



从极热回归理性，新能源汽车可以买了么？

如我们去年12月新能源汽车首次覆盖报告中的判断，新能源汽车车企的股价从今年的高位回落。短期内受到估值调整和供应链影响，我们依然维持谨慎的观点。但是，新能源车企长期高速发展没有变化，建议投资密切关注此行业，静待时机。

- **新能源车企股价从高位回落，短期维持谨慎：**新能源车企（蔚来、小鹏、理想、特斯拉和比亚迪）的股价最近大幅回落，从2021年的最高点回落27%-50%。一方面是由于近期市场大幅回调，带动高估值的公司更加剧烈的下挫之势。另一方面，中国的造车新势力受到季节性因素以及潜在的供应链短缺因素影响，汽车月销量环比高增长明显减缓。在我们的首次覆盖报告中，给予新能源汽车行业未来12个月“低配”的评级以及部分市场最低目标价，并且也是市场上少数对短期股价表示担忧的声音。而新能源车企，尤其是蔚来、小鹏、理想、特斯拉，的股价已经较首次覆盖时下降5%-37%，当前股价较为接近我们此前的短期目标价。我们维持短期“卖出”的评级，并建议投资人保持谨慎，静待市场波动减缓与车企产能扩张能见度的提升。我们对行业和车企长期发展维持乐观，与此同时，会密切关注市场变化，等待市场拐点。
- **电动三宝2020年四季度业绩都较为强劲：**首先，电动三宝（蔚来、小鹏、理想）的四季度汽车销量均超指引，充分体现中国新能源汽车当下的爆发力。三家车企都加大销售服务网络和充电基础设施的扩张。其次，整体来说，这三家新势力的汽车销售毛利率维持改善向上的趋势。同时，自动驾驶渗透率比例也保持乐观向上。最后，得益于去年年底的增发，这三家车企手头现金非常充裕，都在约人民币30亿至40亿上下。因此，蔚来、小鹏、理想都加大研发投入，包括研发团队的扩充、自动驾驶的投入等。我们相信蔚来、小鹏、理想都将维持较高的市场竞争力。（电动三宝业绩回顾详见[下文](#)）
- **投资建议与估值：**当前，蔚来、小鹏和理想的市销率（PS）分别为10.5x、9.8x和6.1x，都较之前15x-25x极值有显著回落。市场从极热回归到理性，我们认为这有利于公司股价稳定的长期发展。短期内，市场的波动依然会影响新势力估值的下行风险。但是，我们认为如下因素的变化会让我们的观点从短期悲观转为乐观：1) 造车新势力全供应链产能扩张能见度提升；2) 无风险利率上行周期趋稳，新势力估值回调至2020年7-8月之间的汽车市场复苏初期的估值。因此，短期估值的下行和消化为这些公司股价的长期成长奠定了更加坚实的基础。我们建议投资人对新能源汽车行业保持长期关注，等待更好的进入时机，共同享受未来十五年的黄金发展。

2021年3月9日

沈岱

科技分析师

tony_shen@spdbi.com

(852) 2808 6435

杨子超

助理分析师

charles_yang@spdbi.com

(852) 2808 6409

相关报告：

《新能源汽车投资手册：站在黄金十年的起点，买还是不买？》

(2020年12月14日)

目录

新能源汽车股价从高位大幅回落	3
我们看对了什么?	3
我们忽略了什么?	4
什么情况会促使我们改变短期卖出的评级?	4
如何看待新能源车企后续发展?	4
电动三宝横向比较	5
蔚来 (NIO.US)	8
蔚来 1Q21 业绩指引	8
蔚来 2021 运营指引	8
蔚来 4Q20 业绩回顾及业绩会要点	9
蔚来汽车月度销量	11
蔚来估值	11
小鹏 (XPEV.US)	12
小鹏 1Q21 业绩指引	12
小鹏 2021 运营指引	12
小鹏 4Q20 业绩回顾及业绩会要点	13
小鹏汽车月度销量	15
小鹏估值	15
理想 (LI.US)	16
理想 1Q21 业绩指引	16
理想 2021 运营指引	16
理想 4Q20 业绩回顾及业绩会要点	17
理想汽车月度销量	19
理想估值	19

新能源汽车股价从高位大幅回落

● 我们看对了什么？

首先，去年12月，我们首次覆盖新能源车企时，判断公司估值过高，下行风险压力比较大。因此，在今年2月整体股票市场下行时，新能源车企下撤幅度明显更为剧烈。到2021年3月5日为止，蔚来、小鹏、理想、特斯拉的股价已经较我们首次覆盖时下降5%-37%，已经非常接近我们的首次覆盖时的目标价。

其次，从基本面的角度看，我们此前认为新能源车企的月度销量触及饱和产能时，或将触发估值回调。而受到供应链瓶颈等影响，新能源车企，尤其是蔚来、小鹏、理想和特斯拉在2021年2季度月销量基本维持2020年12月的高点。因此，这也符合我们的判断。

最后，由于这几家车企同时受惠于新能源汽车爆发的行业需求，因此股价走势趋同，回落时都是趋势向下。并且，目前股价的回撤的幅度大体吻合我们此前的偏好性顺序，即小鹏汽车回撤幅度最大，而比亚迪股份表现最好。

图表 1: 首次覆盖新能源车企股价表现总结

公司/指数	纳斯达克指数	蔚来	小鹏汽车	理想汽车	特斯拉	比亚迪股份	比亚迪
代码	IXIC.GI	NIO.N	XPEV.N	LI.O	TSLA.O	1211.HK	002594.SZ
目标价							
2020年12月10日		34.6	23.2	21.4	480.0	149.0	126.0
当前潜在降幅		-9%	-17%	-5%	-20%	-24%	-36%
首次覆盖时股价	12,406	45.2	44.8	32.5	627.1	175.1	169.5
最新股价	12,920	38.1	28.0	22.5	598.0	195.0	196.4
相对股价表现	4%	-16%	-37%	-31%	-5%	11%	16%
2021年最高股价	14,008	62.8	56.4	36.8	883.1	278.4	267.5
从首次覆盖股价到最高股价变动	13%	39%	26%	13%	41%	59%	58%
从最高价到现价跌幅	-8%	-39%	-50%	-39%	-32%	-30%	-27%
2020年全年股价表现	42%	1210%	102%	75%	64%	416%	303%

注：首次覆盖时股价为2020年12月10日股价，当前最新股价更新到2021年3月5日；股价单位为交易所交易货币单位。

资料来源：Wind、浦银国际

● 我们忽略了什么？

首先，从去年 12 月首次覆盖之后，新能源车企在 2021 年年初有过一波不错的涨幅。从我们首次覆盖到今年年初的最高点，以上车企的股价涨幅在 13%-59% 之间。我们认为更多影响因素还是来自于投资人过分的热情以及在 2020 年四季度较为优异的月度出货表现。因此，我们建议投资人需要较为紧密地追踪公司月度数据以及大盘变化。

其次，新能源车企，尤其是蔚来、小鹏、理想自身工厂产能扩建速度快于我们此前的预期。但是，自身工厂的产能不等于全汽车供应链产能。电池等关键零部件产能是目前主要的产能瓶颈。因此，我们建议投资人在关注新能源车企整车产能时，也需要关注供应链中电池、芯片等关键零部件产能供应。

● 什么情况会促使我们改变短期卖出的评级？

首先，造车新势力的全供应链产能扩张能见度提升。这会为车企更好享受行业成长奠定基础，并有望进一步打开营收增速。

其次，造车新势力车企估值回调至 2020 年 7-8 月之间的水平，即显著高于 2020 年 7 月之前的均值，但是却低于市场热情过高时的极值。此估值也大约是蔚来、特斯拉等上市较久的新能源车企估值平均值一个标准差以上的估值。

第三，整体股票市场回调趋于稳定。新能源车企是属于高估值的成长性股票，也兼具较高的科技属性，因此公司个股股价波动较大，显著高于大盘的波动。因此，在大盘回调过程中，新能源车企回调幅度会显著更大。因此，当市场回调趋于稳定时，我们认为将会是更好的进入时机。

● 如何看待新能源车企后续发展？

首先，我们对新能源汽车行业需求的高速增长保持乐观，同时也对目前头部的新能源车企的基本面发展保持乐观。这与我们在首次覆盖时的观点维持不变，即新能源汽车依然是未来 15 年的黄金成长赛道，并且也会孕育巨大机会。

其次，我们判断，后续市场对于造车新势力的估值会趋于理性，比较难以回到此前的历史极值。但是仍将维持在相对高的估值区间，这与行业和公司的高增长保持一致。

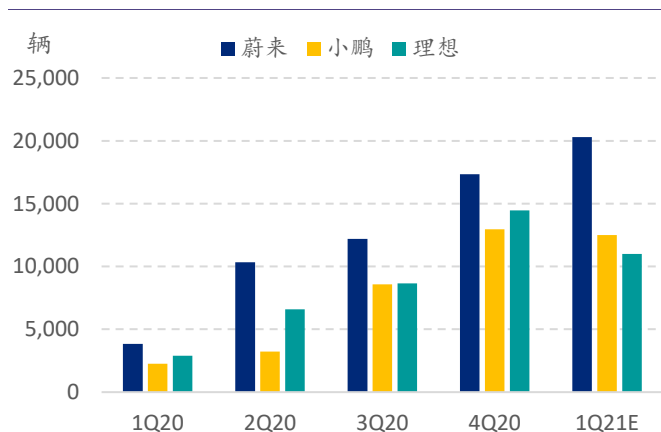
电动三宝横向比较

首先，受惠于中国新能源汽车的需求，蔚来、小鹏、理想在 2020 年四季度的汽车销量都明显高于公司们在三季度业绩时公布的指引。这也充分显示中国新能源汽车市场初期的爆发需求。

其次，尽管新能源汽车是新兴的高速成长赛道，但是，一季度仍然是汽车行业相对的淡季，连续高速的环比成长难以持续。相比较而言，根据三家公司的销量指引，在 2021 年一季度，蔚来维持了环比成长，而小鹏、理想则环比下滑。

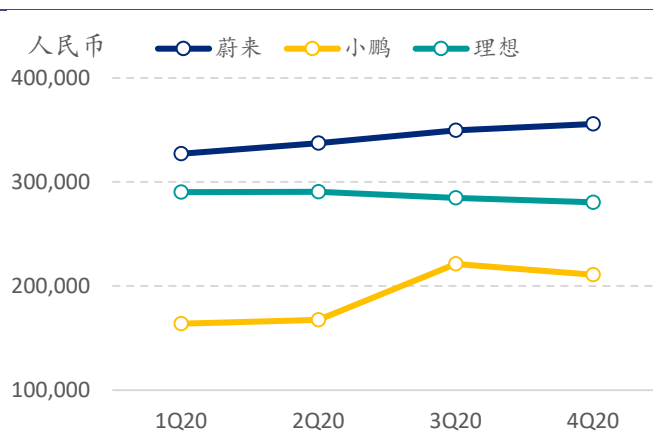
最后，从财务指标看，蔚来、小鹏、理想都保持毛利率趋势向上。结合三家新势力手头充裕的现金，也都相应加大未来几年的研发投入，我们对电动三宝长期竞争力保持乐观。

图表 2: 汽车销量



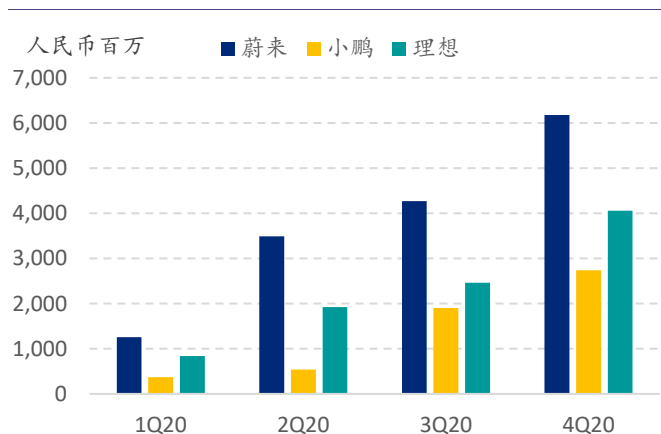
E=浦银国际预测
资料来源：公司公告、浦银国际

图表 3: 汽车均价



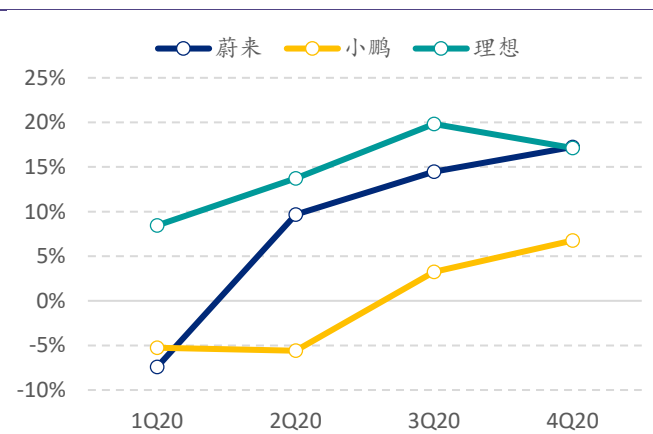
资料来源：公司公告、浦银国际

图表 4: 汽车销售收入



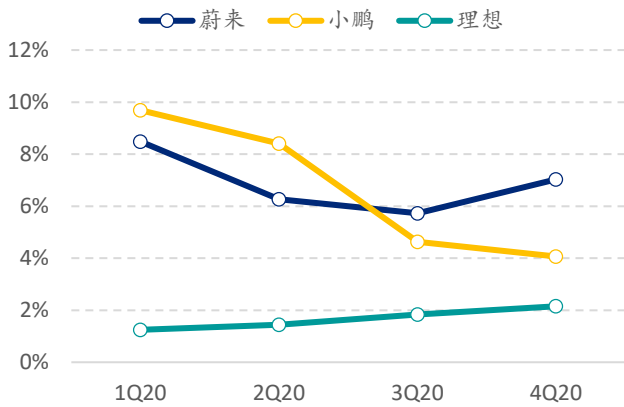
资料来源：公司公告、浦银国际

图表 5: 汽车板块毛利率



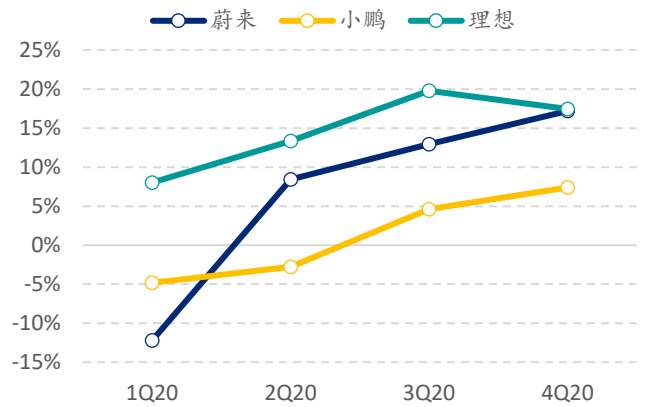
资料来源：公司公告、浦银国际

图表 6: 软件服务与其他收入占比



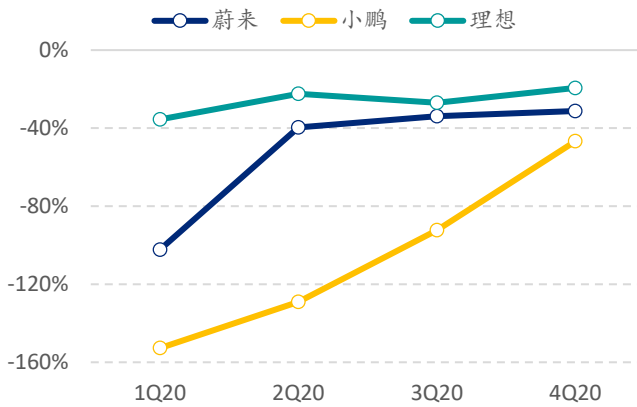
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 7: 公司综合毛利率



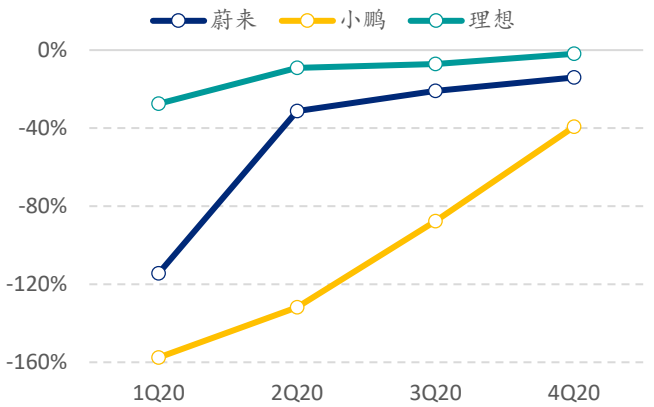
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 8: 营业费用/收入



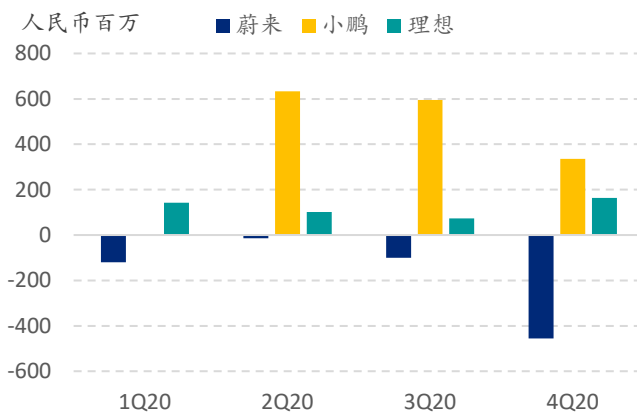
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 9: 营业利润率



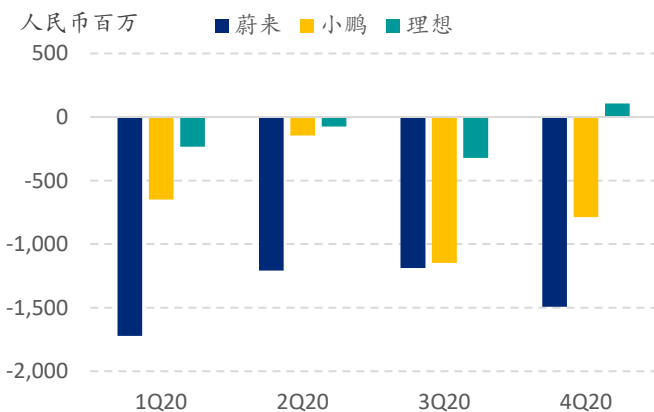
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 10: 营业外收入



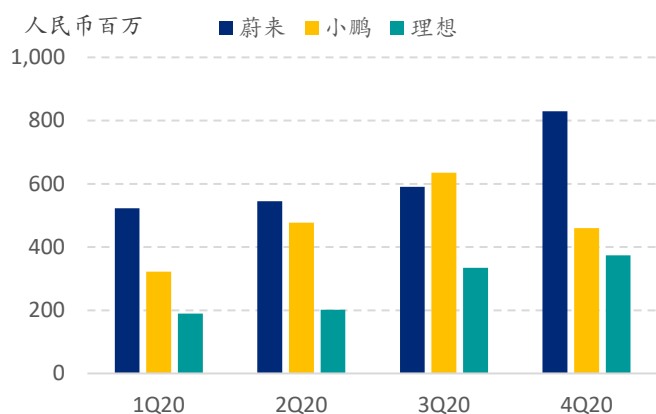
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 11: 净利润



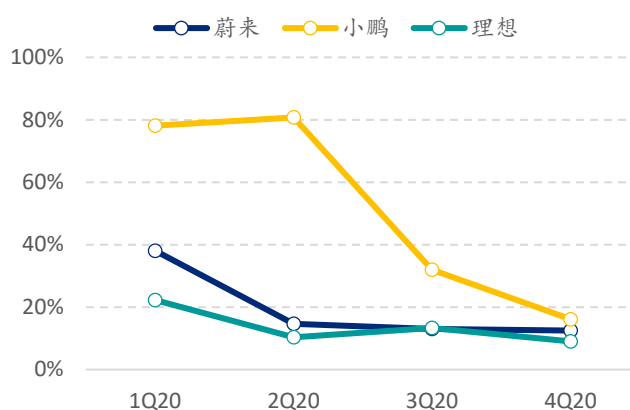
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 12: 研发投入



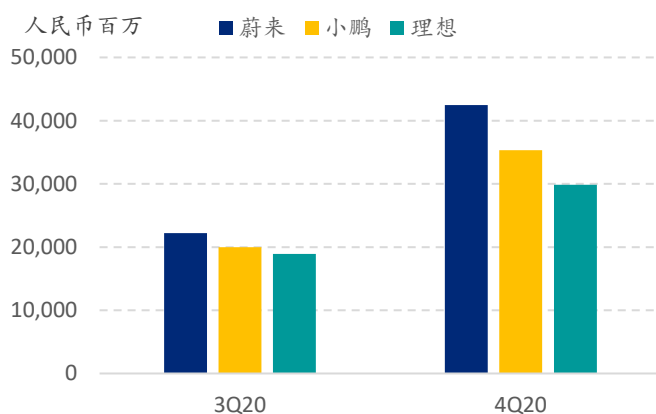
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 13: 研发费用/收入



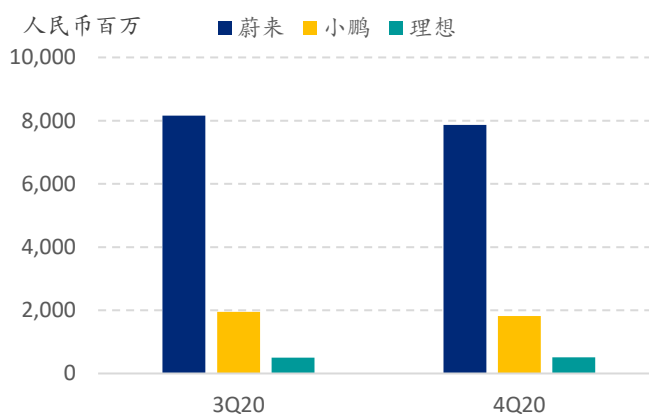
资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 14: 现金及现金等价物



资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 15: 短期与长期借款



资料来源: 公司公告、浦银国际

蔚来 (NIO.US)

• 蔚来 1Q21 业绩指引

1Q21 汽车销量

- 20,000 – 20,500 辆
- 销量指引中位数环比增长 17%，同比增长 428%

1Q21 收入

- 人民币 73.8 亿至 75.6 亿
- 收入指引中位数环比增长 12%，同比增长 444%

2Q21 汽车销量评论

- 受到电池、芯片等供应链产能影响，2021 年 2 季度汽车交付量约在 7500/月

• 蔚来 2021 运营指引

工厂产能

- 预计到 2021 年年底，江淮合肥工厂产能为单班 15 万辆/年，双班 30 万辆/年

销售服务网络

- 2020 年：23 个蔚来中心 (NIO House)，203 个蔚来空间 (NIO Space)，覆盖 121 座城市
- 2021 年：计划增设 20 个蔚来中心，120 个蔚来空间

充电设施

- 换电站：
 - 2020 年：191 座，覆盖 76 座城市
 - 2021 年：增加至少 500 座换电站。2Q21 开始部署成本更低的换电站
- 超充站/目的地充电桩
 - 2020 年：127 座/1700 多根
 - 2021 年：达到 600 座超充站和 1.5 万根目的地充电桩

售后服务

- 目前有 21 家蔚来服务中心以及 158 家授权售后服务中心。计划 2021 年扩展和改善售后服务体系。

● 蔚来 4Q20 业绩回顾及业绩会要点

蔚来 4Q20 业绩详情（参考图表 16-18）

- 4Q20 汽车销量为 17,353 辆，超出 16,500 – 17,000 的销量指引；
- 其他收入环比增加主要是因为新能源汽车双积分收入所致；
- 汽车毛利率从 3Q20 的 14.5% 提升到 4Q20 的 17.2%，主要原因是 ES8 和 EC6 销量占比提升以及轻微的制造成本下降；
- 4Q20 净损失环比增加，主要是营业外收入中的汇兑损失导致。

蔚来 4Q20 业绩会要点

- 2021 年研发投入将增加到 50 亿元；
- ET7 订单超过管理层预期；
- 2 月份汽车新增订单中，BaaS 的采用比例达到 55%；
- 一季度汽车销量是相对单季，通常较四季度环比下降；
- 供应链保证产能为 7500 台/月，预计今年 7 月开始全供应链产能可以得到提升；
- 新一代蔚来中心投资成本是上一代的 40%，运营成本是上一代的 50%；
- 蔚来目标在有 BBA 的 4S 店的城市建设线下门店；
- 海外进展：进入国际市场是长期工作，欧洲的团队正在搭建中。

图表 16: 蔚来 4Q20 业绩详情

人民币百万	4Q20	4Q19	同比	3Q20	环比
收入	6,641	2,848	133%	4,526	47%
毛利润	1,142	(254)	NM	586	95%
营业利润	(931)	(2,826)	-67%	(946)	-2%
净利润	(1,492)	(2,894)	-48%	(1,188)	26%
基本每股收益 (人民币)	(1.05)	(2.81)	-63%	(0.98)	7%

利润率	4Q20	4Q19	百分点	3Q20	百分点
毛利率	17.2%	-8.9%	26.1	12.9%	4.3
营业费用/收入	-31.2%	-90.3%	59.1	-33.8%	2.6
营业利润率	-14.0%	-99.2%	85.2	-20.9%	6.9
净利率	-22.5%	-101.6%	79.1	-26.2%	3.8

资料来源：公司公告、浦银国际

图表 17: 蔚来 4Q20 汽车销量及均价详情

	4Q20	4Q19	同比	3Q20	环比
ES8	4,873	1,400	248%	3,530	38%
ES6	7,574	6,824	11%	8,660	-13%
EC6	4,906	-		16	30563%
汽车销量	17,353	8,224	111%	12,206	42%
汽车均价 (人民币)	355,789	326,352	9%	349,565	2%
汽车收入 (人民币百万)	6,174	2,684	130%	4,267	45%

资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 18: 蔚来收入与毛利率按业务拆分

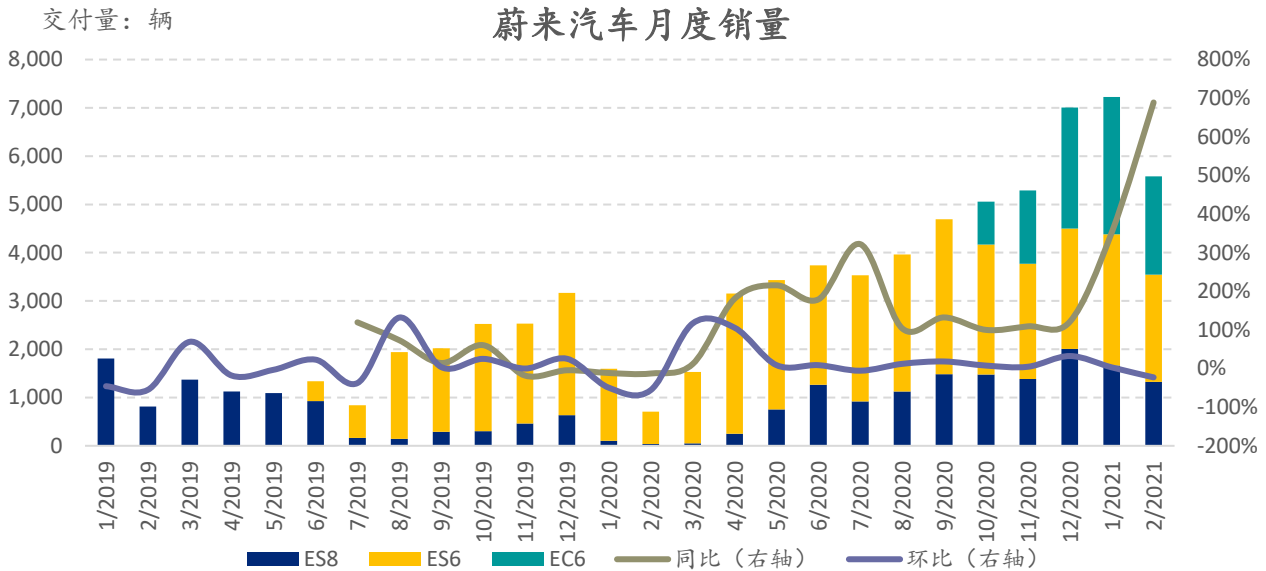
收入 人民币百万	4Q20	4Q19	同比	3Q20	环比
汽车	6,174	2,684	130%	4,267	45%
软件服务与其他	467	164	184%	259	80%
总收入	6,641	2,848	133%	4,526	47%

毛利率	4Q20	4Q19	百分点	3Q20	百分点
汽车	17.2%	-6.0%	23.2	14.5%	2.8
软件服务与其他	16.5%	-56.4%	73.0	-12.3%	28.8
综合毛利率	17.2%	-8.9%	26.1	12.9%	4.3

资料来源: 公司公告、浦银国际

蔚来汽车月度销量

图表 19: 蔚来汽车月度销量: 2月销量 5,578 辆, 环比下降 23%, 同比增加 689%;
1Q21 销量指引: 20,000 - 20,500 辆



资料来源: 公司公告、浦银国际

蔚来估值

图表 20: 蔚来历史市销率 (PS): 历史均值 4.7x;
从年初接近 20x 的 PS 极值迅速向均值回归



资料来源: Bloomberg、浦银国际

小鹏 (XPEV.US)

● 小鹏 1Q21 业绩指引

1Q21 汽车销量

- 约 12,500 辆
- 环比下降 4%，同比增长 450%

1Q21 收入

- 人民币 26 亿
- 环比下降 12%，同比增长 599%

● 小鹏 2021 运营指引

工厂产能

- 肇庆：2021 年内产能达 10,000/月
- 广州：预计 2022 年 3 季度开始生产交付

销售服务网络

- 2020 年：160 家销售网点，154 家服务网点，覆盖 69 座城市
- 2021 年：销售网点增加到 300 家，覆盖 110 个城市

充电设施

- 超级充电站
 - 2020 年：159 座，覆盖 54 座城市
 - 2021 年：超过 500 座超充站

● 小鹏 4Q20 业绩回顾及业绩会要点

小鹏 4Q20 业绩详情 (参考图表 21-23)

- 4Q20 汽车销量为 12,964 辆，超出 10,000 辆的销量指引；
- 汽车毛利率从 3Q20 的 3.2% 提升到 4Q20 的 6.8%，主要原因是更好的产品组合、更低的物料成本和更高效的工厂生产。

小鹏 4Q20 业绩会要点

- 到 2021 年 2 月底，小鹏 NGP 的激活比例达 20%，帮助可以累计行使 130 万公里；
- 预计今年 2 季度发布小鹏第三款车，搭载激光雷达，配备 XPilot3.5，预计今年 4 季度开始交付；
- 2022 年推出小鹏第四款车型，搭载 XPilot4.0；
- 海外市场：欧洲版 G3 在挪威完成交付；
- 磷酸铁锂版本：P7 中占比约 20%，G3 约 10%；
- 自动驾驶推进时间表有所提前；
- 2021 年年底，研发团队人员扩充 1 倍。

图表 21: 小鹏 4Q20 业绩详情

人民币百万	4Q20	4Q19	同比	3Q20	环比
收入	2,851	640	346%	1,990	43%
毛利润	211	(42)	NM	92	130%
营业利润	(1,121)	(1,086)	3%	(1,744)	-36%
净利润	(787)	(1,355)	-42%	(2,026)	-61%
基本每股收益 (人民币)	(0.53)	(3.88)	-86%	(2.53)	-79%

利润率	4Q20	4Q19	百分点	3Q20	百分点
毛利率	7.4%	-6.6%	14.0	4.6%	2.8
营业费用/收入	-46.7%	-163.1%	116.4	-92.2%	45.5
营业利润率	-39.3%	-169.7%	130.4	-87.6%	48.3
净利率	-27.6%	-211.7%	184.0	-101.8%	74.2

资料来源：公司公告、浦银国际

图表 22: 小鹏 4Q20 汽车销量及均价详情

	4Q20	4Q19	同比	3Q20	环比
G3	4,437	3,218	38%	2,368	87%
P7	8,527	-		6,210	37%
汽车销量	12,964	3,218	303%	8,578	51%
汽车均价 (人民币)	211,003	178,669	18%	221,268	-5%
汽车收入 (人民币百万)	2,735	575	376%	1,898	44%

资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 23: 小鹏收入与毛利率按业务拆分

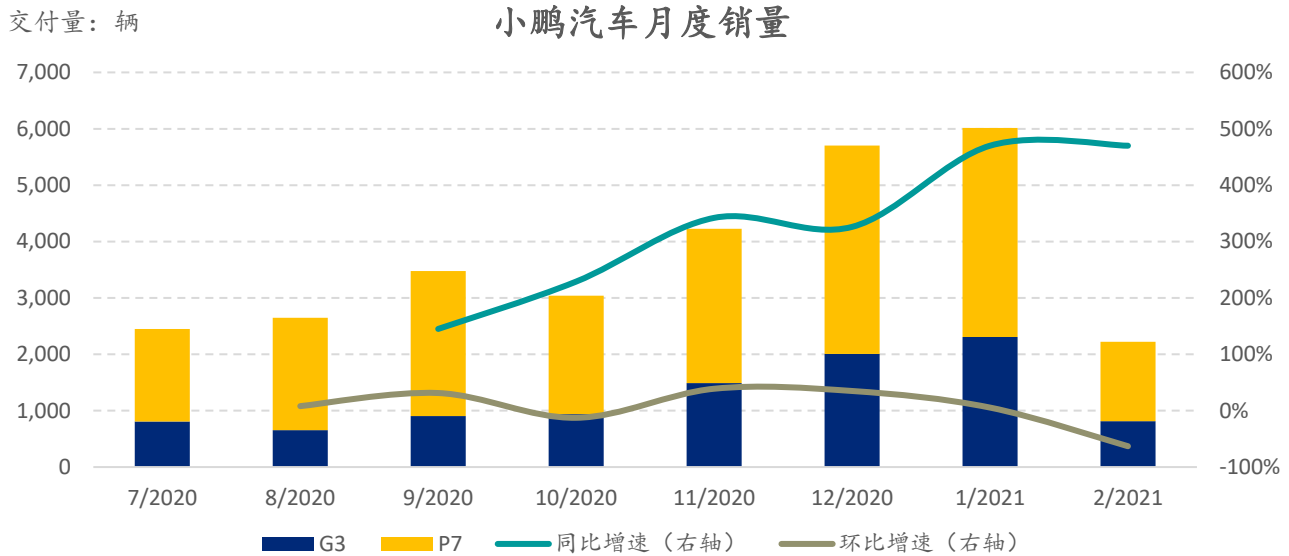
收入 人民币百万	4Q20	4Q19	同比	3Q20	环比
汽车	2,735	575	376%	1,898	44%
软件服务与其他	116	65	78%	92	26%
总收入	2,851	640	346%	1,990	43%

毛利率	4Q20	4Q19	百分点	3Q20	百分点
汽车	6.8%	-8.5%	15.3	3.2%	3.5
软件服务与其他	22.2%	10.7%	11.4	32.9%	-10.7
综合毛利率	7.4%	-6.6%	14.0	4.6%	2.8

资料来源: 公司公告、浦银国际

● 小鹏汽车月度销量

图表 24: 小鹏汽车月度销量: 2月销量 2,223 辆, 环比下降 63%, 同比增加 470%;
1Q21 销量指引: 约 12,500 辆



资料来源: 公司公告、浦银国际

● 小鹏估值

图表 25: 小鹏历史市销率 (PS): 历史均值 14.4x



资料来源: Bloomberg、浦银国际

理想 (LI.US)

● 理想 1Q21 业绩指引

1Q21 汽车销量

- 10,500 – 11,500 辆
- 销量指引中位数环比下降 24%，同比增长 280%

1Q21 收入

- 人民币 29.4 亿至 32.2 亿
- 收入指引中位数环比下降 26%，同比增长 262%

● 理想 2021 运营指引

2021 年财务指引

- 销量：目标达到 10,000 – 12,000 的月销量
- 毛利率：目标达到 19%-20%

销售服务网络

- 2020 年：
 - 52 家门店，覆盖 41 座城市
 - 114 个售后服务及授权中心，覆盖 83 座城市
- 2021 年 1 月：
 - 60 家门店，覆盖 47 座城市
 - 121 售后服务及授权中心，覆盖 89 座城市
- 2021 年年底：
 - 预计扩张到 200 家门店，覆盖 100 座城市

● 理想 4Q20 业绩回顾及业绩会要点

理想 4Q20 业绩详情 (参考图表 26-28)

- 4Q20 汽车销量为 14,464 辆, 超过此前 11,000-12,000 辆的销量指引;
- 4Q20 汽车毛利率较 3Q20 环比下滑, 主要是由 3Q20 一次性的供应商回款导致; 除去一次性回款, 4Q20 汽车销售毛利率仍有成长;
- 4Q20 净利润扭亏, 主要是短期理财产品收益所致。

理想 4Q20 业绩会要点

- 截止 2 月 18 日, 理想的汽车用户遍布全国 328 座城市, 累计里程超过 3.3 亿公里;
- 新建上海研发中心, 组建 2000 人的研发团队;
- 理想预计 2021 年研发投入分别约为人民币 30 亿;
- 同时布局纯电动 (BEV) 和增程式电动车 (EREV);
- 预计从 2022 年开始每年交付市场 2 款车型。

图表 26: 理想 4Q20 业绩详情

人民币百万	4Q20	4Q19	同比	3Q20	环比
收入	4,147	284	1358%	2,511	65%
毛利	725	(0)	NM	497	46%
营业利润	(79)	(595)	-87%	(180)	-56%
净利润	108	(1,072)	NM	(321)	NM
基本每股收益 (人民币)	0.12	(4.20)	NM	(0.52)	NM

利润率	4Q20	4Q19	百分比	3Q20	百分比
毛利率	17.5%	0.0%	17.5	19.8%	-2.3
营业费用/收入	-19.4%	-209.3%	189.9	-27.0%	7.6
营业利润率	-1.9%	-209.3%	207.4	-7.2%	5.3
净利率	2.6%	-376.9%	379.5	-12.8%	15.4

资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 27: 理想 4Q20 汽车销量及均价详情

	4Q20	4Q19	同比	3Q20	环比
汽车销量	14,464	973	1387%	8,660	67%
汽车均价 (人民币)	280,538	288,764	-3%	284,610	-1%
汽车收入 (人民币百万)	4,058	281	1344%	2,465	65%

资料来源: 公司公告、浦银国际

图表 28: 理想收入与毛利率按业务拆分

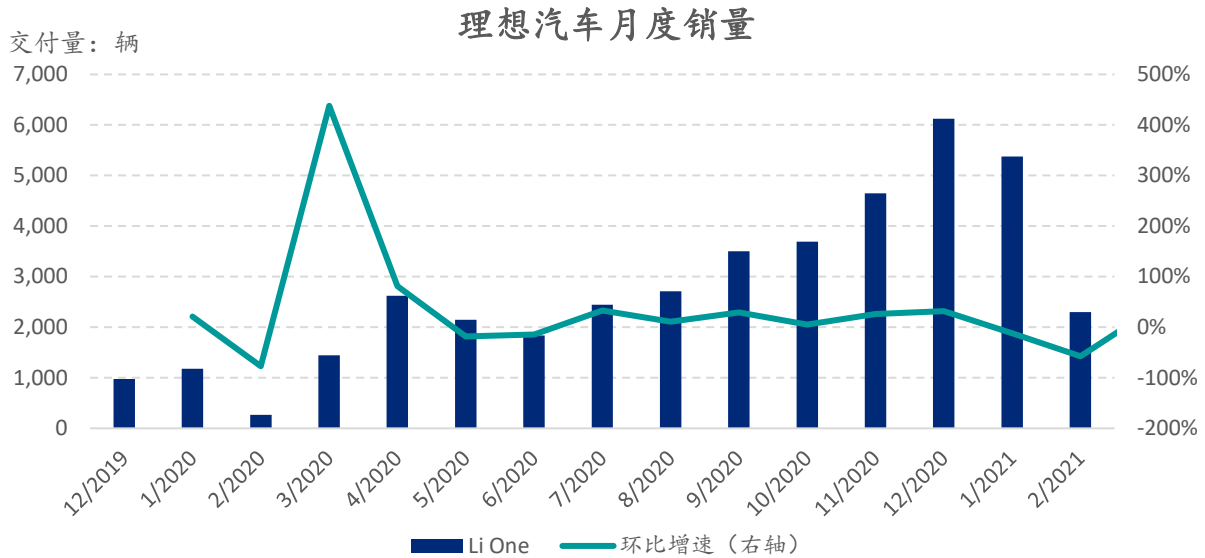
收入 人民币百万	4Q20	4Q19	同比	3Q20	环比
汽车销售	4,058	281	1344%	2,465	65%
软件服务与其他	89	3	2524%	46	94%
总收入	4,147	284	1358%	2,511	65%

毛利率	4Q20	4Q19	百分点	3Q20	百分点
汽车销售	17.1%	0.5%	16.6	19.8%	-2.7
软件服务与其他	34.5%	-44.3%	78.8	17.6%	16.9
综合毛利率	17.5%	0.0%	17.5	19.8%	-2.3

资料来源: 公司公告、浦银国际

● 理想汽车月度销量

图表 29: 理想汽车月度销量: 2月销量 2,300 辆, 环比下降 57%, 同比增加 755%;
1Q21 销量指引: 10,500 – 11,500 辆



资料来源: 公司公告、浦银国际

● 理想估值

图表 30: 理想历史市销率 (PS): 历史均值 8.5x



资料来源: Bloomberg、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

“持有”: 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):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 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。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法国-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附属公司、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。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie_huang@spdbi.com

852-2808 6466

王奕雯

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

许敏洁

amy_hsu@spdbi.com

852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼