



## 重庆啤酒 (600132.CH): 乌苏下半年有望恢复增长态势并推动股价修复

乌苏销量 1Q22 同比增长 17% (疆外 19%), 1H22 同比增长 6.4% (疆外 6.3%)。这隐含 2Q22 乌苏销量同比单位数下降。这无疑对市场情绪造成一定影响。在下半年较低的基数下, 乌苏有望恢复正增长, 从而帮助股价和估值得到一定程度的修复。我们维持“买入”评级, 但考虑疫情不确定性, 审慎下调目标价。

- 2Q22 业绩符合预期:** 在疫情的挑战下, 重啤 2Q22 收入同比增长 6%, 归母净利同比增 18%, 符合市场预期。2Q22 销量实现同比 1.8% 的增长, 预计好于大部分其他啤酒玩家。去年 10 月开始的提价帮助单吨营收同比提升 4.2%, 同时抵消了油价与运输费用上升带来的影响, 使毛利率基本同比持平。销售费用率同比大幅下降 1.3ppt, 帮助经营利润率同比提升 0.9ppt, 经营利润同比增长 11%。
- 高端化进程下半年开始有望逐步恢复:** 2Q22 公司高档产品收入增速明显放缓至 5% (1Q22: 24%), 主要由于: **1)** 现饮渠道受疫情冲击导致高档产品消费场景受限 **2)** 重点拓展的高线市场 (主要为沿海城市) 受疫情影响较严重。虽然 7,8 月较为炎热的天气有望推动重啤整体销量的提升, 然而高档产品 (尤其是乌苏) 销量的恢复则有赖于疫情好转与现饮渠道的逐步放开。由于在非现饮渠道相对较弱, 重啤高档产品的恢复可能慢于对手。但在较低基数下, 高档产品增速下半年依然有望环比加速。未来 1-2 年, 我们依然看好重啤高端化的进程, 并相信重啤能够在中国高端啤酒市场抢占份额。
- 2H22 业绩展望:** 在较低的基数下, 我们预测 2H22 收入同比增长 14%。我们预计 2H22 高档产品销量会优于其他产品, 产品结构提升带动单吨营收同比上升 5%, 同时使毛利率同比保持稳定。我们预计 2H22 费用率同比保持稳定, 帮助经营利润率基本同比持平。
- 下调目标价, 维持“买入”评级:** 尽管整体业绩表现符合预期, 但 2Q22 乌苏销量的同比下降可能为市场情绪蒙上阴影。长期来看, 我们相信重啤强大的品牌矩阵将继续推动其全国化与高端化之路。维持“买入”评级。但考虑到疫情带来的不确定性, 我们下调 2022-2024 的盈利预测, 同时下调目标价至人民币 143 元。
- 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	10,942	13,119	14,753	16,427	18,103
同比变动 (%)	7.1%	19.9%	12.5%	11.3%	10.2%
核心归母净利润	1,077	1,166	1,371	1,606	1,864
同比变动 (%)	3.3%	8.3%	17.5%	17.2%	16.1%
PE (X)	51	47	40	34	30
ROE (%)	68.1%	102.2%	68.0%	52.4%	43.4%

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 8 月 18 日

### 评级

**买入**

目标价 (人民币)	143.0
潜在升幅/降幅	+25.4%
目前股价人民币	114.0
52 周内股价区间 (人民币)	100-178.8
总市值 (百万人民币)	55,174
近 90 日日均成交额 (百万人民币)	449

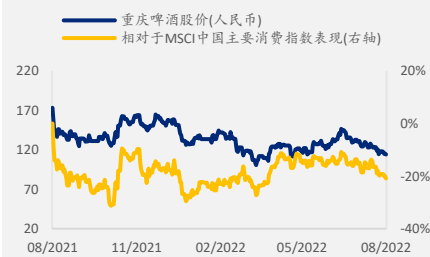
注: 截至 2022 年 8 月 18 日收盘价

### 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 - 重庆啤酒

### 利润表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>10,942</b>	<b>13,119</b>	<b>14,753</b>	<b>16,427</b>	<b>18,103</b>
同比	7.1%	19.9%	12.5%	11.3%	10.2%
营业成本	-5,725	-6,436	-7,241	-7,929	-8,555
<b>毛利润</b>	<b>4,455</b>	<b>5,791</b>	<b>6,526</b>	<b>7,400</b>	<b>8,337</b>
毛利率	40.7%	44.1%	44.2%	45.0%	46.1%
销售费用	-1,984	-2,213	-2,450	-2,694	-2,943
管理费用	-684	-517	-563	-610	-660
其他经营收入及收益 (损失)	177	-114	-52	-41	-29
<b>营业利润</b>	<b>1,964</b>	<b>2,948</b>	<b>3,461</b>	<b>4,054</b>	<b>4,706</b>
经营利润率	15.6%	22.1%	22.6%	23.7%	24.9%
营业外收入	199	8	10	11	12
营业外支出	-33	-15	-17	-19	-21
<b>利润总额</b>	<b>2,131</b>	<b>2,941</b>	<b>3,454</b>	<b>4,046</b>	<b>4,697</b>
所得税	-378	-542	-656	-769	-892
所得税率	17.8%	18.4%	19.0%	19.0%	19.0%
<b>净利润</b>	<b>1,752</b>	<b>2,399</b>	<b>2,797</b>	<b>3,277</b>	<b>3,804</b>
减: 少数股东损益	675	1,233	1,427	1,671	1,940
<b>归母净利润</b>	<b>1,077</b>	<b>1,166</b>	<b>1,371</b>	<b>1,606</b>	<b>1,864</b>
归母净利率	9.8%	8.9%	9.3%	9.8%	10.3%
同比	3.3%	8.3%	17.5%	17.2%	16.1%

### 资产负债表

(百万人民币)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,956	2,355	3,242	5,163	7,516
现金及等价物	1,766	2,166	3,053	4,973	7,327
其他	190	189	189	189	189
应收票据及应收账款	115	109	126	140	154
预付款项	23	45	51	56	62
其他应收款	79	12	12	12	12
存货	1,421	1,887	1,860	2,037	2,198
其他流动资产	65	585	585	585	585
<b>流动资产合计</b>	<b>3,658</b>	<b>4,993</b>	<b>5,875</b>	<b>7,993</b>	<b>10,527</b>
长期股权投资	197	240	240	240	240
固定资产	3,233	3,705	4,274	4,741	5,156
在建工程	362	162	162	162	162
无形资产	588	615	589	562	534
商誉	699	699	699	699	699
递延所得税资产	841	1,062	1,062	1,062	1,062
其他非流动资产	17	56	54	46	32
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,938</b>	<b>6,540</b>	<b>7,081</b>	<b>7,513</b>	<b>7,886</b>
应付票据及应付账款	1,940	2,213	1,567	1,716	1,852
合同负债	1,500	1,733	1,733	1,733	1,733
应付职工薪酬	419	513	577	642	708
应交税费	234	396	396	396	396
其他应付款	2,258	2,972	2,972	2,972	2,972
一年内到期的非流动负债	528	22	22	22	22
其他流动负债	32	34	34	34	34
<b>流动负债合计</b>	<b>6,912</b>	<b>7,882</b>	<b>7,301</b>	<b>7,515</b>	<b>7,716</b>
长期借款	365	0	0	0	0
长期应付职工薪酬	174	164	184	205	226
预计负债	33	32	32	32	32
递延所得税负债	37	55	55	55	55
递延收益-非流动负债	263	255	255	255	255
其他非流动负债	243	0	0	0	0
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,115</b>	<b>522</b>	<b>543</b>	<b>563</b>	<b>584</b>
股本	484	486	486	486	486
储备	884	1,370	3,085	4,276	5,664
少数股东权益	984	1,374	2,800	4,472	6,412
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,569</b>	<b>3,128</b>	<b>5,103</b>	<b>7,417</b>	<b>10,103</b>

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
净利润	1,752	2,399	2,797	3,277	3,804
固定资产折旧	375	383	431	483	535
无形资产摊销	39	45	46	47	48
财务费用	36	14	-37	-58	-91
存货的减少	-88	-635	26	-177	-161
经营性应收项目的减少	1,729	-125	-22	-20	-20
经营性应付项目的增加	168	1,634	-561	235	222
其他	-321	-151	32	28	34
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>3,690</b>	<b>3,565</b>	<b>2,713</b>	<b>3,816</b>	<b>4,371</b>
资本开支	-560	-725	-1,040	-990	-990
投资支付的现金	-1,760	-2,000	0	0	0
其他	-485	1,574	0	0	0
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-2,805</b>	<b>-1,152</b>	<b>-1,040</b>	<b>-990</b>	<b>-990</b>
吸收投资收到的现金	0	0	0	0	0
取得借款收到的现金	890	0	0	0	0
偿还债务支付的现金	0	-890	0	0	0
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-1,373	-857	-786	-905	-1,028
其他	-104	-267	0	0	0
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-588</b>	<b>-2,014</b>	<b>-786</b>	<b>-905</b>	<b>-1,028</b>
现金及现金等价物净增加额	297	399	887	1,921	2,353
期初现金及现金等价物余额	1,469	1,766	2,166	3,053	4,973
<b>期末现金及现金等价物余额</b>	<b>1,766</b>	<b>2,166</b>	<b>3,053</b>	<b>4,973</b>	<b>7,327</b>

### 财务和估值比率

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>每股数据 (人民币)</b>					
摊薄每股收益	2.23	2.41	2.83	3.32	3.85
每股销售额	22.61	27.11	30.48	33.94	37.41
每股股息	0.00	2.00	1.70	1.99	2.31
<b>同比变动</b>					
收入	7.1%	19.9%	12.5%	11.3%	10.2%
经营溢利	20.7%	50.1%	17.4%	17.1%	16.1%
归母净利润	3.3%	8.3%	17.5%	17.2%	16.1%
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	40.7%	44.1%	44.2%	45.0%	46.1%
经营利润率	15.6%	22.1%	22.6%	23.7%	24.9%
归母净利率	9.8%	8.9%	9.3%	9.8%	10.3%
<b>回报率</b>					
平均股本回报率	68%	102%	68%	52%	43%
平均资产回报率	114%	137%	128%	127%	117%
<b>资产效率</b>					
应收账款周转天数	2.2	3.1	3.1	3.1	3.1
库存周转天数	91.2	93.8	93.8	93.8	93.8
应付账款周转天数	106.6	117.7	79.0	79.0	79.0
<b>财务杠杆</b>					
流动比率 (x)	0.5	0.6	0.8	1.1	1.4
速动比率 (x)	0.3	0.4	0.5	0.8	1.1
现金比率 (x)	0.3	0.3	0.4	0.7	1.0
负债/权益	5.1	2.7	1.5	1.1	0.8
<b>估值</b>					
市盈率 (x)	51.2	47.3	40.3	34.4	29.6
企业价值 / EBITDA (x)	25.8	16.7	15.1	13.3	11.9
股息率	0.0%	1.8%	1.5%	1.7%	2.0%

图表 2：重庆啤酒 2022 年一季度、二季度与上半年表现

百万人民币	1Q21	1Q22	同比 变动	2Q21	2Q22	同比 变动	1H21	1H22	同比 变动
营业收入	3,272	3,833	17%	3,866	4,103	6%	7,139	7,936	11%
销量(万吨)	71	79	12%	84	85	2%	155	165	6%
平均销售价格(元/吨)	4,524	4,735	5%	4,515	4,694	4%	4,519	4,714	4%
营业成本	-1,706	-2,005	18%	-1,937	-2,068	7%	-3,644	-4,073	12%
税金及附加	-229	-247	8%	-263	-272	4%	-491	-519	6%
毛利润	1,338	1,580	18%	1,666	1,763	6%	3,004	3,343	11%
毛利率	40.9%	41.2%		43.1%	43.0%		42.1%	42.1%	
销售费用	-429	-525	23%	-641	-630	-2%	-1,070	-1,155	8%
销售费用率	13.1%	13.7%		16.6%	15.3%		15.0%	14.6%	
管理及研发费用	-158	-152	-4%	-152	-169	11%	-310	-321	4%
管理及研发费用率	4.8%	4.0%		3.9%	4.1%		4.3%	4.0%	
EBIT	751	902	20%	873	965	11%	1,623	1,867	15%
经营利润率	22.9%	23.5%		22.6%	23.5%		22.7%	23.5%	
财务费用	-3	7	-319%	7	12	82%	3	19	516%
其他收益	10	9	-9%	12	11	-3%	21	20	-5%
投资净收益	5	14	221%	16	28	76%	20	42	108%
资产减值损失	4	-6	-231%	-8	-4	-54%	-4	-10	134%
信用减值损失	-2	-2	3%	-1	1	-231%	-3	-1	-49%
公允价值变动净收益	0	3	n.m.	1	-3	n.m.	1	0	n.m.
资产处置收益	3	0	-100%	0	1	n.m.	3	1	n.m.
营业利润	763	928	22%	899	1,011	12%	1,665	1,938	16%
营业外收入	1	1	-34%	5	0	-91%	6	1	-83%
营业外支出	0	0	N/A	-1	-1	7%	-1	-1	57%
利润总额	764	928	21%	903	1,010	12%	1,670	1,938	16%
所得税	-151	-243	60%	-222	-217	-3%	-374	-459	23%
净利润	613	685	12%	680	793	17%	1,297	1,478	14%
净利率	18.7%	17.9%		17.6%	19.3%		18.2%	18.6%	
减：少数股东损益	321	344	7%	353	406	15%	674	751	11%
归母净利润	292	341	17%	327	387	18%	622	728	17%
归母净利率	8.9%	8.9%		8.5%	9.4%		8.7%	9.2%	

资料来源：公司数据，浦银国际

图表 3: SPDBI 财务预测变化

(百万人民币)	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>			
旧预测	14,971	16,822	18,740
<b>新预测</b>	<b>14,753</b>	<b>16,427</b>	<b>18,103</b>
变动	-1.5%	-2.3%	-3.4%
<b>归母核心净利润</b>			
旧预测	1,452	1,774	2,099
<b>新预测</b>	<b>1,371</b>	<b>1,606</b>	<b>1,864</b>
变动	-5.6%	-9.5%	-11.2%

E=浦银国际预测 资料来源: 浦银国际

## ● 目标价与估值

我们下调目标价至 143 元人民币目标价。我们的目标价是基于 16x 2023E EV/EBITDA (相对华润啤酒目标 EV/EBITDA 大概 10%的折扣)。

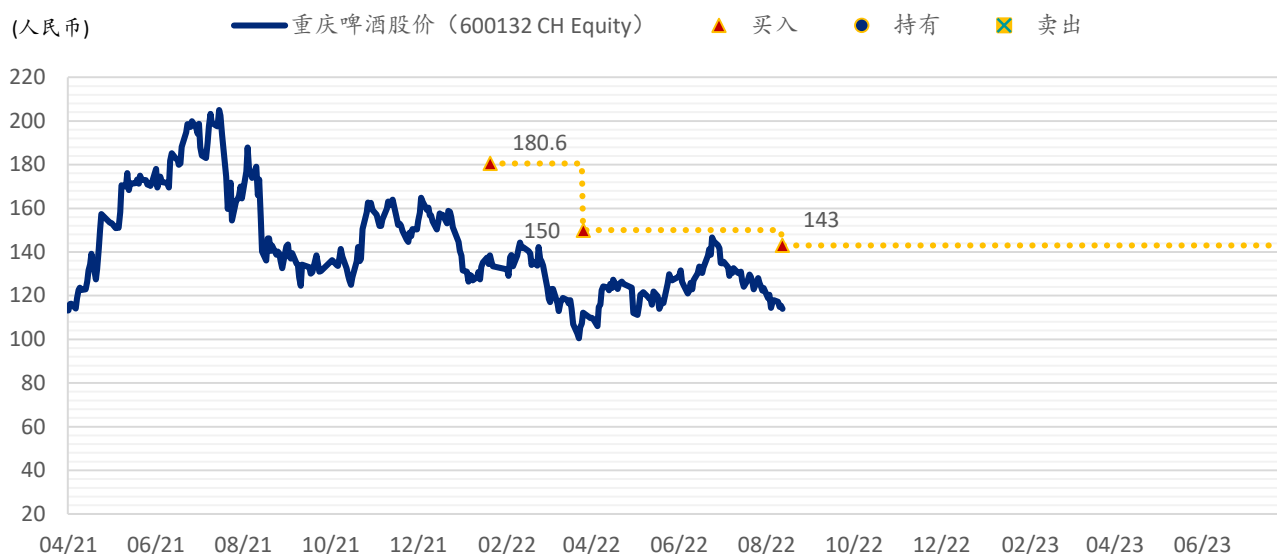
图表 4: 啤酒公司估值表

股份代号	公司名称	股价	年初至今股价	市值 (百万美元)	PE (x)			EPS 增速 (%)			EV/EBITDA (x)		
		(LC)	变动(%)		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
ABI BB Equity	百威英博	52.9	-6.1%	108,684	17.6	15.7	13.8	7.0	12.7	13.8	9.8	9.3	8.7
HEIA NA Equity	荷兰喜力公司	95.9	-6.8%	56,149	20.3	18.3	16.2	33.1	11.2	13.2	11.3	10.4	9.6
SAM US Equity	Boston Beer	379.2	-25.4%	4,661	44.5	31.0	24.4	627.5	43.5	27.1	19.1	15.1	13.0
STZ US Equity	Constellation	250.2	-1.7%	47,633	25.2	22.6	19.8	2.3	8.6	14.3	18.2	17.0	15.4
TAP US Equity	Molson Coors	55.7	13.9%	12,099	14.1	13.3	12.6	-5.0	6.4	5.2	9.1	8.9	8.8
ABEV3 BZ Equity	Ambev	15.6	1.6%	47,316	19.1	18.1	15.9	-1.8	5.5	13.5	9.8	9.0	8.1
RBREW DC Equity	Royal Unibrew	595.0	-22.1%	4,081	18.3	19.0	16.7	22.9	-3.9	13.8	15.3	13.8	12.6
THBEV SP Equity	Thai Beverage	0.7	0.0%	12,000	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	23.1	13.8%	38,997	35.9	31.0	27.0	10.7	15.9	14.7	16.6	14.2	12.5
2502 JT Equity	朝日集团	4760	3.1%	17,849	16.4	13.7	12.3	-4.4	20.2	11.6	11.5	10.4	9.7
CARLB DC Equity	嘉士伯公司	994.8	-13.6%	20,382	19.8	18.2	16.4	3.9	8.7	11.3	11.1	10.6	9.9
2503 JT Equity	麒麟控股	2249	20.2%	15,203	15.1	14.7	13.0	107.0	2.7	13.8	12.1	10.5	9.8
<b>国际啤酒企业</b>					<b>21.1</b>	<b>18.9</b>	<b>16.6</b>				<b>12.2</b>	<b>11.2</b>	<b>10.3</b>
291.HK Equity	华润啤酒	58.7	-1.4%	24,275	39.7	32.0	26.6	37.1	24.1	20.5	22.3	17.6	14.9
600600.CH Equity	青岛啤酒	105.0	5.3%	17,399	42.6	36.3	31.2	5.8	17.3	16.3	26.0	22.8	20.3
168.HK Equity	青岛啤酒	77.1	10.9%	17,399	28.4	24.6	21.6	0.9	15.4	14.0	14.5	12.4	10.8
600132.CH Equity	重庆啤酒	114.0	-21.2%	8,125	39.4	31.4	26.4	20.0	25.5	19.0	15.1	13.3	11.9
000729.CH Equity	燕京啤酒	9.1	7.4%	3,786	74.8	54.6	41.3	50.6	36.9	32.3	19.2	18.1	16.3
<b>中国啤酒企业</b>					<b>39.5</b>	<b>32.4</b>	<b>27.2</b>				<b>20.3</b>	<b>17.1</b>	<b>15.0</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/EBITDA, 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 18 日收盘价。

资料来源: Bloomberg, 浦银国际

图表 5: SPDBI 目标价: 重庆啤酒



注: 截至 2022 年 8 月 18 日收盘价

资料来源: Bloomberg、浦银国际

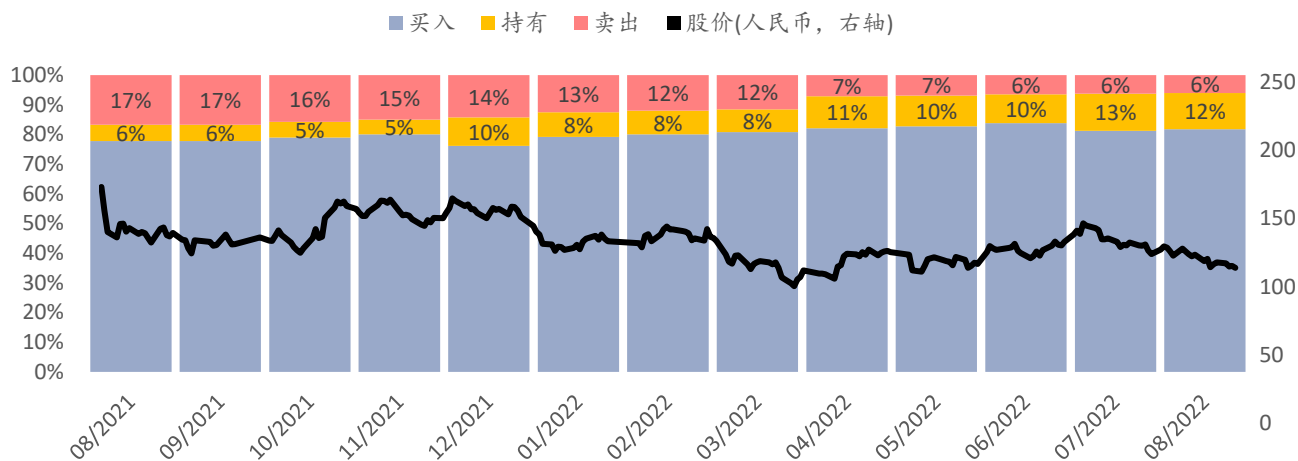
图表 6: SPDBI 消费行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	69.9	买入	92.8	2022 年 4 月 21 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	84.9	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	6.3	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	58.7	买入	70.0	2022 年 3 月 25 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	114.0	买入	143.0	2022 年 8 月 18 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	23.1	买入	31.0	2022 年 2 月 24 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	77.1	买入	74.6	2022 年 4 月 29 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	105.0	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	36.0	买入	47.9	2022 年 8 月 1 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	33.9	买入	47.0	2022 年 8 月 1 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	11.7	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	6.7	持有	7.9	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	5.9	持有	6.9	2022 年 8 月 1 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	33.8	买入	50.0	2022 年 8 月 1 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	2.5	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 18 日收盘价。

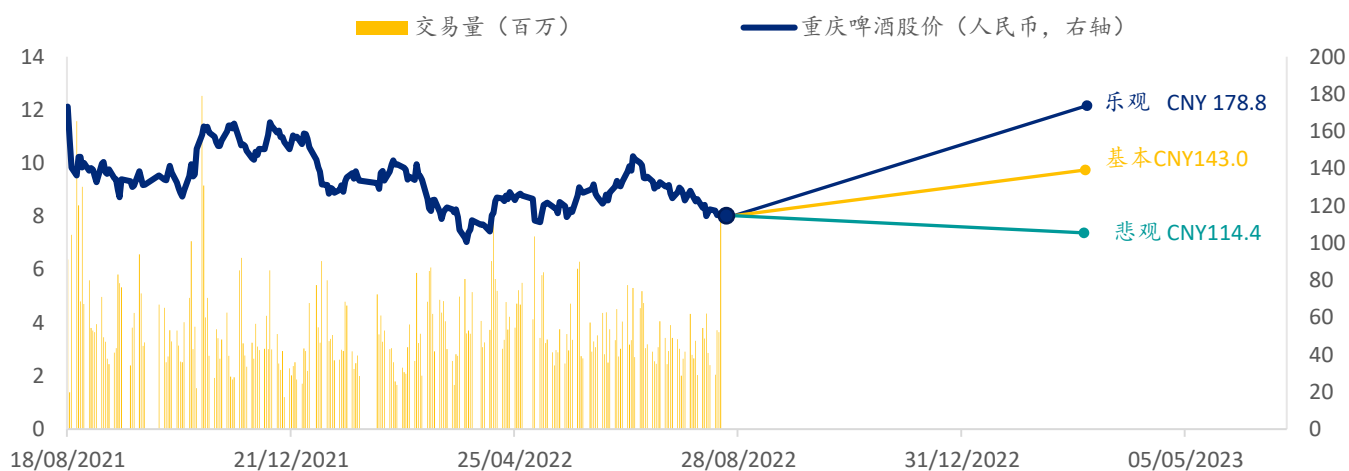
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 7: 重庆啤酒市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 8: 重庆啤酒 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: 178.8 元**

**概率: 25%**

- 公司高档啤酒 2022 年销量增长超 30%;
- 公司 2022 年毛利率水平同比提升 120bps;
- 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 25%。

**悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期**

**目标价: 114.4 元**

**概率: 20%**

- 公司高档啤酒 2022 年销量增长持平;
- 公司 2022 年毛利率水平同比提升 30bps;
- 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 年公司经营利润率较 2021 年下降 1ppt。

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

#### 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

