



百威亚太 (1876.HK): 中国边际改善及韩、印市场持续发力, 有望推动 3Q22 加速增长

- 多市场覆盖抵消疫情对中国的影响:** 面对严峻的疫情形势, 百威亚太凭借其在韩国与印度市场的出色表现于 2Q22 录得 3.7% 的内生收入增长 (销量持平, 单价提升 4.1%), 好于 1Q22。利润方面, 亚太东内生 EBITDA 的大幅飙升 (同比增 34.9%) 部分抵消了中国内生 EBITDA 的下跌 (同比降 13.7%), 使整体内生 EBITDA 仅下跌 5.6%, 内生 EBITDA 利润率下跌 3.1ppts。考虑到中国市场有望持续边际改善、韩国与印度市场在低基数及疫情放开后的持续发力、以及较热的天气情况, 我们认为百威 3Q22 的内生收入有望继续加速增长。然而, 公司 2H22 的报表收入与利润可能继续遭受较大的汇率影响 (人民币与韩元的持续贬值)。
- 疫情不改中国高端化趋势:** 中国啤酒行业在疫情期间短期的“消费降级”现象, 主要是渠道与市场结构变化所造成的。高端与超高端产品在现饮渠道 (包括餐饮与夜场) 与高线城市占比相对较大, 而这两者都在本轮疫情间遭受了较大冲击。然而, 随着疫情的逐步好转, 高端与超高端在 6 月已恢复至双位数增长。在未受疫情影响的区域, 高端与超高端在 2Q22 依然录得双位数增长。这也证明中国市场的啤酒高端化趋势不会因为疫情反弹而出现结构性改变。
- 韩国与印度有望持续贡献高增长:** 百威 2Q22 的韩国市场份额环比大幅增加, 推动收入加速增长。我们预计公司韩国收入将在未来两个季度保持较高速增长。韩国 EBITDA 利润率与疫情前的水平依然相去甚远。随着涨价作用的逐渐显现、高端化的持续进行以及原材料价格高位回落, 利润率依然有较大提升空间。另外, 我们预计印度对公司的收入贡献已达中到高单位数。考虑到印度市场巨大的消费升级潜力, 我们认为印度有望成为公司未来主要的增长动力。
- 维持目标价及“买入”评级:** 我们下调 2022-24 年利润 1-4%, 同时下调收入 5-6% 来反映潜在汇率影响。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利润率的提升。我们维持 31.0 港元目标价 (基于 2023 年 12x 亚太东与 22x 亚太西的 EV/EBITDA) 不变。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	6,904	7,460	7,965
同比变动 (%)	-14.6%	21.5%	1.7%	8.1%	6.8%
归母净利润	514	950	1,038	1,196	1,345
同比变动 (%)	-42.8%	84.8%	9.3%	15.2%	12.5%
PE (X)	78	42	38	33	30
ROE (%)	5.0%	8.7%	9.1%	9.8%	10.1%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

林闲嘉

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 7 月 28 日

评级

买入

目标价 (港元)	31.0
潜在升幅/降幅	+30.8%
目前股价 (港元)	23.7
52 周内股价区间 (港元)	18.2-25.4
总市值 (百万港元)	313,869
近 3 月日均成交额 (百万港元)	174.7

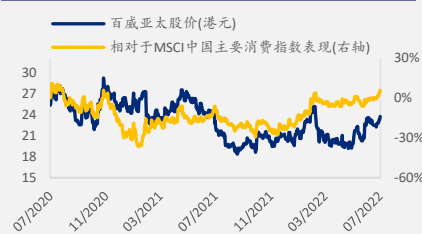
注: 截至 2022 年 7 月 28 日收盘价

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 - 百威亚太

利润表

(百万美元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5,588	6,788	6,904	7,460	7,965
同比	-14.6%	21.5%	1.7%	8.1%	6.8%
销售成本	-2,681	-3,131	-3,328	-3,491	-3,664
毛利	2,907	3,657	3,576	3,969	4,301
毛利率	52.0%	53.9%	51.8%	53.2%	54.0%
销售费用	-1,736	-1,931	-1,862	-2,017	-2,151
管理费用	-399	-449	-428	-448	-478
其他经营收入及收益 (损失)	165	150	152	164	175
经营溢利	937	1,427	1,438	1,668	1,847
经营利润率	16.8%	21.0%	20.8%	22.4%	23.2%
净融资成本	-24	-6	17	43	73
税前溢利	908	1,413	1,446	1,707	1,915
所得税开支	-371	-432	-376	-478	-536
所得税率	40.9%	30.6%	26.0%	28.0%	28.0%
净利润	537	981	1,070	1,229	1,379
少数股东权益	23	31	32	33	34
归母净利润	514	950	1,038	1,196	1,345
归母净利率	9%	14%	15%	16%	17%
同比	-42.8%	84.8%	9.3%	15.2%	12.5%

现金流量表

(百万美元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	537	981	1,070	1,229	1,379
折旧与摊销	665	725	744	798	852
融资开支净额	24	6	-17	-43	-73
所得税开支	371	432	376	478	536
其他	16	-25	-24	-30	-30
未计营运资金变动前之经营溢利	1,613	2,119	2,150	2,431	2,664
存货减少 / (增加)	9	-53	-1	-23	-25
应收贸易款项 (增加) / 减少	88	-55	35	-30	-28
应付贸易款项 (减少) / 增加	-15	283	143	103	109
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	-363	-478	-536
经营活动所得 (所用) 现金净额	1,301	1,903	1,979	2,046	2,258
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	-260	-299
其他	-37	-39	0	0	0
融资活动 (所用) 所得现金净额	-416	-457	-405	-260	-299
现金及现金等价物变动	403	750	969	1,166	1,324
于年初的现金及现金等价物	877	1,280	2,030	2,999	4,165
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	2,999	4,165	5,489

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	802	832	862
非流动资产	13,857	13,464	13,333	13,185	12,998
存货	434	473	474	497	522
应收贸易款项	355	400	378	409	436
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	2,999	4,165	5,489
其他	69	78	34	34	34
流动资产	2,332	3,161	4,088	5,309	6,685
应付贸易款项	1,970	2,082	2,097	2,200	2,309
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	4,717	4,820	4,929
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	4,434	5,370	6,417
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	11,754	12,723	13,804

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	0.09	0.10
每股销售额	0.42	0.51	0.52	0.56	0.60
每股股息	0.03	0.03	0.02	0.02	0.03
同比变动					
收入	-15%	21%	2%	8%	7%
经营溢利	-36%	52%	1%	16%	11%
归母净利润	-43%	85%	9%	15%	12%
摊薄每股收益	-43%	85%	9%	15%	12%
费用与利润率					
毛利率	52%	54%	52%	53%	54%
经营利润率	17%	21%	21%	22%	23%
归母净利率	9%	14%	15%	16%	17%
回报率					
平均股本回报率	5%	9%	9%	10%	10%
平均资产回报率	5%	9%	9%	10%	10%
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%	43%
估值					
市盈率 (x)	77.7	42.0	38.4	33.4	29.7
企业价值 / EBITDA (x)	24.5	17.8	17.0	14.6	12.9
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

● 2Q22 业绩具体表现

百威亚太 2Q22 受中国疫情反复和严格的疫情防控举措影响，中国市场销量下降，但韩国及印度市场强劲的表现部分弥补了销量下滑造成的负面影响，整体销量同比下滑 0.4%。

同时，在公司坚持的高端化战略下，各主要市场的单位价格均有所提升，整体内生单位价格同比提升 4.1%，带动内生收入同比提升 3.7%

面对今年上半年持续的原材料价格上涨压力，公司通过有效的对冲机制为公司减少部分成本上升压力。但在负经营杠杆的影响下，内生常态化 EBITDA 同比下跌 5.6%。

图表 2：百威亚太 2022 年一、二季度及上半年经营情况

百万美元	1H21	1H22	YOY	1Q21	1Q22	YOY	2Q21	2Q22	YOY
收入	3,477	3,453	-0.7%	1,626	1,632	0.4%	1,851	1,821	-1.6%
销量 (百万升)	4,588	4,523	-1.4%	2,079	2,023	-2.7%	2,509	2,500	-0.4%
单价(美元/升)	0.8	0.8	0.7%	0.8	0.8	3.1%	0.7	0.7	-1.2%
销售成本	-1,599	-1,701	6.4%	-767	-799	4.2%	-832	-902	8.4%
毛利润	1,878	1,752	-6.7%	859	833	-3.0%	1,019	919	-9.8%
毛利率	54.0%	50.7%		52.8%	51.0%		55.1%	50.5%	
营业费用	-1,150	-1,028	-10.6%	-545	-479	-12.1%	-605	-549	-9.3%
营业费用率	33.1%	29.8%		33.5%	29.4%		32.7%	30.1%	
其他经营收益	67	67	0.0%	28	40	42.9%	39	27	-30.8%
常态 EBITDA	1,155	1,139	-1.4%	499	570	14.2%	627	569	-9.3%
EBITDA 利润率	33.2%	33.0%		30.7%	34.9%		33.9%	31.2%	
经营利润	795	791	-0.5%	342	394	15.2%	453	397	-12.4%
经营利润率	22.9%	22.9%		21.0%	24.1%		24.5%	21.8%	
非基础项目	-22	-5	-77.3%	-4	-3	-25.0%	-18	-2	-88.9%
财务费用	-14	8	-157.1%	0	1	n.a	-14	8	-157.1%
联营公司盈利	17	12	-29.4%	2	1	-50.0%	15	11	-26.7%
所得税	-258	-166	-35.7%	-100	-85	-15.0%	-158	-81	-48.7%
净利润	518	640	23.6%	240	308	28.3%	278	333	19.8%
净利润率	14.9%	18.5%		14.8%	18.9%		15.0%	18.3%	
少数股东权益	15	15	0.0%	7	6	-14.3%	8	9	12.5%
归母净利润	503	625	24.3%	233	302	29.6%	270	323	19.6%
归母净利润率	14.5%	18.1%		14.3%	18.5%		14.6%	17.7%	
核心归母净利润	520	575	10.6%	236	304	28.8%	284	271	-4.6%
核心归母净利润率	15.0%	16.7%		14.5%	18.6%		15.3%	14.9%	

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	2Q22
收入增速						
集团	63.7%	4.2%	-2.2%	17.1%	1.5%	3.7%
亚太东	-1.2%	-0.6%	-2.9%	12.2%	10.3%	16.8%
亚太西	87.4%	5.4%	-2.0%	18.5%	-0.2%	0.8%
中国	92.5%	4.6%	-3.7%	19.7%	-1.3%	-4.9%
销量增速						
集团	64.6%	-3.9%	-6.1%	8.6%	-2.7%	-0.4%
亚太东	-1.8%	-2.9%	-6.3%	9.0%	6.7%	7.4%
亚太西	79.5%	-4.1%	-6.1%	8.6%	-3.8%	-1.4%
中国	84.6%	-4.5%	-7.1%	8.5%	-4.3%	-6.5%
单价增速						
集团	0.0%	8.4%	4.2%	7.8%	4.3%	4.1%
亚太东	0.6%	2.3%	3.6%	2.9%	3.3%	8.7%
亚太西	4.4%	9.8%	4.4%	9.2%	3.7%	2.2%
中国	4.3%	9.5%	3.7%	10.3%	3.2%	1.7%
EBITDA 增速						
集团	192.9%	8.0%	-3.5%	29.8%	7.6%	-5.6%
亚太东	22.1%	-16.7%	0.0%	15.7%	45.6%	34.9%
亚太西	336.3%	13.4%	-4.2%	34.6%	3.0%	-12.1%
中国	243.5%	8.4%	-6.6%	25.6%	0.0%	-13.7%

资料来源：公司数据，浦银国际

中国市场：

二季度，中国部分地区因疫情防控关闭夜场和餐厅，及疫情反弹较多集中在中国东部和东南部省份，令公司的销售场景和地域组合受到影响。因此，中国市场 2022 年 2 季度销量同比下降 6.5%。但在深化高端化策略的支持下，销售单价持续提升(同比增长 1.7%)，抵消部分负面影响，令收入下降 5.5%。EBITDA 同比下降 13.7%。

公司表示，二季度现饮渠道限制逐月放松，全国夜场和中餐厅的开放量已超 80%和 90%，将有利于公司在中国市场的收入释放。

公司认为中国市场啤酒高端化趋势仍将持续，主要是高端和超高端啤酒的单价是仍在中产阶级可消费的范围。在较为艰难的经营环境下，公司整体高端和超高端啤酒占比有所提升。同时，市场需求不减，在 6 月销量仍取得双位数增长；在未出现疫情反弹的地区，上半年公司的高端及以上品类也取得了双位数的增长。

韩国市场：

韩国政府在 4 月取消了对现饮场所的所有防疫要求及限聚令，带动公司韩国地区的销量有了高单位数的增长，叠加公司在 3 月对韩国本土品牌 7.7% 的涨价，带动公司韩国地区和亚太东的收入均取得双位数增长。

公司亮眼的表现也带动百威亚太在现饮及场外渠道的市占率取得了 3 年内最大的提升，由上年末的 24% 大幅提升至 29.4%。目前韩国地区的 EBITDA 与疫情前相比，仍有一定的差距，公司认为随着各品牌加大营销、进一步拓展渠道，韩国市场的收益仍有较大的增长空间。

印度市场：

公司在印度市场维持了最大高端品牌的市场地位，同时公司销量超市场平均水平。作为印度市场高端啤酒的领军者，公司高端以上品类同比增长高双位数。

公司认为印度市场的潜力巨大，并在不断进行产品创新，包括 Budweiser 0.0、小麦啤酒及能量饮料，将不断扩大公司在印度市场的掌握力，拓展新的增长极。

图表 4：SPDBI 财务预测变化

(百万美元)	2022E	2023E	2024E
营业收入			
旧预测	7,319	7,907	8,440
新预测	6,904	7,460	7,965
变动	-5.7%	-5.7%	-5.6%
净利润			
旧预测	1,086	1,273	1,436
新预测	1,073	1,231	1,380
变动	-1.2%	-3.3%	-3.9%

E=浦银国际预测

资料来源：浦银国际预测

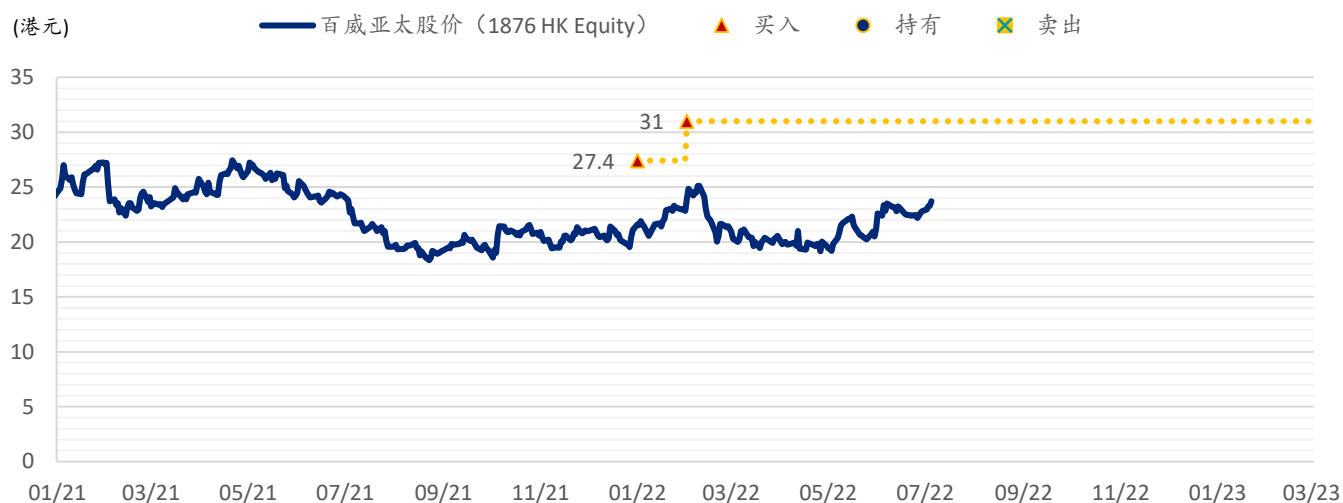
图表 5：啤酒公司估值表

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	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
ABI BB Equity	百威英博	52.5	-6.9%	110,923	17.9	15.8	13.9	8.5	13.4	13.5	9.9	9.4	8.8
HEIA NA Equity	荷兰喜力公司	95.1	-7.5%	56,248	21.6	18.9	17.0	26.5	14.3	11.7	11.7	10.7	9.9
SAM US Equity	Boston Beer	372.0	-26.8%	4,574	40.3	29.4	24.6	665.3	37.3	19.5	18.0	14.2	12.9
STZ US Equity	Constellation	245.3	-3.6%	46,712	24.3	21.9	19.0	2.3	8.3	14.8	17.7	16.6	14.9
TAP US Equity	Molson Coors	58.9	20.5%	12,771	14.8	13.6	13.0	-5.1	8.4	5.1	9.6	9.5	9.1
ABEV3 BZ Equity	Ambev	15.0	-2.2%	44,476	18.7	17.3	15.5	-4.2	8.1	12.1	9.6	8.7	7.9
RBREW DC Equity	Royal Unibrew	617.8	-19.1%	4,288	20.4	20.2	17.8	18.9	0.8	13.6	15.8	14.5	13.2
THBEV SP Equity	Thai Beverage	0.6	-3.8%	11,721	15.0	14.2	13.3	14.7	5.8	6.7	13.6	13.0	12.5
1876.HK Equity	百威亚太	23.7	16.7%	39,651	37.1	3.1	2.2	8.0	na.	38.1	17.0	14.6	12.9
2502 JT Equity	朝日集团	4661	1.0%	17,330	16.3	13.6	12.1	-5.8	19.9	12.4	11.7	10.6	10.0
CARLB DC Equity	嘉士伯公司	928.2	-19.4%	18,736	19.8	17.9	16.1	-2.1	10.9	11.3	11.0	10.3	9.6
2503 JT Equity	麒麟控股	2202	17.7%	14,819	15.3	14.4	12.6	101.2	6.2	14.6	11.4	10.2	9.5
国际啤酒企业					21.3	15.9	14.0				12.3	11.3	10.4
291.HK Equity	华润啤酒	56.2	-5.6%	23,105	38.8	30.6	25.3	32.7	26.7	21.1	19.3	15.0	12.6
600600.CH Equity	青岛啤酒	100.5	0.8%	17,280	41.4	34.9	29.7	3.8	18.6	17.4	25.0	21.9	19.4
168.HK Equity	青岛啤酒	80.0	15.1%	17,280	29.2	24.9	22.1	-0.9	17.5	12.3	15.1	12.9	11.3
600132.CH Equity	重庆啤酒	126.1	-12.8%	9,191	44.1	35.1	29.5	21.2	25.6	18.9	16.2	13.7	12.0
000729.CH Equity	燕京啤酒	8.5	-0.1%	3,589	70.8	52.3	39.9	49.4	35.5	31.1	17.8	16.8	15.1
中国啤酒企业					39.4	31.9	26.9				19.2	16.1	14.0

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7月28日收盘价。

资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 6: SPDBI 目标价: 百威亚太



注: 截至 2022 年 7 月 28 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: SPDBI 消费行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	66.4	买入	92.8	2022 年 4 月 21 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	88.6	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	买入	1.1	2022 年 5 月 13 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	6.5	买入	8.5	2022 年 6 月 30 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	5.8	持有	6.0	2022 年 3 月 30 日	现制茶饮
291.HK Equity	华润啤酒	56.2	买入	70.0	2022 年 3 月 25 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	126.1	买入	150.0	2022 年 4 月 6 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	23.7	买入	31.0	2022 年 2 月 24 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	80.0	买入	74.6	2022 年 4 月 29 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	100.5	持有	91.2	2022 年 4 月 29 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	8.5	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2022 年 7 月 28 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。

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

周文硕

tallan_zhou@spdbi.com

852-2808 6476

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

