



特斯拉 (TSLA.US): 改善供需平衡, 推动新能源车销量高速增长, 估值合理

维持特斯拉的“持有”评级, 下调目标价至 187.4 美元, 潜在升幅 14%。

- 维持特斯拉的“持有”评级:** 特斯拉作为全球智能电动车的龙头企业, 依然享受该行业在中国国内和海外市场的高速增长。我们预期特斯拉 2023 年汽车销量将有望达到 180 万辆, 同比增长 37%, 高于行业的整体增速。我们维持特斯拉的“持有”评级, 主要考虑今年汽车销量预期已经充分反映在股价中, 而其供应端的汽车产量上行惊喜可能性偏低。目前, 特斯拉的目标价对应 2023 年、2024 年市盈率为 51.6x 和 35.8x, 估值合理。
- 一季度汽车销售毛利率低于市场一致预期:** 特斯拉一季度收入大致符合市场预期, 同比增长 24%, 环比下降 4%。其中, 汽车平均价格同比、环比分别下降 11%, 与一季度的大幅度降价动作一致。这导致一季度汽车销售毛利率大幅下降, 从而导致公司整体毛利率低于市场预期。公司在费用率上持续维持低位, 表现相对较好。特斯拉一季度净利润录得 25 亿美元, 同比下降 24%, 环比下降 17%。
- 业绩会要点及未来展望:** 马斯克表示 2023 年汽车产量目标为 180 万-200 万辆, 订单依然超过公司产量。而汽车需求主要受到美联储利率决议及经济不确定下的消费者预期变化的影响。当前阶段, 特斯拉的战略是偏向于以利润空间 (毛利率) 换汽车销量。同时, 公司预计 Cybertruck 将推迟到今年三季度末进行交付。最后, 电池工厂的资本开支效率提升, 每 GWh 的资本开支预计会降低 70%。
- 估值:** 我们采用分部加法对特斯拉进行估值。我们分别给予特斯拉汽车销售、汽车租赁、能源、服务和其他这四项目业务 5.0x、5.0x、2.0x、22.0x 的 2023E 目标市销率, 得到 187.4 美元的目标价, 潜在升幅 14%, 维持“持有”评级。
- 投资风险:** 中国国内和海外新能源车行业需求不振, 低于市场预期。市场竞争加剧, 导致价格压力上升, 汽车销售价格和毛利率下降。上游原料价格下行低于预期, 拖累公司利润表现。公司新业务投入大, 业绩表现波动大。

图表 1: 盈利预测和财务指标 (2021-2025E)

美元百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入净额	53,823	81,462	97,501	120,438	139,009
总收入同比增速	71%	51%	20%	24%	15%
净利润	5,644	12,587	11,588	16,687	19,961
净利润同比增速	665%	128%	-8%	44%	20%
目标 PS (x)	10.3	7.2	6.1	4.9	4.3
目标 PE(x)	100.4	46.7	51.6	35.8	29.9

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 25 日

评级

持有

目标价 (美元)	187.4
潜在升幅/降幅	14%
目前股价 (美元)	165.1
52 周内股价区间 (美元)	101.8-336.2
总市值 (百万美元)	522,330
近 3 月日均成交额 (百万美元)	30,517

注: 截至 2023 年 4 月 21 日收盘价

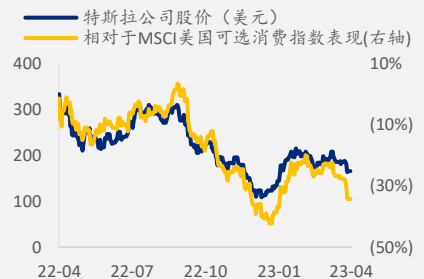
市场预期区间



▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 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

特斯拉业绩回顾及展望	4
2022 及 1Q23 业绩回顾	4
2023 年展望	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: 特斯拉 1Q23 业绩详情	5
图表 3: 特斯拉业绩预测: 新预测 vs 前预测 (2023E - 2025E)	6
图表 4: 特斯拉分部加总估值法: 2023 年目标价	7
图表 5: 特斯拉市销率 (x) 估值	7
图表 6: 特斯拉市盈率 (x) 估值	7
图表 7: SPDBI 目标价: 特斯拉	8
图表 8: SPDBI 科技行业覆盖公司	9
图表 9: 特斯拉市场普遍预期	10
图表 10: 特斯拉 SPDBI 情景假设	10

财务报表分析与预测

利润表

美元百万	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	53,823	81,462	97,501	120,438	139,009
营业成本	(40,217)	(60,609)	(77,440)	(93,116)	(107,242)
毛利	13,606	20,853	20,062	27,322	31,767
营业支出	(7,083)	(7,197)	(7,640)	(9,389)	(10,298)
销售、行政及一般费用	(4,517)	(3,946)	(4,253)	(5,207)	(5,722)
研发费用	(2,593)	(3,075)	(3,387)	(4,182)	(4,576)
重组及其他费用/收入	27	(176)	-	-	-
营业利润	6,523	13,656	12,421	17,933	21,469
营业外收支	(180)	63	190	224	261
利息收入/(支出)净额	(315)	106	337	371	408
其他收益/(支出)净额	135	(43)	(147)	(147)	(147)
税前利润	6,343	13,719	12,611	18,156	21,730
所得税	(699)	(1,132)	(1,023)	(1,469)	(1,769)
净利润(不含少数股东权益)	5,644	12,587	11,588	16,687	19,961
少数股东和可赎回少数股东损益	125	31	95	95	95
归属普通股股东净利润	5,519	12,556	11,493	16,592	19,866
基本股数(百万)	2,958	3,130	3,166	3,166	3,166
摊薄股数(百万)	3,387	3,475	3,468	3,468	3,468
基本每股收益(美元)	1.87	4.01	3.63	5.24	6.27
稀释每股收益(美元)	1.63	3.61	3.31	4.78	5.73

现金流量表

美元百万	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动产生的现金流量净额	11,497	14,724	16,070	21,503	25,830
净利润	5,644	12,587	11,588	16,687	19,961
折旧及摊销	2,911	3,747	4,393	5,022	5,979
其他经营活动现金流	(2,154)	(3,731)	-	-	-
营运资金变动	5,096	2,121	90	(206)	(110)
应收账款(增加)/减少	(130)	(1,124)	(581)	(831)	(673)
存货(增加)/减少	(1,709)	(6,465)	(3,565)	(3,321)	(2,992)
应付账款增加/(减少)	4,578	6,029	4,236	3,946	3,555
其他经营资金变动	2,357	3,681	-	-	-
税务费用	-	-	-	-	-
利息收入(支出)	-	-	-	-	-
投资活动产生的现金流量净额	(7,868)	(11,973)	(8,734)	(12,119)	(16,688)
资本支出	(6,646)	(7,163)	(9,670)	(13,055)	(17,624)
取得或购买长期投资	-	-	-	-	-
银行存款增加	-	-	-	-	-
短期投资	(1,228)	936	936	936	936
其他	6	(5,746)	-	-	-
融资活动产生的现金流量净额	(5,203)	(3,527)	1,798	1,798	1,798
借款	(448)	(502)	-	-	-
发行股份	698	541	1,000	1,000	1,000
发行债券	(5,284)	(3,364)	1,000	1,000	1,000
发放现金股利	-	-	-	-	-
其他	(169)	(202)	(202)	(202)	(202)
外汇损益	(183)	(444)	-	-	-
现金及现金等价物净流量	(1,757)	(1,220)	9,134	11,182	10,941
期初现金及现金等价物	19,901	18,144	16,924	26,058	37,240
期末现金及现金等价物	18,144	16,924	26,058	37,240	48,181

资产负债表

美元百万	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	17,576	16,253	25,387	36,569	47,510
受限制资金	131	-	-	-	-
应收账款	1,913	2,952	3,533	4,364	5,037
存货	5,757	12,839	16,404	19,725	22,717
其他流动资产	1,723	8,873	8,873	8,873	8,873
流动资产合计	27,100	40,917	54,198	69,532	84,138
固定资产-物业,厂房及设备	18,884	23,548	28,825	36,858	48,502
无形资产	257	215	215	215	215
商誉	200	194	194	194	194
租赁权	12,292	13,087	13,087	13,087	13,087
其他非流动资产	3,398	4,377	4,377	4,377	4,377
资产总计	62,131	82,338	100,896	124,263	150,513
短期借款	-	-	-	-	-
应付账款	10,025	15,255	19,491	23,437	26,992
其他流动负债	9,680	11,454	11,454	11,454	11,454
流动负债合计	19,705	26,709	30,945	34,891	38,446
长期借款	5,245	1,597	2,597	3,597	4,597
其他非流动负债	5,598	8,134	8,134	8,134	8,134
负债合计	30,548	36,440	41,676	46,622	51,177
可转换优先股及夹层权益	568	409	409	409	409
实收资本和资本公积	29,804	32,180	33,180	34,180	35,180
留存收益	331	12,885	24,473	41,160	61,121
其他综合收益	54	(361)	(361)	(361)	(361)
少数股东权益	826	785	785	785	785
股东权益合计	31,015	45,489	58,077	75,764	96,725
负债及股东权益和计	62,131	82,338	100,162	122,795	148,311

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营运指标增速					
营业收入增速	71%	51%	20%	24%	15%
毛利增速	105%	53%	(4%)	36%	16%
营业利润增速	227%	109%	(9%)	44%	20%
净利润增速	665%	128%	(8%)	44%	20%
盈利能力					
净资产收益率	17.5%	27.4%	19.7%	21.8%	20.5%
总资产回报率	8.9%	15.2%	11.4%	13.4%	13.2%
投入资本回报率	15.8%	26.4%	18.7%	20.7%	19.4%
利润率					
毛利率	25.3%	25.6%	20.6%	22.7%	22.9%
营业利润率	12.1%	16.8%	12.7%	14.9%	15.4%
净利润率	10.3%	15.4%	11.8%	13.8%	14.3%
营运能力					
现金循环周期					
应收账款周转天数	13	11	12	12	12
存货周转天数	45	56	69	71	72
应付账款周转天数	73	76	82	84	86
净债务(净现金)	(12,331)	(14,656)	(22,790)	(32,972)	(42,913)
自由现金流	7,005	11,292	6,400	8,448	8,207

E=浦银国际预测

资料来源: 公司资料、Wind、浦银国际预测

特斯拉业绩回顾及展望

● 2022 及 1Q23 业绩回顾

特斯拉 2022 财务表现

- 收入为 814.6 亿美元，同比增长 51%。其中，汽车销售收入 689.9 亿美元，同比增长 51%，占主营业务收入的 84.7%；汽车租赁收入 24.8 亿美元，同比增长 51%；能源相关收入 39.1 亿美元，同比增长 40%；服务和其他业务收入 60.9 亿美元，同比增长 60%。
- 毛利率为 25.6%，同比下降 0.3 个百分点。
- 全球交付量 131.4 万台，同比增长 40%。

特斯拉 1Q23 财务表现

- 收入为 233.3 亿美元，同比增长 24%，环比下降 4%，与市场一致预测持平。
- 毛利率录得 19.3%，同比下降 9.8 个百分点，环比下降 4.4 个百分点，低于市场一致预测，亦是过去两年以来的最低季度毛利率水平。

管理层表示，汽车毛利率的连续下滑主要受到一些为改善车辆定价而采取的额外动作和一次性项目的影响，包括：**1)** 一季度下旬的降价动作；**2)** 对老款 Model S/X 保修的调整；**3)** 自动驾驶功能相关的递延收入增加。

- 营业利润达 26.6 亿美元，同比下降 26%，环比下降 32%；营业费用率同比下降 2.0 个百分点，环比微增 0.2 个百分点。营业利润率同比、环比分别下降 7.8 和 4.6 个百分点。
- 净利润达 25.1 亿美元，同比、环比分别下降 24% 和 32%。

特斯拉 1Q23 分业务板块

- 汽车销售收入达 194.0 亿美元，同比增长 20%，环比下降 6%；毛利率为 20.5%，同比下降 12.1 个百分点，环比下降 5.0 个百分点。
- 汽车租赁收入达 5.6 亿美元，同比下降 16%，环比下降 6%；毛利率为 41.0%，同比增长 2.0 个百分点，环比微降 0.3 个百分点。
- 能源相关收入达 15.3 亿美元，同比增长 148%，环比增长 17%；毛利率为 11.0%，相比于 1Q22 的毛利率-11.7%，同比明显改善，但是环比下降 1.1 个百分点。

- **服务和其他业务收入**达 18.4 亿美元，同比增长 44%，环比增长 8%；毛利率为 7.3%，相比于 1Q22 的毛利率-0.5%，同比改善，环比增长 1.7 个百分点。

图表 2：特斯拉 1Q23 业绩详情

美元百万	1Q23	1Q22	同比	4Q22	环比
营业收入	23,329	18,756	24%	24,318	(4%)
毛利润	4,511	5,460	(17%)	5,777	(22%)
营业利润	2,664	3,603	(26%)	3,901	(32%)
净利润	2,513	3,318	(24%)	3,687	(32%)
基本每股收益 (美元)	0.80	1.07	(25%)	1.17	(31%)

利润率	1Q23	1Q22	百分点	4Q22	百分点
毛利率	19.3%	29.1%	(9.8)	23.8%	(4.4)
营业费用率	7.9%	9.9%	(2.0)	7.7%	0.2
营业利润率	11.4%	19.2%	(7.8)	16.0%	(4.6)
净利率	10.8%	17.7%	(6.9)	15.2%	(4.4)

分业务板块

收入 美元百万	1Q23	1Q22	同比	4Q22	环比
汽车销售	19,399	16,193	20%	20,708	(6%)
汽车租赁	564	668	(16%)	599	(6%)
能源	1,529	616	148%	1,310	17%
服务和其他	1,837	1,279	44%	1,701	8%
总收入	23,329	18,756	24%	24,318	(4%)

毛利率	1Q23	1Q22	百分点	4Q22	百分点
汽车销售	20.5%	32.6%	(12.1)	25.5%	(5.0)
汽车租赁	41.0%	38.9%	2.0	41.2%	(0.3)
能源	11.0%	(11.7%)	NM	12.1%	(1.1)
服务和其他	7.3%	(0.5%)	NM	5.6%	1.7
综合毛利率	19.3%	29.1%	(9.8)	23.8%	(4.4)

汽车销售	1Q23	1Q22	同比	4Q22	环比
汽车交付量 (辆)	422,875	310,048	36%	405,278	4%
汽车平均价格 (美元)	44,642	50,037	(11%)	49,943	(11%)

资料来源：公司公告、浦银国际

● 2023 年展望

- **产量目标：**2023 年汽车产量目标为 180 万-200 万辆，订单依然超过公司产量，奥斯汀和柏林工厂的产能也在改善中。同时也要观察今年公司的发展情况。
- 管理层表示，汽车需求主要受到以下因素影响：**1)** 美联储的利率决议动态；**2)** 经济不确定下的消费者预期偏向观望。
- **战略：**特斯拉的战略偏向于用毛利率空间换取汽车销量，与“低销量+高毛利率”相比，公司更偏向于“高销量+低毛利率”的组合。
- 截至目前，锂价已显著下降，公司预期锂价变化的影响会在今年下半年有更多体现。同时，马斯克认为，锂精炼（Lithium Refining）才是电动车电池供应链的瓶颈所在，希望更多公司参与到锂精炼的业务中来。
- 公司预计电动皮卡 Cybertruck 将推迟到今年三季度末进行交付。

根据 2022 业绩及 2023 年运营展望，我们下调特斯拉 2023 年和 2024 年的收入和利润预测。

图表 3：特斯拉业绩预测：新预测 vs 前预测（2023E - 2025E）

美元百万	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
营业收入	97,501	118,120	(17%)	120,438	141,252	(15%)	139,009	-	-
毛利润	20,062	31,892	(37%)	27,322	38,079	(28%)	31,767	-	-
营业利润	12,421	18,260	(32%)	17,933	21,671	(17%)	21,469	-	-
净利润	11,493	15,698	(27%)	16,592	18,638	(11%)	19,866	-	-
基本每股收益（美元）	3.63	5.05	(28%)	5.24	6.00	(13%)	6.27	-	-
利润率			百分点			百分点			百分点
毛利率	20.6%	27.0%	(6.4)	22.7%	27.0%	(4.3)	22.9%	-	-
经营费用率	7.8%	11.5%	(3.7)	7.8%	11.6%	(3.8)	7.4%	-	-
营业利润率	12.7%	15.5%	(2.7)	14.9%	15.3%	(0.5)	15.4%	-	-
净利率	11.8%	13.3%	(1.5)	13.8%	13.2%	0.6	14.3%	-	-

E=浦银国际预测 资料来源：浦银国际

● 估值

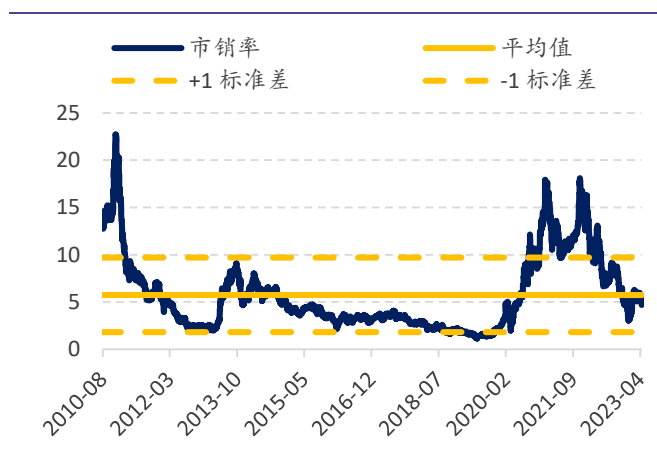
我们采用 SOTP (Sum of Total Parts, 分部加总法) 估值方法对特斯拉进行估值。我们预测特斯拉 2023 年的汽车销售和积分、汽车租赁收入分别为 795 亿美元和 27 亿美元, 分别给予 5.0x 市销率。预计 2023 年的能源相关收入为 77 亿美元, 给予 2.0x 市销率。2023 年的服务和其他收入为 76 亿美元, 给予 22.0x 市销率。综合四个业务板块, 我们得到特斯拉 2023 年目标价为 187.4 美元, 维持“持有”评级, 潜在升幅 14%。

图表 4: 特斯拉分部加总估值法: 2023 年目标价

美元百万	2023E 收入	收入增速	市销率 (x)	估值
汽车销售	79,523	15%	5.0	397,617
汽车租赁	2,673	8%	5.0	13,363
能源	7,722	98%	2.0	15,444
服务和其他	7,583	25%	22.0	166,834
合计	97,501	20%	6.1	593,258
股数 (百万)				3,166
目标价 (美元)				187.4

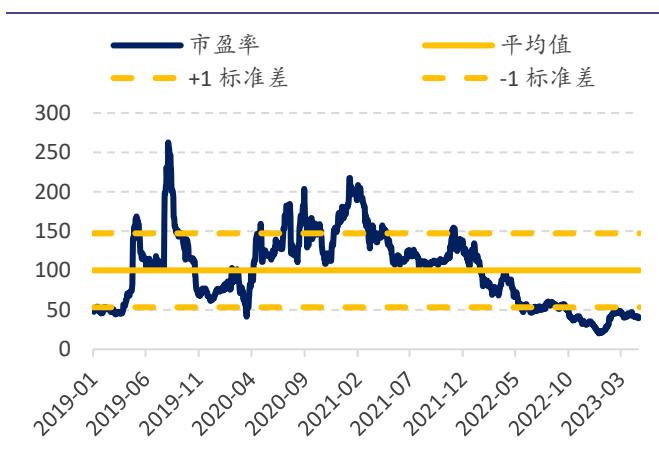
资料来源: 浦银国际预测

图表 5: 特斯拉市销率 (x) 估值



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 6: 特斯拉市盈率 (x) 估值



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: SPDBI 目标价: 特斯拉



注: 截至 2023 年 4 月 21 日收盘价 资料来源: Bloomberg、浦银国际

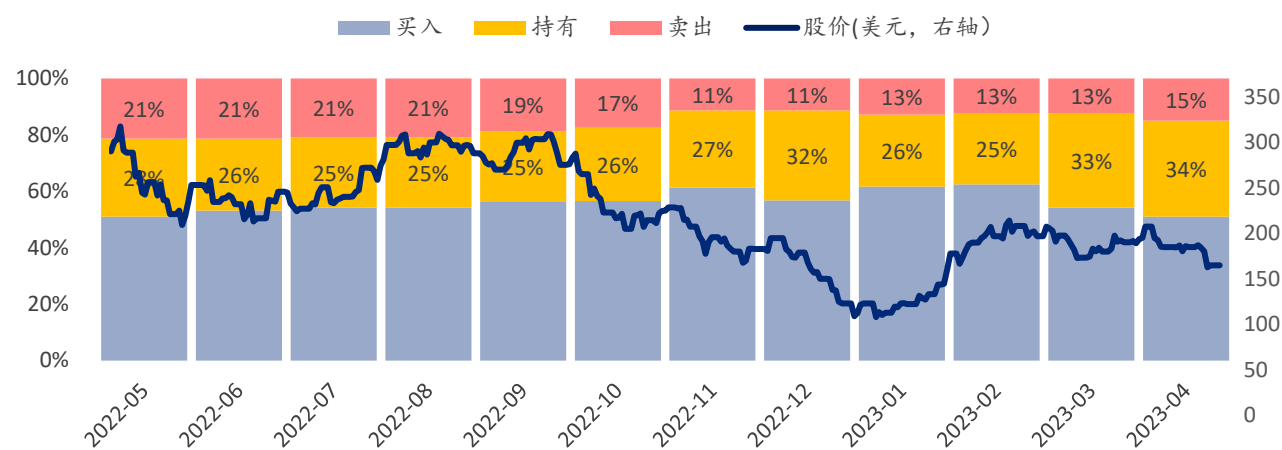
图表 8: SPDBI 科技行业覆盖公司

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	11.5	买入	15.4	2023/3/30	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	102.5	买入	107.4	2022/5/27	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	22.8	买入	19.2	2022/5/27	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	58.4	买入	79.2	2022/5/27	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	立讯精密	27.7	买入	41.3	2022/5/27	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	12.6	买入	11.0	2022/5/27	结构件、组装
2018 HK Equity	瑞声科技	16.5	买入	17.5	2022/5/27	声学、光学器件
2382 HK Equity	舜宇光学科技	87.0	买入	120.5	2023/4/12	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	3.9	买入	5.0	2023/4/14	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	95.2	买入	128.7	2023/4/20	手机 CIS、车载 CIS
NIO US Equity	蔚来	8.3	买入	25.6	2022/9/15	新能源汽车
9866 HK Equity	蔚来-SW	64.4	买入	201.0	2022/9/15	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	9.3	买入	23.0	2022/9/15	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	36.3	买入	90.2	2022/9/15	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	22.9	买入	31.6	2022/9/15	新能源汽车
2015 HK Equity	理想汽车-W	89.2	买入	124.1	2022/9/15	新能源汽车
9863 HK Equity	零跑汽车	36.4	买入	27.0	2022/11/29	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉(TESLA)	165.1	持有	187.4	2023/4/25	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	221.8	买入	328.0	2022/9/15	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	243.0	买入	360.4	2022/9/15	新能源汽车
981 HK Equity	中芯国际	23.3	买入	24.3	2022/6/17	晶圆代工
688981 CH Equity	中芯国际	62.8	买入	58.6	2022/6/17	晶圆代工
1347 HK Equity	华虹半导体	36.7	买入	34.7	2022/6/17	晶圆代工

注: 截至 2023 年 4 月 21 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 9：特斯拉市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 10：特斯拉 SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：323.4 美元（概率：20%）

- 全球新能源车行业需求增长高于预期。
- 上游原料价格下行快于预期，带动成本持续下降。
- “全自动驾驶”(FSD)功能的开发进度快于预期。
- 公司营运效率持续提升，对于疫情期间留存的战略库存的消化速度高于预期。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：99.8 美元（概率：20%）

- 全球新能源车行业需求增长低于预期。
- 市场竞争加剧，价格压力上升高于预期，导致毛利率下降。
- 上游原料价格下行低于预期，拖累公司汽车业务利润表现。

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

