



韦尔股份 (603501.CH): 基本面逐季改善, 多重赛道共振向上

重申韦尔股份的“买入”评级, 下调目标价至人民币 128.7 元, 潜在升幅 23%。

- **重申韦尔股份“买入”评级:** 从基本面看, 我们期待韦尔股份今年会有逐季改善的走势。主要基于: **1)** 公司手机业务的基本盘会跟着手机行业的复苏而恢复, 下半年优于上半年。**2)** 新能源汽车和医疗等业务及新产品的收入和利润都将维持高速增长, 提供基本面增量。**3)** 半导体行业下行有望于今年二、三季度触底, 公司下半年的 Beta 也有较大机会。因此, 我们重申韦尔的“买入”评级。
- **手机图像传感器业务逐季改善:** 管理层预期手机传感器去库存有望在二季度末时完成。这与我们在渠道调研时看到的情况大体类似。因此, 公司的手机 CIS 出货量有望跟着智能手机行业的复苏而重回增长, 这也与我们在**舜宇报告**中的判断一致。同时, 随着供应商战略调整及新产品的上市, 韦尔的手机图像传感器成本以及毛利率也会相应改善。我们期待韦尔手机的基本盘今年逐季向上。
- **新能源汽车、医疗、机器视觉等图像传感器及新产品高速增长:** 在 2022 年, 汽车电子、医疗、新兴市场/物联网三个高速成长的板块已经占到公司图像传感器业务的近 40%。我们预计, 今年和未来几年, 这三个业务板块的增长将保持高于公司整体增速, 收入占比也有望进一步扩张。从而为公司打开估值的上行空间。
- **估值:** 我们采用 DCF 估值方法对韦尔股份进行估值。我们采用 3.1% 的无风险利率, 并假设韦尔股份 2027 年到 2031 年的成长率为 6%-10%, 永久增长率为 3%, WACC 是 7.5%。我们得到 128.7 人民币的目标价, 潜在升幅 23%。
- **投资风险:** 智能手机等消费电子产品需求恢复不如预期, 下半年增长较为乏力。半导体行业及公司的芯片去库存速度弱于预期, 拖累图像传感器、TDDI 等产品出货量。国内或者海外新能源车行业增长弱于预期, 影响车载产品出货量。行业竞争再次加剧, 玩家利润率承压, 复苏慢于预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标 (2021-2025E)

人民币百万元	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入净额	24,104	20,078	20,765	23,749	26,904
总收入同比增速	22%	(17%)	3%	14%	13%
毛利率	34.5%	30.8%	31.4%	31.8%	32.2%
股东应占净利	4,476	990	1,465	1,840	2,255
净利润同比增速	65%	(78%)	48%	26%	23%
目标 P/E (x)	33.7	153.2	103.5	82.4	67.3

E=浦银国际预测 资料来源: 公司报告、浦银国际

沈岱

科技分析师

tony_shen@spdbi.com

(852) 2808 6435

2023 年 4 月 20 日

评级

买入

目标价 (人民币)	128.7
潜在升幅/降幅	23%
目前股价 (人民币)	104.4
52 周内股价区间 (人民币)	66.6-134.6
总市值 (百万人民币)	123,652
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	1,423

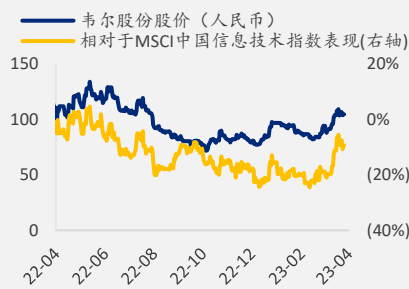
注: 截至 2023 年 4 月 19 日收盘价

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

目录

韦尔股份业绩回顾及展望	4
2022 及 1Q23 业绩回顾	4
2023 年运营展望	6
估值	7
SPDBI 乐观与悲观情景假设	10

图表目录

图表 1: 盈利预测和财务指标 (2021-2025E)	1
图表 2: 韦尔股份 1Q23 业绩详情	5
图表 3: 韦尔股份 2022 年主营业务收入构成 (亿元)	5
图表 4: 韦尔股份业绩预测: 新预测 vs 前预测 (2023E - 2025E)	6
图表 5: 韦尔股份 WACC 假设	7
图表 6: 韦尔股份自由现金流预测	7
图表 7: 韦尔股份 DCF 估值预测	7
图表 8: 韦尔股份市盈率估值	8
图表 9: SPDBI 目标价: 韦尔股份	8
图表 10: SPDBI 科技行业覆盖公司	9
图表 11: 韦尔股份市场普遍预期	10
图表 12: 韦尔股份 SPDBI 情景假设	10

财务报表分析与预测

利润表

人民币百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	24,104	20,078	20,765	23,749	26,904
销售成本	(15,790)	(13,903)	(14,248)	(16,199)	(18,245)
毛利润	8,314	6,175	6,517	7,550	8,659
经营支出	(3,311)	(3,777)	(3,458)	(3,955)	(4,480)
研发费用	(2,110)	(2,496)	(2,210)	(2,527)	(2,863)
销售费用	(515)	(516)	(507)	(580)	(657)
管理费用	(685)	(765)	(741)	(848)	(961)
经营利润	5,003	2,398	3,059	3,595	4,178
非经营收入	(1)	(1,097)	(1,386)	(1,489)	(1,597)
财务费用	(356)	(594)	(712)	(815)	(923)
投资收益	614	1,047	8	8	8
其他	(260)	(1,550)	(682)	(682)	(682)
税前利润	5,002	1,301	1,673	2,106	2,581
税务费用	(456)	(343)	(212)	(267)	(327)
税后利润含少数股东权益	4,546	958	1,461	1,840	2,255
少数股东权益	70	(32)	(4)	-	-
净利润	4,476	990	1,465	1,840	2,255
基本股数 (百万)	1,171	1,179	1,179	1,179	1,179
摊薄股数 (百万)	1,176	1,179	1,179	1,179	1,179
基本每股收益 (元)	3.82	0.84	1.24	1.56	1.91
摊薄每股收益 (元)	3.81	0.84	1.24	1.56	1.91

资产负债表

人民币百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金和受限制资金	7,671	4,026	2,963	874	(1,273)
应收账款和应收票据	2,929	2,525	2,612	2,987	3,384
存货	8,781	12,356	12,662	14,397	16,215
其他流动负债	914	706	2,481	4,511	6,811
流动资产合计	20,296	19,613	20,717	22,769	25,136
物业、厂房及设备	2,045	2,540	4,404	6,228	8,041
无形资产	1,604	2,018	1,230	750	457
其他非流动资产	8,136	11,018	11,018	11,018	11,018
总资产	32,080	35,190	37,370	40,766	44,653
短期借贷	2,387	3,632	3,757	4,297	4,867
应付账款和应付票据	2,578	1,128	1,156	1,314	1,480
其他流动负债	3,735	5,613	5,613	5,613	5,613
流动负债合计	8,700	10,373	10,525	11,224	11,960
其他负债	3,628	3,967	3,967	3,967	3,967
总负债	15,776	17,090	17,336	18,443	19,612
股本	876	1,185	1,185	1,185	1,185
储备	8,550	8,758	10,692	12,981	15,699
未分配利润	8,049	8,572	8,572	8,572	8,572
少数股东权益	106	82	82	82	82
其他综合收益	(1,276)	(496)	(496)	(496)	(496)
股东权益总额	16,304	18,100	20,034	22,323	25,041
负债和股东权益总计	32,080	35,190	37,370	40,766	44,653

现金流量表

人民币百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,192	(1,993)	3,118	2,086	2,699
税后利润含少数股东权益	4,546	958	1,461	1,840	2,255
折旧	343	419	521	903	1,277
摊销	585	626	788	480	293
其他经营活动现金流	(91)	743	-	-	-
营运资金变动	(3,569)	(5,352)	(364)	(1,952)	(2,049)
应收账款减少 (增加)	(407)	(348)	(86)	(375)	(397)
库存减少 (增加)	(3,835)	(4,277)	(306)	(1,735)	(1,818)
应付账款增加 (减少)	673	(727)	28	158	166
利息收入 (支出)	379	611	712	815	923
投资活动现金流	(2,899)	(4,017)	(4,160)	(4,758)	(5,390)
资本支出	(1,024)	(2,306)	(2,385)	(2,727)	(3,090)
取得或购买长期投资	(1,969)	(1,717)	(1,775)	(2,030)	(2,300)
其他投资活动现金流	94	5	-	-	-
融资活动现金流	2,932	2,255	(21)	583	543
借款	3,066	3,242	218	949	1,003
股息	(569)	(822)	(240)	(365)	(460)
其他融资活动现金流	435	(165)	-	-	-
外汇损益	(18)	120	-	-	-
现金及现金等价物净流量	2,208	(3,635)	(1,063)	(2,088)	(2,148)
期初现金及现金等价物	5,423	7,630	3,995	2,932	843
期末现金及现金等价物	7,630	3,995	2,932	843	(1,304)

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营运指标增速					
营业收入增速	22%	-17%	3%	14%	13%
毛利润增速	40%	-26%	6%	16%	15%
营业利润增速	64%	-52.1%	27.6%	17.5%	16.2%
净利润增速	65%	-78%	48%	26%	23%
盈利能力					
净资产收益率	32.2%	5.8%	7.7%	8.7%	9.5%
总资产报酬率	16.4%	2.9%	4.0%	4.7%	5.3%
投入资本回报率	41.3%	11.6%	13.7%	12.9%	12.4%
利润率					
毛利率	34.5%	30.8%	31.4%	31.8%	32.2%
营业利润率	20.8%	11.9%	14.7%	15.1%	15.5%
净利润率	18.6%	4.9%	7.1%	7.7%	8.4%
营运能力					
现金循环周期	156	278	336	320	321
应收账款周转天数	41	50	45	43	43
存货周转天数	162	277	320	305	306
应付账款周转天数	48	49	29	28	28
净债务 (净现金)	(5,284)	(394)	794	3,422	6,141
自由现金流	(631)	(5,931)	(156)	(1,731)	(1,690)

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

韦尔股份业绩回顾及展望

● 2022 及 1Q23 业绩回顾

受到来自宏观经济的巨大压力，特别是消费电子行业的需求不振，韦尔股份 2022 年营业收入和盈利能力均受到不利影响。

1Q23 公司业绩表现仍不及市场预期，但在毛利率同比下降的同时，已经可以看到环比的微增。此外，4Q22、1Q23 公司库存逐季下降，管理层预期 2Q23 完成清库存动作。

韦尔股份 2022 财务情况

- 营业收入为 200.78 亿人民币，同比下降 17%，主要来自宏观因素的影响，特别是消费电子行业的需求不振。其中，半导体设计业务收入 164.1 亿元，同比下降 19%，占主营业务收入的 82.2%；半导体分销业务收入 35.7 亿元，同比下降 3%，占公司主营业务收入的 17.9%。
- 毛利率为 30.8%，同比下降 3.7 个百分点，同样可见宏观经济形势对于公司盈利能力的扰动。

韦尔股份 1Q23 财务情况

- 营业收入为 43.35 亿人民币，同比下降 22%，环比下降 8%，主要来自分销业务收入规模的下降。公司一季度营收表现低于市场预期。
- 毛利率为 24.7%，同比下降 10.6 个百分点，环比微增 0.2 个百分点，低于市场预期。
- 营业费用率为 16.2%，同比增长 1.2 个百分点，环比下降 6.5 个百分点。环比下降主要来自公司重视降本增效，从 4Q22 起严控费用。
- 净利润为 1.99 亿人民币，同比下降 78%，环比下降 117%，净利润表现远不及预期。
- 截止一季度末，公司存货为 107.7 亿人民币，较 2022 年末减少 15.87 亿，库存水位逐季下降。

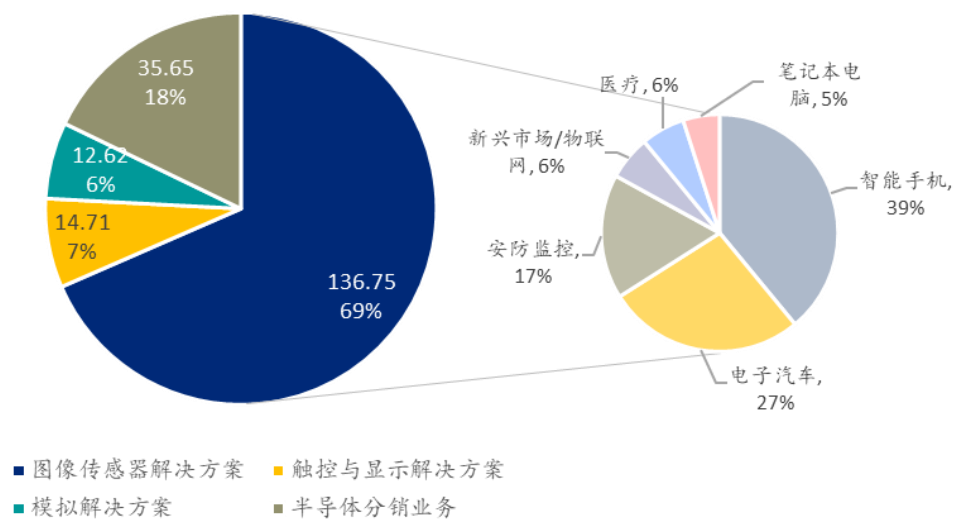
图表 2：韦尔股份 1Q23 业绩详情

人民币百万	1Q23	1Q22	同比	4Q22	环比
营业收入	4,335	5,538	(22%)	4,695	(8%)
毛利润	1,072	1,955	(45%)	1,153	(7%)
营业利润	369	1,124	(67%)	87	324%
净利润	199	896	(78%)	(1,159)	(117%)
基本每股收益 (元)	0.17	0.76	(78%)	(0.98)	(117%)

利润率	1Q23	1Q22	同比 百分点	4Q22	环比 百分点
毛利率	24.7%	35.3%	(10.6)	24.6%	0.2
营业费用率	16.2%	15.0%	1.2	22.7%	(6.5)
营业利润率	8.5%	20.3%	(11.8)	1.9%	6.7
净利率	4.6%	16.2%	(11.6)	(24.7%)	29.3

资料来源：公司公告、浦银国际

图表 3：韦尔股份 2022 年主营业务收入构成（亿元）



资料来源：公司公告、浦银国际

● 2023 年运营展望

- **经营策略:** (1) **聚焦:** 夯实基本盘, 将资源重点投入公司过去积累了一定优势的领域, 持续发力, 不断扩大领先优势; (2) **赋能:** 通过组织架构调整, 缩短决策链。(3) **成长:** 以“成长”作为 2023 年的主旋律。
- **营收表现:** 管理层表示, 1Q23 公司营收水平呈现明显的逐月好转, 预计增长趋势将持续, 希望能够在年内业绩能够实现由修复到成长。
- **去库存:** 4Q22、1Q23 库存逐季下降, 管理层预期 2Q23 完成清库存动作, 将库存水位降回合理水平。

根据 2022 业绩及 2023 年运营展望, 我们下调韦尔股份 2023 年和 2024 年的收入和利润预测, 主要反映手机出货量的下降以及毛利率的下滑。

图表 4: 韦尔股份业绩预测: 新预测 vs 前预测 (2023E - 2025E)

人民币百万	2023E			2024E			2025E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
收入	20,765	34,096	(39%)	23,749	38,866	(39%)	26,904	-	-
毛利润	6,517	11,897	(45%)	7,550	13,666	(45%)	8,659	-	-
经营利润	3,059	6,864	(55%)	3,595	7,929	(55%)	4,178	-	-
净利润	1,465	5,784	(75%)	1,840	6,693	(73%)	2,255	-	-
每股收益 (元)	1.24	6.67	(81%)	1.56	7.72	(80%)	1.91	-	-
利润率			百分点			百分点			百分点
毛利率	31.4%	34.9%	(3.5)	31.8%	35.2%	(3.4)	32.2%	-	-
费用率	16.7%	14.8%	1.9	16.7%	14.8%	1.9	16.7%	-	-
经营利润率	14.7%	20.1%	(5.4)	15.1%	20.4%	(5.3)	15.5%	-	-
净利率	7.1%	17.0%	(9.9)	7.7%	17.2%	(9.5)	8.4%	-	-

E=浦银国际预测 资料来源: 浦银国际

● 估值

我们采用 DCF（Discounted Cash Flow，现金流量贴现法）估值方法对韦尔股份进行估值。我们维持 3.1% 的无风险利率，并假设韦尔股份 2027 年到 2031 年的成长率为 6%-10%，永久增长率为 3%。另外，我们假设 WACC（Weighted Average Cost of Capital，加权平均资金成本）是 7.5%。其他基本假设可以参考下方两个表格。我们得到韦尔股份目标价 128.2 人民币，维持“买入”评级，潜在升幅 24%。

图表 5：韦尔股份 WACC 假设

WACC 计算			
Beta	1.31	债务成本	6.0%
无风险利率	3.1%	债务股本比	26%
股权风险溢价	4.2%	所得税率	12.6%
股本成本	8.6%	WACC	7.5%

注：WACC，Weighted Average Cost of Capital，加权平均资金成本

资料来源：浦银国际预测

图表 6：韦尔股份自由现金流预测

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032 往后
营业收入	20,765	23,749	26,904	29,937	32,931	35,565	37,699	39,961	42,359	
营收增速	3%	14%	13%	11%	10%	8%	6%	6%	6%	
经营利润	3,059	3,595	4,178	4,768	5,410	6,020	6,570	7,164	7,806	
经营利润率	14.7%	15.1%	15.5%	15.9%	16.4%	16.9%	17.4%	17.9%	18.4%	
加：折旧及摊销	1,309	1,383	1,570	1,827	2,432	3,178	4,076	5,228	6,706	
EBITDA	4,368	4,978	5,748	6,596	7,842	9,199	10,646	12,392	14,512	
EBITDA 率	21.0%	21.0%	21.4%	22.0%	23.8%	25.9%	28.2%	31.0%	34.3%	
所得税率	12.7%	12.7%	12.7%	12.7%	12.7%	12.7%	12.7%	12.7%	12.7%	
资本支出	(2385)	(2727)	(3090)	(3438)	(3,541)	(3,576)	(3,541)	(3,505)	(3,470)	
资本支出率	11.5%	11.5%	11.5%	11.5%	10.8%	10.1%	9.4%	8.8%	8.2%	
净营运资本变动	(364)	(1952)	(2049)	(1947)	(1,285)	(833)	(530)	(337)	300	
自由现金流	1,232	(156)	81	607	2,331	4,028	5,745	7,644	10,354	253,735
永续增长率										3.0%

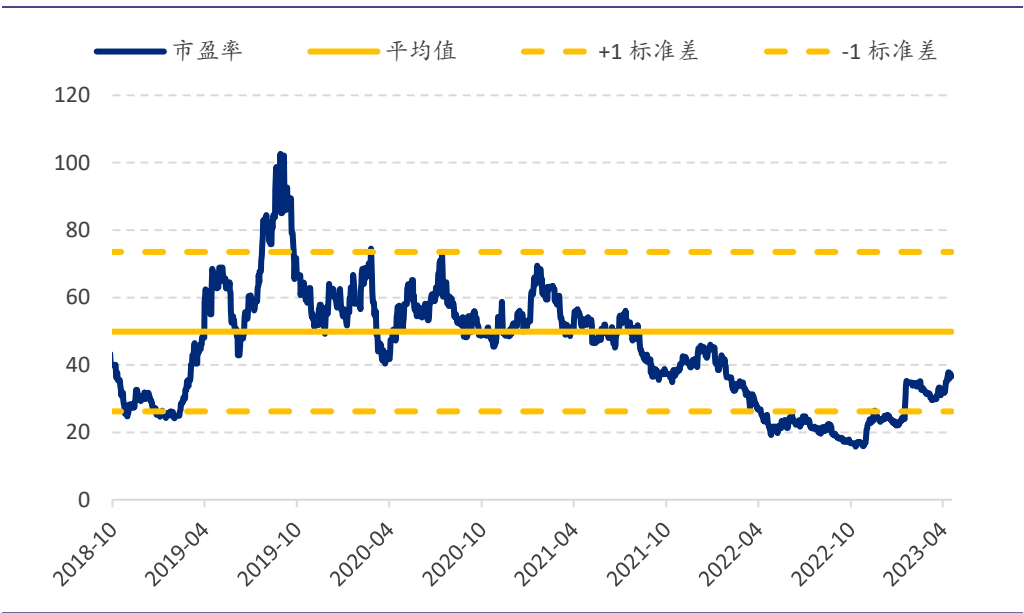
资料来源：浦银国际预测

图表 7：韦尔股份 DCF 估值预测

WACC	自由现金流现值 (人民币百万)	净现金 (百万)	权益价值 (百万)	股数 (百万)	每股价值 (人民币)
7.5%	152,445	-794	151,651	1,179	128.7

资料来源：浦银国际预测

图表 8: 韦尔股份市盈率 (x) 估值



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 9: SPDBI 目标价: 韦尔股份



注: 截至 2023 年 4 月 19 日收盘价 资料来源: Bloomberg、浦银国际

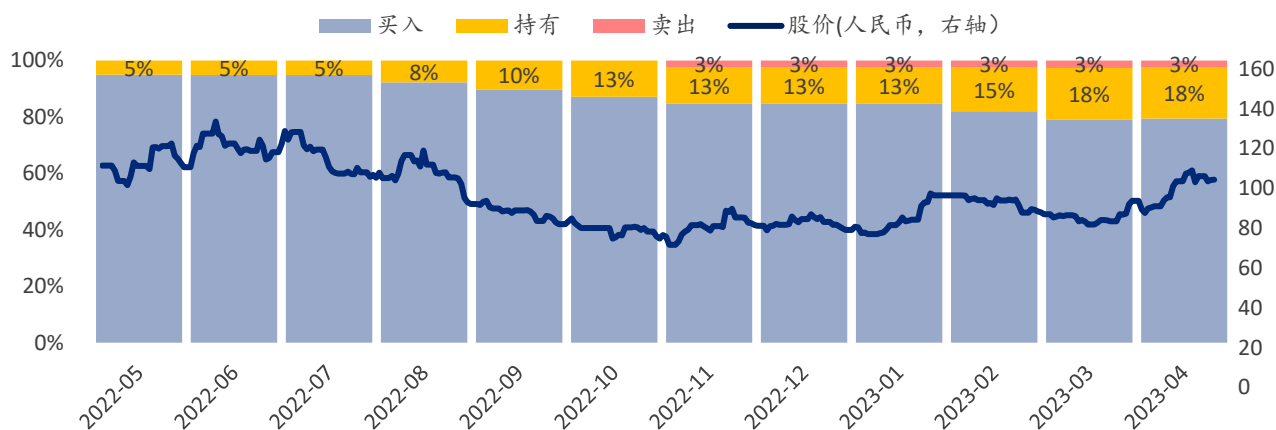
图表 10: SPDBI 科技行业覆盖公司

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
1810 HK Equity	小米集团-W	11.9	买入	15.4	2023/3/30	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	104.6	买入	107.4	2022/5/27	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	23.1	买入	19.2	2022/5/27	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	63.0	买入	79.2	2022/5/27	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	立讯精密	28.9	买入	41.3	2022/5/27	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	13.2	买入	11.0	2022/5/27	结构件、组装
2018 HK Equity	瑞声科技	16.4	买入	17.5	2022/5/27	声学、光学器件
2382 HK Equity	舜宇光学科技	89.7	买入	120.5	2023/4/12	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	4.1	买入	5.0	2023/4/14	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	104.4	买入	128.7	2023/4/20	手机 CIS、车载 CIS
NIO US Equity	蔚来	9.5	买入	25.6	2022/9/15	新能源汽车
9866 HK Equity	蔚来-SW	71.9	买入	201.0	2022/9/15	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	11.3	买入	23.0	2022/9/15	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	41.0	买入	90.2	2022/9/15	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	25.5	买入	31.6	2022/9/15	新能源汽车
2015 HK Equity	理想汽车-W	96.3	买入	124.1	2022/9/15	新能源汽车
9863 HK Equity	零跑汽车	40.0	买入	27.0	2022/11/29	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉(TESLA)	184.3	持有	266.8	2022/5/30	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	229.6	买入	328.0	2022/9/15	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	250.9	买入	360.4	2022/9/15	新能源汽车
981 HK Equity	中芯国际	24.1	买入	24.3	2022/6/17	晶圆代工
688981 CH Equity	中芯国际	62.2	买入	58.6	2022/6/17	晶圆代工
1347 HK Equity	华虹半导体	37.0	买入	34.7	2022/6/17	晶圆代工

注: 港股、A股截至2023年4月19日收盘价; 美股为截至2023年4月18日收盘价 资料来源: Bloomberg、浦银国际

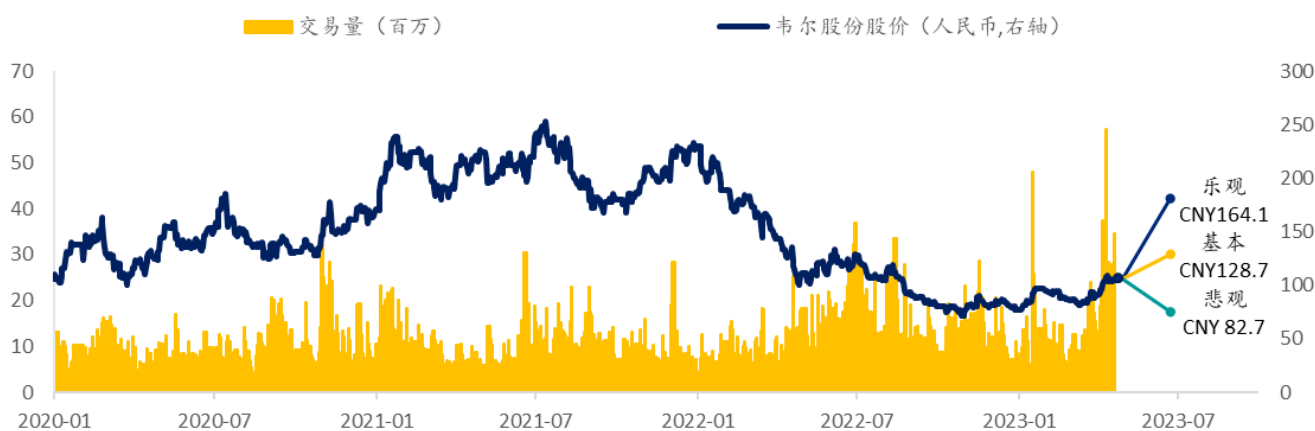
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 11: 韦尔股份市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 12: 韦尔股份 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 164.1 人民币 (概率: 25%)

- 全球智能手机行业需求复苏高于预期;
- 非手机业务持续快速增长, 特别是汽车电子业务随行业成长而增长, 带动毛利率提升;
- 公司去库存速度高于预期;
- 公司市场地位稳步提升, 市场份额逐渐扩大, 成为国内安卓手机 CIS 最大的供应商早于预期。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 82.7 人民币 (概率: 15%)

- 全球智能手机行业需求复苏低于预期;
- 汽车电子、医疗、新兴市场/物联网板块业务增长不及预期;
- 半导体行业及公司芯片去库存速度不及预期;
- 新产品上量进度不及预期。

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

- 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 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。
- 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

