



## 百威亚太 (1876.HK): 收入反弹确定性高, 但利润率前景尚不明朗; 维持“持有”评级

中国疫情影响渐退, 无疑将助力百威亚太收入端的恢复, 但在中、韩两国来自竞品的竞争激烈, 也使公司必须加大市场投入来维持高端啤酒市场份额。这也将拖累公司 EBITDA 利润率修复步伐, 或将导致 2023 年 EBITDA 增长低于市场预期。我们小幅上调目标价至 26.2 港元, 维持“持有”评级。

- 2023 年业绩展望:** 作为高端与超高端啤酒领军者, 疫情消散对百威亚太收入的反弹带来巨大帮助。在产品提价与结构修复的双重帮助下, 我们预计公司 2023 年单吨收入同比提升高单位数, 高于大部分同业。管理层预期今年单位成本的同比涨幅不及 2022 年同比涨幅的一半, 且上半年的成本压力将高于下半年。基于以上, 我们预测 2023 年公司的毛利率将同比扩张 2.8 个百分点。然而, 我们预计公司将倾向于将毛利率的同比扩张加大投入到商业投资中, 以应对中、韩两国高端啤酒市场日益激烈的行业竞争。这也或将使公司 2023 年的市场销售费用率同比提升至 2021 年的水平, 导致整体 EBITDA 扩张幅度不及市场预期。
- 中国高端化进程重新步入正轨:** 1 月公司在中国的销量受春节提前影响而同比下降, 但在 2 月却录得超 20% 的大幅反弹, 高于市场预期。截止 2 月底, 公司大部分的餐厅与夜场渠道已恢复运营。继去年 11 月对高端与超高端按 CPI 进行提价后, 今年 3 月, 公司又对核心与价值产品以高于 CPI 的涨幅进行提价。频繁提价也体现了管理层对中国市场 2023 年高端化进程恢复的乐观情绪。
- 韩国 EBITDA 增速持续放缓:** 亚太东 1Q22-4Q22 的 EBITDA 同比增速持续放缓, 且在 3Q22 与 4Q22 低于收入增速, 意味着 EBITDA 利润率同比收窄 (图表 2)。这也令我们对 2023 年韩国进入高基数后的 EBITDA 增长动能持保留态度。管理层认为, 韩国利润率仍有较大扩张空间, 但就目前趋势来看, 我们认为韩国的 EBITDA 利润率在短期内回到疫情前水平挑战较大。
- 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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	6,788	6,478	7,280	7,835	8,193
同比变动 (%)	21.5%	-4.6%	12.4%	7.6%	4.6%
归母净利润	950	913	1,116	1,305	1,460
同比变动 (%)	84.8%	-3.9%	22.3%	16.9%	11.9%
PE (X)	43	45	37	32	28
ROE (%)	8.7%	8.3%	10.0%	10.9%	11.1%

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

2023 年 3 月 2 日

### 评级

### 持有

目标价 (港元)	26.2
潜在升幅/降幅	+6.3%
目前股价 (港元)	24.7
52 周内股价区间 (港元)	15.9-27.4
总市值 (百万港元)	325,125
近 3 月日均成交额 (百万港元)	172.8

注: 截至 2023 年 3 月 2 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)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>6,788</b>	<b>6,478</b>	<b>7,280</b>	<b>7,835</b>	<b>8,193</b>
同比	21.5%	-4.6%	12.4%	7.6%	4.6%
销售成本	-3,131	-3,238	-3,433	-3,584	-3,670
<b>毛利</b>	<b>3,657</b>	<b>3,240</b>	<b>3,848</b>	<b>4,251</b>	<b>4,523</b>
毛利率	53.9%	50.0%	52.8%	54.3%	55.2%
销售费用	-1,931	-1,678	-1,991	-2,116	-2,193
管理费用	-449	-442	-437	-462	-475
其他经营收入及收益 (损失)	150	141	160	172	180
<b>经营溢利</b>	<b>1,427</b>	<b>1,261</b>	<b>1,579</b>	<b>1,846</b>	<b>2,035</b>
经营利润率	21.0%	19.5%	21.7%	23.6%	24.8%
净融资成本	-6	0	14	39	69
<b>税前溢利</b>	<b>1,413</b>	<b>1,283</b>	<b>1,619</b>	<b>1,912</b>	<b>2,134</b>
所得税开支	-432	-334	-469	-574	-640
所得税率	30.6%	26.0%	29.0%	30.0%	30.0%
<b>净利润</b>	<b>981</b>	<b>949</b>	<b>1,149</b>	<b>1,339</b>	<b>1,494</b>
少数股东权益	31	36	33	34	34
<b>归母净利润</b>	<b>950</b>	<b>913</b>	<b>1,116</b>	<b>1,305</b>	<b>1,460</b>
归母净利率	14%	14%	15%	17%	18%
同比	84.8%	-3.9%	22.3%	16.9%	11.9%

现金流量表

(百万美元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>净利润</b>	<b>981</b>	<b>949</b>	<b>1,149</b>	<b>1,339</b>	<b>1,494</b>
折旧与摊销	725	676	686	704	723
融资开支净额	6	0	-14	-39	-69
所得税开支	432	334	469	574	640
其他	-25	13	-27	-28	-30
未计营运资金变动前之经营溢利	2,119	1,972	2,264	2,550	2,758
存货减少 / (增加)	-53	-15	-10	-12	-12
应收贸易款项 (增加) / 减少	-55	9	85	6	23
应付贸易款项 (减少) / 增加	283	-139	-278	104	59
拨备及退休金减少	-34	-90	23	0	0
已收 / (已付) 利息	-13	-39	-42	-40	-40
已收股息	12	0	0	0	0
已付所得税	-395	-357	-453	-574	-640
<b>经营活动所得 (所用) 现金净额</b>	<b>1,903</b>	<b>1,380</b>	<b>1,645</b>	<b>2,113</b>	<b>2,257</b>
出售 / (收购) 物业、厂房及设备	-571	-350	-380	-360	-360
收购附属公司及其他投资	-131	0	0	0	0
百威集团现金池存款所得款项	-29	0	0	0	0
<b>投资活动所用现金净额</b>	<b>-731</b>	<b>-350</b>	<b>-380</b>	<b>-360</b>	<b>-360</b>
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	0	0	0	0	0
偿还借贷	-24	48	-24	0	0
已付股息	-394	-399	-500	-279	-326
其他	-39	0	0	0	0
<b>融资活动 (所用) 所得现金净额</b>	<b>-457</b>	<b>-351</b>	<b>-524</b>	<b>-279</b>	<b>-326</b>
现金及现金等价物变动	750	679	741	1,473	1,571
于年初的现金及现金等价物	1,280	2,030	2,458	3,199	4,672
现金及现金等价物汇兑差额	35	0	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	<b>2,030</b>	<b>2,458</b>	<b>3,199</b>	<b>4,672</b>	<b>6,243</b>

资产负债表

(百万美元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
物业、机器及设备	3,632	3,181	2,868	2,570	2,253
商誉	7,104	6,624	6,624	6,624	6,624
土地使用权	251	227	230	230	230
无形资产	1,702	1,605	1,606	1,561	1,515
其他	775	753	782	810	840
<b>非流动资产</b>	<b>13,464</b>	<b>12,390</b>	<b>12,111</b>	<b>11,795</b>	<b>11,462</b>
存货	473	488	498	511	523
应收贸易款项	400	561	479	472	449
应收百威集团款项	12	0	0	0	0
其他应收款项 - 即期部分	148	0	0	0	0
总公司资金池	43	67	67	67	67
现金及等同现金项目	2,007	2,458	3,199	4,672	6,243
其他	78	32	30	30	30
<b>流动资产</b>	<b>3,161</b>	<b>3,606</b>	<b>4,273</b>	<b>5,752</b>	<b>7,312</b>
应付贸易款项	2,082	2,629	2,351	2,455	2,514
应付百威集团款项	74	74	74	74	74
其他应付款项及应计费用	682	0	0	0	0
计息贷款及借款	123	147	140	140	140
百威集团资金池贷款	27	0	0	0	0
委托包装及合约负债	1,495	1,405	1,400	1,400	1,400
其他	208	160	174	174	174
<b>流动负债</b>	<b>4,691</b>	<b>4,415</b>	<b>4,139</b>	<b>4,243</b>	<b>4,302</b>
计息贷款及借款	53	77	60	60	60
应付贸易及其他款项	26	22	22	22	22
递延税项负债	474	427	450	450	450
其他	298	222	230	230	230
<b>非流动负债</b>	<b>851</b>	<b>748</b>	<b>762</b>	<b>762</b>	<b>762</b>
股本	3,795	4,322	4,939	5,964	7,098
储备	7,218	6,442	6,442	6,442	6,442
非控制性权益	70	69	102	136	170
<b>权益</b>	<b>11,083</b>	<b>10,833</b>	<b>11,483</b>	<b>12,542</b>	<b>13,710</b>

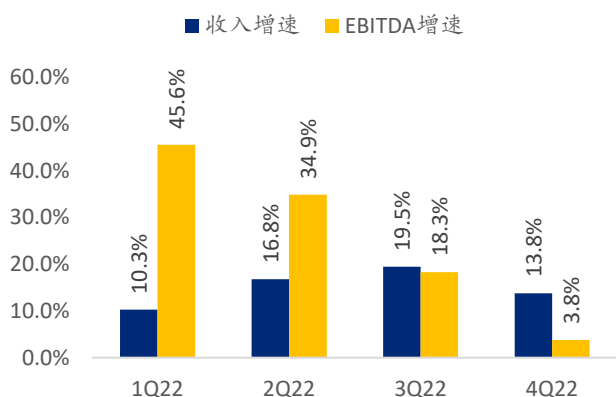
财务和估值比率

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>每股数据 (美元)</b>					
摊薄每股收益	0.07	0.07	0.08	0.10	0.11
每股销售额	0.51	0.49	0.55	0.59	0.62
每股股息	0.03	0.04	0.02	0.02	0.03
<b>同比变动</b>					
收入	21%	-5%	12%	8%	5%
经营溢利	52%	-12%	25%	17%	10%
归母净利润	85%	-4%	22%	17%	12%
摊薄每股收益	85%	-4%	22%	17%	12%
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	54%	50%	53%	54%	55%
经营利润率	21%	19%	22%	24%	25%
归母净利率	14%	14%	15%	17%	18%
<b>回报率</b>					
平均股本回报率	9%	8%	10%	11%	11%
平均资产回报率	9%	9%	10%	11%	11%
<b>资产效率</b>					
库存周转天数	53	54	53	52	52
应收账款周转天数	20	27	24	22	20
应付账款周转天数	236	266	250	250	250
<b>财务杠杆</b>					
流动比率 (x)	0.7	0.8	1.0	1.4	1.7
速动比率 (x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
现金比率 (x)	0.4	0.6	0.8	1.1	1.5
负债 / 权益 (%)	50%	48%	43%	40%	37%
<b>估值</b>					
市盈率 (x)	43.7	45.5	37.2	31.8	28.4
企业价值 / EBITDA (x)	18.6	20.3	17.0	14.6	12.9
股息率	1%	1%	1%	1%	1%

E=浦银国际预测

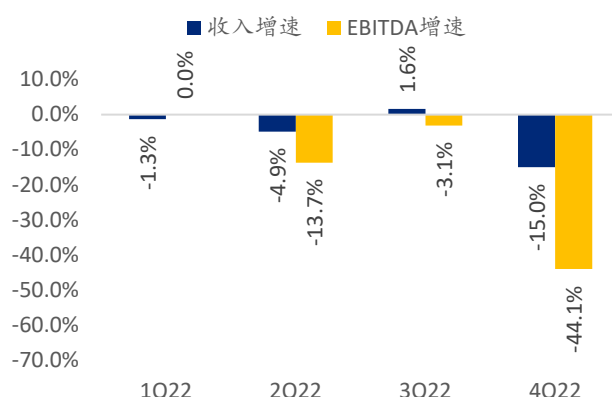
资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

图表 2: 百威亚太: 亚太东 2022 年各季度内生收入与正常化 EBITDA 同比增速比较



资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 3: 百威亚太: 中国地区 2022 年各季度内生收入与正常化 EBITDA 同比增速比较



资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 4: 百威亚太 2022 年各季度经营情况 (同比增速为报表口径)

百万美元	1Q21	1Q22	YOY	2Q21	2Q22	YOY	3Q21	3Q22	YOY	4Q21	4Q22	YOY
收入	1,626	1,632	0%	1,851	1,821	-2%	1,882	1,860	-1%	1,429	1,165	-18%
销量 (百万升)	2,079	2,023	-3%	2,509	2,500	0%	2,586	2,749	6%	1,614	1,578	-2%
单价 (美元/升)	0.8	0.8	3%	0.7	0.7	-1%	0.7	0.7	-7%	0.9	0.7	-17%
销售成本	-767	-799	4%	-832	-902	8%	-845	-906	7%	-687	-631	-8%
毛利润	859	833	-3%	1,019	919	-10%	1,037	954	-8%	742	534	-28%
毛利率	52.8%	51.0%		55.1%	50.5%		55.1%	51.3%		51.9%	45.8%	
营业费用	-545	-479	-12%	-605	-549	-9%	-619	-564	-9%	-611	-528	-14%
营业费用率	33.5%	29.4%		32.7%	30.1%		32.9%	30.3%		42.8%	45.3%	
其他经营收益	28	40	43%	39	27	-31%	32	39	22%	51	35	-31%
常态 EBITDA	499	570	14%	656	569	-13%	623	593	-5%	361	200	-45%
EBITDA 利润率	30.7%	34.9%		35.4%	31.2%		33.1%	31.9%		25.3%	17.2%	
经营利润	342	394	15%	453	397	-12%	450	429	-5%	182	41	-77%
经营利润率	21.0%	24.1%		24.5%	21.8%		23.9%	23.1%		12.7%	3.5%	
非基础项目	-4	-3	-25%	-18	-2	-89%	-4	-3	-25%	-14	7	-150%
财务费用	0	1	n.m.	-14	8	-157%	4	1	-75%	4	-9	-325%
联营公司盈利	2	1	-50%	15	11	-27%	11	13	18%	4	-2	-150%
所得税	-100	-85	-15%	-158	-81	-49%	-103	-129	25%	-71	-39	-45%
净利润	240	308	28%	278	333	20%	358	311	-13%	105	-2	-102%
净利润率	14.8%	18.9%		15.0%	18.3%		19.0%	16.7%		7.3%	-0.2%	
少数股东权益	7	6	-14%	8	9	13%	10	11	10%	6	10	67%
归母净利润	233	302	30%	270	324	20%	348	300	-14%	99	-12	-112%
归母净利润率	14.3%	18.5%		14.6%	17.8%		18.5%	16.1%		6.9%	-1.0%	
核心归母净利润	236	304	29%	284	271	-5%	352	303	-14%	108	-19	-118%
核心归母净利润率	14.5%	18.6%		15.3%	14.9%		18.7%	16.3%		7.6%	-1.6%	

资料来源: 公司数据, 浦银国际

图表 5: 百威亚太 2021-2022 年各季度主要项目内生同比增速

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22
<b>收入增速</b>								
集团	63.7%	4.2%	-2.2%	17.1%	1.5%	3.7%	7.2%	-4.8%
亚太东	-1.2%	-0.6%	-2.9%	12.2%	10.3%	16.8%	19.5%	13.8%
亚太西	87.4%	5.4%	-2.0%	18.5%	-0.2%	0.8%	4.4%	-9.6%
中国	92.5%	4.6%	-3.7%	19.7%	-1.3%	-4.9%	1.6%	-15.0%
<b>销量增速</b>								
集团	64.6%	-3.9%	-6.1%	8.6%	-2.7%	-0.4%	6.3%	-2.2%
亚太东	-1.8%	-2.9%	-6.3%	9.0%	6.7%	7.4%	15.0%	5.3%
亚太西	79.5%	-4.1%	-6.1%	8.6%	-3.8%	-1.4%	5.2%	-3.6%
中国	84.6%	-4.5%	-7.1%	8.5%	-4.3%	-6.5%	3.7%	-7.0%
<b>单价增速</b>								
集团	0.0%	8.4%	4.2%	7.8%	4.3%	4.1%	0.8%	-2.6%
亚太东	0.6%	2.3%	3.6%	2.9%	3.3%	8.7%	3.9%	8.1%
亚太西	4.4%	9.8%	4.4%	9.2%	3.7%	2.2%	-0.8%	-6.2%
中国	4.3%	9.5%	3.7%	10.3%	3.2%	1.7%	-2.0%	-8.6%
<b>EBITDA 增速</b>								
集团	192.9%	8.0%	-3.5%	29.8%	7.6%	-5.6%	1.6%	-34.7%
亚太东	22.1%	-16.7%	0.0%	15.7%	45.6%	34.9%	18.3%	3.8%
亚太西	336.3%	13.4%	-4.2%	34.6%	3.0%	-12.1%	-1.9%	-45.1%
中国	243.5%	8.4%	-6.6%	25.6%	0.0%	-13.7%	-3.1%	-44.1%

资料来源: 公司数据, 浦银国际

## ● 估值、评级与目标价

我们小幅上调 2023-2024 年收入与利润预期，以反映中国快于预期的高端化恢复进程。

我们用 20x 2022E EV/EBITDA 作为对亚太西的估值（相对华润啤酒估值 20% 的折扣），用 10x EV/EBITDA 作为对亚太东的估值（与国际啤酒企业平均估值相当），最终得到目标价 26.2 港币。

我们认为，百威亚太目前估值相较同业并不具备显著的吸引力，维持“持有”评级。

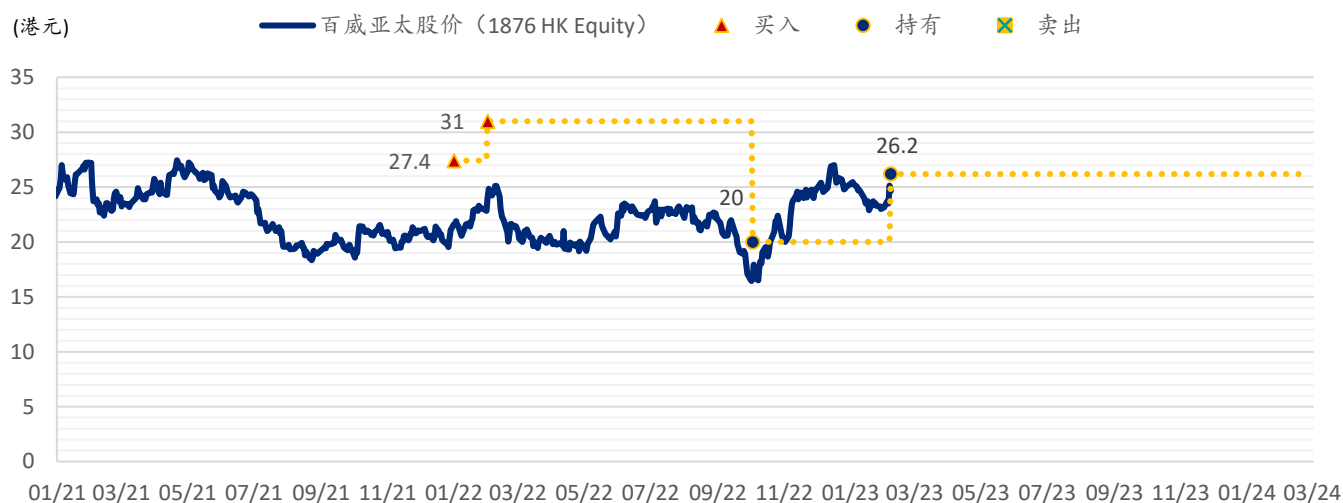
图表 6：SPDBI 财务预测变化

(百万美元)	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>			
旧预测	6,990	7,466	n.a.
<b>新预测</b>	<b>7,280</b>	<b>7,835</b>	<b>8,193</b>
变动	4.2%	4.9%	n.a.
<b>归母净利润</b>			
旧预测	1,068	1,221	n.a.
<b>新预测</b>	<b>1,116</b>	<b>1,305</b>	<b>1,460</b>
变动	4.5%	6.8%	n.a.

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 2023 年 3 月 2 日收盘价:

资料来源: Bloomberg、浦银国际

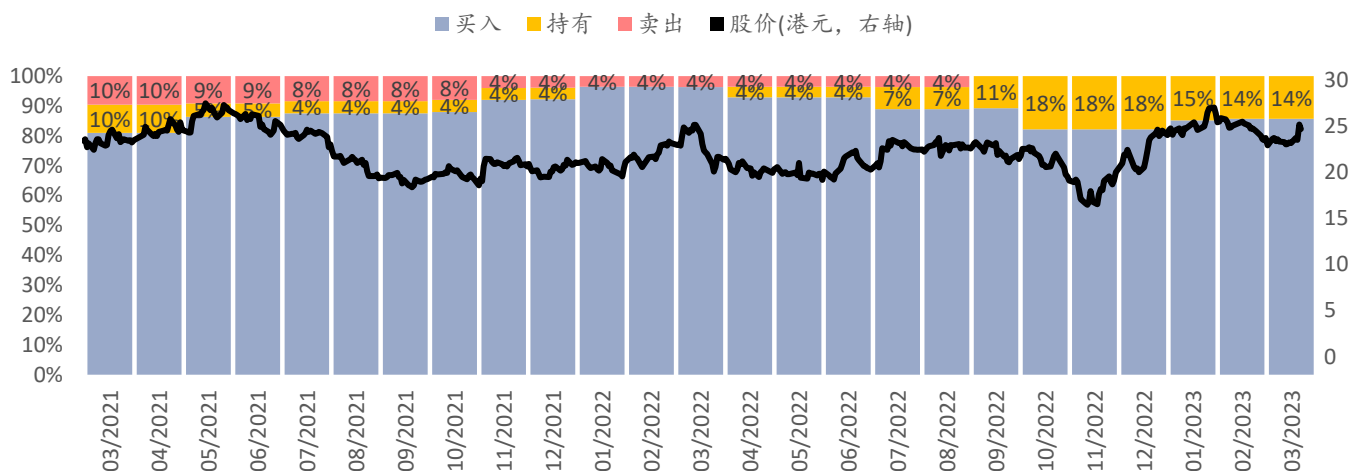
图表 8: SPDBI 消费行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级\目标价\盈利预测 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	71.1	买入	87.6	2023 年 1 月 9 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	109.2	买入	131	2023 年 1 月 11 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.8	买入	1.1	2023 年 2 月 15 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	7.1	买入	9.5	2023 年 2 月 1 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	8.0	持有	6.6	2023 年 2 月 7 日	现制茶饮
291.HK Equity	华润啤酒	61.9	买入	75.6	2023 年 2 月 8 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	137.4	买入	159.6	2023 年 1 月 30 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	24.7	持有	26.2	2023 年 3 月 2 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	81.2	买入	96.0	2023 年 2 月 23 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	112.9	持有	115.0	2023 年 2 月 23 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	14.1	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	31.1	买入	39.4	2023 年 1 月 31 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	35.6	买入	45.6	2023 年 1 月 12 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	11.1	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	6.5	持有	7.6	2022 年 12 月 7 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	4.3	持有	6.9	2022 年 8 月 1 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	35.8	买入	42.8	2023 年 2 月 20 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	2.0	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 2023 年 3 月 2 日收盘价。

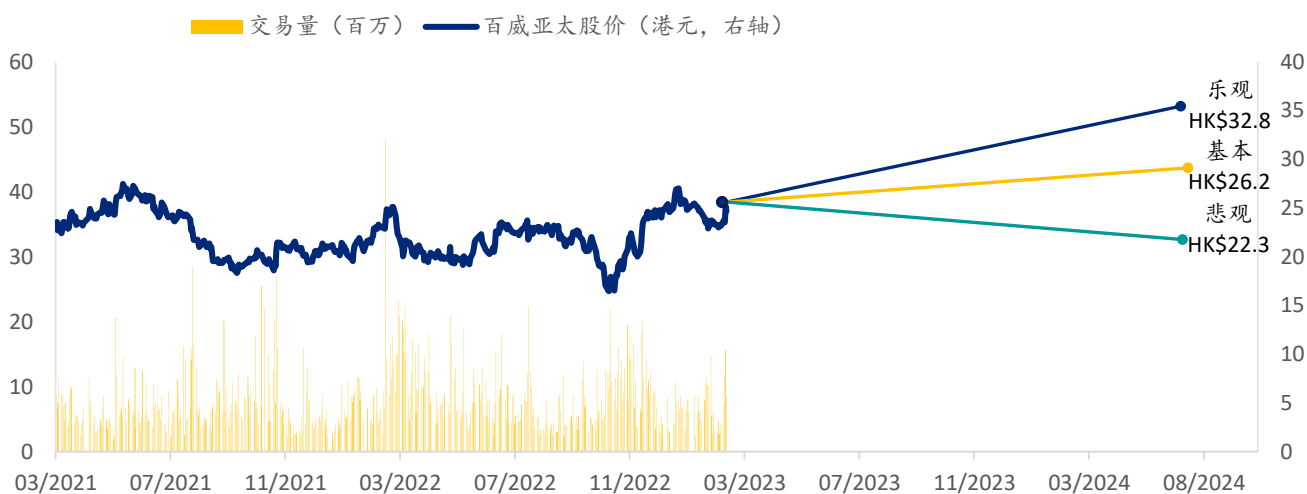
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 9: 百威亚太市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 10: 百威亚太 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: 32.8 港元

概率: 25%

- 中国地区高端及超高端产品增速持续, 2023 年中国地区收入同比增长 10%;
- 2023 年公司毛利率水平同比提升 400bps;
- 2023 年公司整体费用率增速放缓, 经营利润率提升 180bps。

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 22.3 港元

概率: 20%

- 中国地区高端及超高端产品增速不及预期, 2023 年中国地区收入同比持平;
- 2023 年公司毛利率水平同比提升 100bps;
- 2023 年公司整体费用率仍保持高位, 经营利润率提升少于 100bps。

E=浦银国际预测

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

#### 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