



华润啤酒 (291.HK): 提价应对成本压力, 疫情不改高端化进程; 下调目标价, 维持行业首推不变

- **依然是高端化空间最大的中国啤酒企业:** 2H21 华润面对来自疫情与原材料价格的双重挑战, 次高端及以上产品的增速及经营利润表现略低于预期。然而, 从产品组合、资本运作能力、渠道资源、产能优化进程等方面来看, 华润依然是中国啤酒行业中高端化空间最大的企业 (详见 [中国啤酒行业深度报告](#))。公司近两月次高端及以上产品的强劲增长也给了我们较大信心。我们相信, 随着高端化的深入, 公司未来几年平均销售单价与经营利润率仍有巨大提升空间。考虑到疫情及国际形势对市场情绪的影响, 我们略微下调目标价, 但华润依然是我们在中国啤酒行业的首选之一, 维持“买入”评级。
- **次高端及以上产品增长前景乐观:** 受 2H21 疫情影响, 华润次高端及以上产品 2021 年销量增长 27.8%, 略低于管理层早先设定的目标。然而, 公司在今年 1-2 月观察到次高端及以上产品爆发式的增长。尽管 3 月中旬疫情开始恶化, 管理层依然对疫情的发展表示乐观, 并有信心 2022 年全年次高端以上销量增速高于 2021 年。凭借有效的品牌宣传、渠道布局及对终端的抢夺, 喜力于 2021 及 1Q22 至今在所有次高端及以上产品中取得较快的增长。管理层维持到 2025 年次高端及以上产品销量达到 400 万吨的目标。
- **坚定通过涨价抵消成本上涨压力:** 由于俄乌冲突导致原材料及包材价格上涨, 公司预测 2022 年生产成本同比上涨 15-16 亿人民币左右 (7-8%)。管理层表示将通过积极有效的调价来完全覆盖成本上涨。我们认为, 在涨价与产品结构优化的双重作用下, 2022 年毛利率依然有扩张的空间。另一方面, 管理层表示 2022 年品牌营销费用同比不会有大幅提升, 同时运营效率有望继续优化。这也就表示在运营杠杆的作用下, 华润啤酒 2022 年的费用率有望进一步收窄, 核心经营利润率有望较大幅度的提升。
- **目标价与估值:** 我们对 22/23 年收入上调 4%/5% 来反映次高端及以上产品较快的增速。考虑到短期成本压力, 我们对 2022 年净利润下调了 4%, 同时对 2023 年净利润上调了 2% 来反映俄乌冲突后毛利率的扩张。基于 18x 2023 EV/EBITDA, 我们下调目标价至 HK\$70。
- **投资风险:** 1) 原材料价格涨幅高于预期; 2) 喜力的增速慢于预期; 3) 疫情持续影响现饮渠道; 4) 市场竞争加剧。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万人民币	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	31,448	33,387	36,808	39,599	42,163
同比变动 (%)	-5.2%	6.2%	10.2%	7.6%	6.5%
核心归母净利润	2,656	3,583	4,543	5,868	6,881
同比变动 (%)	11.6%	34.9%	26.8%	29.2%	17.2%
PE (X)	47.4	35.2	29.1	22.3	18.9
ROE (%)	13.0%	15.7%	17.7%	20.4%	21.2%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

林闻嘉

消费分析师

richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

桑若楠, CFA

助理分析师

serena_sang@spdbi.com
(852) 2808 6439

2022 年 3 月 25 日

评级

买入

目标价 (港元)	70.0
潜在升幅/降幅	+46.0%
目前股价 (港元)	48.0
52 周内股价区间 (港元)	42.0-76.0
总市值 (百万港元)	155,558
近 90 日日均成交额 (百万港元)	577.9

注: 截至 2022 年 3 月 24 日收盘价

市场预期区间



资料来源: Bloomberg、浦银国际

股价表现



资料来源: Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

财务报表分析与预测-华润啤酒

利润表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	31,448	33,387	36,808	39,599	42,163
同比	-5.2%	6.2%	10.2%	7.6%	6.5%
营业成本	-19,373	-20,313	-21,821	-22,691	-23,698
毛利润	12,075	13,074	14,987	16,908	18,465
毛利率	38.4%	39.2%	40.7%	42.7%	43.8%
销售及管理费用	-9,793	-9,975	-10,240	-10,482	-10,807
其他经营收入及收益 (损失)	1,073	1,137	1,256	1,382	1,497
经营溢利	3,355	4,236	6,003	7,808	9,155
经营利润率	10.7%	12.7%	16.3%	19.7%	21.7%
净融资成本	-70	224	127	189	267
减值及其他一次性支出	-749	-387	-300	-300	-300
政府补助	473	437	400	400	400
其他	0	1,705	0	0	0
税前溢利	3,009	6,215	6,230	8,097	9,523
所得税开支	-915	-1,625	-1,894	-2,435	-2,849
所得税率	30.4%	26.1%	30.4%	30.1%	29.9%
净利润	2,094	4,590	4,336	5,662	6,674
少数股东损益	0	-3	-3	-3	-3
归母净利润	2,094	4,587	4,333	5,658	6,671
归母净利率	6.7%	13.7%	11.8%	14.3%	15.8%
同比	59.6%	119.1%	-5.5%	30.6%	17.9%
核心归母净利润	2,656	3,583	4,543	5,868	6,881
核心归母净利率	8.4%	10.7%	12.3%	14.8%	16.3%
同比	11.6%	34.9%	26.8%	29.2%	17.2%

资产负债表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金及等价物	4,538	5,376	9,526	14,059	19,373
已抵押银行存款	76	2	2	2	2
应收票据及应收账款	2,378	3,436	3,025	3,255	3,465
存货	6,014	6,458	6,576	6,838	7,142
其他流动资产	371	625	600	600	600
流动资产合计	13,377	15,897	19,730	24,755	30,582
物业、机器及设备	14,414	13,717	13,052	12,289	11,460
使用权资产	3,367	3,379	3,379	3,379	3,379
无形资产	320	255	255	250	250
商誉	9,326	9,250	9,250	9,250	9,250
递延所得税资产	2,858	3,368	3,300	3,300	3,300
其他	113	5,187	5,169	5,169	5,169
非流动资产合计	30,398	35,156	34,405	33,637	32,808
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	19,327	21,007	21,522	22,380	23,373
租赁负债	83	71	71	71	71
应交税费	162	92	90	90	90
其他	0	0	0	0	0
流动负债合计	19,572	21,170	21,683	22,541	23,534
长期借款	0	0	0	0	0
租赁负债	117	60	60	60	60
递延所得税负债	788	1,955	2,000	2,000	2,000
其他	2,024	3,379	3,300	3,300	3,300
非流动负债合计	2,929	5,394	5,360	5,360	5,360
股本	14,090	14,090	14,090	14,090	14,090
储备	7,127	10,342	12,942	16,337	20,339
非控制性权益	57	57	60	63	67
权益	21,274	24,489	27,092	30,490	34,496

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

现金流量表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
除所得税前溢利	3,009	6,215	6,230	8,097	9,523
折旧	1,746	1,641	1,583	1,663	1,729
融资开支净额	199	30	0	0	0
利息收入	-141	-243	-127	-189	-267
出售物业、厂房的损失	630	387	300	300	300
未计营运资金变动前之经营溢利	5,443	8,030	7,986	9,871	11,284
存货减少/(增加)	-387	-444	-118	-262	-303
应收贸易款项(增加)/减少	136	-1,058	411	-229	-211
应付贸易款项(减少)/增加	436	1,680	515	858	993
已付所得税	-1,148	-1,038	-1,783	-2,435	-2,849
经营活动所得(所用)现金净额	4,480	6,972	7,036	7,803	8,914
出售物业、机器及设备	384	0	0	0	0
出售业务	0	0	0	0	0
已收取利息	136	243	127	189	267
购入物业、机器及设备	-1,047	-1,200	-1,200	-1,200	-1,200
购入业务	0	0	0	0	0
受限制银行存款减少/增加	-8	74	0	0	0
其他	-535	-3,610	0	5	0
投资活动所用现金净额	-1,070	-4,493	-1,073	-1,006	-933
新增/偿还借贷	-526	0	0	0	0
已付股利	-561	-1,836	-1,733	-2,263	-2,668
已付利息	-56	-30	0	0	0
其他	-54	225	-79	0	0
融资活动(所用)所得现金净额	-1,197	-1,641	-1,812	-2,263	-2,668
现金及现金等价物变动	2,198	838	4,150	4,533	5,313
于年初的现金及现金等价物	2,340	4,538	5,376	9,526	14,059
现金及现金等价物汇兑差额	-15	0	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	4,538	5,376	9,526	14,059	19,373

财务和估值比率

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
每股数据(人民币)					
摊薄每股收益	0.82	1.10	1.34	1.74	2.06
每股销售额	9.69	10.29	11.35	12.21	13.00
每股股息	0.26	0.57	0.53	0.70	0.82
同比变动					
收入	-5.2%	6.2%	10.2%	7.6%	6.5%
经营溢利	-1.2%	8.3%	14.6%	12.8%	9.2%
归母净利润	59.6%	119.1%	-5.5%	30.6%	17.9%
费用与利润率					
毛利率	38.4%	39.2%	40.7%	42.7%	43.8%
经营利润率	10.7%	12.7%	16.3%	19.7%	21.7%
归母净利率	6.7%	13.7%	11.8%	14.3%	15.8%
回报率					
平均股本回报率	13.0%	15.7%	17.7%	20.4%	21.2%
平均资产回报率	6.2%	7.6%	8.6%	10.4%	11.3%
资产效率					
应收账款周转天数	19.6	31.8	30.0	30.0	30.0
库存周转天数	113.3	112.1	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	361.6	362.4	360.0	360.0	360.0
财务杠杆					
流动比率(x)	0.7	0.8	0.9	1.1	1.3
速动比率(x)	0.4	0.5	0.4	0.4	0.5
现金比率(x)	0.2	0.3	0.4	0.6	0.8
负债/权益	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8
估值					
市盈率(x)	47.4	35.2	29.1	22.3	18.9
企业价值/EBITDA(x)	23.9	20.6	15.4	11.9	9.8
股息率	0.7%	1.5%	1.4%	1.8%	2.1%

● 2H21 业绩喜忧参半

华润 2H21 收入同比小幅下滑 2%至 137.5 亿人民币,高于我们预期 2%。2H21 整体销量受疫情影响同比下滑 6.8%,但整体单价同比上涨 5.1%。不尽如人意的是,公司 2021 年全年次高端及以上产品的销量增长 27.8%,未能达到原定 30%以上的目标。

2H21 毛利率同比下降 120bps 至 34.7%,而整体费用率同比上升 50bps 至 38.5%,高于我们的预期。这导致 2H21 核心经营利润(扣除政府补贴、利息收入、关厂相关固定资产减值损失及一次性员工补贴)同比下滑较大。在财务费用(尤其是汇兑损失)大幅减小以及税补的帮助下,公司 2H21 核心净利润基本符合预期。

整体来看,公司 2H21 收入高于预期,但次高端以上收入增长及核心利润率则不及预期。

图表 2：华润啤酒 2020-2021 上下半年利润表现

百万人民币	1H20	1H21	YoY	2H20	2H21	YoY
收入	17,408	19,634	12.8%	14,040	13,753	-2.0%
销量 (千吨)	6,039	6,337	4.9%	5,063	4,719	-6.8%
平均销售单价 (人民币/吨)	2,883	3,098	7.5%	2,773	2,914	5.1%
销售成本	-10,378	-11,329	9.2%	-8,995	-8,984	-0.1%
毛利润	7,030	8,305	18.1%	5,045	4,769	-5.5%
毛利率	40.4%	42.3%		35.9%	34.7%	
其他收入	444	522	17.6%	629	615	-2.2%
经营支出	-4,464	-4,683	4.9%	-5,329	-5,292	-0.7%
经销费用	-2,927	-3,291	12.4%	-3,196	-3,452	8.0%
行政费用	-1,534	-1,392	-9.3%	-2,133	-1,840	-13.7%
摊销及折旧费用	-897	-816	-9.0%	-849	-825	-2.8%
核心 EBITDA	3,907	4,960	27.0%	1,194	917	-23.2%
EBITDA 率	22.4%	25.3%		8.5%	6.7%	
核心经营利润*	3,010	4,144	37.7%	345	92	-73.3%
核心经营利润率	17.3%	21.1%		2.5%	0.7%	
财务支出	41	78	90.2%	-111	146	N/A
联营公司盈利/亏损	0	0	N/A	0	-21	N/A
政府补助	66	2,014	2951.5%	407	149	-63.4%
减值及其他一次性亏损	-286	-245	-14.3%	-463	-142	-69.3%
税前盈利	2,831	5,991	111.6%	178	224	25.8%
所得税	-747	-1,695	126.9%	-168	70	N/A
净利润	2,084	4,296	106.1%	10	294	N/A
少数股东权益	-5	-5	0.0%	5	2	-60.0%
归母净利润	2,079	4,291	106.4%	15	296	N/A
归母净利润率	11.9%	21.9%		0.1%	2.2%	
核心归母净利润	2,294	3,159	37.7%	362	424	17.1%
核心归母净利润率	13.2%	16.1%		2.6%	3.1%	

注：核心经营利润剔除政府补助、一次性收入/亏损和利息收入；核心净利润剔除一次性收入/亏损

资料来源：公司数据，浦银国际

● 目标价与估值

我们对 22/23 年收入上调 4%/5% 来反映次高端及以上产品较快的增速。考虑到短期成本压力，我们对 22 年净利润下调了 4%，同时对 23 年净利润上调了 2% 来反映俄乌冲突以后毛利率的扩张。基于 18x 2023 EV/EBITDA，我们下调目标价至 HK\$70。

华润目前交易在不到 10x 2023 EV/EBITDA，估值水平已经远低于青啤 A 股（600600 CH）与重啤（600132 CH）。我们认为华润目前的股价被严重低估，市场可逢低买入。

图表 3：啤酒公司估值表

股份代号	公司名称	股价 (LC)	市值 (百万美元)	PE (x)			EPS 增速 (%) 增速			EV/EBITDA		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
ABI BB Equity	百威英博	53.6	118,836	18.1	15.9	14.1	14.3	13.8	12.2	10.2	9.6	9.0
HEIA NA Equity	荷兰喜力公司	86.0	54,433	20.5	17.7	15.9	18.6	15.7	11.5	11.4	10.4	9.8
SAM US Equity	Boston Beer	389.2	4,785	26.8	20.8	17.1	1141.8	29.1	21.3	14.3	11.6	10.1
STZ US Equity	Constellation	224.5	42,670	22.4	19.5	16.9	0.7	14.6	15.7	16.3	14.8	13.4
TAP US Equity	Molson Coor	52.5	11,434	13.3	12.2	11.5	-4.7	8.6	5.8	8.6	8.3	8.0
ABEV3 BZ Equity	Ambev	14.2	46,027	18.2	15.9	14.4	-5.9	14.6	10.3	8.6	7.9	7.5
RBREW DC Equity	Royal Unibrew	639.2	4,606	20.8	19.4	17.6	16.1	7.2	10.0	15.1	14.0	12.9
THBEV SP Equity	Thai Beverage	0.7	13,135	16.2	15.2	14.5	10.8	6.6	5.2	14.7	14.1	13.6
1876.HK Equity	百威亚太	20.9	35,375	31.8	27.5	24.6	15.4	11.7	18.1	13.4	11.6	10.1
2502 JT Equity	朝日集团	4,455.0	18,561	14.5	12.7	11.6	1.6	14.4	9.1	11.0	10.1	9.6
CARLB DC Equity	嘉士伯公司	788.8	17,651	16.2	14.4	12.9	1.1	11.9	11.9	9.4	8.8	8.2
2503 JT Equity	麒麟控股	1,827.0	13,722	13.1	12.1	11.0	94.4	8.3	10.1	9.1	8.2	7.7
国际啤酒企业				19.7	17.2	15.4				11.3	10.4	9.7
291.HK Equity	华润啤酒	48.0	19,881	29.2	22.3	18.9	20.9	30.6	17.9	15.4	11.9	9.8
600600.CH Equity	青岛啤酒	82.3	14,329	36.1	32.4	28.3	13.4	11.4	14.5	19.3	17.0	14.7
168.HK Equity	青岛啤酒	61.7	14,329	21.9	19.7	17.2	13.4	11.4	14.5	9.7	8.2	6.8
600132.CH Equity	重庆啤酒	113.9	8,656	40.3	33.1	28.7	29.9	21.8	15.0	14.5	12.0	10.4
000729.CH Equity	燕京啤酒	7.3	3,216	67.9	60.3	53.3	10.3	12.6	13.2	11.5	10.2	8.9
中国啤酒企业				32.7	27.7	24.0				14.6	12.1	10.3

注：已覆盖 5 间啤酒公司（华润啤酒、青岛啤酒-A 股、青岛啤酒-H 股、燕京啤酒、百威亚太）的 EV/EBITDA，E=浦银国际预测；其余公司 E=Bloomberg 一致预期；数据截至 2022 年 3 月 24 日收盘价。资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 4：SPDBI 财务预测变化

(百万人民币)	2022E	2023E	2024E
营业收入			
旧预测	35,458	37,819	N/A
新预测	36,808	39,599	42,163
变动	3.8%	4.7%	N/A
归母核心净利润			
旧预测	4,750	5,772	N/A
新预测	4,543	5,868	6,881
变动	-4.4%	1.7%	N/A

E=浦银国际预测 资料来源：浦银国际

图表 5: SPDBI 目标价: 华润啤酒



注: 截至 2022 年 3 月 24 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

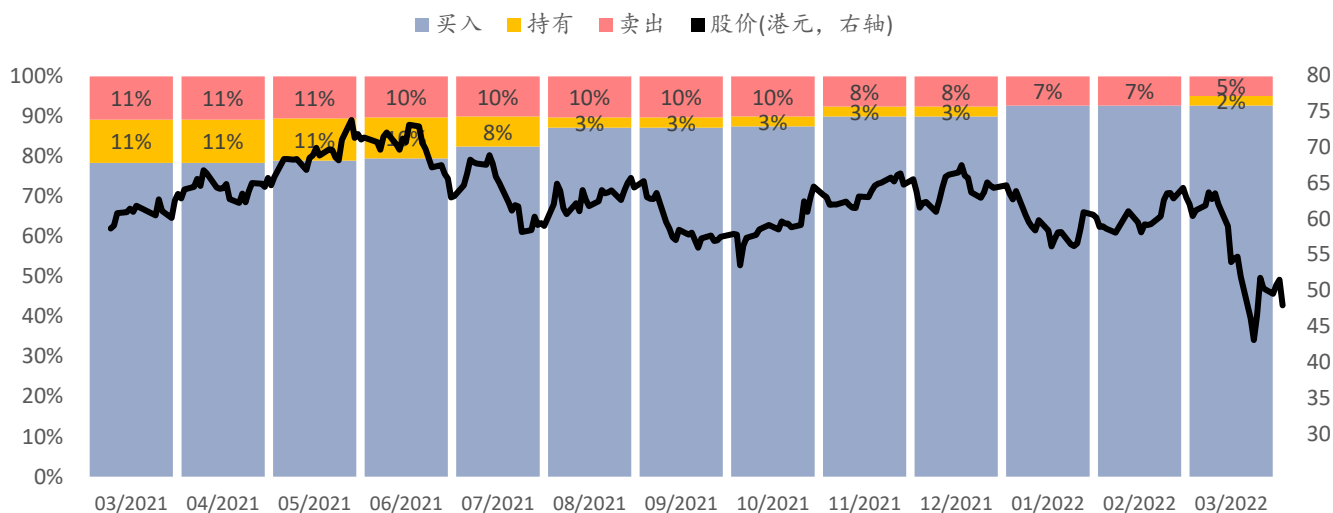
图表 6: SPDBI 消费行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级及目标价 发布日期	行业
291.HK Equity	华润啤酒	48.0	买入	70.0	2022 年 3 月 25 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	113.9	买入	180.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	20.9	买入	31.0	2022 年 2 月 24 日	啤酒
168.HK Equity	青岛啤酒	61.7	持有	86.0	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	82.3	持有	95.0	2022 年 1 月 26 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	7.3	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
2331 HK Equity	李宁	69.2	买入	116.8	2021 年 7 月 6 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	101.7	买入	134.6	2022 年 3 月 23 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.9	持有	0.9	2022 年 3 月 16 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	6.6	买入	10.7	2022 年 2 月 18 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	5.0	持有	10.1	2021 年 11 月 1 日	现制茶饮

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2022 年 3 月 24 日收盘价

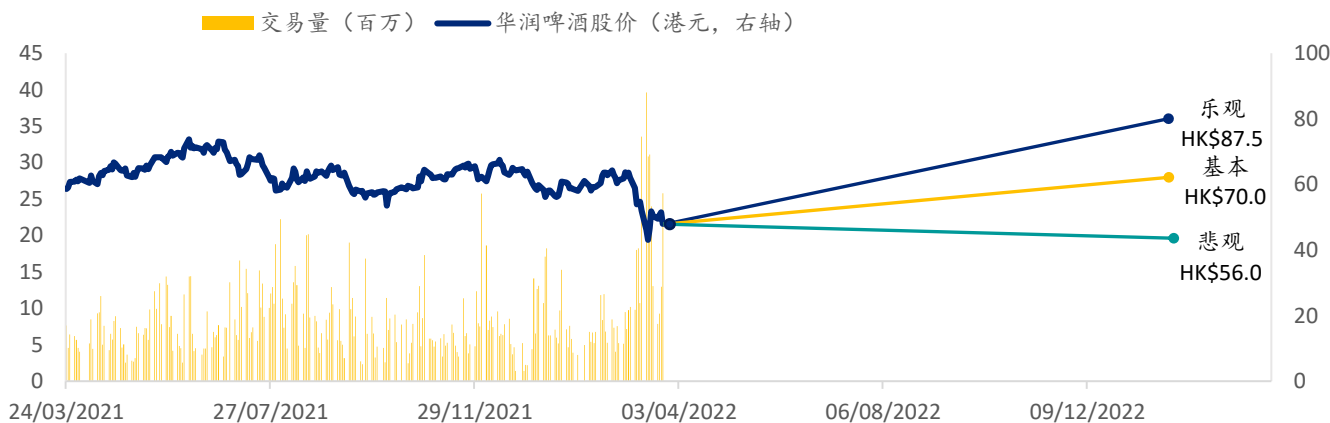
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 7: 华润啤酒市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 8: 华润啤酒 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入和利润率增长好于预期

目标价: 87.5 港元
概率: 25%

- 次高端产品 2022 年销量增长超 40%;
- 公司 2022 年毛利率水平同比提升 250bps;
- 公司 2022 年产品提价顺利弥补原材料及包材价格上涨影响;
- 2022 年公司经营利润率提升至 20%

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 56.0 港元
概率: 20%

- 次高端产品 2022 年销量增长低于 28%;
- 公司 2022 年毛利率水平同比提升 100bps;
- 公司 2022 年产品提价未能完全弥补原材料及包材成本上涨;
- 2022 年公司经营利润率与 2021 年持平。

资料来源: 浦银国际预测

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

