



全球大宗商品：CAPEX 结构之变

——供应端多维研究系列报告（二）

我们将全球的大宗商品企业分为能源、非能源大宗商品两大类进行细分研究，其中 1) **能源类**具体细分为：油气、煤炭；2) **非能源类**具体细分为：金属（黑色金属+有色金属）、建材。在关注大宗商品企业 CAPEX 整体下行之际，还需要密切留意 CAPEX 内部结构的变化。

- 从整体来看，能源类大宗商品 CAPEX 历来居于绝对主导：2000 年以来，能源类大宗商品企业占整体 CAPEX 的比例一直保持在 70%左右，一直以来都是大宗商品 CAPEX 的核心驱动因素。
- 细分结构来看，大宗商品 CAPEX 绝对量有分化，相对比值均下行：近期来看，CAPEX 的绝对体量，大宗商品不同子板块存在分化，能源类中油气类下行，煤炭类处于小幅度修复上行中；非能源板块的 CAPEX 整体上行修复。但如果从 CAPEX 的相对比值来看，却呈现一致的下行，多个比值还创下了历史新低。这表明虽然大宗商品企业不同子版块 CAPEX 绝对体量略有分化，但结合这些企业的投资能力（现金、现金流、盈利），都呈现了非常一致的决策倾向——对于 CAPEX 非常谨慎。
- 供应偏紧带来大宗商品企业整体盈利中枢抬升：2015 年左右是全球商品行业的关键时点，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。伴随着 CAPEX 的下行，供需平衡，黑色金属、有色金属、煤炭、油气上游类大宗商品企业的盈利能力都出现趋势性上抬。
- CAPEX 下降带来大宗商品议价权向上游转移：伴随着 CAPEX 下行，带来的大宗商品整体供应偏紧，这个格局还带来了大宗商品内部产业链的深刻变化，即大宗商品的议价权、定价权开始向供应端，即上游转移，大宗商品市场由买方市场正逐步切换为卖方市场。
- 投资建议：整体来看，大宗商品供应端因 CAPEX 下行趋紧，即使需求可能继续走弱，对于看空大宗商品价格需谨慎，尤其是细分品类中，能源类产品及受益于定价权上移的油气上游，预计价格很可能呈现高位震荡的格局。

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 29 日

相关报告：

[《海外流动性进一步边际收紧——SPDBI 全球央行观察》\(2021-10-19\)](#)

[《全球大宗商品：来自 CAPEX 的复仇——供应端多维研究系列报告（一）》\(2021-10-19\)](#)

[《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》\(2021-8-17\)](#)

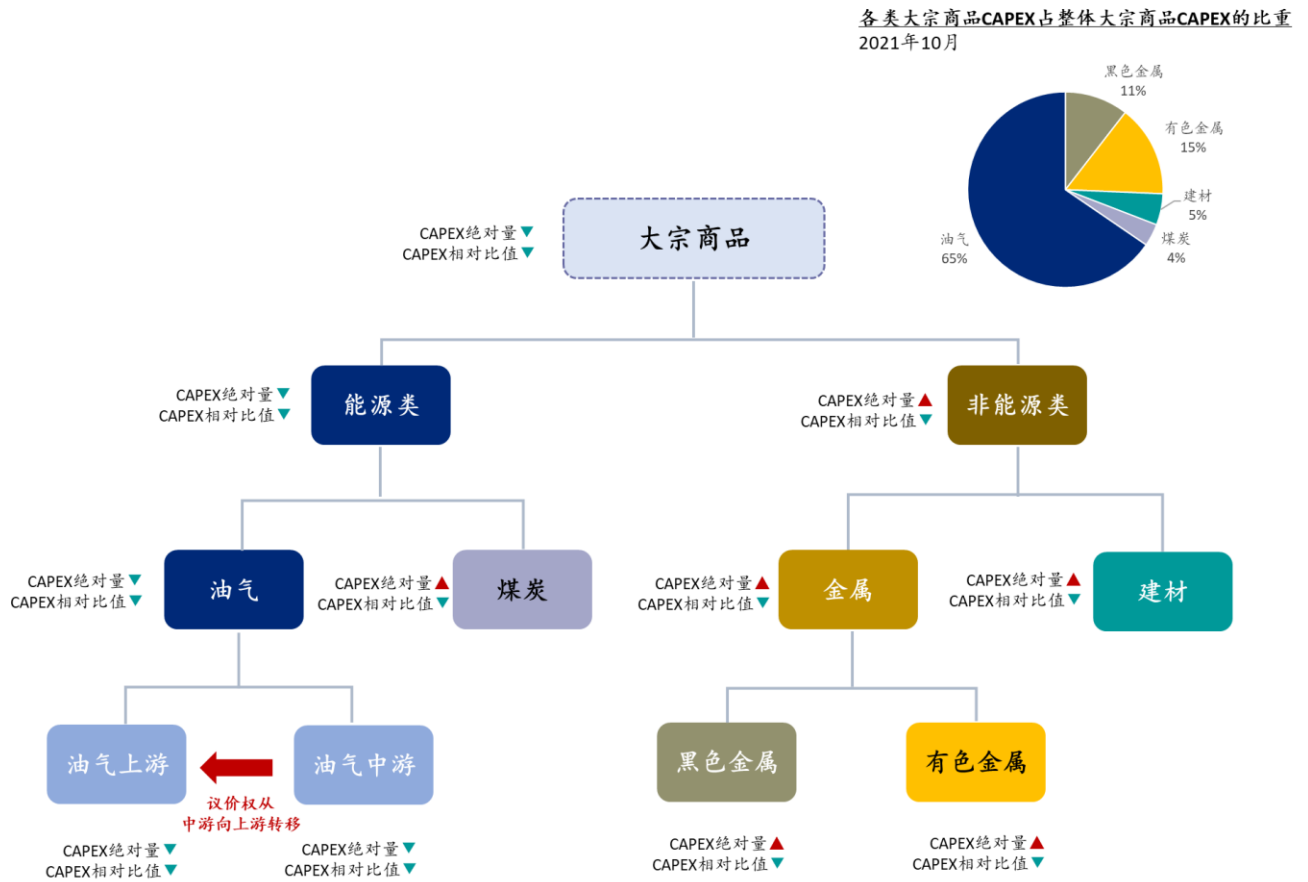


欢迎关注
浦银国际研究

目录

大宗商品 CAPEX 结构总览：能源类居绝对主导	4
细分来看，大宗商品 CAPEX 绝对量有分化，相对比值均下行	6
CAPEX 绝对量整体下行，内部略有分化	6
大宗商品企业 CAPEX 相对比值却一致下行，且处于历史低位，对 CAPEX 保持谨慎	8
CAPEX 下行带来大宗商品整体盈利中枢抬升，定价权上移，由卖方市场切换为买方市场	12
供应偏紧带来大宗商品企业整体盈利中枢抬升	12
CAPEX 下降带来大宗商品议价权向上游转移	15
投资建议	17
总结	18
图表 1: 能源类、非能源类大宗商品 CAPEX 占整体大宗商品 CAPEX 的比例	4
图表 2: 各类大宗商品 CAPEX 占整体大宗商品 CAPEX 的比例	4
图表 3: 煤炭类大宗商品 CAPEX 占能源类大宗商品 CAPEX 的比率	5
图表 4: 油气大宗商品 CAPEX 占能源类大宗商品 CAPEX 的比例	5
图表 5: 建材类大宗商品 CAPEX 占非能源类大宗商品 CAPEX 的比例	5
图表 6: 金属类大宗商品 CAPEX 占非能源类大宗商品 CAPEX 的比例	5
图表 7: 能源类、非能源类大宗商品 CAPEX (十亿美元)	6
图表 8: 煤炭大宗商品企业 CAPEX (十亿美元)	7
图表 9: 油气大宗商品企业 CAPEX (十亿美元)	7
图表 10: 建材类大宗商品企业 CAPEX (十亿美元)	7
图表 11: 金属类大宗商品企业 CAPEX (十亿美元)	7
图表 12: 能源类、非能源类大宗商品 CAPEX 与现金的比值	8
图表 13: 能源类、非能源类大宗商品 CAPEX 与现金的比值	9
图表 14: 能源类、非能源类大宗商品 CAPEX 与经营性现金流的比值	9
图表 15: 能源类、非能源类大宗商品 CAPEX 与经营性现金流的比值	10
图表 16: 能源类、非能源类大宗商品 CAPEX 与息税前利润 (EBIT) 的比值	10
图表 17: 能源类、非能源类大宗商品 CAPEX 与息税前利润 (EBIT) 的比值	11
图表 18: 大宗商品细分品类息税前利润率中枢抬升	13
图表 19: 大宗商品细分品类息税前利润率百分位值	13
图表 20: 2020 年 vs 2016 年大宗商品价格底部更低，但利润率底部却抬高	14
图表 21: 2020 年 vs 2016 年全球制造业 PMI 底部更低，但利润率底部却抬高	14
图表 22: WTI 原油价格 (美元/桶) vs 油气上游利润率	15
图表 23: 油气类大宗商品类息税前利润率	16
图表 24: 大宗商品细分品类拆分框架	17

图表 1: 全球大宗商品 CAPEX 的结构之变



全球大宗商品：CAPEX 结构之变

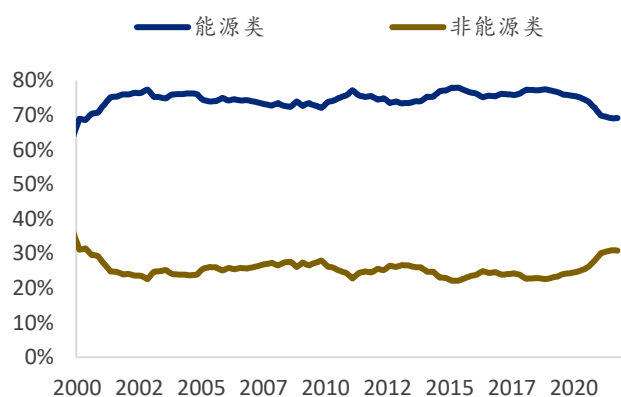
——供应端多维研究系列报告（二）

大宗商品 CAPEX 结构总览：能源类居绝对主导

我们在《[全球大宗商品：来自 CAPEX 的复仇——供应端多维研究系列报告（一）](#)》报告中，对于全球大宗商品企业的 CAPEX 进行了梳理。在此对梳理进一步细化，我们在剔除了贵金属、农产品、林业后共保留全球近 1500 家大宗商品企业作为观察样本，并将其分为能源、非能源大宗商品两大类，其中 1) **能源类**具体细分为：油气、煤炭；2) **非能源类**具体细分为：金属（黑色金属+有色金属）、建材。具体细分来看：

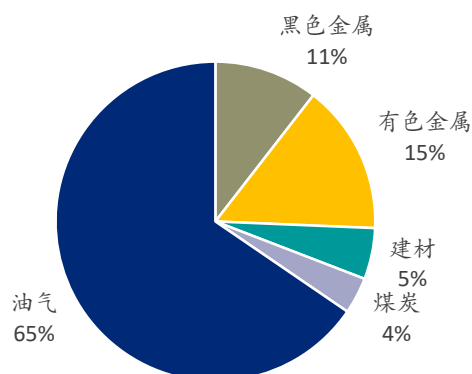
- **能源类大宗商品 CAPEX 历来居于绝对主导。**2000 年以来，能源类大宗商品企业占整体 CAPEX 的比例一直保持在 70%左右，一直以来都是大宗商品 CAPEX 的核心驱动因素。
- **非能源类大宗商品 CAPEX 占比历来处于低位，近年出现小幅上行。**受 CAPEX 整体绝对量及其中能源类大宗商品 CAPEX 占比下降影响，非能源类大宗商品 CAPEX 上升。

图表 2：能源类、非能源类大宗商品 CAPEX 占整体大宗商品 CAPEX 的比例



资料来源：Factset, Bloomberg, 浦银国际

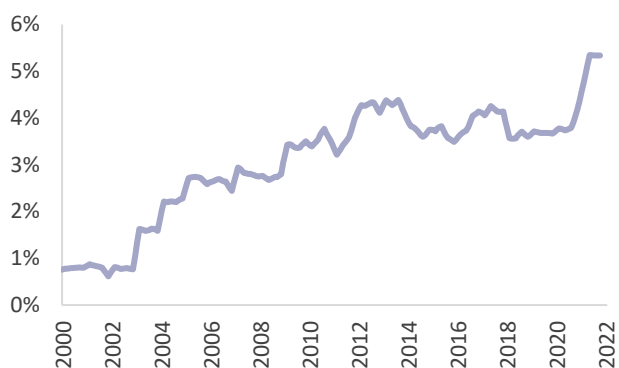
图表 3：各类大宗商品 CAPEX 占整体大宗商品 CAPEX 的比例



注：数据截至 2021 年 10 月

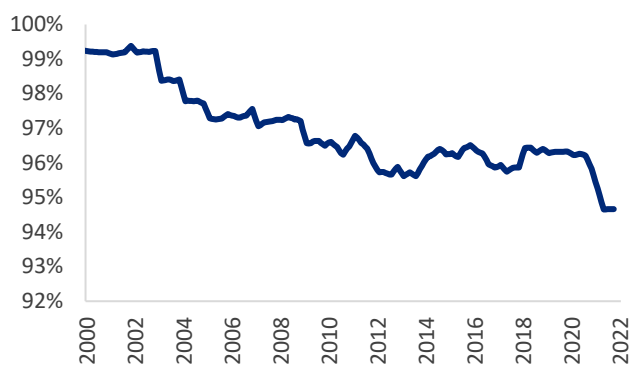
资料来源：Factset, Bloomberg, 浦银国际

图表 4: 煤炭类大宗商品 CAPEX 占能源类大宗商品 CAPEX 的比率



资料来源: Factset, Bloomberg, 浦银国际

图表 5: 油气大宗商品 CAPEX 占能源类大宗商品 CAPEX 的比例



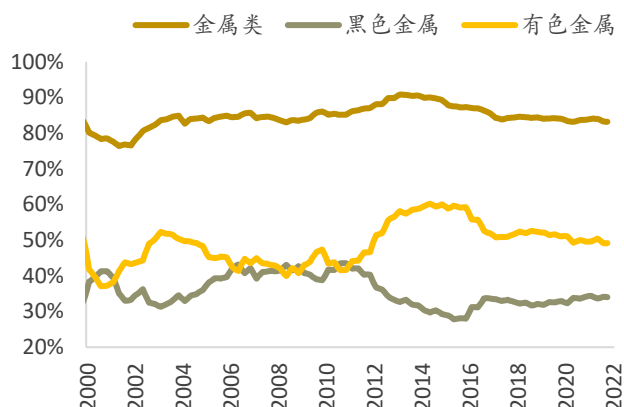
资料来源: Factset, Bloomberg, 浦银国际

图表 6: 建材类大宗商品 CAPEX 占非能源类大宗商品 CAPEX 的比例



资料来源: Factset, Bloomberg, 浦银国际

图表 7: 金属类大宗商品 CAPEX 占非能源类大宗商品 CAPEX 的比例



资料来源: Factset, Bloomberg, 浦银国际

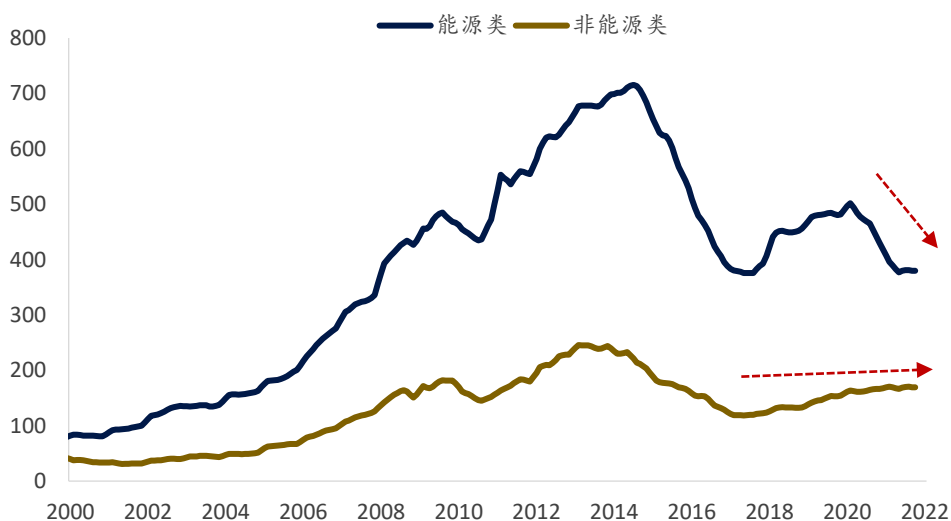
细分来看，大宗商品 CAPEX 绝对量有分化，相对比值均下行

● CAPEX 绝对量整体下行，内部略有分化

2021 年，大宗商品企业整体的 CAPEX 总量下行。具体细分来看，内部结构略有分化：

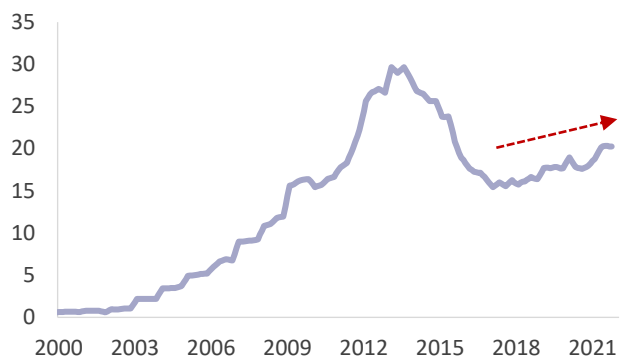
- **能源类 vs 非能源类略有分化。**大宗商品企业的 CAPEX 继续呈现下行趋势，而非能源类大宗商品企业的 CAPEX 于 2017 年触达历史相对低位后开始有所修复，虽然方向向上，但整体的斜率较为平缓，2021 年仍处于修复期。
- **能源类内部有分化。**能源类企业 CAPEX 主要由油气下行驱动，而煤炭类企业 CAPEX 也处于小幅度修复上行中，依然处于绝对体量的相对低位。
- **非能源类整体上行修复。**不论是建材、有色金属、黑色金属企业的 CAPEX 整体都处于上行修复，其中建材上行幅度最大，建材 CAPEX 的整体体量不大，且所包含的种类繁多，建材类 CAPEX 的大幅上行背后很可能与建材升级以及涵盖了某些新能源转型的材料有关。而有有色金属与黑色金属企业 CAPEX 都是自 2017 年反弹，延续修复至今，目前仍处于相对的低位水平。

图表 8：能源类、非能源类大宗商品 CAPEX（十亿美元）



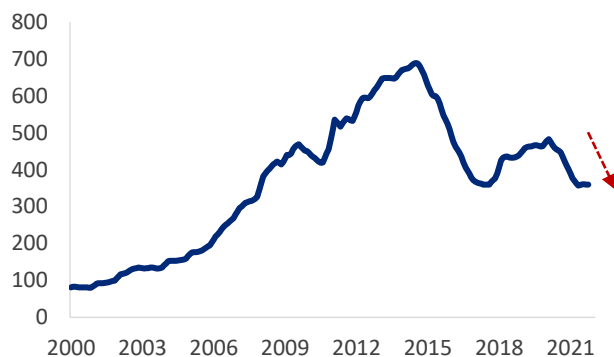
资料来源：Factset, Bloomberg, 浦银国际

图表 9: 煤炭大宗商品企业 CAPEX (十亿美元)



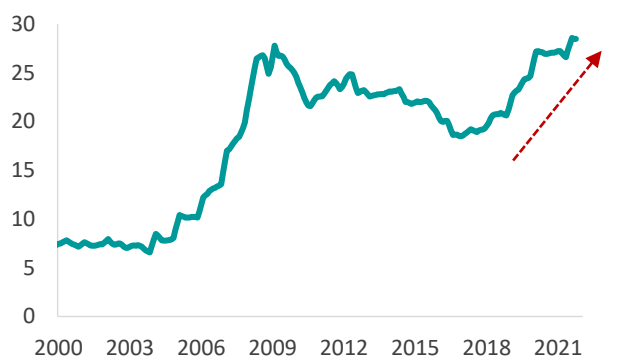
资料来源: Factset, Bloomberg, 浦银国际

图表 10: 油气大宗商品企业 CAPEX (十亿美元)



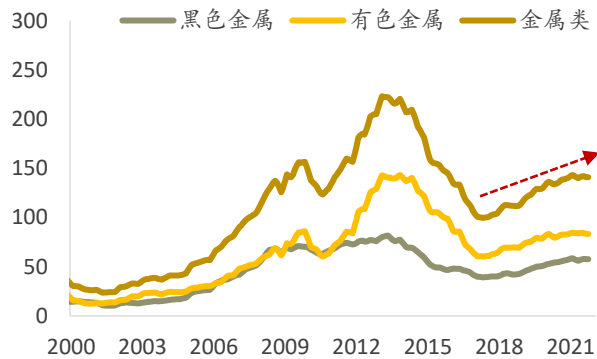
资料来源: Factset, Bloomberg, 浦银国际

图表 11: 建材类大宗商品企业 CAPEX (十亿美元)



资料来源: Factset, Bloomberg, 浦银国际

图表 12: 金属类大宗商品企业 CAPEX (十亿美元)



资料来源: Factset, Bloomberg, 浦银国际

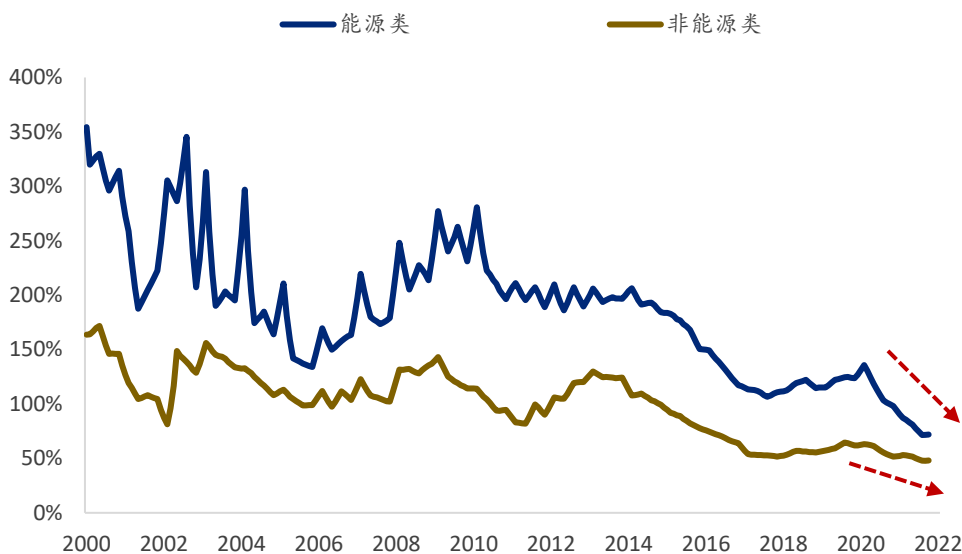
- 大宗商品企业 CAPEX 相对比值却一致下行，且处于历史低位，对 CAPEX 保持谨慎

CAPEX 的绝对体量来说，大宗商品企业不同子板块存在分化，如非能源板块的 CAPEX 还出现了一定程度的修复，但如果从 CAPEX 的相对比值来看，却呈现一致下行，多个比值还创下了历史新低。 这表明虽然大宗商品企业不同子板块的 CAPEX 绝对体量略有分化。

但如果结合这些企业的投资能力（现金、现金流、盈利），大宗商品企业不分板块，即使是 CAPEX 绝对体量创下新高的建材类企业，**却都呈现了非常一致的决策倾向---对于 CAPEX 都非常谨慎。**

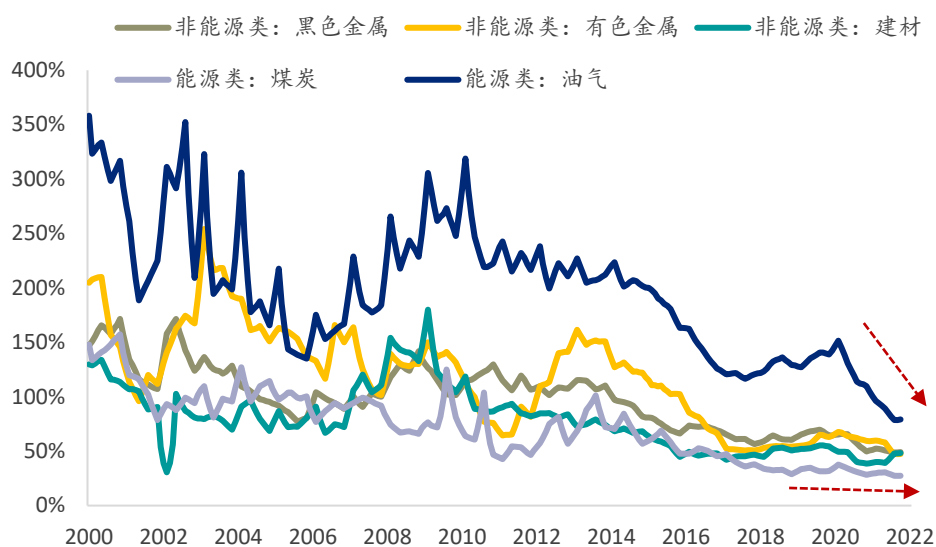
1) 就 **CAPEX 与现金的比值**来看，大宗商品整体而言呈明显的下降趋势，且不论是能源类还是非能源类的细分板块，几乎无一例外都创下了历史新低。

图表 13: 能源类、非能源类大宗商品 CAPEX 与现金的比值



资料来源: Factset, Bloomberg, 浦银国际

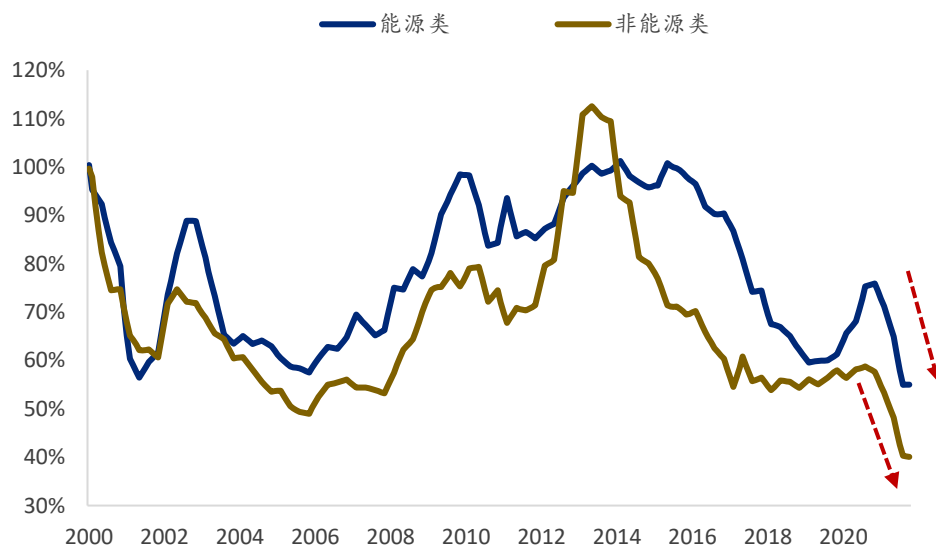
图表 14: 能源类、非能源类大宗商品 CAPEX 与现金的比值



资料来源: Factset, Bloomberg, 浦银国际

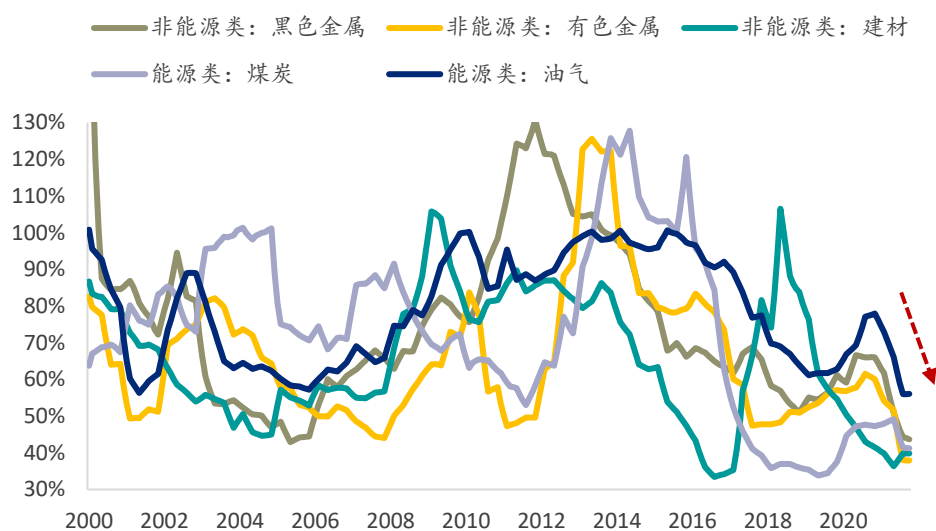
2) 从 CAPEX 分别与经营性现金流的比值来看, 能源类、非能源类也同样一致下行, 且同样创下了历史新低。

图表 15: 能源类、非能源类大宗商品 CAPEX 与经营性现金流的比值



资料来源: Factset, Bloomberg, 浦银国际

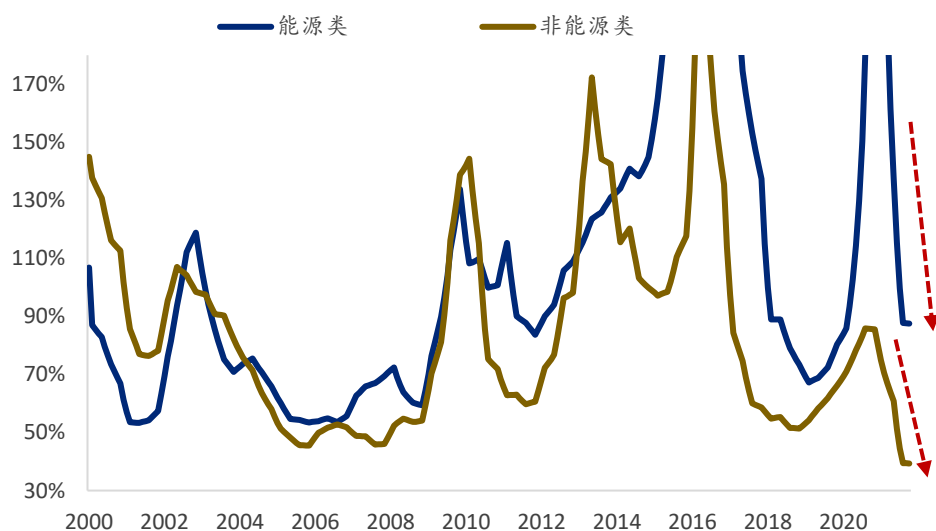
图表 16: 能源类、非能源类大宗商品 CAPEX 与经营性现金流的比值



资料来源：Factset, Bloomberg, 浦银国际

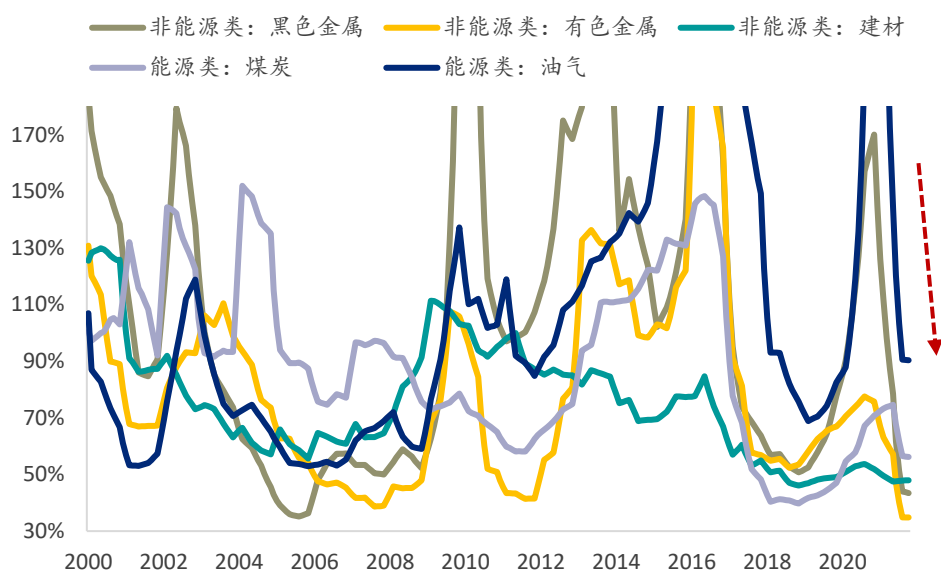
3) 从 CAPEX 分别与息税前利润 (EBIT) 的比值来看，也同样处于明显的下行中，虽然能源类的比值尚未创下历史新低，但同样处于明显的低位水平。

图表 17: 能源类、非能源类大宗商品 CAPEX 与息税前利润 (EBIT) 的比值



资料来源：Factset, Bloomberg, 浦银国际

图表 18: 能源类、非能源类大宗商品 CAPEX 与息税前利润 (EBIT) 的比值



资料来源: Factset, Bloomberg, 浦银国际

CAPEX 下行带来大宗商品整体盈利中枢抬升，定价权上移，由卖方市场切换为买方市场

● 供应偏紧带来大宗商品企业整体盈利中枢抬升

如我们在[《全球大宗商品：来自 CAPEX 的复仇——供应端多维研究系列报告（一）》](#)所叙述，2015 年左右是全球商品行业的关键时点，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。伴随着 CAPEX 的下行，供需紧平衡，黑色金属、有色金属、煤炭、油气上游类大宗商品企业的盈利能力都出现趋势性上抬。具体来看：

● 大宗商品企业的利润率在市场冲击下具有韧性

2020 年彭博全球大宗商品价格指数、全球制造业 PMI 底部低于 2016 年底部。而同期大宗商品的各细分品类企业，2020 年的息税前利润率（EBIT）低点却都明显高于 2016 年的低位。

大宗商品企业之所以在商品价格、制造业 PMI 双双新低的背景下表现出韧性，核心因素不在于需求端，而是来自供给端的变化，即 2016 年后大宗商品 CAPEX 趋势性下行，供应缩紧，此外受供给侧改革下淘汰劣质产能影响，中小企业出清，龙头公司市占率、行业集中度提升，竞争格局不断优化。

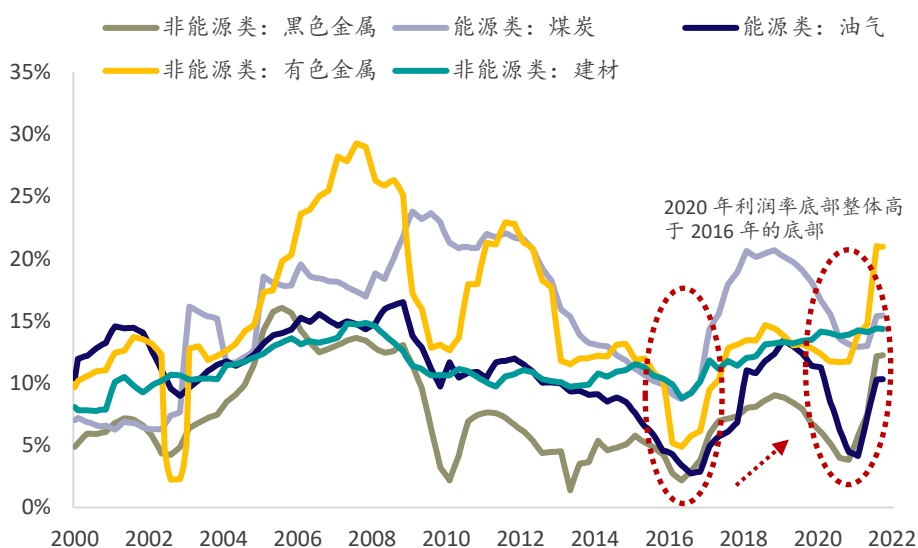
● 大宗商品企业的利润率中枢整体抬升，但幅度有所分化，金属类企业最为亮眼

2016 年后大宗商品企业的利润率中枢整体有抬升，但细分来看利润率的恢复弹性有所分化。

其中黑色金属、有色金属的利润率上行幅度最大，这两者的利润率已经回升至 2000 年至今约 80% 的百分位水平，黑色金属企业的利润率已经回升至 2010 年以来的最高水平，有色金属企业的利润率回升至 2012 年以来的最高水平，尤其是有色金属企业的利润率蹿升，时隔多年后再度成为利润率最高的细分品类。

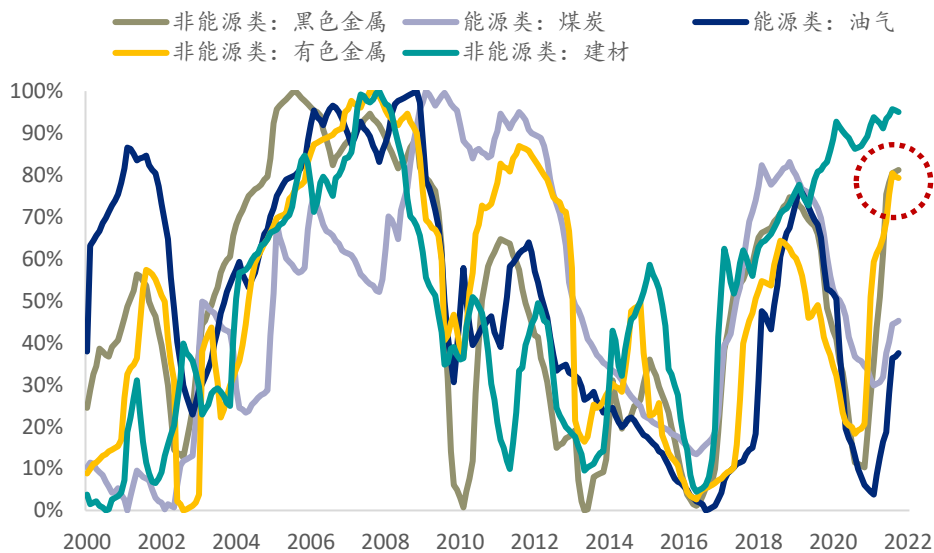
其次为油气与煤炭，整体上行，但都未回升至 2019 年的高点；利润率回升最为平衡的是建材企业，整体的利润率较为平缓上行，未出现较大波动。

图表 19: 大宗商品细分品类息税前利润率中枢抬升



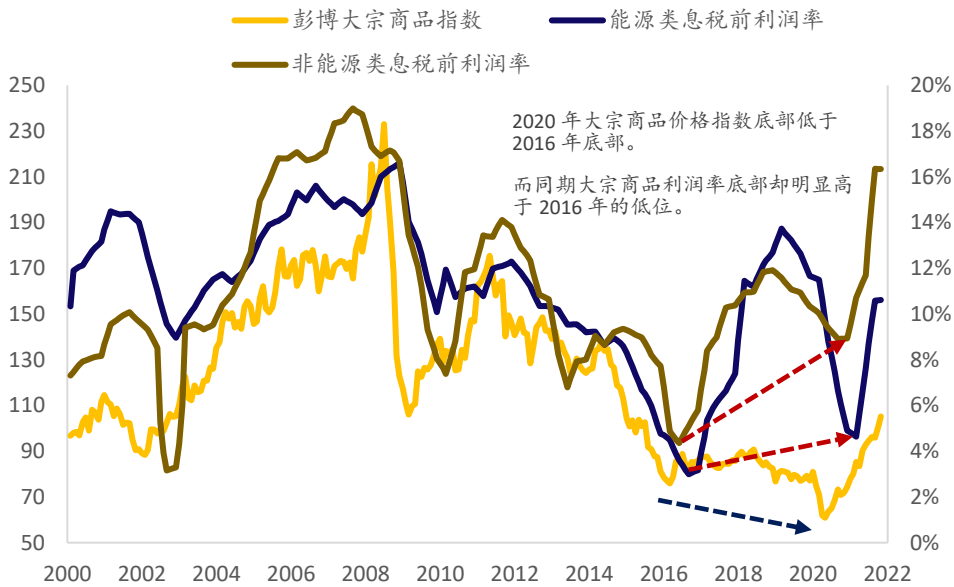
资料来源: Factset, Bloomberg, 浦银国际

图表 20: 大宗商品细分品类息税前利润率百分位值



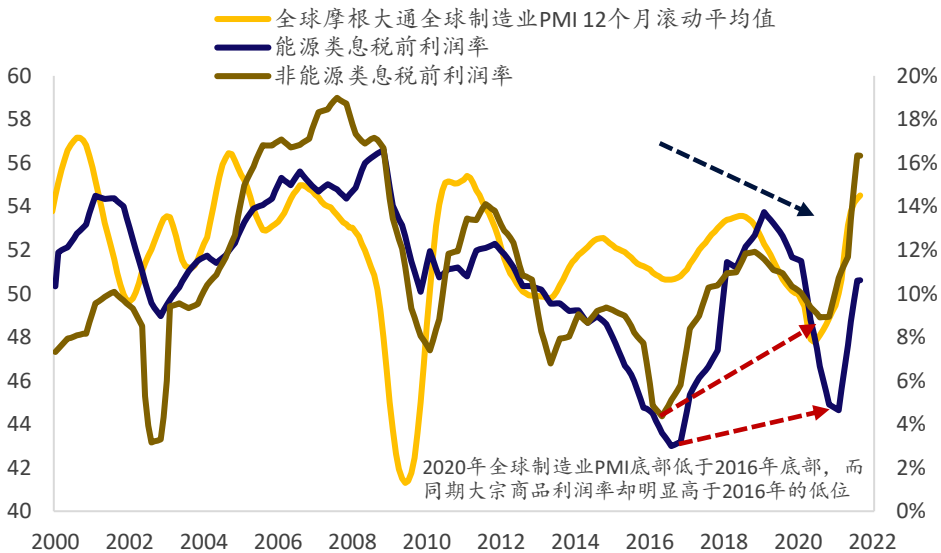
资料来源: Factset, Bloomberg, 浦银国际

图表 21: 2020 年 vs 2016 年大宗商品价格底部更低, 但利润率底部却抬高



资料来源: Factset, Bloomberg, 浦银国际

图表 22: 2020 年 vs 2016 年全球制造业 PMI 底部更低, 但利润率底部却抬高



资料来源: Factset, Bloomberg, 浦银国际

● CAPEX 下降带来大宗商品议价权向上游转移

伴随着 CAPEX 下行，带来大宗商品整体供应偏紧，这个格局还带来了大宗商品内部产业链的深刻变化，即大宗商品的议价权、定价权开始向供应端，即上游转移，大宗商品市场由买方市场正逐步切换为卖方市场。

以大宗商品中，CAPEX 占比约六至七成的油气行业为例，油气上游和中游在 2020 年、2016 年面临需求冲击（原油价格、全球制造业 PMI 指数均有巨大降幅）时，两者的利润率表现却呈现了截然不同的景象。

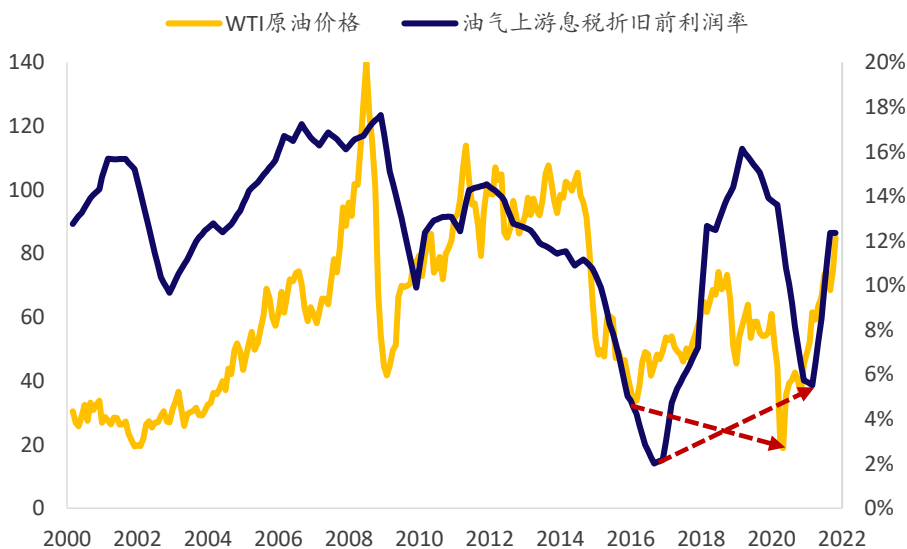
● 油气上游

盈利中枢上移，2020 年利润率底部高于 2016 年底部，表现大幅优于中游。CAPEX 下行后，供应偏紧令油气行业的定价权向上游转移，其中油气行业的上游在价格、需求的冲击下利润率都表现出更强的韧性。

作为油气行业上游，原油价格对其利润率可谓是决定性的。但我们可以看到，当 2020 年全球油气行业出现了史诗级暴跌，石油价格一度出现了前所未有的“负油价”。而在此情况下油气行业上游的利润率虽然经历了下行，却远远高于 2016 年的利润率底部水平。

为什么油气行业上游企业可以在更低的油价水平下实现更高的利润率水平？这预示着我们在全行业供应偏紧的情况下，上游企业相比中下游具有了更大的议价能力、定价权，即使能源需求大幅萎缩、能源现货价格出现断崖式下跌，上游企业也依然具有较强的定价能力。

图表 23: WTI 原油价格（美元/桶）vs 油气上游利润率



资料来源: Factset, Bloomberg, 浦银国际

• 油气中游

在 2020 年利润率底部大体持平于 2016 年底部，表现弱于上游。对于中游油气企业而言，与油气上游企业一样，2020 年都面对前所未见的需求冲击（2020 年全球制造业 PMI 底部、全球油价都大幅低于 2016 年）。但不同于上游企业在 2020 年价格、需求冲击面前具有强劲的韧性，2020 年中游企业利润率底部基本持平于 2016 年的低位。我们认为，油气上游、中游企业在面对价格、需求冲击时，利润率的不同表现出现大幅分化，最主要的驱动因素源自供给端，即大宗商品产业链中议价权向上游转移。

图表 24: 油气类大宗商品类息税前利润率



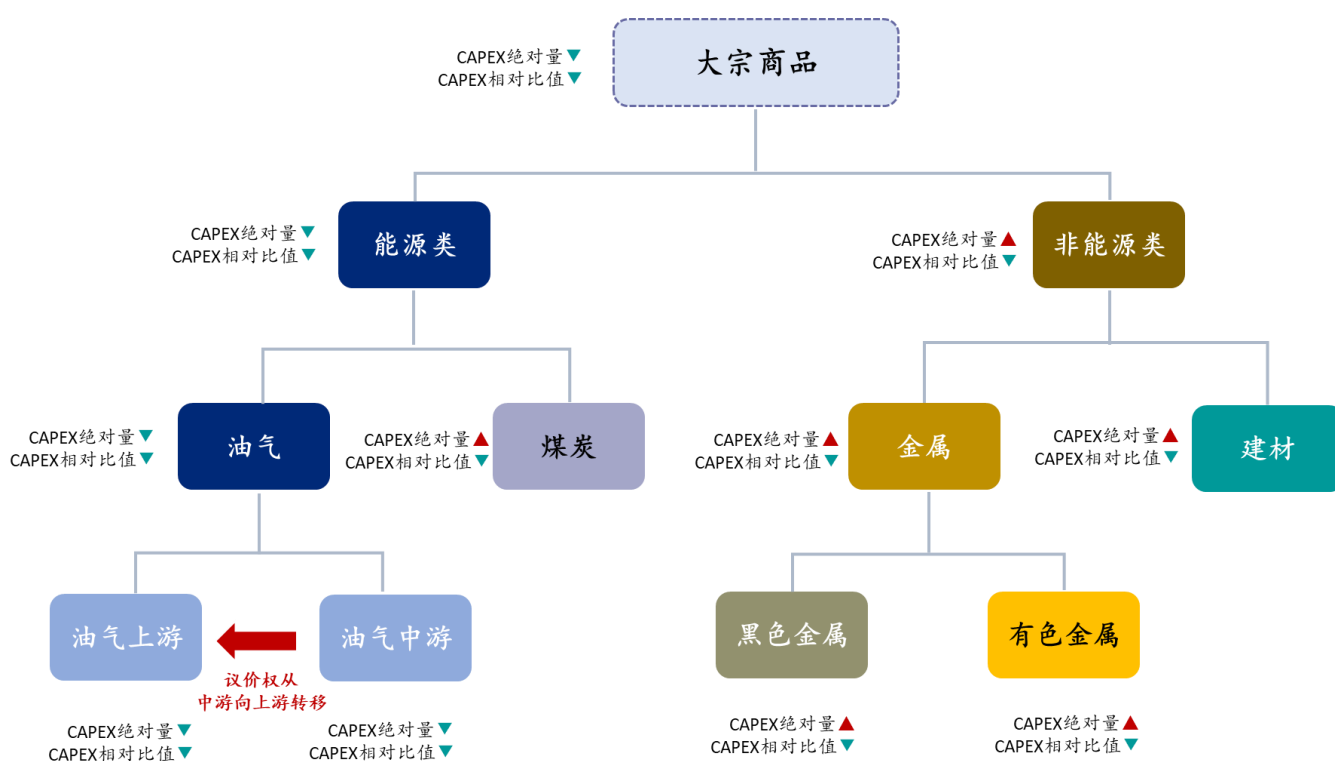
资料来源: Factset, Bloomberg, 浦银国际

投资建议

整体来看，谨防看空大宗商品价格。我们在此前的报告《全球大宗商品：来自CAPEX的复仇——供应端多维研究系列报告（一）》中提到，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。

大宗商品细分品类来看，对能源类、及能源类中的油气类需更加谨慎。CAPEX结构方面：1) 能源类 vs 非能源类：能源类CAPEX绝对量、相对比值均下行；非能源类CAPEX绝对量修复，相对比值下行。2) 能源类中，油气 vs 煤炭：油气类CAPEX绝对量、相对比值均下行，煤炭类CAPEX绝对量修复，相对比值下行。3) 非能源类中，金属 vs 建材：金属类、建材类CAPEX绝对量均修复，相对比值均下行。

图表 25: 大宗商品细分品类拆分框架



资料来源：Factset，浦银国际

可以看到能源类、非能源类中，能源类 CAPEX 下行趋势更猛；具体能源类的细分品类——煤炭和油气中，油气的 CAPEX 下行趋势更足。

尤其需留意大宗商品内部的定价权向上游转移，大宗商品市场正逐步由过去的买方市场切换为卖方市场。在此情况下，即使需求走弱，由于供应端支撑较强，价格或具有较强粘性，或呈高位震荡态势。因此我们建议投资者，对于能源类、及能源类中的油气类的大宗商品，谨防看空。

总结

我们将全球的大宗商品企业分为能源、非能源大宗商品两大类，其中**1) 能源类**：油气、煤炭；**2) 非能源类**：金属（黑色金属+有色金属）、建材。

从整体来看，能源类大宗商品 CAPEX 历来居于绝对主导。2000 年以来，能源类大宗商品企业占整体 CAPEX 的比例一直保持在 70%左右。

细分结构来看，大宗商品 CAPEX 绝对量有分化，相对比值均下行：CAPEX 的绝对体量方面，大宗商品不同子板块存在分化，能源类中油气下行，煤炭小幅度修复上行；非能源板块 CAPEX 整体上行修复。但 CAPEX 相对比值方面，却呈现一致下行，多个比值还创下历史新低。这表明虽然大宗商品企业不同子板块 CAPEX 绝对体量略有分化，但结合这些企业的投资能力（现金、现金流、盈利），企业都呈现了非常一致的决策倾向——对于 CAPEX 非常谨慎。

供应偏紧带来大宗商品企业整体盈利中枢抬升。具体来看：

- 大宗商品企业利润率在市场冲击下具有韧性。2020 年彭博全球大宗商品价格指数、全球制造业 PMI 底部低于 2016 年底部。而同期大宗商品各细分品类企业，2020 年息税前利润率低点却都明显高于 2016 年低位。
- 大宗商品企业的利润率中枢整体抬升，但幅度有所分化，金属企业最为亮眼。黑色金属、有色金属的利润率上行幅度最大，尤其是有色金属企业的利润率蹿升，时隔多年后再度成为利润率最高的细分品类。

CAPEX 下降带来大宗商品议价权向上游转移。以大宗商品中 CAPEX 占比约六至七成的油气行业为例，油气上游和中游在 2020 年、2016 年面临需求冲击（原油价格、全球制造业 PMI 指数均有巨大降幅）时：

- 油气上游盈利中枢上移，2020 年利润率底部高于 2016 年底部，表现大幅优于中游；
- 油气中游 2020 年利润率底部持平于 2016 年底部，表现弱于上游。

我们认为，油气上游、中游企业在面对价格、需求冲击时，利润率表现出现大幅分化，最主要的驱动因素源自供给端，即大宗商品产业链中议价权向上游转移，在关注大宗商品企业 CAPEX 整体下行之际还需要密切留意其内部结构的变化。

基于以上背景，我们给出的投资建议如下：整体来看，大宗商品供应端因 CAPEX 下行趋紧，即使需求可能继续走弱，对于看空大宗商品价格需谨慎，尤其是细分品类中，能源类产品及受益于定价权上移的油气上游，预计价格很可能呈现高位震荡的格局。

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

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

