



## 百威亚太 (1876.HK): 短期利润率承压, 中长期增长逻辑较弱; 维持“持有”评级

百威亚太 2Q23 业绩总体来看较让人失望。正如我们较早时候预测的, 韩国疲软的经济形势使亚太东产品组合承压、利润率提升受阻。中国在渠道放开以后虽然录得高于行业的收入增长, 但较大的市场投入抵消了渠道结构改善以及正杠杆对毛利率的帮助, 导致 EBITDA 利润率同比扩张不及预期。我们认为公司 2H23 的 EBITDA 利润率有望在继续下行的原材料价格以及较低的基数下恢复同比扩张的趋势, 但扩张幅度相较竞争对手依然较小。维持百威亚太“持有”评级。

- **中国市场收入增速较高, 但 EBITDA 利润率扩张不及预期:** 百威亚太 2Q23 在中国录得 11% 的销量增长, 高于其他主要中国啤酒玩家。这主要归功于其作为高端与超高端啤酒领军者在现饮渠道较高的销量占比。产品结构改善也帮助其在中国的单吨收入同比增长高单位数, 与我们预期一致。然而产品结构的改善与收入的正杠杆作用被较大的营销费用增长抵消, 导致 2Q23 的 EBITDA margin 仅同比小幅扩张 70-80bps (浦银国际预测), 幅度小于主要竞争对手。我们预测在较低的费用率基数下, 2H23 的 EBITDA margin 扩张空间仍有限。
- **韩国市场利润率有望边际改善, 但市场需求短期难有起色:** 公司 2Q23 在韩国的销量与单吨收入分别同比下跌低单位数与中单位数。公司对高端产品较早的涨价行为导致其 2Q23 在高端家庭渠道的市场份额有所下降。同时, 较弱的消费力令公司在消费税上升的情况下不敢上调核心产品的价格, 导致核心产品的实际单价与利润率大幅下滑。进入下半年, 原材料价格继续下行有望帮助韩国利润率环比改善。另外, 我们不排除公司在消费情绪好转的情况下将适当上调核心产品的价格来抵消消费税上升的影响。然而, 在较弱的消费力下, 公司在韩国的销售表现短期内较难出现明显转机。
- **中长期增长逻辑不如中国啤酒企业:** 相较中国啤酒企业, 百威亚太 (1) 高端与超高端产品的销量占比较高 (已达 50% 以上), 未来高端化带来的边际利润率扩张效应相对较弱, (2) 韩国市场中长期将继续拖累公司整体的业绩和估值。我们较大幅度的下调百威 2023-25 年的盈利预期。我们用 SOTP (基于 2024 年的 EBITDA 预测) 进行估值, 得到目标价 19.9 港元。维持“持有”评级。
- **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。

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	6,917	7,450	7,796
同比变动 (%)	21.5%	-4.6%	6.8%	7.7%	4.7%
归母净利润	950	913	979	1,178	1,332
同比变动 (%)	84.8%	-3.9%	7.3%	20.3%	13.1%
PE (X)	31.0	32.3	30.1	25.0	22.1
ROE (%)	8.7%	8.3%	8.8%	10.0%	10.4%

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

消费助理分析师

serena\_sang@spdbi.com

(852) 2808 6439

2023 年 8 月 3 日

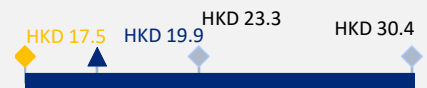
### 评级

**持有**

目标价 (港元)	19.9
潜在升幅/降幅	+13.7%
目前股价 (港元)	17.5
52 周内股价区间 (港元)	15.9-27.4
总市值 (百万港元)	231,759
近 3 月日均成交额 (百万港元)	172.4

注: 截至 2023 年 8 月 3 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

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>6,917</b>	<b>7,450</b>	<b>7,796</b>
同比	21.5%	-4.6%	6.8%	7.7%	4.7%
销售成本	-3,131	-3,238	-3,427	-3,578	-3,664
<b>毛利</b>	<b>3,657</b>	<b>3,240</b>	<b>3,490</b>	<b>3,871</b>	<b>4,132</b>
毛利率	53.9%	50.0%	50.5%	52.0%	53.0%
销售费用	-1,931	-1,678	-1,741	-1,835	-1,896
管理费用	-449	-442	-460	-492	-507
其他经营收入及收益(损失)	150	141	125	134	140
<b>经营溢利</b>	<b>1,427</b>	<b>1,261</b>	<b>1,414</b>	<b>1,679</b>	<b>1,869</b>
经营利润率	21.0%	19.5%	20.4%	22.5%	24.0%
净融资成本	-6	0	2	24	52
<b>税前溢利</b>	<b>1,413</b>	<b>1,283</b>	<b>1,446</b>	<b>1,731</b>	<b>1,951</b>
所得税开支	-432	-334	-434	-519	-585
所得税率	30.6%	26.0%	30.0%	30.0%	30.0%
<b>净利润</b>	<b>981</b>	<b>949</b>	<b>1,012</b>	<b>1,212</b>	<b>1,366</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>979</b>	<b>1,178</b>	<b>1,332</b>
归母净利润率	14%	14%	14%	16%	17%
同比	84.8%	-3.9%	7.3%	20.3%	13.1%

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	2,955	2,689	2,404
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	1,559	1,516	1,472
其他	775	753	787	815	845
<b>非流动资产</b>	<b>13,464</b>	<b>12,390</b>	<b>12,156</b>	<b>11,874</b>	<b>11,575</b>
存货	473	488	498	510	522
应收贸易款项	400	561	455	449	427
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	3,038	4,384	5,823
其他	78	32	30	30	30
<b>流动资产</b>	<b>3,161</b>	<b>3,606</b>	<b>4,087</b>	<b>5,439</b>	<b>6,869</b>
应付贸易款项	2,082	2,629	2,347	2,451	2,510
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	1495	1405	1400	1400	1400
其他	208	160	174	174	174
<b>流动负债</b>	<b>4,691</b>	<b>4,415</b>	<b>4,135</b>	<b>4,239</b>	<b>4,298</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
递延项目负债	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	4,802	5,735	6,772
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>11,346</b>	<b>12,313</b>	<b>13,384</b>

E=浦银国际预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

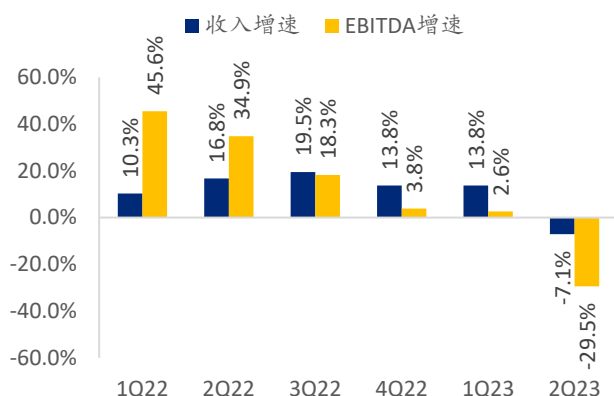
现金流量表

(百万美元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	981	949	1,012	1,212	1,366
折旧与摊销	725	688	651	670	689
融资开支净额	6	0	-2	-24	-52
所得税开支	432	334	434	519	585
其他	-25	-45	-32	-28	-30
未计营运资金变动前之经营溢利	2,119	1,926	2,064	2,349	2,558
存货减少/(增加)	-53	-75	-10	-12	-12
应收贸易款项(增加)/减少	-55	-44	109	6	22
应付贸易款项(减少)/增加	283	191	-287	104	59
拨备及退休金减少	-34	-28	23	0	0
已收/(已付)利息	-13	-19	-53	-50	-50
已收股息	12	11	0	0	0
已付所得税	-395	-419	-418	-519	-585
<b>经营活动所得(所用)现金净额</b>	<b>1,903</b>	<b>1,577</b>	<b>1,483</b>	<b>1,951</b>	<b>2,094</b>
出售/(收购)物业、厂房及设备	-571	-426	-380	-360	-360
收购附属公司及其他投资	-131	10	0	0	0
百威集团现金池存款所得款项	-29	-24	0	0	0
<b>投资活动所用现金净额</b>	<b>-731</b>	<b>-440</b>	<b>-380</b>	<b>-360</b>	<b>-360</b>
百威集团实收资本还款/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)	-7	-27	0	0	0
借款所得款项	0	19	0	0	0
偿还借债	-24	0	-24	0	0
已付股息	-394	-432	-500	-245	-294
其他	-39	-60	0	0	0
<b>融资活动(所用)所得现金净额</b>	<b>-464</b>	<b>-500</b>	<b>-524</b>	<b>-245</b>	<b>-294</b>
现金及现金等价物变动	743	451	580	1,346	1,439
于年初的现金及现金等价物	1,280	2,023	2,458	3,038	4,384
现金及现金等价物汇兑差额	35	-186	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	<b>2,023</b>	<b>2,458</b>	<b>3,038</b>	<b>4,384</b>	<b>5,823</b>

财务和估值比率

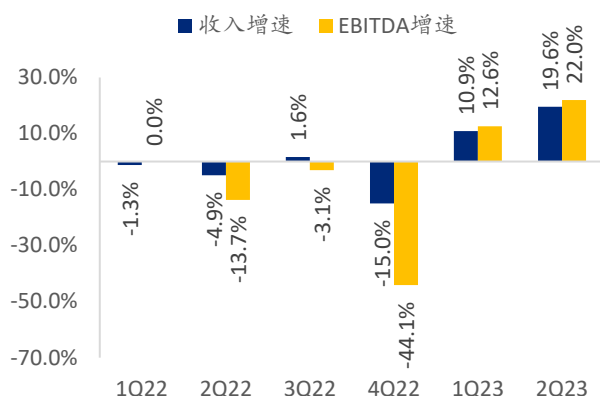
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>每股数据(美元)</b>					
摊薄每股收益	0.07	0.07	0.07	0.09	0.10
每股销售额	0.51	0.49	0.52	0.56	0.59
每股股息	0.03	0.04	0.02	0.02	0.03
<b>同比变动</b>					
收入	21%	-5%	7%	8%	5%
经营溢利	52%	-12%	12%	19%	11%
归母净利润	85%	-4%	7%	20%	13%
摊薄每股收益	85%	-4%	7%	20%	13%
<b>费用与利润率</b>					
毛利率	54%	50%	50%	52%	53%
经营利润率	21%	19%	20%	23%	24%
归母净利率	14%	14%	14%	16%	17%
<b>回报率</b>					
平均股本回报率	9%	8%	9%	10%	10%
平均资产回报率	9%	9%	9%	10%	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	1.3	1.6
速动比率(x)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
现金比率(x)	0.4	0.6	0.7	1.0	1.4
负债/权益(%)	50%	48%	43%	41%	38%
<b>估值</b>					
市盈率(x)	31.0	32.3	30.1	25.0	22.1
企业价值/EBITDA(x)	13.0	14.1	12.9	10.8	9.4
股息率	1%	2%	1%	1%	1%

图表 2: 百威亚太亚太东 1Q22-2Q23 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 1Q22-2Q23 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 1Q21-2Q23 主要项目内生同比增速

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23
<b>收入增速</b>										
集团	63.7%	4.2%	-2.2%	17.1%	1.5%	3.7%	7.2%	-4.8%	12.9%	14.9%
亚太东	-1.2%	-0.6%	-2.9%	12.2%	10.3%	16.8%	19.5%	13.8%	13.8%	-7.1%
亚太西	87.4%	5.4%	-2.0%	18.5%	-0.2%	0.8%	4.4%	-9.6%	12.7%	20.2%
中国	92.5%	4.6%	-3.7%	19.7%	-1.3%	-4.9%	1.6%	-15.0%	10.9%	19.6%
<b>销量增速</b>										
集团	64.6%	-3.9%	-6.1%	8.6%	-2.7%	-0.4%	6.3%	-2.2%	9.1%	9.5%
亚太东	-1.8%	-2.9%	-6.3%	9.0%	6.7%	7.4%	15.0%	5.3%	10.0%	-2.4%
亚太西	79.5%	-4.1%	-6.1%	8.6%	-3.8%	-1.4%	5.2%	-3.6%	9.0%	11.2%
中国	84.6%	-4.5%	-7.1%	8.5%	-4.3%	-6.5%	3.7%	-7.0%	7.4%	11.0%
<b>单价增速</b>										
集团	0.0%	8.4%	4.2%	7.8%	4.3%	4.1%	0.8%	-2.6%	3.5%	4.9%
亚太东	0.6%	2.3%	3.6%	2.9%	3.3%	8.7%	3.9%	8.1%	3.5%	-4.8%
亚太西	4.4%	9.8%	4.4%	9.2%	3.7%	2.2%	-0.8%	-6.2%	3.4%	8.0%
中国	4.3%	9.5%	3.7%	10.3%	3.2%	1.7%	-2.0%	-8.6%	3.2%	7.8%
<b>EBITDA 增速</b>										
集团	192.9%	8.0%	-3.5%	29.8%	7.6%	-5.6%	1.6%	-34.7%	10.4%	11.1%
亚太东	22.1%	-16.7%	0.0%	15.7%	45.6%	34.9%	18.3%	3.8%	2.6%	-29.5%
亚太西	336.3%	13.4%	-4.2%	34.6%	3.0%	-12.1%	-1.9%	-45.1%	11.6%	20.3%
中国	243.5%	8.4%	-6.6%	25.6%	0.0%	-13.7%	-3.1%	-44.1%	12.6%	22.0%

资料来源: 公司数据、浦银国际

图表 5: 百威亚太 2023 年上半年同比经营情况 (同比增速为报表口径)

百万美元	1Q22	1Q23	YOY	2Q22	2Q23	YOY	1H22	1H23	YOY
收入	1,632	1,702	4%	1,821	1,964	8%	3,453	3,666	6%
销量 (百万升)	2,023	2,208	9%	2,500	2,738	10%	4,523	4,946	9%
单价(美元/升)	0.8	0.8	-4%	0.7	0.7	-2%	0.8	0.7	-3%
销售成本	-799	-848	6%	-902	-951	5%	-1701	-1799	6%
毛利润	833	854	3%	919	1,013	10%	1,752	1,867	7%
毛利率	51.0%	50.2%		50.5%	51.6%		50.7%	50.9%	
营业费用	-479	-466	-3%	-549	-602	10%	-1,028	-1,068	4%
营业费用率	29.4%	27.4%		30.1%	30.7%		29.8%	29.1%	
其他经营收益	40	30	-25%	27	21	-22%	67	51	-24%
常态 EBITDA	570	580	2%	569	593	4%	1,139	1,173	3%
EBITDA 利润率	34.9%	34.1%		31.2%	30.2%		33.0%	32.0%	
经营利润	394	418	6%	397	432	9%	791	850	0
经营利润率	24.1%	24.6%		21.8%	22.0%		22.9%	23.2%	
所得税	-3	-4	33%	-2	-1	-50%	-5	-5	0%
净利润	1	2	100%	8	0	-100%	8	2	-75%
净利润率	1	4	300%	11	12	9%	12	16	33%
少数股东权益	-85	-115	35%	-81	-158	95%	-166	-273	64%
归母净利润	308	305	-1%	333	285	-14%	640	590	-8%
归母净利润率	18.9%	17.9%		18.3%	14.5%		18.5%	16.1%	
核心归母净利润									
核心归母净利润率	6	8	33%	9	7	-22%	15	15	0%

资料来源: 公司数据, 浦银国际

## ● 估值、评级与目标价

相较中国啤酒企业，百威亚太（1）高端与超高端产品的销量占比较高（50%以上），未来高端化带来的边际利润率扩张效应相对较弱，（2）韩国市场中长期将继续拖累公司整体的业绩和估值。我们较大幅度的下调百威亚太2023-2025E 收入 -5%/4.9%/-4.8%，并同时下调归母净利润预测 13.9%/11.1%/9.9%。

我们用 SOTP（基于 2024 年的 EBITDA 预测）进行估值，得到目标价 19.9 港元。我们认为百威亚太目前的估值相较同业并不具备吸引力，维持“持有”评级。

**图表 6：百威亚太 SOTP 估值表（基于 2024 年的盈利预测）**

（百万美元）	2024E EBITDA	目标 EV/EBITDA (x)	企业价值	股权价值	目标价
亚太东	344	7.0	2,410	-	-
亚太西	2,004	13.5	27,060	-	-
<b>合计</b>	<b>2,349</b>	<b>12.5</b>	<b>29,470</b>	<b>33,517</b>	<b>19.9</b>

E=浦银国际预测

资料来源：浦银国际预测

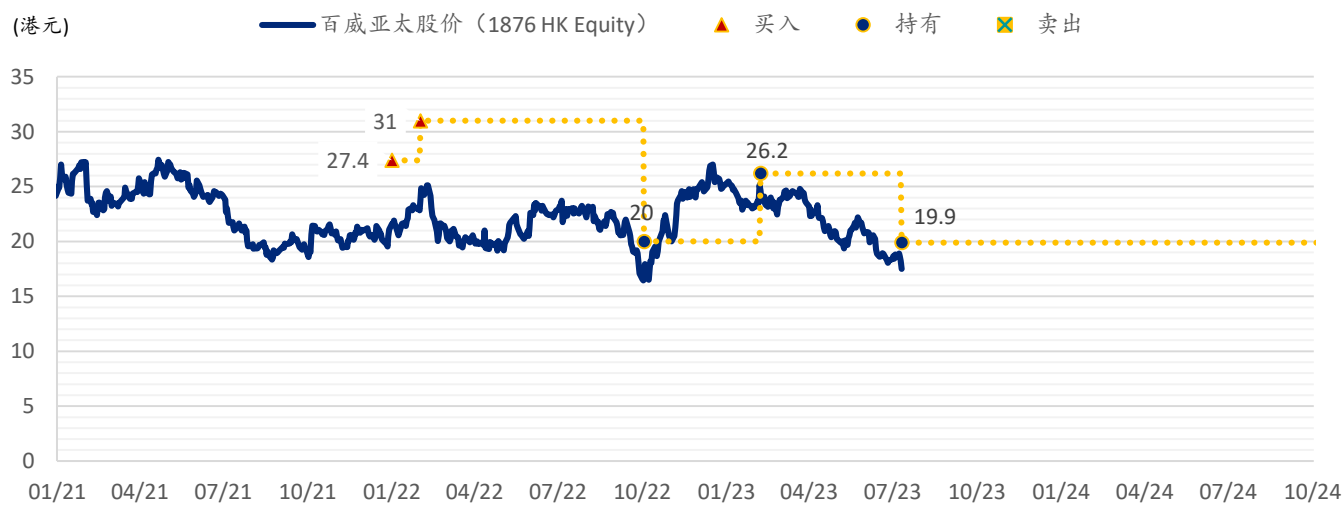
**图表 7：SPDBI 财务预测变化**

（百万美元）	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>			
旧预测	7,280	7,835	8,193
新预测	6,917	7,450	7,796
变动	-5.0%	-4.9%	-4.8%
<b>归母净利润</b>			
旧预测	1,137	1,324	1,479
新预测	979	1,178	1,332
变动	-13.9%	-11.1%	-9.9%

E=浦银国际预测

资料来源：浦银国际预测

图表 8: SPDBI 目标价: 百威亚太



注: 截至 2023 年 8 月 3 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、浦银国际

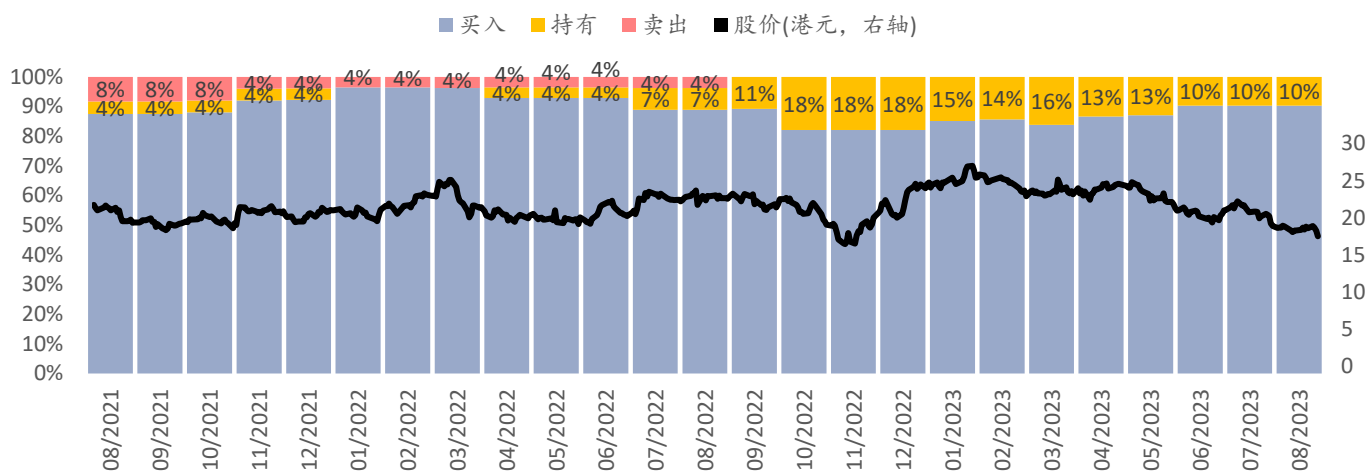
图表 9: SPDBI 消费行业覆盖公司

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	43.9	买入	51.9	2023年7月5日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	86.9	买入	95.0	2023年4月13日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.7	买入	1.2	2023年5月12日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	7.2	买入	8.4	2023年7月3日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	5.2	买入	10.0	2023年4月3日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	55.4	买入	77.2	2023年8月1日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	441.0	买入	601.8	2023年8月1日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	21.6	持有	24.9	2023年7月31日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	14.0	买入	21.1	2023年7月31日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	14.3	买入	18.8	2023年7月31日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	48.1	买入	80.4	2023年3月27日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	91.3	买入	126.7	2023年5月3日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	17.5	持有	19.9	2023年8月3日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	66.4	买入	100.0	2023年4月26日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	96.5	持有	121.0	2023年4月26日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	11.2	卖出	7.6	2022年1月26日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	28.5	买入	35.4	2023年5月2日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	27.7	买入	40.2	2023年3月31日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	11.2	持有	12.6	2022年8月1日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	4.7	持有	7.6	2022年12月7日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	3.7	持有	4.3	2023年5月2日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	22.8	买入	42.8	2023年2月20日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.7	买入	3.7	2022年8月1日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.8	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 8 月 3 日收盘价。

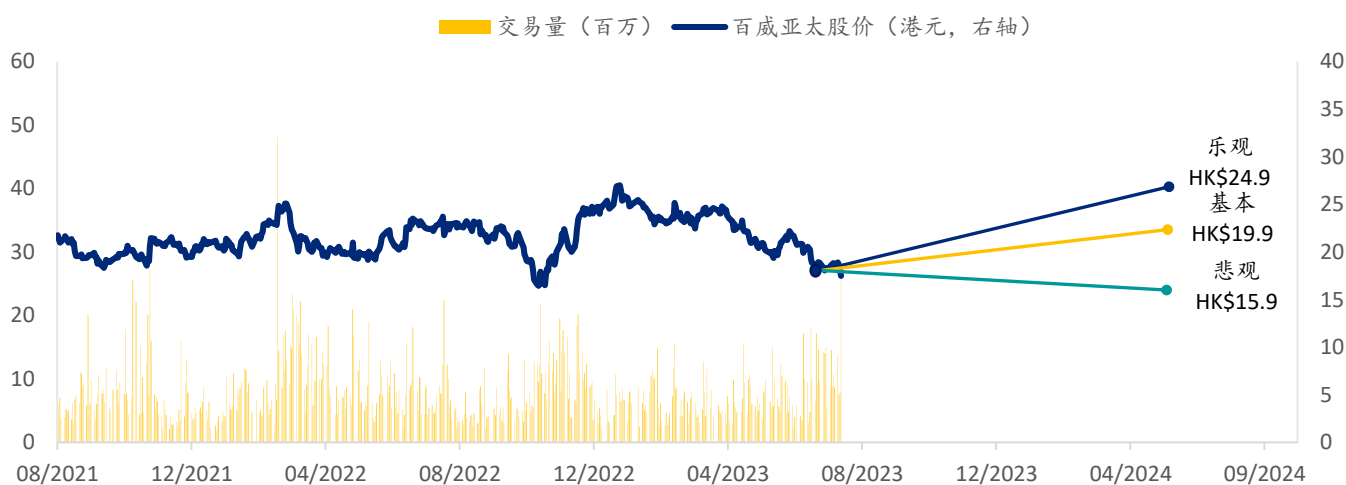
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 10: 百威亚太市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 11: 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: 24.9 港元

概率: 25%

- 中国地区高端及超高端产品增速持续, 24 年中国地区收入同比增长 20%;
- 2024 年公司毛利率水平同比提升 200bps;
- 2024 年公司整体费用率增速放缓, 经营利润率提升 250bps。

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 15.9 港元

概率: 20%

- 中国地区高端及超高端产品增速不及预期, 24 年中国地区收入同比持平;
- 2024 年公司毛利率水平同比提升 50bps;
- 2024 年公司整体费用率仍保持高位, 经营利润率提升少于 150bps。

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人士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](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼