



# 全球大宗商品：来自 CAPEX 的复仇

## ——供应端多维研究系列报告（一）

- 全球大宗商品企业 CAPEX 低迷。2021 年，CAPEX 在经历短暂的上行修复后，继续下行。除了 CAPEX 与 EBIT 的比值处于低位但未创历史新低以外，全球大宗商品企业 CAPEX 与经营性净现金流、现金、固定资产净值的比值都创下了历史新低。当企业盈利、现金流回暖，加上现金储备充裕足够覆盖利息支出，且利润率提升之际，全球大宗商品企业完全有能力也应该有意愿提升 CAPEX，但全球大宗商品企业的 CAPEX 却意外地呈现下降，背后的因素很可能是由于碳中和、ESG 等结构性因素所致，最直接的影响是造成对大宗商品的供应端冲击。

大宗商品 CAPEX 走低对供应端的冲击将带来以下影响：

- 大宗商品价格对于需求边际变化的弹性提高，价格波动性增加：大宗商品 CAPEX 的疲弱下行，最直接的影响，是造成整个大宗商品的供应端收紧，令价格对于需求的边际变化敏感度提升，这会放大商品价格的波动性提升。
- 大宗商品相关的供应端短缺问题持续时间可能超预期，增大了货币政策的不确定性：大宗商品行业 CAPEX 低迷，很可能令供应端短缺的持续时间超预期，且直接推高大宗商品价格中枢，并通过 PPI 向 CPI 进行传递，抬升整体通胀中枢。虽然欧美央行的货币政策新框架出炉，淡化了通胀对货币政策的冲击，然而，若通胀超预期时间过久、幅度过大，将全球货币政策的不确定性将上升，对此，我们仍需密切关注。

基于以上背景，我们的投资建议如下：

- 谨防看空大宗商品价格，预计未来是高位震荡：此轮大宗商品价格上涨，很大程度上是由供应端所驱动的。因此，当中国需求边际走弱之际，大宗商品价格依然继续上行。价格预期较低，叠加大宗商品整体供应偏紧，即使需求有可能继续走弱，对于看空大宗商品价格仍需谨慎，预计大宗商品价格很可能呈现高位震荡的格局。
- 能源、原材料板块的上涨由盈利推动，全球市场仍低配，看空需谨慎：从技术面来看，全球的能源及原材料板块的 RSI 显示，板块已经过热，但今年以来，板块上涨完全由盈利预期上调所推动；与此同时，全球市场仍低配能源、原材料板块，因此，看空这两个板块仍需谨慎。

蔡瑞，CFA

策略分析师  
 carl\_cai@spdbi.com  
 (852) 2808 6437

王彦臣，PhD

宏观分析师  
 yannson\_wang@spdbi.com  
 (852) 2808 6440

林琰

研究部主管  
 sharon\_lam@spdbi.com  
 (852) 2808 6438

2021 年 10 月 19 日

相关报告：

《全球股市资金流动能有筑顶迹象，建议投资人继续保持谨慎》  
 (2021-9-20)

《欧美央行即将缩减 QE，韩国加息——SPDBI 全球央行观察（2021 年 9 月刊）》(2021-9-16)

《缩减 QE 日益临近，对风险资产继续保持谨慎——见微知著》  
 (2021-8-26)

《日益临近的 QE 缩减——SPDBI 全球央行观察》(2021-8-17)

《见微知著：以供需框架定量拆解美国通胀风险》(2021-07-09)



欢迎关注  
 浦银国际研究

# 目录

供应短缺推动今年以来大宗商品暴涨 .....	3
全球大宗商品企业 CAPEX 低迷冲击供应端 .....	4
影响：大宗商品需求的价格弹性提升，或抬升整体通胀中枢 .....	8
大宗商品价格对于需求边际变化的弹性提高，价格波动性增加 .....	8
大宗商品相关的供应端问题持续时间可能超预期，增大了货币政策的不确定性 .....	9
投资建议：谨防看空大宗商品价格及能源、原材料板块 .....	10
谨防看空大宗商品价格，预计未来高位震荡 .....	10
能源、原材料板块的上涨由盈利推动，全球市场仍然低配，看空需谨慎 .....	12
总结 .....	14
图表 1: 大宗商品 CRB 指数逼近历史新高 .....	3
图表 2: 全球大宗商品企业资本性支出 CAPEX 趋势性下行（十亿美元） .....	4
图表 3: 全球大宗商品企业 CAPEX 与经营性净现金流比值与历史新低持平 .....	5
图表 4: 全球大宗商品企业 CAPEX 与现金比值创历史新低 .....	5
图表 5: 全球大宗商品企业 CAPEX 与息税前盈利比值处于历史低位 .....	5
图表 6: 全球大宗商品企业 CAPEX 与固定资产净值比值创历史新低 .....	5
图表 7: 全球大宗商品企业经营性净现金流回暖（十亿美元） .....	6
图表 8: 全球大宗商品企业息税前盈利 EBIT 回暖（十亿美元） .....	6
图表 9: 全球大宗商品企业现金与利息支出比创 20 多年新高 .....	7
图表 10: 全球大宗商品企业经营性净现金流与利息支出比处于回升通道 .....	7
图表 11: 全球大宗商品企业息税前利润率处于回升通道 .....	7
图表 12: 大宗商品供需函数 .....	8
图表 13: 大宗商品 CRB 指数 vs 中国制造业 PMI 出现背离 .....	10
图表 14: 大宗商品价格市场预期：原油（美元/桶） .....	11
图表 15: 大宗商品价格市场预期：汽油、天然气 .....	11
图表 16: 大宗商品价格市场预期：锌、铅、铝（美元/吨） .....	11
图表 17: 大宗商品价格市场预期：铜（美元/吨） .....	11
图表 18: 全球能源及原材料板块 63 天 RSI 处于相对高位 .....	12
图表 19: 标普全球 1200 指数各板块 2021 年 EPS 市场预期变化（2020 年 12 月=100） .....	12
图表 20: 标普全球 1200 指数各板块 2021 年 EPS 市场预期变化（2020 年 12 月=100） .....	12
图表 21: 标普全球 1200 指数各板块 2022 年 EPS 市场预期变化（2020 年 12 月=100） .....	13
图表 22: 标普全球 1200 指数各板块 2022 年 EPS 市场预期变化（2020 年 12 月=100） .....	13
图表 23: 全球基金板块配置比率（%） .....	13
图表 24: 全球基金 vs MSCI AC 全球指数显示能源及原材料板块仍被明显低配（%） .....	13

# 全球大宗商品：来自 CAPEX 的复仇 ——供应端多维研究系列报告（一）

## 供应短缺推动今年以来大宗商品暴涨

今年无疑是大宗商品的大年，在经历了多年的价格低迷后，大宗商品 CRB 指数年初至今涨幅超过 40%，取得多年罕见的收益，CRB 指数更是逼近历史新高。

而大宗商品价格暴涨的背后，不止是需求端自疫情低点的修复，更重要的是全球供应端的持续短缺。

图表 1: 大宗商品 CRB 指数逼近历史新高



资料来源：FactSet、Bloomberg、浦银国际

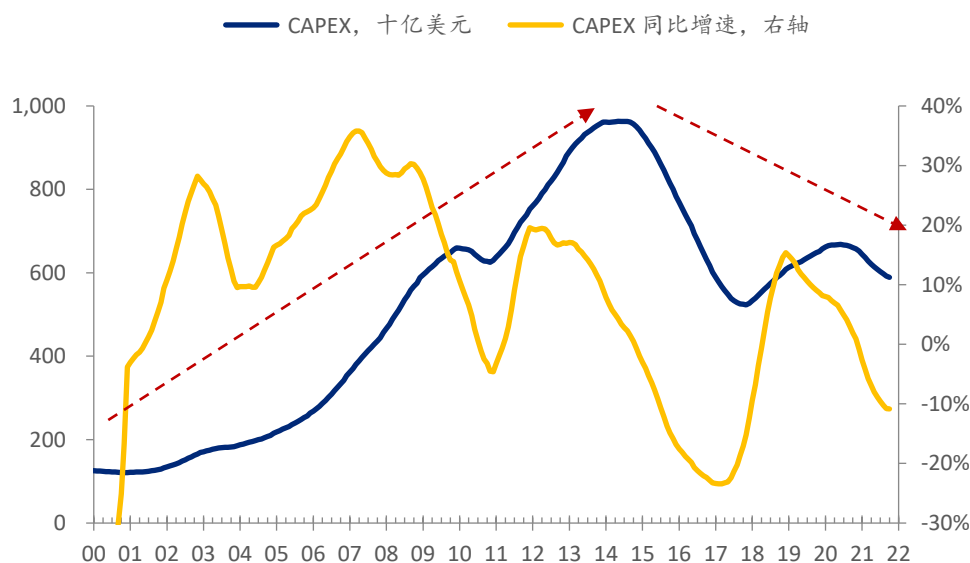
## 全球大宗商品企业 CAPEX 低迷冲击供应端

大宗商品价格的火爆上涨，既有来自需求端的修复因素，也有来自供应端的变化。我们从微观数据自上而下观察到此轮大宗商品供应端微妙的变化。

我们将全球超过 1700 家、总资产高达十万亿美元的大宗商品上市企业财报数据进行标准化后汇总，进而研究大宗商品的供应端变化。纵观过去大宗商品企业过去 20 年的历史，不难发现，2015 年对于大宗商品无疑是非常重要的分水岭，将全球大宗商品企业的 CAPEX 历史分为趋势上行和趋势下行两个阶段：

- 1) **2000 至 2015 年的趋势上行期。**伴随着中国加入 WTO，中国需求不断释放，全球大宗商品 CAPEX 大幅提升，中间虽然经历了 2008 年金融危机，短暂回落，但伴随着金融危机后中国的“四万亿”刺激计划，以及全球各国的货币、财政强力刺激，大宗商品企业的 CAPEX 趋势性上行。
- 2) **2015 年后的趋势下行期。**随着中国开启“供给侧”改革，海外的大宗商品巨头也同步压缩产线，缩减 CAPEX，CAPEX 开始趋势性下行。以往来看，CAPEX 与企业的盈利、现金流呈较为明显的正相关关系，但在 2018-2019 年大宗商品企业的盈利、现金流都明显回升的情况下，CAPEX 仅仅是“企稳”略有上行，并未见大幅反弹。2021 年，全球大宗商品企业的 CAPEX 继续趋势性下行。

图表 2: 全球大宗商品企业资本性支出 CAPEX 趋势性下行 (十亿美元)

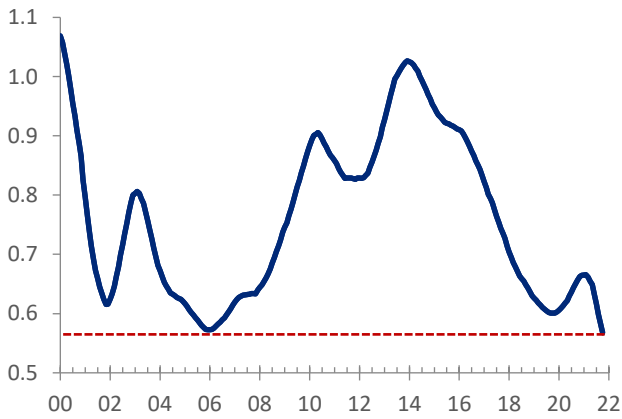


注：数值为年化数值

资料来源：Factset, Bloomberg, 浦银国际

单看绝对量 CAPEX 正在下降，但具体降低到了何种程度，需进行进一步测算。经测算，我们发现，目前全球大宗商品企业 CAPEX 与息税前盈利 (EBIT) 的比值处于低位，但未创历史新低，而除此以外，全球大宗商品企业 CAPEX 与经营性净现金流、现金、固定资产净值的比值都创下了历史新低。

**图表 3: 全球大宗商品企业 CAPEX 与经营性净现金流比值与历史新低持平**



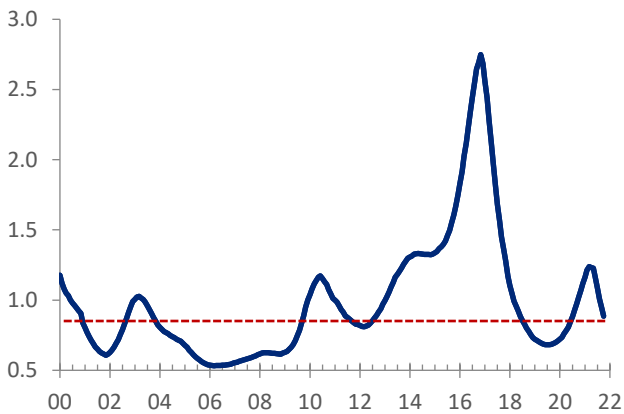
资料来源: Factset, Bloomberg, 浦银国际

**图表 4: 全球大宗商品企业 CAPEX 与现金比值创历史新低**



资料来源: Factset, Bloomberg, 浦银国际

**图表 5: 全球大宗商品企业 CAPEX 与息税前盈利比值处于历史低位**



资料来源: Factset, Bloomberg, 浦银国际

**图表 6: 全球大宗商品企业 CAPEX 与固定资产净值比值创历史新低**

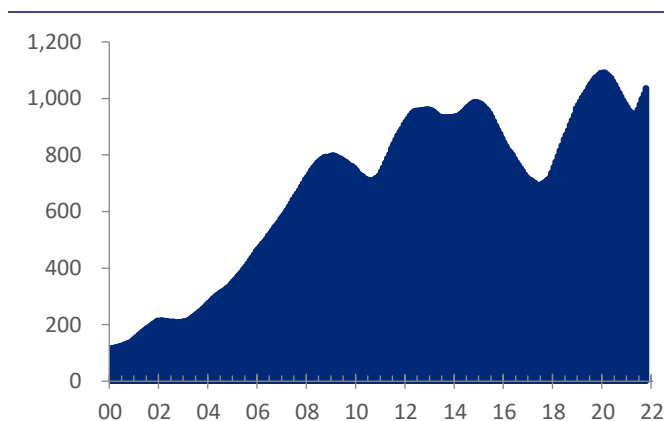


资料来源: Factset, Bloomberg, 浦银国际

然而，当前全球大宗商品企业 CAPEX 数据与企业的盈利与现金流出现明显的背离：

- 一方面，息税前盈利 (EBIT) 以及经营性现金流都明显回升，尤其是经营性现金流的状况极其良好，逼近历史新高。
- 而另一方面，在盈利、现金流状况均非常好的情况下，CAPEX 的绝对额却令人意外地呈现下行趋势。

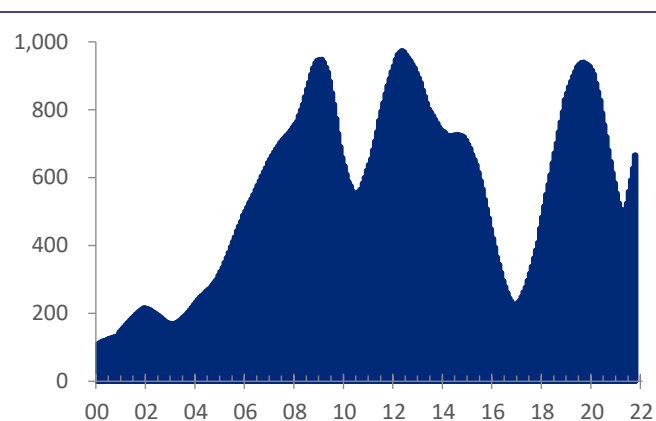
图表 7: 全球大宗商品企业经营性净现金流回暖  
(十亿美元)



注: 数值为年化数值

资料来源: Factset, Bloomberg, 浦银国际

图表 8: 全球大宗商品企业息税前盈利 EBIT 回暖  
(十亿美元)



注: 数值为年化数值

资料来源: Factset, Bloomberg, 浦银国际

在盈利、现金流回暖之际, CAPEX 却出现下行, 是否是因为大宗商品企业出于债务或者毛利率角度考虑所导致的呢?

- **现金:** 我们可以看到, 目前全球大宗商品企业的现金极其充沛, 其现金存量与年度利息支出比值创下了过去 20 年来的新高。
- **经营性净现金:** 从现金增量的角度来看, 虽然经营性净现金流与利息支出的比值目前并不处于高位, 但已经处于回升中。
- **息税前利润率:** 类似地, 目前息税前利润率也并不处于高位, 但已经处于回升中。

因此, 当企业盈利和现金流回暖, 现金储备充裕足够覆盖利息支出, 且利润率提升之际, 全球大宗商品企业完全有能力, 也应该有意愿提升 CAPEX, 然而, 全球大宗商品企业的 CAPEX 却意外地呈下降走势, 这或是由于一系列结构性因素所致, 如碳中和、ESG 等, 最直接的影响正是造成大宗商品的供应端冲击。

**图表 9: 全球大宗商品企业现金与利息支出比创 20 多年新高**



资料来源: Factset, Bloomberg, 浦银国际

**图表 10: 全球大宗商品企业经营性净现金流与利息支出比处于回升通道**



资料来源: Factset, Bloomberg, 浦银国际

**图表 11: 全球大宗商品企业息税前利润率处于回升通道**



资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

## 影响：大宗商品需求的价格弹性提升， 或抬升整体通胀中枢

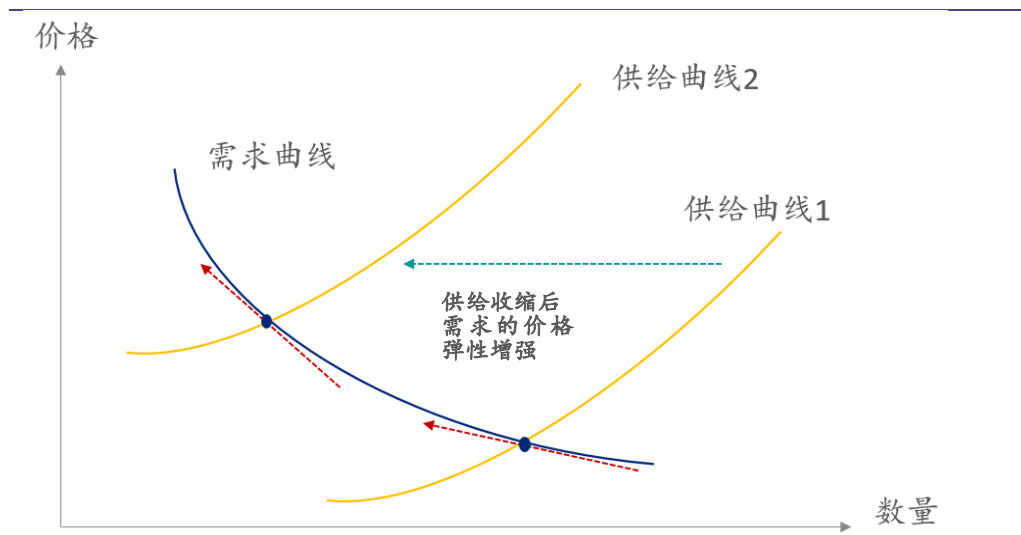
我们预计，大宗商品 CAPEX 走低对供应端的冲击将带来以下影响：

1. 大宗商品价格对于需求边际变化的弹性提高，价格波动性增加；
2. 大宗商品行业低迷的 CAPEX，很可能令供应端短缺的持续时间超预期，且直接推高大宗商品的价格中枢，并通过 PPI 向 CPI 进行传递，抬升整体的通胀中枢。虽然欧美央行的货币政策新框架出炉可以淡化通胀对于货币政策的冲击性，但如果出现过长时间、过大幅度的通胀超预期，将增大全球货币政策的不确定性，需要保持密切关注。

### ● 大宗商品价格对于需求边际变化的弹性提高，价格波动性增加

大宗商品 CAPEX 的疲弱下行，最直接的影响是造成整个大宗商品的供应端收紧，令价格对需求的边际变化敏感度提升，这会放大商品价格的波动性。伴随着大宗商品 CAPEX 的趋势性下行，大宗商品价格的波动率中枢应随之上移。

图表 12：大宗商品供需函数



资料来源：浦银国际



- **大宗商品相关的供应端问题持续时间可能超预期，增大了货币政策的不确定性**

过去十年，通胀持续低迷，因此各国央行有充足空间进行货币宽松。而供应端驱动下的通胀上行，很可能令各国央行面临需求下行但通胀依然高企的两难。

虽然美联储、欧央行都已经分别在 2020 年、2021 年陆续采取了新的货币政策框架（具体请参看我们此前发布的报告[《美联储的鸽派货币政策新框架及资产影响》](#)以及[《美联储 QE 缩减仍存分歧，中国央行全面降准——SPDBI 全球央行观察》](#)），本质上欧美央行的货币政策新框架都是允许通胀高于 2% 的目标水平的情况出现，然而，在实际操作中，都未对通胀可以超过目标水平的持续时间以及幅度给出明确表示。

大宗商品行业低迷的 CAPEX，很可能令供应端短缺的持续时间超预期，且直接推高大宗商品的价格中枢，并通过 PPI 向 CPI 进行传递，抬升整体的通胀中枢。

虽然欧美央行的货币政策新框架出炉，淡化了通胀对于货币政策的冲击性。但如果出现过长时间、过大幅度的通胀超预期，将增大全球货币政策的不确定性，对此，我们仍需要保持密切关注。

# 投资建议：谨防看空大宗商品价格及能源、原材料板块

基于以上背景，我们的投资建议如下：

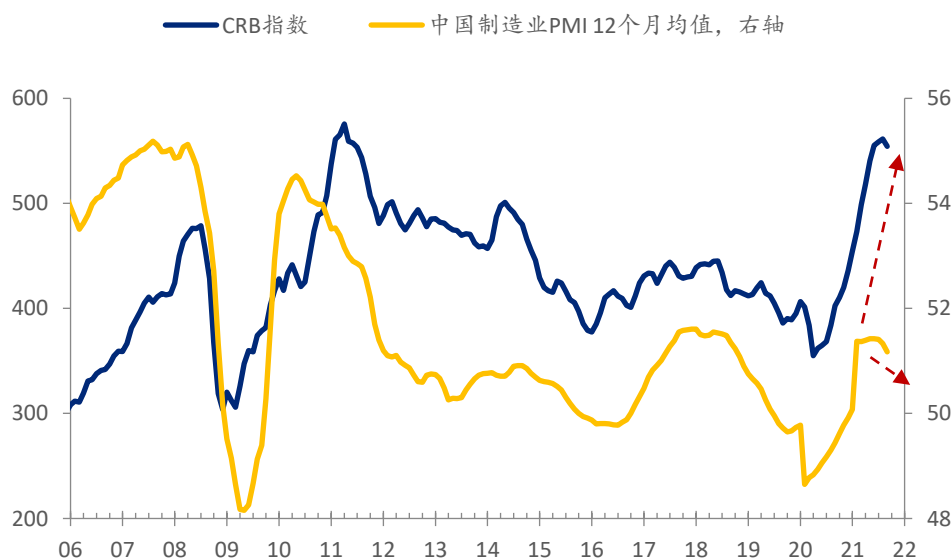
1. 对于未来几年的大宗商品价格，市场预期普遍谨慎，但考虑到供应端因 CAPEX 下行而趋紧，即使需求有可能继续走弱，对于看空大宗商品价格需谨慎，预计大宗商品价格很可能呈现高位震荡的格局；
2. 从技术面来看，全球的能源以及原材料板块的 RSI 显示板块已经过热，但今年以来的板块上涨由盈利预期上调所推动，与此同时全球市场仍然低配能源、原材料板块，此时看空板块需保持谨慎。

## ● 谨防看空大宗商品价格，预计未来高位震荡

大宗商品价格由需求与供应共同驱动，在过去 20 年，中国无疑是全球大宗商品最重要的需求驱动，中国需求的变化领先或同步于大宗商品的价格变化。

但此轮大宗商品价格上行，有很大程度上是由供应端所驱动的。因此，我们看到，当中国需求边际走弱之际，大宗商品价格仍继续上行。

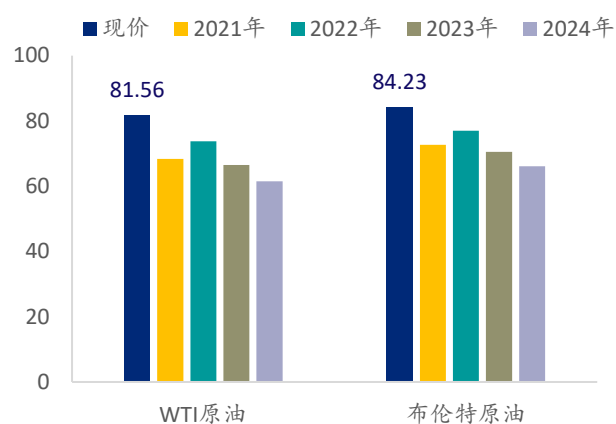
图表 13: 大宗商品 CRB 指数 vs 中国制造业 PMI 出现背离



资料来源：FactSet, Bloomberg, 浦银国际

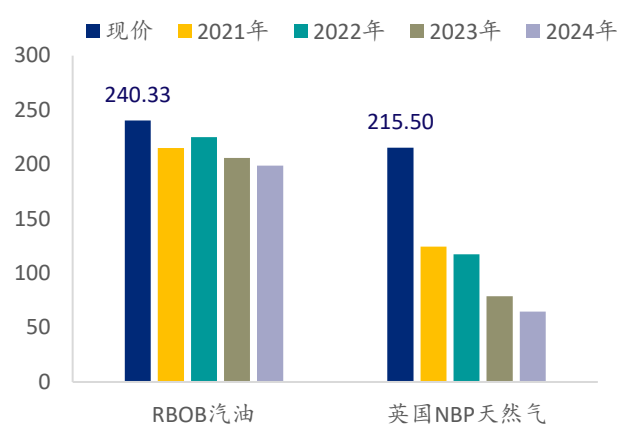
虽然今年大宗商品整体涨势良好，但市场对于未来的预期并不乐观。彭博市场一致预期较为谨慎与保守，2024年主要大宗商品价格的市场预期共识普遍较现价低约5%至25%。

图表 14: 大宗商品价格市场预期: 原油(美元/桶)



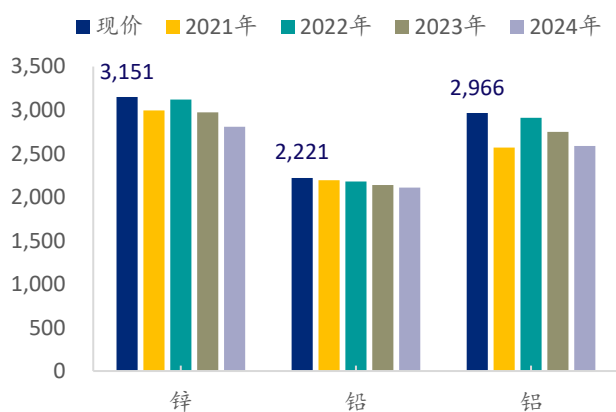
注: 现价为 2021 年 10 月 11 日的价格, 预期为 Bloomberg 一致预期  
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 15: 大宗商品价格市场预期: 汽油、天然气



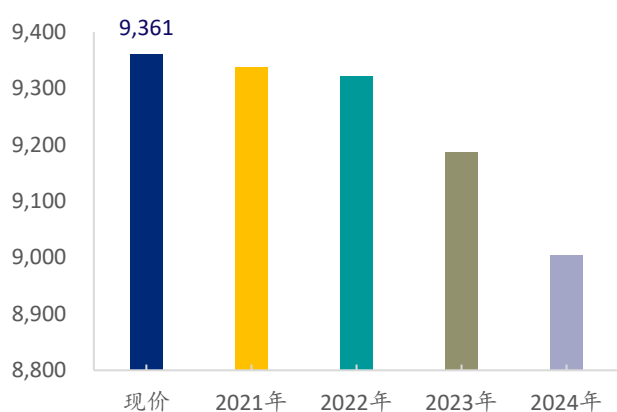
注: 1) 现价为 2021 年 10 月 11 日价格; 2) RBOB 汽油、英国 NBP 天然气价格单位分别为美元/加仑、美元/百万英热单位。预期为 Bloomberg 一致预期。  
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 16: 大宗商品价格市场预期: 锌、铅、铝(美元/吨)



注: 现价为 2021 年 10 月 11 日的价格。预期为 Bloomberg 一致预期  
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 17: 大宗商品价格市场预期: 铜(美元/吨)



注: 现价为 2021 年 10 月 11 日的价格。预期为 Bloomberg 一致预期  
资料来源: Bloomberg, 浦银国际

鉴于市场对未来大宗商品的价格预期较低，叠加大宗商品整体供应偏紧，**即使需求未来有可能继续走弱，对于看空大宗商品价格，仍需保持谨慎。**  
**我们预计，未来大宗商品价格很可能呈现高位震荡的格局。**

● 能源、原材料板块的上涨由盈利推动，全球市场仍然低配，看空需谨慎

从技术面来看，能源及原材料板块 63 天 RSI 处于相对高位，市场情绪热烈。但对于看空这两个板块，我们仍需谨慎，主要原因有以下两点。

图表 18: 全球能源及原材料板块 63 天 RSI 处于相对高位

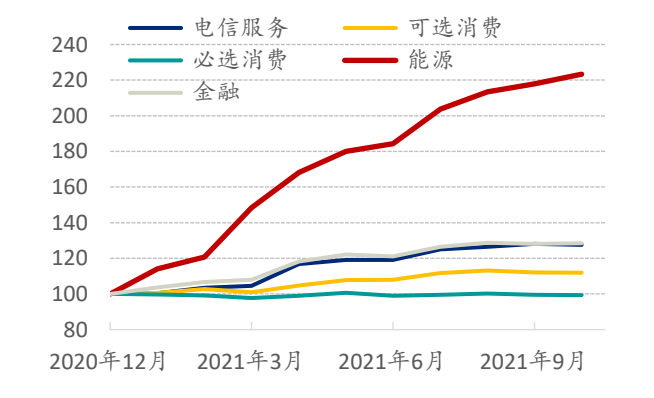


资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

1. 盈利预期上调带动能源和原材料板块上涨

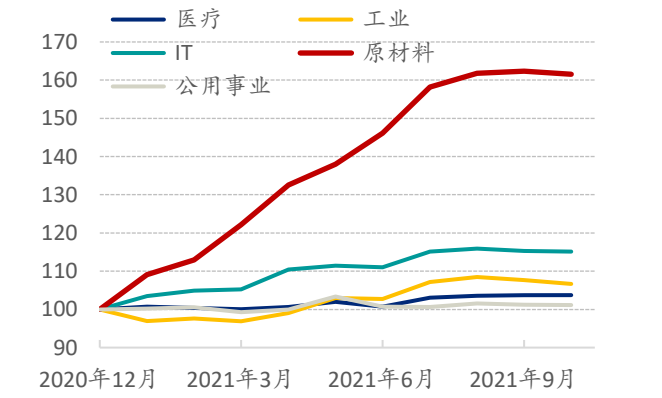
2020 年末至今，不论是 2021 年还是 2022 年的盈利预期，能源和原材料板块都持续上行。近来原材料板块的盈利预期持平，略有下行，但能源板块的盈利预期依然非常坚挺。

图表 19: 标普全球 1200 指数各板块 2021 年 EPS 市场预期变化 (2020 年 12 月=100)



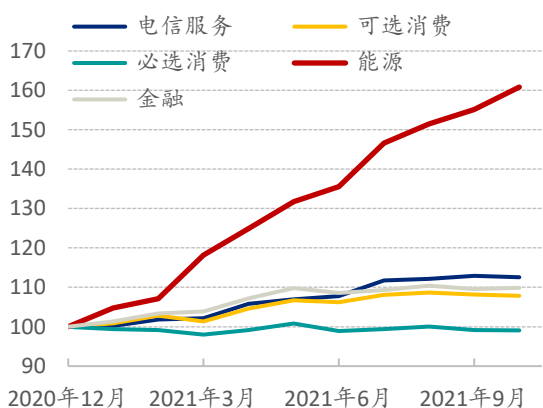
资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

图表 20: 标普全球 1200 指数各板块 2021 年 EPS 市场预期变化 (2020 年 12 月=100)



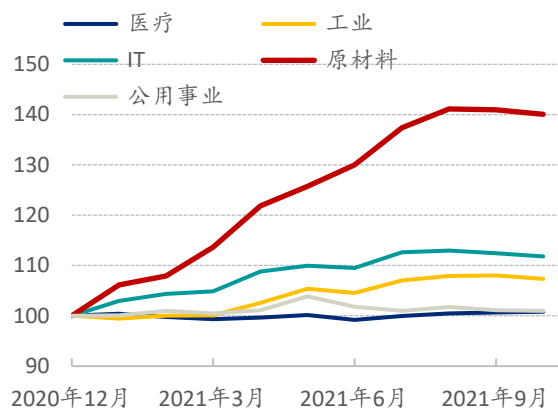
资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

图表 21: 标普全球 1200 指数各板块 2022 年 EPS 市场预期变化 (2020 年 12 月=100)



资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

图表 22: 标普全球 1200 指数各板块 2022 年 EPS 市场预期变化 (2020 年 12 月=100)



资料来源: FactSet, Bloomberg, 浦银国际

## 2. 全球市场仍然低配能源和原材料板块

虽然今年大宗商品价格上涨剧烈, 周期性板块也取得令人惊喜的收益。但 EPFR 的数据显示, 全球基金在能源、原材料板块的配置比率依然较低, 尤其是能源板块, 配置比率在历史新低附近。

一方面是由于基准指数中能源、原材料板块的比重不断下降, 推动基金经理降低配置比重; 但另一方面, 我们基于 MSCI AC 全球指数中的板块比重进行测算, 当前能源、原材料这两个板块依然处于被低配的状态, 这反映了市场对于这两个板块依然谨慎。此时, 对于这两个板块看空需要谨慎。

图表 23: 全球基金板块配置比率 (%)



资料来源: EPFR, 浦银国际

图表 24: 全球基金 vs MSCI AC 全球指数显示能源及原材料板块仍被明显低配 (%)



资料来源: EPFR, 浦银国际

## 总结

我们将全球超过 1700 家，总资产高达十万亿美元的大宗商品上市企业财报数据进行标准化后汇总，进而研究大宗商品的供应端变化。我们发现全球大宗商品企业的 CAPEX 大约在 2015 年为分水岭，目前仍处于趋势性下行期，2021 年 CAPEX 在经历短暂的上行修复后，继续下行。

我们发现，除了 CAPEX 与 EBIT 的比值处于低位但未创历史新低以外，全球大宗商品企业 CAPEX 与经营性净现金流、现金、固定资产净值的比值都创下了历史新低。当企业盈利和现金流回暖，现金储备充裕足够覆盖利息支出，且利润率提升之际，全球大宗商品企业完全有能力也应该有意愿提升 CAPEX，但全球大宗商品企业的 CAPEX 却意外地呈现下降，背后的因素很可能是由于碳中和、ESG 等结构性因素所致，最直接的影响是造成大宗商品的供应端冲击。

我们预计，大宗商品 CAPEX 走低对供应端的冲击将带来以下影响：

1. 大宗商品价格对于需求边际变化的弹性提高，价格波动性增加；
2. 大宗商品行业低迷的 CAPEX，很可能令供应端短缺的持续时间超预期，且直接推高大宗商品的价格中枢，并通过 PPI 向 CPI 进行传递，抬升整体的通胀中枢。虽然欧美央行的货币政策新框架出炉可以淡化通胀对于货币政策的冲击性，但如果出现过长时间、过大幅度的通胀超预期，将增大全球货币政策的不确定性，需要保持密切关注。

基于以上背景，我们的投资建议如下：

1. 对于未来几年的大宗商品价格，市场预期普遍谨慎，但考虑到供应端因 CAPEX 下行而趋紧，即使需求有可能继续走弱，对于看空大宗商品价格需谨慎，预计大宗商品价格很可能呈现高位震荡的格局；
2. 从技术面来看，全球的能源以及原材料板块的 RSI 显示板块已经过热，但今年以来的板块上涨由盈利预期上调所推动，与此同时全球市场仍然低配能源、原材料板块，此时看空板块需保持谨慎。

## 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经授权的行为。

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。

### 美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

### 英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

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逾 1%的财务权益。
- 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。

## 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。

### 浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy\_wang@spdbi.com

852-2808 6467

### 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](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

