



## 华润啤酒 (291.HK): 高端化趋势不改, 利润率扩张持续; 维持行业首选

尽管华润 1H22 业绩表现整体令人满意, 但市场也表示了对华润次高端及以上产品销量增速放缓的担忧。我们认为, 疫情所带来的短期挑战不会对啤酒行业高端化产生趋势性影响。我们相信, 华润次高端及以上产品的增速在疫情过后有望恢复至 20% 以上。

- **啤酒行业高端化趋势不改:** 1H22 次高端及以上产品的销量同比增长 10%, 基本符合我们与市场预期。令人欣喜的是, 喜力 1H22 的增速达到 30% 以上 (远高于国产次高端及以上产品低单位数的增长), 可见喜力在疫情期间依然在强势抢占高端市场份额。公司未来将更为聚焦喜力、Super X 与纯生的增长。我们相信, 随着疫情在 2H22 逐步好转以及高端消费场景 (餐饮+夜场) 逐步放开, 次高端及以上产品的销量将有望回到 20% 以上的增速。同时, 管理层对中国啤酒行业持续高端化的乐观愿景也有望提振市场的信心。
- **2H22/2022 销量及收入展望:** 在炎热天气的影响下, 公司 8 月整体销量达到高双位数的增长。基于此, 管理层认为全年整体销量同比增速有望达到 2-3% (隐含下半年 5-6% 的销量增长)。考虑到去年下半年较低的基数, 我们保守预测 2H22/2022 销量同比增长 5%/2%。考虑到“勇闯天涯”去年 9 月开始涨价, 我们预计公司 2H22 平均单价同比上升 6.5%, 与 1H22 的 7.7% 相比略有放缓。因此, 我们预测公司 2H22/2022 收入同比增长 12%/9%。
- **费用率未来有望继续降低:** 管理层表示, 公司 1H22 整体费用率同比下降 2.2ppt 更多是公司在疫情期间的战略性选择。我们预测, 公司 2H22 费用率有望继续同比收窄, 但收窄幅度小于上半年。同时, 管理层也表示, 华润目前的费用投入方面依然有精进与优化的空间。我们相信, 公司整体的费用率在 2023-2025 年 (华润 3+3+3 战略的最后三年) 有望进一步降低。
- **维持目标价及“买入”评级:** 考虑疫情带来的不确定性, 我们在年初预测的基础上对 2022-24 年收入下调 1-3%, 利润下调 5-9%。我们预测公司 2022 全年核心 EBIT 与核心归母净利润分别同比增长 25% 与 20%。在市场情绪好转的情况下, 我们上调目标估值至 21x 2023E EV/EBITDA, 并维持 70.0 港元目标价不变。维持“买入”评级。
- **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

百万美元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	31,448	33,387	36,381	38,537	40,770
同比变动 (%)	-5.2%	6.2%	9.0%	5.9%	5.8%
归母净利润	2,656	3,583	4,298	5,382	6,275
同比变动 (%)	11.6%	34.9%	19.9%	25.2%	16.6%
PE (X)	58.1	43.1	35.9	28.7	24.6
ROE (%)	13.0%	15.7%	16.7%	18.8%	19.5%

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 8 月 17 日

### 评级

买入

目标价 (港元)	70.0
潜在升幅/降幅	+25.0%
目前股价 (港元)	56.0
52 周内股价区间 (港元)	42.0-76.0
总市值 (百万港元)	155,558
近 3 月日均成交额 (百万港元)	577.9

注: 截至 2022 年 8 月 17 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

<b>利润表</b>					
(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	31,448	33,387	36,381	38,537	40,770
同比	-5.2%	6.2%	9.0%	5.9%	5.8%
营业成本	-19,373	-20,313	-22,046	-22,581	-23,473
<b>毛利润</b>	<b>12,075</b>	<b>13,074</b>	<b>14,334</b>	<b>15,956</b>	<b>17,297</b>
毛利率	38.4%	39.2%	39.4%	41.4%	42.4%
销售及管理费用	-9,793	-9,975	-10,270	-10,441	-10,729
其他经营收入及收益 (损失)	1,073	1,137	1,227	1,324	1,425
<b>经营溢利</b>	<b>3,355</b>	<b>4,236</b>	<b>5,292</b>	<b>6,838</b>	<b>7,993</b>
经营利润率	10.7%	12.7%	14.5%	17.7%	19.6%
净融资成本	-70	224	184	226	311
减值及其他一次性支出	-749	-387	0	0	0
政府补助	473	437	410	410	410
其他	0	1,705	0	0	0
<b>税前溢利</b>	<b>3,009</b>	<b>6,215</b>	<b>5,886</b>	<b>7,474</b>	<b>8,714</b>
所得税开支	-915	-1,625	-1,589	-2,093	-2,440
所得税率	30.4%	26.1%	27.0%	28.0%	28.0%
<b>净利润</b>	<b>2,094</b>	<b>4,590</b>	<b>4,297</b>	<b>5,381</b>	<b>6,274</b>
少数股东损益	0	-3	1	1	1
<b>归母净利润</b>	<b>2,094</b>	<b>4,587</b>	<b>4,298</b>	<b>5,382</b>	<b>6,275</b>
归母净利率	6.7%	13.7%	11.8%	14.0%	15.4%
同比	59.6%	119.1%	-6.3%	25.2%	16.6%
<b>核心归母净利润</b>	<b>2,656</b>	<b>3,583</b>	<b>4,298</b>	<b>5,382</b>	<b>6,275</b>
核心归母净利率	8.4%	10.7%	11.8%	14.0%	15.4%
同比	11.6%	34.9%	19.9%	25.2%	16.6%

<b>资产负债表</b>					
(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金及等价物	4,538	5,376	9,372	13,213	17,876
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	2,990	3,167	3,351
存货	6,014	6,458	6,644	6,805	7,074
其他流动资产	371	625	600	600	600
<b>流动资产合计</b>	<b>13,377</b>	<b>15,897</b>	<b>19,608</b>	<b>23,788</b>	<b>28,903</b>
物业、机器及设备	14,414	13,717	13,371	12,952	12,481
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>30,398</b>	<b>35,156</b>	<b>34,724</b>	<b>34,300</b>	<b>33,829</b>
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	19,327	21,007	21,744	22,272	23,152
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
<b>流动负债合计</b>	<b>19,572</b>	<b>21,170</b>	<b>21,905</b>	<b>22,433</b>	<b>23,313</b>
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
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,929</b>	<b>5,394</b>	<b>5,360</b>	<b>5,360</b>	<b>5,360</b>
股本	14,090	14,090	14,090	14,090	14,090
储备	7,127	10,342	12,921	16,150	19,915
非控制性权益	57	57	56	55	54
<b>权益</b>	<b>21,274</b>	<b>24,489</b>	<b>27,067</b>	<b>30,295</b>	<b>34,059</b>

<b>现金流量表</b>					
(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
除所得税前溢利	3,009	6,215	5,886	7,474	8,714
折旧	1,746	1,641	1,564	1,619	1,672
融资开支净额	199	30	0	0	0
利息收入	-141	-243	-184	-226	-311
出售物业、厂房的损失	630	387	0	0	0
未计营运资金变动前之经营溢利	5,443	8,030	7,266	8,867	10,074
存货减少/(增加)	-387	-444	-186	-161	-269
应收贸易款项(增加)/减少	136	-1,058	446	-177	-184
应付贸易款项(减少)/增加	436	1,680	737	527	880
已付所得税	-1,148	-1,038	-1,478	-2,093	-2,440
<b>经营活动所得(所用)现金净额</b>	<b>4,480</b>	<b>6,972</b>	<b>6,810</b>	<b>6,963</b>	<b>8,062</b>
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	184	226	311
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
<b>投资活动所用现金净额</b>	<b>-1,070</b>	<b>-4,493</b>	<b>-1,016</b>	<b>-969</b>	<b>-889</b>
新增/偿还借贷	-526	0	0	0	0
已付股利	-561	-1,836	-1,719	-2,153	-2,510
已付利息	-56	-30	0	0	0
其他	-54	225	-79	0	0
<b>融资活动(所用)所得现金净额</b>	<b>-1,197</b>	<b>-1,641</b>	<b>-1,798</b>	<b>-2,153</b>	<b>-2,510</b>
现金及现金等价物变动	2,198	838	3,996	3,841	4,663
于年初的现金及现金等价物	2,340	4,538	5,376	9,372	13,213
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	<b>4,538</b>	<b>5,376</b>	<b>9,372</b>	<b>13,213</b>	<b>17,876</b>

<b>财务和估值比率</b>					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>每股数据(人民币)</b>					
摊薄每股收益	0.82	1.10	1.32	1.66	1.93
每股销售额	9.69	10.29	11.21	11.88	12.57
每股股息	0.26	0.57	0.53	0.66	0.77
<b>同比变动</b>					
收入	-5.2%	6.2%	9.0%	5.9%	5.8%
经营溢利	-1.2%	8.3%	9.6%	11.3%	8.4%
归母净利润	59.6%	119.1%	-6.3%	25.2%	16.6%
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	38.4%	39.2%	39.4%	41.4%	42.4%
经营利润率	10.7%	12.7%	14.5%	17.7%	19.6%
归母净利率	6.7%	13.7%	11.8%	14.0%	15.4%
<b>回报率</b>					
平均股本回报率	13.0%	15.7%	16.7%	18.8%	19.5%
平均资产回报率	6.2%	7.6%	8.2%	9.6%	10.4%
<b>资产效率</b>					
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
<b>财务杠杆</b>					
流动比率(x)	0.7	0.8	0.9	1.1	1.2
速动比率(x)	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4
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
<b>估值</b>					
市盈率(x)	58.1	43.1	35.9	28.7	24.6
企业价值/EBITDA(x)	29.4	25.4	21.2	16.7	14.1
股息率	0.5%	1.2%	1.1%	1.4%	1.6%

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2：华润啤酒 1H22 盈利数据及 2H22E/2022E 盈利预测

百万人民币	1H21	1H22	YoY	2H21	2H22E	YoY	2021A	2022E	YoY
营业收入	19,634	21,013	7.0%	13,753	15,368	11.7%	33,387	36,381	9.0%
销量 (万吨)	634	630	-0.7%	472	495	4.9%	1,106	1,124	1.7%
平均销售价格 (元/吨)	3,098	3,338	7.7%	2,914	3,105	6.5%	3,020	3,236	7.1%
营业成本	-11,329	-12,135	7.1%	-8,984	-9,911	10.3%	-20,313	-22,046	8.5%
毛利润	8,305	8,878	6.9%	4,769	5,456	14.4%	13,074	14,334	9.6%
GPM	42.3%	42.3%		34.7%	35.5%		39.2%	39.4%	
其他收入	522	620	18.8%	615	607	-1.3%	1,137	1,227	7.9%
销售及管理费用	-4,683	-4,566	-2.5%	-5,292	-5,704	7.8%	-9,975	-10,270	3.0%
销售及管理费用率	23.9%	21.7%		38.5%	37.1%		29.9%	28.2%	
核心 EBITDA	3,907	4,960	27.0%	917	1,148	25.2%	5,877	6,856	16.7%
EBITDA 率	19.9%	23.6%		6.7%	7.5%		17.6%	18.8%	
核心经营利润	4,144	4,932	19.0%	92	360	290.9%	4,236	5,292	24.9%
核心经营利润率	21.1%	23.5%		0.7%	2.3%		12.7%	14.5%	
财务费用	78	116	48.7%	146	68	-53.2%	224	184	-17.7%
附属机构收益	0	-41	n.m.	-21	0	n.m.	-21	0	n.m.
政府补助	259	268	3.5%	178	142	-20.0%	437	410	-6.2%
土地转让一次性收入	1,755	0	n.m.	0	0	n.m.	1,755	0	n.m.
减值损失	-245	0	n.m.	-142	0	n.m.	-387	0	n.m.
营业利润	5,991	5,275	-12.0%	224	570	154.4%	6,215	5,886	-5.3%
所得税	-1,695	-1,472	-13.2%	70	-117	-267.4%	-1,625	-1,589	-2.2%
所得税率	37.8%	27.9%		-19.1%	20.6%		33.5%	38.5%	
净利润	4,296	3,803	-11.5%	294	453	54.0%	4,590	4,297	-6.4%
净利率	21.9%	18.1%		2.1%	2.9%		13.7%	11.8%	
减：少数股东损益	-5	-1	-80.0%	2	2	0.0%	-3	1	n.m.
归母净利润	4,291	3,802	-11.4%	296	455	53.6%	4,587	4,298	-6.3%
归母净利率	21.9%	18.1%		2.2%	3.0%		13.7%	11.8%	
核心归母净利润	3,159	3,802	18.1%	424	455	3.8%	3,583	4,298	19.9%
核心归母净利率	16.1%	18.1%		3.1%	3.0%		10.7%	11.8%	

E=浦银国际预测

资料来源：公司数据，浦银国际

图表 3: 华润啤酒次高端及以上产品 1H22 销量增速

产品	增速
喜力经典	30%以上
喜力银星	30%以上
雪花纯生	低单位数
Super X	低单位数
马尔斯绿	增速最快, 但规模较小

资料来源: 公司数据, 浦银国际

图表 4: SPDBI 财务预测变化

(百万人民币)	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>			
旧预测	36,808	39,599	42,163
新预测	36,381	38,537	40,770
变动	-1.2%	-2.7%	-3.3%
<b>净利润</b>			
旧预测	4,543	5,868	6,881
新预测	4,298	5,382	6,275
变动	-5.4%	-8.3%	-8.8%

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	53.5	-5.0%	110,035	17.9	15.9	13.9	7.0	12.7	13.8	9.8	9.3	8.8
HEIA NA Equity	荷兰喜力公司	95.9	-6.7%	56,234	20.4	18.3	16.2	32.9	11.2	13.1	11.3	10.4	9.6
SAM US Equity	Boston Beer	378.2	-25.6%	4,649	44.4	31.0	24.4	627.5	43.5	27.1	19.0	15.0	13.0
STZ US Equity	Constellation	248.2	-2.5%	47,315	25.0	22.4	19.6	2.3	8.6	14.3	18.1	16.9	15.3
TAP US Equity	Molson Coors	56.5	15.5%	12,265	14.5	13.5	12.8	-5.8	7.3	5.2	9.2	9.0	8.9
ABEV3 BZ Equity	Ambev	15.5	1.2%	47,393	19.0	18.0	15.9	-1.8	5.5	13.5	9.8	8.9	8.0
RBREW DC Equity	Royal Unibrew	625.0	-18.2%	4,293	19.1	19.8	17.5	23.6	-3.8	13.1	15.7	14.2	12.9
THBEV SP Equity	Thai Beverage	0.7	0.8%	12,091	15.2	14.3	13.4	14.7	6.3	6.6	13.7	13.1	12.5
1876.HK Equity	百威亚太	22.8	12.3%	38,507	35.5	22.7	19.3	10.7	56.1	18.0	16.3	14.0	12.3
2502 JT Equity	朝日集团	4834	4.7%	18,181	16.7	13.9	12.4	-4.4	20.2	11.6	11.6	10.5	9.8
CARLB DC Equity	嘉士伯公司	995.8	-13.6%	20,548	21.0	18.9	16.9	-2.0	11.1	11.8	11.6	10.9	10.2
2503 JT Equity	麒麟控股	2266.5	21.1%	15,368	15.3	14.9	13.1	107.0	2.7	13.8	12.2	10.6	9.9
<b>国际啤酒企业</b>					<b>21.1</b>	<b>18.1</b>	<b>15.9</b>				<b>12.2</b>	<b>11.2</b>	<b>10.3</b>
291.HK Equity	华润啤酒	56.0	-6.0%	23,168	39.2	30.9	25.5	32.2	26.9	21.0	21.2	16.7	14.1
600600.CH Equity	青岛啤酒	104.7	5.1%	17,273	42.5	36.2	31.2	5.8	17.3	16.3	25.9	22.7	20.2
168.HK Equity	青岛啤酒	75.6	8.8%	17,273	27.8	24.1	21.1	0.9	15.4	14.0	14.1	12.1	10.5
600132.CH Equity	重庆啤酒	115.4	-20.2%	8,237	39.5	31.6	26.6	21.1	25.2	18.7	14.7	12.4	10.9
000729.CH Equity	燕京啤酒	9.1	6.8%	3,771	74.3	54.3	41.0	50.6	36.9	32.3	19.2	18.1	16.3
<b>中国啤酒企业</b>					<b>39.2</b>	<b>31.9</b>	<b>26.8</b>				<b>19.7</b>	<b>16.6</b>	<b>14.5</b>

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/EVITDA, E=浦银国际预测; 其余公司 E=Bloomberg 一致预期; 数据截至 2022 年 8 月 17 日收盘价。资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 6: SPDBI 目标价: 华润啤酒



注: 截至 2022 年 8 月 17 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	70.1	买入	92.8	2022 年 4 月 21 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	87.3	买入	119.0	2022 年 4 月 18 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.8	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	5.6	持有	6.0	2022 年 3 月 30 日	现制茶饮
291.HK Equity	华润啤酒	56.0	买入	70.0	2022 年 3 月 25 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	115.4	买入	150.0	2022 年 4 月 6 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	22.8	买入	31.0	2022 年 2 月 24 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	75.6	买入	74.6	2022 年 4 月 29 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	104.7	持有	91.2	2022 年 4 月 29 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	9.1	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	36.3	买入	47.9	2022 年 8 月 1 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	34.2	买入	47.0	2022 年 8 月 1 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	12.0	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	6.9	持有	7.9	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	6.2	持有	6.9	2022 年 8 月 1 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	36.0	买入	50.0	2022 年 8 月 1 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	2.6	买入	3.7	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	1.1	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品

资料来源: Bloomberg、浦银国际。截至 2022 年 8 月 17 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人士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人士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

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

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

