19	(%) CY20E	(%) CY19	(%) CY20E	(%) CY19	(%) CY20E	(%) CY19	(%) CY20E	(x) CY19	(x) CY20E
家居个护																
恒安	1044 HK	9,576	9.6	7.1	17.0	15.2	4.1	12.0	22.6	23.1	25.3	25.8	4.0	4.4	3.8	3.5
维达	3331 HK	4,734	8.0	7.7	32.2	19.5	75.5	64.7	12.5	18.1	9.8	14.6	0.9	1.6	3.9	3.3
中顺洁柔	002511 CH	4,563	16.8	18.5	51.9	35.9	46.9	44.5	16.3	18.5	11.6	14.1	0.3	0.6	7.6	6.6
丸美	603983 CH	4,548	NA	11.3	57.9	54.7	NA	5.9	25.5	18.6	29.5	30.8	0.5	0.4	11.9	10.2
珀莱雅	603605 CH	4,529	32.3	25.1	80.4	65.2	36.1	23.3	21.1	20.4	14.8	15.1	0.4	0.4	15.5	13.1
家化	600315 CH	4,124	6.4	-0.7	51.8	59.8	2.5	-13.4	9.2	7.2	7.7	5.9	0.6	0.5	4.6	4.3
中值			9.6	9.5	51.9	45.3	36.1	17.6	18.7	18.5	13.2	14.8	0.5	0.5	6.1	5.4
调味品																
海天	603288 CH	58,795	16.2	14.7	77.0	64.5	22.2	19.3	35.2	32.4	32.2	30.6	0.7	0.9	24.8	20.3
颐海	1579 HK	12,187	59.7	32.7	110.5	85.3	38.1	29.5	31.1	31.2	25.0	25.0	0.2	0.3	32.6	23.9
中炬高新	600872 CH	7,140	12.2	14.3	69.6	58.8	18.2	18.3	19.0	18.6	19.9	20.0	0.4	0.6	12.7	10.8
天味	603317 CH	4,757	NA	38.5	108.0	84.2	NA	28.2	19.9	16.5	17.3	14.9	0.3	0.5	18.0	14.0
涪陵榨菜	002507 CH	4,285	3.9	13.2	49.4	41.6	-8.3	18.7	22.7	21.5	36.1	36.0	0.8	0.7	10.4	8.8
千禾味业	603027 CH	3,189	27.2	27.3	109.2	74.2	-18.2	47.2	13.7	15.5	NA	18.1	0.3	0.3	13.6	12.0
恒顺醋业	600305 CH	2,773	8.2	14.3	59.8	51.2	6.4	16.9	15.1	14.2	18.6	18.9	0.8	0.7	8.6	7.7
中值			14.2	14.7	77.0	64.5	12.3	19.3	19.9	18.6	22.5	20.0	0.4	0.6	13.6	12.0
食品饮料																
康师傅	322 HK	9,750	2.1	2.9	25.8	22.0	16.2	17.1	17.0	15.5	9.0	8.2	2.4	4.1	3.5	3.5
旺旺	151 HK	9,513	-0.5	3.8	18.7	17.6	8.2	6.1	23.7	24.8	24.1	23.8	2.2	4.2	4.4	4.2
达利	3799 HK	8,302	2.5	2.1	15.2	14.7	3.7	3.2	24.2	23.5	19.9	21.5	3.5	4.7	3.6	3.4
桃李面包	603866 CH	5,190	16.8	15.4	53.2	43.1	6.7	23.4	19.1	20.4	NA	16.5	1.8	2.2	9.7	9.3
统一	220 HK	4,569	1.1	3.3	23.4	21.8	32.1	7.5	10.2	10.8	8.2	8.4	4.3	4.5	2.3	2.3
养元饮品	603156 CH	4,303	-8.4	-23.6	11.2	14.6	-0.3	-23.2	22.1	15.9	NA	NA	7.0	NA	2.4	2.5
维他奶	345 HK	4,062	2.8	1.0	56.2	55.0	-16.4	2.1	18.5	18.0	10.9	9.9	1.3	1.2	10.0	9.6
中值			2.1	2.9	23.4	21.8	6.7	6.1	19.1	18.0	10.9	13.2	2.4	4.1	3.6	3.5
休闲零食																
绝味食品	603517 CH	6,369	18.4	12.0	53.1	50.2	23.8	5.7	21.1	17.5	19.4	19.0	0.7	0.7	9.8	8.6
良品铺子	603719 CH	4,384	NA	16.5	80.5	74.9	NA	7.5	27.3	19.5	5.0	5.4	0.3	0.3	19.5	15.6
三只松鼠	300783 CH	3,983	NA	30.7	116.9	92.3	NA	26.6	15.9	12.5	3.2	3.1	0.0	0.3	14.7	13.4
洽洽食品	002557 CH	3,549	15.3	16.5	41.1	33.8	39.6	21.6	17.3	18.1	16.6	15.0	1.4	1.7	6.8	6.0
煌上煌	002695 CH	1,870	11.6	19.5	59.4	46.0	26.2	29.1	10.9	11.0	12.8	14.4	0.4	0.4	6.0	5.0
盐津铺子	002847 CH	1,833	26.3	39.6	96.2	54.7	80.7	75.7	18.1	23.3	NA	NA	0.5	0.5	15.9	12.8
周黑鸭	1458 HK	1,823	-0.8	-9.9	29.7	48.7	-22.3	-39.0	9.7	6.2	13.9	8.8	1.9	1.0	3.0	2.9
中值			15.3	16.5	59.4	50.2	26.2	21.6	17.3	17.5	13.4	11.6	0.5	0.5	9.8	8.6
乳业																
伊利	600887 CH	28,771	14.0	8.6	28.8	33.5	8.5	-14.2	25.7	22.1	8.8	7.1	2.4	2.1	7.5	7.0
飞鹤	6186 HK	17,538	NA	32.1	28.5	22.3	NA	28.2	41.8	32.0	35.3	41.5	1.3	1.6	9.4	7.0
蒙牛	2319 HK	17,172	14.6	-4.1	28.8	36.5	36.0	-21.1	15.1	10.4	6.1	4.9	0.6	0.6	4.1	3.8
健合	1112 HK	2,825	7.8	9.4	19.6	16.7	18.4	17.4	20.8	20.0	18.1	18.2	2.8	2.9	3.9	3.2
光明	600597 CH	2,671	7.5	6.0	37.2	35.7	46.4	4.4	9.0	8.9	4.8	5.3	0.9	0.9	3.3	3.1
三元	600429 CH	1,136	9.3	NA	59.0	NA	-25.0	NA	2.7	NA	NA	NA	0.5	NA	1.6	NA
中值			9.3	8.6	28.8	33.5	18.4	4.4	17.9	20.0	8.8	7.1	1.1	1.6	4.0	3.8

资料来源: 彭博普遍预期 (截至 2020 年 7 月 16 日收盘)、浦银国际

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“维持”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“增持”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“中性”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“减持”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本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。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。
- 4) 浦银国际证券分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员,亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。

浦银国际机构销售团队

黄路遥

jessie_huang@spdbi.com
852-2808 6466

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com
852-2808 6467

浦银国际控股有限公司

SPDB International Holdings Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼