



百威亚太 (1876.HK): 1Q22 业绩超预期反映管理层灵活的资源配置能力

- 1Q22 中国与韩国市场业绩双双超预期:** 百威亚太 1Q22 的核心净利润同比增长 29%，超出市场与我们的预期。面对中国 3 月疫情的严峻挑战，公司 1Q22 整体收入同比增长 1.5%（亚太东增 10.3%，亚太西持平），基本符合我们预期。原材料与包材价格上涨使单位生产成本同比上升 6%，毛利率同比下跌 180bps。然而，亚太西与亚太东的内生 EBITDA 分别同比增长 45.6% 与 3.0%，都高于收入的增速，也超出我们预期。这表示亚太西与亚太东的 EBITDA 利润率同比皆有提升。这主要归功于韩国销量恢复所带来的正向经营杠杆以及在面对中国疫情反复时管理层对市场资源的灵活调配与及时调整。这也反映了公司在费用端较大的弹性以及优秀的管理能力。
- 中国：疫情不改长期高端化：** 由于更偏向现饮渠道与高线城市，高端与超高端产品的需求在过去一个多月受冲击较大。然而，在未受到疫情影响区域，高端与超高端产品依然维持较高销量增速（双位数）。这也表示，公司高端化进程依然在继续，并会在疫情缓解后迅速恢复。基于较为分散的工厂分布与跨区运输能力，其供应链与物流维持正常。进入旺季以后，销售费用率可能有所反弹，但公司有有效的费用管控能力，有望使整体费用率维持在合理区间。
- 韩国：持续从疫情中恢复。** 韩国已完全放开了对疫情的管控措施，使市场需求（尤其在现饮渠道）得以迅速恢复。公司 1Q22 市场份额（现饮与零售渠道）提升及销量的增长使经营杠杆大幅改善。结合 1H21 较高的商业投资，1Q22 的 EBITDA 利润率同比大幅扩张。我们认为，至少在未来两个季度，百威在韩国将同时受到提价与低基数的帮助，收入与利润率有望继续大幅提升并回到疫情前的水平。
- 维持目标价及“买入”评级：** 考虑到疫情较大不确定性，我们略微下调 2022 年收入与利润预测，但基本维持 2023/2024 年预测不变。长期来看，公司在高端与超高端领域的高速增长将继续驱动单价与毛利的提升，而韩国市场的恢复在未来两个季度将继续助力业绩增长。我们维持 31.0 港元目标价不变，并维持“买入”评级。
- 投资风险：** (1) 行业需求放缓；(2) 超高端增速不如预期；(3) 高端市场份额被蚕食；(4) 原材料价格上涨高于预期；(5) 疫情反复。

图表 1: 盈利预测和财务指标

百万美元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	5,588	6,788	7,319	7,907	8,440
同比变动 (%)	-14.6%	21.5%	7.8%	8.0%	6.7%
归母净利润	514	950	1,086	1,273	1,436
同比变动 (%)	-42.8%	84.8%	14.3%	17.2%	12.8%
PE (X)	68	37	32	27	24
ROE (%)	5.0%	8.7%	9.5%	10.3%	10.7%

E=浦银国际预测 资料来源：公司公告、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 5 月 5 日

评级

买入

目标价 (港元)	31.0
潜在升幅/降幅	+57.7%
目前股价 (港元)	19.7
52 周内股价区间 (港元)	18.2-27.8
总市值 (百万港元)	275,463
近 90 日日均成交额 (百万港元)	238.8

注：截至 2022 年 5 月 4 日收盘价

市场预期区间



股价表现



扫码关注浦银国际研究

财务报表分析与预测 - 百威亚太

利润表

(百万美元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5,588	6,788	7,319	7,907	8,440
同比	-15%	21%	8%	8%	7%
销售成本	-2,681	-3,131	-3,345	-3,503	-3,671
毛利	2,907	3,657	3,974	4,404	4,769
毛利率	52%	54%	54%	56%	57%
销售费用	-1,736	-1,931	-2,037	-2,209	-2,342
管理费用	-399	-449	-454	-474	-506
其他经营收入及收益 (损失)	165	150	161	174	186
经营溢利	937	1,427	1,644	1,895	2,106
经营利润率	17%	21%	22%	24%	25%
净融资成本	-24	-6	17	45	76
税前溢利	908	1,413	1,657	1,935	2,177
所得税开支	-371	-432	-538	-629	-708
所得税率	41%	31%	33%	33%	33%
净利润	537	981	1,118	1,306	1,470
少数股东权益	23	31	32	33	34
归母净利润	514	950	1,086	1,273	1,436
归母净利润率	9%	14%	15%	16%	17%
同比	-43%	85%	14%	17%	13%

现金流量表

(百万美元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	537	981	1,118	1,306	1,470
折旧与摊销	665	725	744	798	852
融资开支净额	24	6	-17	-45	-76
所得税开支	371	432	538	629	708
其他	16	-25	-27	-30	-30
未计营运资金变动前之经营溢利	1,613	2,119	2,357	2,658	2,923
存货减少 / (增加)	9	-53	-4	-23	-24
应收贸易款项 (增加) / 减少	88	-55	12	-32	-29
应付贸易款项 (减少) / 增加	-15	283	154	100	106
拨备及退休金减少	-51	-34	-1	0	0
已收 / (已付) 利息	-16	-13	-43	-43	-43
已收股息	9	12	0	0	0
已付所得税	-357	-395	-525	-629	-708
经营活动所得 (所用) 现金净额	1,301	1,903	2,010	2,119	2,345
出售 / (收购) 物业、厂房及设备	-469	-571	-605	-620	-635
收购附属公司及其他投资	-129	-131	0	0	0
百威集团现金池存款所得款项	26	-29	0	0	0
投资活动所用现金净额	-572	-731	-605	-620	-635
百威集团实缴资本还款 / 所得款项	0	0	0	0	0
就上市发行股份所得款项	0	0	0	0	0
偿还百威集团贷款所得款项及百威集团资金池贷款的所得款项 (偿还)	0	0	0	0	0
借款所得款项	32	0	0	0	0
偿还借贷	-48	-24	-6	0	0
已付股息	-363	-394	-399	-272	-318
其他	-37	-39	0	0	0
融资活动 (所用) 所得现金净额	-416	-457	-405	-272	-318
现金及现金等价物变动	403	750	999	1,227	1,392
于年初的现金及现金等价物	877	1,280	2,030	3,029	4,257
现金及现金等价物汇兑差额	90	35	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	1,280	2,030	3,029	4,257	5,649

资产负债表

(百万美元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
物业、机器及设备	3,716	3,632	3,524	3,396	3,229
商誉	7,350	7,104	7,104	7,104	7,104
土地使用权	256	251	250	250	250
无形资产	1,775	1,702	1,652	1,602	1,552
其他	760	775	805	835	865
非流动资产	13,857	13,464	13,336	13,188	13,001
存货	434	473	477	499	523
应收贸易款项	355	400	401	433	462
应收百威集团款项	12	12	0	0	0
其他应收款项—即期部分	167	148	160	160	160
总公司资金池	14	43	43	43	43
现金及等同现金项目	1,281	2,007	3,029	4,257	5,648
其他	69	78	34	34	34
流动资产	2,332	3,161	4,144	5,426	6,871
应付贸易款项	1,970	2,082	2,108	2,207	2,313
应付百威集团款项	142	74	100	100	100
其他应付款项及应计费用	685	682	680	680	680
计息贷款及借款	147	123	140	140	140
百威集团资金池贷款	34	27	27	27	27
委托包装及合约负债	1,449	1,495	1,500	1,500	1,500
其他	210	208	173	173	173
流动负债	4,637	4,691	4,728	4,827	4,933
计息贷款及借款	37	53	30	30	30
应付贸易及其他款项	28	26	130	130	130
递延税项负债	481	474	500	500	500
其他	263	298	290	290	290
非流动负债	809	851	950	950	950
股本	3,204	3,795	4,482	5,484	6,601
储备	7,481	7,218	7,218	7,218	7,218
非控制性权益	58	70	102	135	169
权益	10,743	11,083	11,802	12,837	13,988

财务和估值比率

(美元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
每股数据 (美元)					
摊薄每股收益	0.04	0.07	0.08	0.10	0.11
每股销售额	0.42	0.51	0.55	0.60	0.64
每股股息	0.03	0.03	0.02	0.02	0.03
同比变动					
收入	-15%	21%	8%	8%	7%
经营溢利	-36%	52%	15%	15%	11%
归母净利润	-43%	85%	14%	17%	13%
摊薄每股收益	-43%	85%	14%	17%	13%
费用与利润率					
毛利率	52%	54%	54%	56%	57%
经营利润率	17%	21%	22%	24%	25%
归母净利润率	9%	14%	15%	16%	17%
回报率					
平均股本回报率	5%	9%	9%	10%	11%
平均资产回报率	5%	9%	10%	11%	11%
资产效率					
库存周转天数	59	53	52	52	52
应收账款周转天数	25	20	20	20	20
应付账款周转天数	265	236	230	230	230
财务杠杆					
流动比率 (x)	0.5	0.7	0.9	1.1	1.4
速动比率 (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
现金比率 (x)	0.3	0.4	0.6	0.9	1.1
负债 / 权益 (%)	51%	50%	48%	45%	42%
估值					
市盈率 (x)	67.8	36.7	32.1	27.4	24.3
企业价值 / EBITDA (x)	21.4	15.5	13.4	11.5	10.0
股息率	1%	1%	1%	1%	1%

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

● 1Q22 经营情况会议纪要

百威亚太 1Q22 受中国疫情反复和部分地区疫情管控措施影响，整体销量下降 2.7%。内生单价同比增长 4.3%，令集团内生收入增长 1.5%。内生 EBITDA 同比增长 7.6%，常态 EBITDA 利润率大幅扩张 310bps。

图表 2：百威亚太 2021 全年、第四季度和 2022 年第一季度经营情况

百万美元	FY2020	FY2021	YOY	4Q20	4Q21	YOY	1Q21	1Q22	YOY
收入	5,588	6,788	21.5%	1,190	1,429	20.1%	1,626	1,632	0.4%
销量 (百万升)	8,112	8,788	8.3%	1,484	1,614	8.7%	2,079	2,023	-2.7%
单价 (美元/升)	0.7	0.8	12.1%	0.8	0.9	10.5%	0.8	0.8	3.1%
销售成本	-2,681	-3,131	16.8%	-604	-687	13.7%	-767	-799	4.2%
毛利润	2,907	3,657	25.8%	586	742	26.6%	859	833	-3.0%
毛利率	52.0%	53.9%		49.2%	51.9%		52.8%	51.0%	
营业费用	-2,135	-2,380	11.5%	-530	-611	15.3%	-545	-479	-12.1%
营业费用率	38.2%	35.1%		44.5%	42.8%		33.5%	29.4%	
其他经营收益	165	150	-9.1%	55	51	-7.3%	28	40	42.9%
常态 EBITDA	1,584	2,139	35.0%	283	361	27.6%	499	551	10.4%
EBITDA 利润率	28.3%	31.5%		23.8%	25.3%		30.7%	33.8%	
经营利润	937	1,427	52.3%	111	182	64.0%	342	394	15.2%
经营利润率	16.8%	21.0%		9.3%	12.7%		21.0%	24.1%	
非基础项目	-28	-40	42.9%	-13	-14	7.7%	-4	-3	-25.0%
财务费用	-24	-6	-75.0%	-8	4	-150.0%	0	1	NM
联营公司盈利	23	32	39.1%	2	4	100.0%	2	1	-50.0%
所得税	-371	-432	16.4%	-77	-71	-7.8%	-100	-85	-15.0%
净利润	537	981	82.7%	15	105	600.0%	240	308	28.3%
净利润率	9.6%	14.5%		1.3%	7.3%		14.8%	18.9%	
少数股东权益	23	31	34.8%	2	6	200.0%	7	6	-14.3%
归母净利润	514	950	84.8%	13	99	661.5%	233	302	29.6%
归母净利润率	9.2%	14.0%		1.1%	6.9%		14.3%	18.5%	
核心归母净利润	557	980	75.9%	15	108	620.0%	236	304	28.8%
核心归母净利润率	10.0%	14.4%		1.3%	7.6%		14.5%	18.6%	

资料来源：公司数据，浦银国际

图表 3：百威亚太 2021-2022 年各季度主要项目内生增长

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22
收入增速					
集团	63.7%	4.2%	-2.2%	17.1%	1.5%
亚太东	-1.2%	-0.6%	-2.9%	12.2%	10.3%
亚太西	87.4%	5.4%	-2.0%	18.5%	-0.2%
中国	92.5%	4.6%	-3.7%	19.7%	-1.3%
销量增速					
集团	64.6%	-3.9%	-6.1%	8.6%	-2.7%
亚太东	-1.8%	-2.9%	-6.3%	9.0%	6.7%
亚太西	79.5%	-4.1%	-6.1%	8.6%	-3.8%
中国	84.6%	-4.5%	-7.1%	8.5%	-4.3%
单价增速					
集团	0.0%	8.4%	4.2%	7.8%	4.3%
亚太东	0.6%	2.3%	3.6%	2.9%	3.3%
亚太西	4.4%	9.8%	4.4%	9.2%	3.7%
中国	4.3%	9.5%	3.7%	10.3%	3.2%
EBITDA 增速					
集团	192.9%	8.0%	-3.5%	29.8%	7.6%
亚太东	22.1%	-16.7%	0.0%	15.7%	45.6%
亚太西	336.3%	13.4%	-4.2%	34.6%	3.0%
中国	243.5%	8.4%	-6.6%	25.6%	0.0%

资料来源：公司数据，浦银国际

中国

受疫情影响，中国地区 2022 年一季度销量同比下降 4.3%，但是单价提升弥补了部分负面影响，收入下降 1.3%。EBITDA 同比基本持平。

• 有关本轮疫情反复的影响

公司 1-2 月录得相对健康的销量增长，但由于 3 月中旬疫情反弹、部分城市防疫措施趋严，公司估计中国啤酒行业规模下降低单位数。分地区来看，公司市场占有率较高的广东、福建、吉林、黑龙江和上海前后相继采取严格的疫情管控。据公司估算，3 月末全国范围内约有 42%夜场、86%餐厅和 93%商超渠道保持开放；4 月末，约有 38%的夜场、82%的餐厅和 96%的商超渠道保持开放。

公司预计，消费者的消费意愿将会随着防控措施逐步放开快速增加。中长期来看，公司仍对中国市场表示乐观，并抱有很大期望。

• 有关物流情况

就本轮疫情中各产业遇到的物流受阻问题，公司表示，虽然其他竞争对手有此类困难，但公司的 30 余家啤酒厂分布在全国各地，且距离经销商较近，跨区域运输能力强，因此受物流和防疫的影响有限。

• 有关提价与高端化进程

近期，公司进行了两次提价，分别是：(1) 2021 年 12 月，公司参照 CPI 对百威品牌进行提价；(2) 按照公司常规操作，今年 4 月对实惠与核心品牌提价中单位数。

图表 4：百威亚太 2021-2022 年涨价汇总

时间	2021 年 11-12 月	2021 年 12 月	2022 年 4 月
产品线	核心+	百威	核心、实惠
涨价幅度	3-10%	接近 CPI	中单位数

资料来源：公司资料，浦银国际

公司表示，产品提价的原因并不是为了提升收入，而主要是为弥补部分原材料价格上涨的影响，坚定执行高端化策略才是公司提升收入水平的首要驱动力。尤其是在受疫情影响较少地区，百威品牌和超高端品牌均在一季度录得双位数增长。

韩国

随着韩国防疫措施放宽，政府取消对现饮场所的防疫要求以及限聚令，2022年一季度韩国啤酒行业整体改善，公司韩国地区也取得了亮眼成果。

在原材料价格上涨的情况下，公司也在2022年3月对韩国本土品牌进行六年来首次提价(+7.7%)，带动单价提升低单位数。此次涨价对1Q22的帮助仅有不到一个月，但会在后续几个季度持续发酵。

公司表示，韩国防疫措施的放宽将会改变目前的渠道组成结构，从目前的更多在家饮酒转至现饮渠道。由于零售端罐装啤酒单价高于现饮渠道的大瓶装啤酒，渠道结构的变化将对收入增长有所拖累，但3月的产品提价可弥补部分负面影响。

印度

印度在2022年1月末至2月初也受到疫情影响，但目前已恢复正常，防疫措施也在逐步放宽，带动公司在印度地区表现较好。其中高端及超高端啤酒增长高双位数，百威品牌增速高于市场平均水平。

图表 5：啤酒公司估值表

股份代号	公司名称	股价 (LC)	年初至今股 价变动(%)	市值 (百万美元)	PE (x)			EPS 增速 (%) 增速			EV/EBITDA (x)		
					2022E	2023 E	2024 E	2022E	2023 E	2024 E	2022 E	2023 E	2024E
ABI BB Equity	百威英博	53.8	-4.5%	114,621	17.6	15.6	14.0	13.9	13.1	11.2	10.0	9.4	8.8
HEIA NA Equity	荷兰喜力公司	91.9	-10.6%	55,841	21.1	18.3	16.5	23.3	15.3	10.5	11.7	10.7	10.0
SAM US Equity	Boston Beer	388.7	-23.5%	4,774	30.3	22.8	18.8	997.4	32.5	21.8	15.7	12.5	10.9
STZ US Equity	Constellation	253.6	-0.4%	48,357	25.5	22.6	19.8	2.3	9.8	14.1	18.2	17.0	15.4
TAP US Equity	Molson Coors	53.2	8.9%	11,613	13.6	12.4	11.9	-5.7	9.8	3.9	9.1	9.0	8.6
ABEV3 BZ Equity	Ambev	14.3	-6.3%	45,222	18.7	16.5	14.5	-7.5	13.0	13.6	9.0	8.1	7.5
RBREW DC Equity	Royal Unibrew	601.0	-21.3%	4,158	19.6	18.9	17.0	15.6	4.0	11.2	14.9	13.7	12.6
THBEV SP Equity	Thai Beverage	0.7	2.3%	12,274	16.0	15.1	14.5	11.4	6.3	4.2	14.6	14.0	13.6
1876.HK Equity	百威亚太	19.7	-3.2%	33,173	30.7	26.1	22.4	13.4	17.9	16.2	13.4	11.5	10.0
2502 JT Equity	朝日集团	4863	5.4%	18,825	16.2	13.7	12.5	-1.7	18.3	9.4	11.7	10.6	10.0
CARLB DC Equity	嘉士伯公司	886.0	-23.1%	19,338	19.0	17.0	15.2	-3.4	11.5	12.1	10.6	10.2	9.5
2503 JT Equity	麒麟控股	1900.5	1.6%	13,263	13.0	12.8	11.8	105.4	1.7	8.4	9.9	9.0	8.4
国际啤酒企业					20.2	17.8	15.9				11.7	10.8	10.0
291.HK Equity	华润啤酒	45.5	-23.7%	18,786	30.2	24.3	20.1	36.2	24.5	20.9	19.1	14.1	11.4
600600.CH Equity	青岛啤酒	86.3	-13.4%	14,643	35.9	30.6	26.2	4.2	17.4	16.4	20.6	17.9	15.8
168.HK Equity	青岛啤酒	64.1	-7.8%	14,605	23.5	20.5	17.8	-1.6	14.8	14.9	10.5	8.8	7.6
600132.CH Equity	重庆啤酒	125.5	-13.2%	9,187	43.7	35.5	29.3	22.0	23.1	21.0	15.2	12.5	10.5
000729.CH Equity	燕京啤酒	6.9	-19.2%	2,926	55.2	43.9	25.4	53.1	25.8	73.1	13.3	12.3	10.9
中国啤酒企业					33.2	27.5	22.7				16.5	13.4	11.4

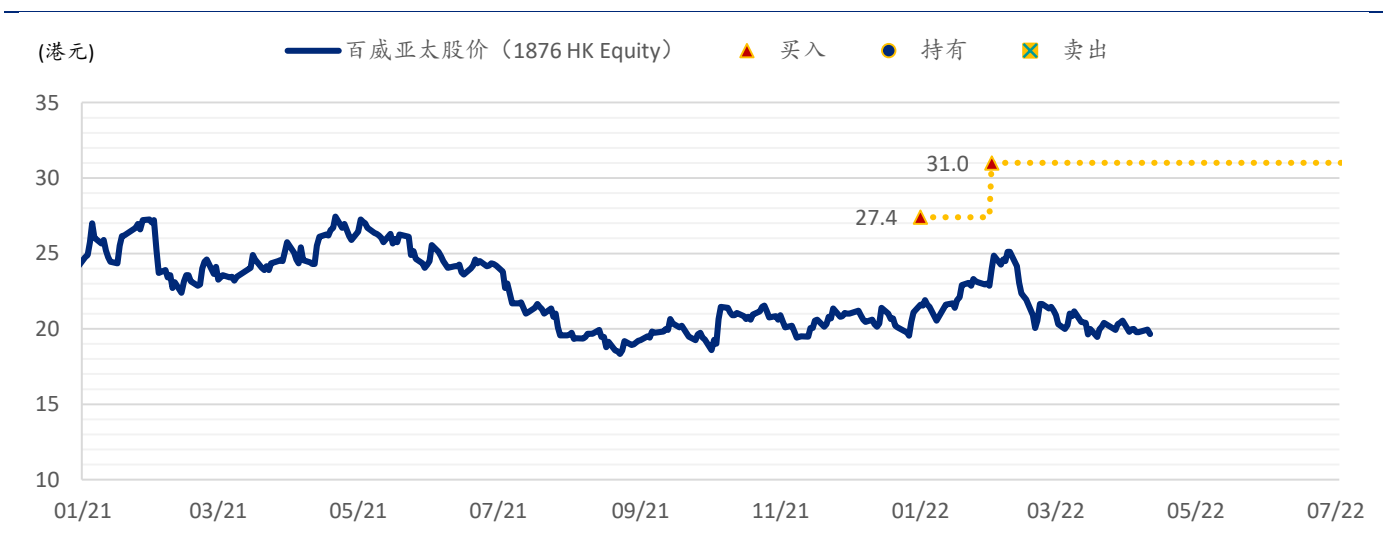
注：已覆盖5间啤酒公司（华润啤酒、青岛啤酒-A股、青岛啤酒-H股、燕京啤酒、百威亚太）的EV/EBITDA，E=浦银国际预测；其余公司E=Bloomberg一致预期；数据截至2022年5月4日收盘价。资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 6: SPDBI 财务预测变化

(百万美元)	2022E	2023E	2024E
营业收入			
旧预测	7,429	7,909	8,379
新预测	7,319	7,907	8,440
变动	-1.5%	0.0%	0.7%
归母核心净利润			
旧预测	1,152	1,324	1,475
新预测	1,121	1,308	1,471
变动	-2.7%	-1.2%	-0.3%

E=浦银国际预测 资料来源: 浦银国际预测

图表 7: SPDBI 目标价: 百威亚太



注: 截至 2022 年 5 月 4 日收盘价 资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 8: 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	45.5	买入	70.0	2022 年 3 月 25 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	125.5	买入	150.0	2022 年 4 月 6 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	19.7	买入	31.0	2022 年 2 月 24 日	啤酒
168.HK Equity	青岛啤酒	64.1	买入	74.6	2022 年 4 月 29 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	86.3	持有	91.2	2022 年 4 月 29 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	6.9	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
2331 HK Equity	李宁	59.4	买入	92.8	2022 年 4 月 21 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	89.2	买入	119.0	2022 年 4 月 18 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	5.8	买入	10.7	2022 年 2 月 18 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	4.7	持有	6.0	2022 年 3 月 30 日	现制茶饮

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2022 年 5 月 4 日收盘价

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

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

