



华润啤酒 (291.HK): 高端化趋势加速, 核心利润继续大幅扩张; 维持行业首选

华润啤酒 CEO 侯先生于 24 日的业绩会上对公司未来高端化进程做了较为乐观的展望。我们认为这将提振市场对华润的投资情绪, 并对公司估值产生积极影响。在我们看来, 华润在高端价格带 (10 元以上) 的产品矩阵与渠道掌控力优于大部分对手。疫情退去后现饮渠道重开, 有利于华润在高端啤酒市场进一步抢占市场份额。随着行业高端化进程的恢复, 我们相信华润有望在未来三年逐渐拉大与其他玩家之间的差距, 真正成为中国高端啤酒市场的引领者。

- 2023 年高端化进程加速:** 在疫情的挑战下, 华润啤酒 2022 年次高及以上产品销量同比增长 12.6%, 喜力销量同比增长 30% 以上, 且下半年增速皆高于上半年。管理层对华润啤酒未来三年高端化提出了较为积极乐观的目标, 包括 **1)** 2023 年次高及以上产品销量同比增速加快至 20% 以上, 销量占比提升至 23% 以上 (相比 2022 年的 19%); **2)** 喜力 2023 年增速将快于 2022 年; **3)** 次高及以上产品销量在 2025-2026 年达到 350-400 万吨 (2022 年: 210 万吨), 销量占比提升至 30-35%。管理层表示, 中国高端啤酒市场潜力巨大, 而华润目标在未来三年成为高端啤酒的引领者。管理层在高端化方面的强大愿景有望提振市场对公司长远发展的信心。
- 内生利润有望持续大幅扩张:** 2023 年 1-2 月单吨价格同比增长中单位数以上, 次高及以上产品销量增长相比 2022 年明显加速。我们预计公司 2023 年啤酒销量小幅增长低单位数, 而单吨收入同比增长中到高单位数, 驱动公司 2023 年啤酒收入同比增长 8.5%。在产品结构升级、原材料价格压力减小、部分产品提价及产销成本精益等因素的帮助下, 我们预计 2023 年毛利率同比扩张 1.8ppt。结合更精准的销售费用投入及收入增长带来的杠杆效应, 我们预计公司啤酒业务的核心经营利润 (core EBIT) 同比大幅扩张 26%, 核心经营利润率 (core EBIT margin) 同比扩张 2.4ppt。
- 上调目标价并维持行业首选:** 公司白酒业务尚处孵化阶段, 短期对公司的利润贡献相对有限, 但在华润“白+啤”的协同策略下, 长期前景可观。我们用 SOTP 对华润进行估值 (以 2023E 26 倍 EV/EBITDA 来估值其啤酒业务, 以 20 倍 P/E 来估值其白酒业务), 最终得到目标价 80.4 港元。我们维持华润啤酒“买入”评级及行业首选。
- 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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	33,387	35,263	41,697	44,946	48,289
同比变动 (%)	6.2%	5.6%	18.2%	7.8%	7.4%
核心归母净利润	3,583	4,531	5,523	6,868	8,186
同比变动 (%)	34.9%	26.5%	21.9%	24.4%	19.2%
PE (X)	50.1	39.6	32.5	26.1	21.9
ROE (%)	15.7%	17.6%	19.0%	20.6%	21.6%

E=浦银国际预测 资料来源: 公司公告、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 27 日

评级

买入

目标价 (港元)	80.4
潜在升幅/降幅	+27.8%
目前股价 (港元)	62.9
52 周内股价区间 (港元)	35.9-64.4
总市值 (百万港元)	204,059
近 3 月日均成交额 (百万港元)	421.9

注: 截至 2023 年 3 月 24 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-华润啤酒

利润表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	33,387	35,263	41,697	44,946	48,289
同比	6.2%	5.6%	18.2%	7.8%	7.4%
营业成本	-20,313	-21,702	-24,209	-25,325	-26,501
毛利润	13,074	13,561	17,488	19,621	21,788
毛利率	39.2%	38.5%	41.9%	43.7%	45.1%
销售及管理费用	-9,975	-9,835	-11,114	-11,682	-12,256
其他经营收入及收益 (损失)	1,137	1,561	1,584	1,677	1,783
经营溢利	4,236	5,287	7,958	9,615	11,315
经营利润率	12.7%	15.0%	19.1%	21.4%	23.4%
净融资成本	224	301	-223	-49	113
减值及其他一次性支出	-387	-235	0	0	0
政府补助	437	242	304	354	384
其他	1,705	-67	-67	-67	-67
税前溢利	6,215	5,528	7,972	9,853	11,745
所得税开支	-1,625	-1,178	-2,018	-2,485	-2,942
所得税率	26.1%	21.3%	25.3%	25.2%	25.0%
净利润	4,590	4,350	5,954	7,367	8,803
少数股东损益	-3	-6	-431	-499	-617
归母净利润	4,587	4,344	5,523	6,868	8,186
归母净利率	13.7%	12.3%	13.2%	15.3%	17.0%
同比	119.1%	-5.3%	27.1%	24.4%	19.2%
核心归母净利润	3,583	4,531	5,523	6,868	8,186
核心归母净利率	10.7%	12.8%	13.2%	15.3%	17.0%
同比	34.9%	26.5%	21.9%	24.4%	19.2%

资产负债表

(百万人民币)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金及等价物	5,376	10,208	15,070	20,900	27,800
已抵押银行存款	2	3	13	13	13
应收票据及应收账款	3,436	2,612	3,723	3,970	4,224
存货	6,458	7,402	11,238	11,667	12,120
其他流动资产	625	653	692	692	692
流动资产合计	15,897	20,878	30,736	37,243	44,849
物业、机器及设备	13,717	14,050	13,981	13,247	12,382
使用权资产	3,379	3,156	3,228	3,228	3,228
无形资产	255	203	200	200	200
商誉	9,250	9,385	31,568	31,568	31,568
递延所得税资产	3,368	3,266	3,326	3,326	3,326
其他	5,187	6,375	6,388	6,388	6,388
非流动资产合计	35,156	36,435	58,691	57,957	57,092
短期借款	0	512	4,670	4,670	4,670
应付票据及应付账款	21,007	23,002	26,973	28,124	29,338
租赁负债	71	53	55	55	55
应交税费	92	100	140	140	140
其他	0	0	0	0	0
流动负债合计	21,170	23,667	31,838	32,990	34,203
长期借款	0	588	8,996	8,996	8,996
租赁负债	60	59	65	65	65
递延所得税负债	1,955	1,850	1,800	1,800	1,800
其他	3,379	4,072	4,000	4,000	4,000
非流动负债合计	5,394	6,569	14,861	14,861	14,861
股本	14,090	14,090	25,363	25,363	25,363
储备	10,342	12,949	5,881	10,002	14,914
非控制性权益	57	38	11,484	11,983	12,600
权益	24,489	27,077	42,728	47,349	52,877

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)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
除所得税前溢利	6,215	5,528	7,972	9,853	11,745
折旧	1,641	1,562	1,798	1,935	2,065
融资开支净额	-6	47	476	409	374
利息收入	-243	-380	-253	-360	-487
出售物业、厂房的损失	-1,241	235	0	0	0
未计营运资金变动前之经营溢利	6,366	6,992	9,993	11,837	13,697
存货减少/(增加)	-844	-944	-3,836	-430	-453
应收贸易款项(增加)/减少	26	824	-1,111	-247	-254
应付贸易款项(减少)/增加	722	1,995	3,971	1,152	1,213
已付所得税	-1,275	-1,173	-2,088	-2,485	-2,942
经营活动所得(所用)现金净额	4,995	7,665	6,880	9,827	11,262
出售物业、机器及设备	226	0	0	0	0
出售业务	7	0	0	0	0
已收取利息	245	380	253	360	487
购入物业、机器及设备	-1,471	-1,200	-1,200	-1,200	-1,200
购入业务	-1,252	0	-12,300	0	0
受限制银行存款减少/增加	-344	-1	-10	0	0
其他	-161	-1,028	-10	0	0
投资活动所用现金净额	-2,750	-1,849	-13,268	-840	-713
新增/偿还借贷	0	1,100	12,566	0	0
已付股利	-1,284	-1,739	-2,209	-2,747	-3,275
已付利息	-6	-47	-476	-409	-374
其他	-76	693	-72	0	0
融资活动(所用)所得现金净额	-1,366	7	9,808	-3,156	-3,648
现金及现金等价物变动	838	5,823	3,404	5,830	6,900
于年初的现金及现金等价物	4,538	5,376	10,208	13,612	19,442
现金及现金等价物汇兑差额	-41	0	-16	0	0
于年末的现金及现金等价物	5,376	10,208	13,612	19,442	26,343

财务和估值比率

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
每股数据(人民币)					
摊薄每股收益	1.10	1.40	1.70	2.12	2.52
每股销售额	10.29	10.87	12.85	13.85	14.88
每股股息	0.57	0.54	0.68	0.85	1.01
同比变动					
收入	6.2%	5.6%	18.2%	7.8%	7.4%
经营溢利	8.3%	3.7%	29.0%	12.2%	11.0%
归母净利润	119.1%	-5.3%	27.1%	24.4%	19.2%
费用与利润率					
毛利率	39.2%	38.5%	41.9%	43.7%	45.1%
经营利润率	12.7%	15.0%	19.1%	21.4%	23.4%
归母净利率	13.7%	12.3%	13.2%	15.3%	17.0%
回报率					
平均股本回报率	15.7%	17.6%	19.0%	20.6%	21.6%
平均资产回报率	7.6%	8.4%	7.5%	7.4%	8.3%
资产效率					
应收账款周转天数	31.8	31.3	27.7	27.7	27.7
库存周转天数	112.1	116.6	140.5	140.5	140.5
应付账款周转天数	362.4	370.1	376.7	376.7	376.7
财务杠杆					
流动比率(x)	0.8	0.9	1.0	1.1	1.3
速动比率(x)	0.5	0.4	0.5	0.5	0.5
现金比率(x)	0.3	0.4	0.5	0.6	0.8
负债/权益	1.1	1.1	1.1	1.0	0.9
估值					
市盈率(x)	50.1	39.6	32.5	26.1	21.9
企业价值/EBITDA(x)	29.6	24.9	19.4	16.0	13.3
股息率	1.0%	1.0%	1.2%	1.5%	1.8%

2023 年业务发展策略及目标

● 啤酒业务策略及展望

2017 年，华润啤酒提出“3+3+3”的高端化战略，并在前两个 3 年中取得超管理层预期的成果。展望 2023 年，管理层预计随着啤酒消费场景开放，啤酒行业的发展动能将释放更大张力带动更加显著的复苏。

图表 2：华润啤酒啤酒业务 2021-2025E 利润表

百万人民币	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	33,387	35,263	38,256	41,161	43,936
同比	6.2%	5.6%	8.5%	7.6%	6.7%
营业成本	-20,313	-21,702	-22,833	-23,887	-24,978
毛利润	13,074	13,561	15,423	17,274	18,958
毛利率	39.2%	38.5%	40.3%	42.0%	43.1%
同比增速		3.7%	13.7%	12.0%	9.8%
其他收入	1,137	1,561	1,570	1,663	1,769
营销及管理费用	-9,975	-9,835	-10,343	-10,836	-11,284
营销及管理费用率	29.9%	27.9%	27.0%	26.3%	25.7%
核心经营利润（浦银口径）	4,236	5,287	6,651	8,101	9,443
核心经营利润率（浦银口径）	12.7%	15.0%	17.4%	19.7%	21.5%
同比增速		24.8%	25.8%	21.8%	16.6%
核心经营利润（报表口径）	4,652	5,462	6,884	8,384	9,756
核心经营利润率（报表口径）	13.9%	15.5%	18.0%	20.4%	22.2%
同比增速		17.4%	26.0%	21.8%	16.4%

E=浦银国际预测；注：浦银口径核心经营利润不包括政府补贴与附属及联营机构收益

资料来源：公司资料、浦银国际预测

管理层预计，2023 年公司啤酒业务将实现销量、收入、利润三重增长。其中，行业的复苏将带动公司销量实现正增长。公司积极推进高端化进程，公司预计 2023 年次高端及以上的销量将比 2022 年的增速翻倍，达到 20% 以上，从而推动次高端及以上产品占比提升至 23% 左右。在高端化的驱动下，公司单吨价格有望大幅提升，带动 2023 年收入提升至少中高单位数以上。

公司预计，2023 年，在部分产品提价、原辅材料价格及销售费用下降、组织转型带来的产销成本的优化下，公司核心经营利润率（core EBIT margin）将继续大幅扩张，核心经营利润（core EBIT）将实现至少 20% 的增长。

展望 2025 年，公司致力于使高档品牌市场份额成为全国第一，在销量和产品质量上都与竞争对手拉开差距。公司预计，公司次高端及以上产品销量在 2025 年或 2026 年达到 350-400 万吨，销量占比将达到 30-35%。

● 啤酒业务产品策略

公司以“3+2”的品牌策略打造高端化产品矩阵。以喜力、纯生、Super X 作为高端产品的基础，覆盖高端产品的各细分赛道，并以黑狮与老雪对基础产品进行个性化补充。

作为公司高档酒的标杆产品，公司将对喜力进行全国范围覆盖及动销部署，预计喜力将在 2023 年实现 30% 以上的增长。其中，星银在喜力产品系中增速最高。

● 白酒业务策略及目标

作为公司“啤+白”业务协同的重点之一，公司将白酒业务的推进分为三个阶段：

1. **组织重塑**：对组织架构、人才选拔、人才管理进行重新梳理，并相应地进行人员优化。公司认为推进速度相对较快。
2. **品牌重塑**：公司将白酒品牌所需的品牌形象和定义进行重塑，塑造香味、香型和历史文化，确认目标消费人群。
3. **产品重塑**：公司认为除了库存及价格外，品牌重塑格外重要，品牌的张力和内含价值有很大的挖掘空间。
 - **景芝及金种子**的产品重塑组合进入尾声，金种子近期逐步上市新品；
 - **金沙**：对回沙进行品牌重塑，对金沙进行第一轮重塑，对摘要品牌优化升级。

面对白酒行业内，库存高、价盘不稳等问题，公司计划通过产品和渠道的有效布局、各品牌独立发展、白酒与啤酒的协同发展及白酒与啤酒双向赋能，带动公司白酒品牌增长。

短期内，华润啤酒主要致力于重塑与调整白酒的产品与品牌，预计 2023 年白酒业务收入与 2021 年相近，但短期对公司利润贡献仍相对有限。公司目标在未来 3-4 年的时间内，将白酒打造成为 100 亿收入规模的业务。

● 估值及目标价

公司白酒业务尚处孵化阶段，短期对公司的利润贡献相对有限，但在华润“白+啤”的协同策略下，长期前景可观。

我们用分部加总估值法（SOTP）对华润进行估值。我们以 2023E 26 倍 EV/EBITDA 来计算啤酒业务的估值，以 2023E 20 倍 P/E 来计算白酒业务的估值，最终得到目标价 80.4 港元。我们维持华润啤酒“买入”评级及行业首选。

图表 3：华润啤酒估值方式及目标价

	估值方法	估值（百万人民币）	目标价（港元）
啤酒	26 倍 23 年 EV/EBITDA	221,088	77.0
白酒	20 倍 23 年 P/E	10,472	3.4
总和	SOTP	231,560	80.4

资料来源：浦银国际

图表 4：SPDBI 财务预测变化

（百万美元）	2023E	2024E	2025E
营业收入			
旧预测	38,762	40,945	n.a.
新预测	41,697	44,946	48,289
变动	+7.6%	+9.8%	n.a.
净利润			
旧预测	5,402	6,131	n.a.
新预测	5,523	6,868	8,186
变动	+2.2%	+12.0%	n.a.

E=浦银国际预测

资料来源：浦银国际预测

图表 5: SPDBI 目标价: 华润啤酒



注: 截至 2023 年 3 月 24 日收盘价;
资料来源: Bloomberg、浦银国际

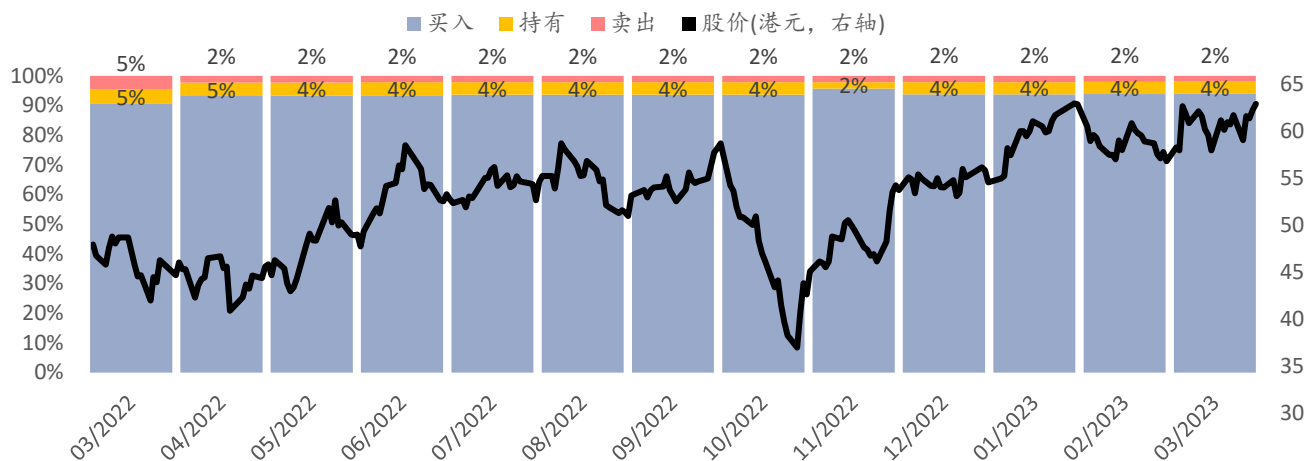
图表 6: SPDBI 消费行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级/目标价/预测发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	60.2	买入	75.1	2023 年 3 月 20 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	113.0	买入	134.0	2023 年 3 月 22 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.7	买入	1.1	2023 年 3 月 16 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	7.2	买入	9.5	2023 年 2 月 1 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	7.0	持有	6.6	2023 年 2 月 7 日	现制茶饮
291.HK Equity	华润啤酒	62.9	买入	80.4	2023 年 3 月 27 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	116.4	买入	159.6	2023 年 1 月 30 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	23.8	持有	26.2	2023 年 3 月 2 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	82.5	买入	96.0	2022 年 8 月 29 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	112.3	持有	115.0	2022 年 8 月 29 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	13.3	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	29.1	买入	39.4	2023 年 1 月 31 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	34.7	买入	45.6	2023 年 1 月 12 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	10.6	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	6.0	持有	7.6	2022 年 12 月 7 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	3.9	持有	6.9	2022 年 8 月 1 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	29.6	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 24 日收盘价。

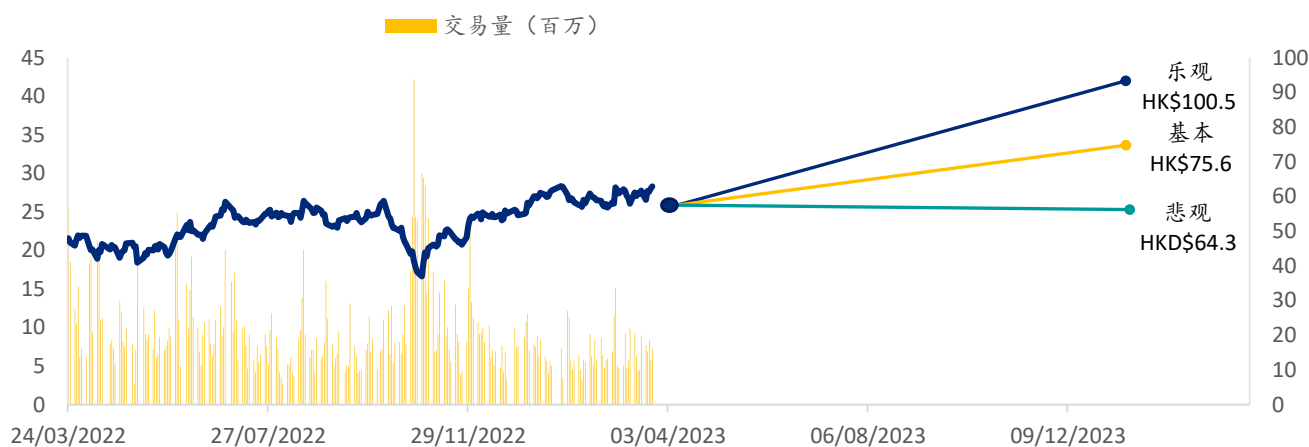
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 7: 华润啤酒市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 8: 华润啤酒 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: 100.5 港元

概率: 25%

- 次高端产品 2023 年销量增长超 30%;
- 公司 2023 年毛利率水平同比提升 400bps;
- 公司 2023 年产品提价顺利弥补原材料及包材价格上涨影响;
- 2023 年公司经营利润率提升至 20%。

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 64.3 港元

概率: 20%

- 次高端产品 2023 年销量增长低于 10%;
- 公司 2023 年毛利率水平同比提升 100bps;
- 公司 2023 年产品提价未能完全弥补原材料及包材成本上涨;
- 2023 年公司经营利润率同比持平。

资料来源: 浦银国际

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