



## 华润啤酒 (291.HK): 全年业绩确定性依然较高, 长期高端化趋势依然强劲

- 依然是 2023 年业绩确定性最强的消费品企业之一: 尽管中国整体啤酒销量 7-8 月在不利天气条件下面临较大挑战(预计华润啤酒销量同比个位数下滑), 但我们预计公司 2H23 的产品结构将在喜力与纯生等高端产品的驱动下继续优化, 推动销售单价同比提升(预计中单数)。考虑到原材料价格下行趋势以及公司持续推进产能优化与供应链数字化重塑, 管理层预测 2H23 单吨成本同比下降幅度有望大于 1H23 (同比下降 1%)。这也确保啤酒业务 2H23 毛利率将至少维持 1H23 的扩张趋势(同比+2.9ppt)。我们保守预测公司啤酒业务 2023 年核心 EBIT 同比增长 20%。白酒方面, 我们预计金沙 2023 全年收入依然有望达到人民币 25 亿元以上, 扣除收购相关的无形资产摊销以及利息费用后对集团依然有正的利润贡献。基于以上, 我们有较大信心华润能达到 2023 全年核心净利润同比增长 20% 以上的目标。
- 啤酒: 长期高端化空间依然巨大: 华润次高端及以上产品 1H23 的销量同比增长 26.4%, 高于年初 20% 以上的目标。其中, 喜力销量同比增长 60%, 高于百威亚太的增长, 意味着喜力在持续抢占中国高端啤酒的市场份额。尽管管理层出于保守的考虑依然维持全年次高端及以上产品 20% 以上销量增长的目标, 然而基于中国啤酒行业未来小瓶化、扎啤化、健康化、多元化等趋势, 管理层对中国啤酒行业持续高端化依然充满信心。管理层目标 2025 年华润次高端及以上啤酒销量达到 350 万吨、高端及以上 250 万吨(喜力与纯生各 100 万吨), 领跑中国高端啤酒市场。
- 白酒: 协同步入正轨, 未来可期: 公司 1H23 对营销体系与产品价格带重塑已初见成效, 有效降低了渠道库存水平。另外, 我们认为公司对中档白酒产品的渠道赋能有望在短期内初见成效。公司未来将继续在维护价格带的同时, 对产品与品牌进行重塑。公司对组织、人员和业务的重塑难免会为收入带来短期阵痛, 但长远来看将提升白酒业务的经营效率, 从而增厚公司整体的利润水平。
- 下调目标价, 维持“买入”: 我们用 SOTP 对华润啤酒进行估值(以 2024E 16 倍 EV/EBITDA 来估值其啤酒业务, 以 18 倍 P/E 来估值其白酒业务), 最终得到目标价 56.9 港元。我们维持华润啤酒“买入”评级。重庆啤酒 (600132.CH) 是我们 2023 年下半年啤酒行业的首选。
- 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) 市场竞争加剧; 4) 宏观经济增长不及预期。

图表 1: 盈利预测和财务指标

| 百万人民币    | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入     | 33,387 | 35,263 | 40,160 | 43,501 | 46,932 |
| 同比变动 (%) | 6.2%   | 5.6%   | 13.9%  | 8.3%   | 7.9%   |
| 核心归母净利润  | 3,583  | 4,520  | 5,551  | 7,118  | 8,598  |
| 同比变动 (%) | 34.9%  | 26.2%  | 22.8%  | 28.2%  | 20.8%  |
| PE (X)   | 36.7   | 29.1   | 24.3   | 18.4   | 15.3   |
| ROE (%)  | 15.7%  | 17.6%  | 19.4%  | 22.0%  | 23.2%  |

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

消费助理分析师

serena\_sang@spdbi.com

(852) 2808 6439

2023 年 8 月 20 日

### 评级

买入

|                  |           |
|------------------|-----------|
| 目标价(港元)          | 56.9      |
| 潜在升幅/降幅          | +23.7%    |
| 目前股价(港元)         | 46.0      |
| 52 周内股价区间(港元)    | 35.9-65.6 |
| 总市值(百万港元)        | 149,232   |
| 近 3 月日均成交额(百万港元) | 395.3     |

注: 截至 2023 年 8 月 18 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  | 40,160  | 43,501  | 46,932  |
| 同比                | 6.2%    | 5.6%    | 13.9%   | 8.3%    | 7.9%    |
| 营业成本              | -20,313 | -21,702 | -23,028 | -24,238 | -25,289 |
| 毛利润               | 13,074  | 13,561  | 17,132  | 19,263  | 21,643  |
| 毛利率               | 39.2%   | 38.5%   | 42.7%   | 44.3%   | 46.1%   |
| 销售及管理费用           | -9,975  | -9,835  | -11,558 | -11,798 | -12,585 |
| 其他经营收入及收益<br>(损失) | 1,137   | 1,561   | 1,549   | 1,650   | 1,774   |
| 政府补助              | 437     | 242     | 304     | 354     | 384     |
| 合营公司收益            | -21     | -67     | -67     | -67     | -67     |
| 核心经营利润            | 4,652   | 5,462   | 7,361   | 9,402   | 11,149  |
| 核心经营利润率           | 13.9%   | 15.5%   | 18.3%   | 21.6%   | 23.8%   |
| 同比                | 26.3%   | 24.8%   | 34.7%   | 28.0%   | 18.8%   |
| 净融资成本             | 224     | 301     | 262     | 465     | 763     |
| 减值及其他一次性支出        | -387    | -235    | -200    | 0       | 0       |
| 其他                | 1,726   | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 税前溢利              | 6,215   | 5,528   | 7,422   | 9,868   | 11,911  |
| 所得税开支             | -1,625  | -1,178  | -1,760  | -2,274  | -2,739  |
| 所得税率              | 26.1%   | 21.3%   | 23.7%   | 23.0%   | 23.0%   |
| 净利润               | 4,590   | 4,350   | 5,662   | 7,594   | 9,173   |
| 少数股东损益            | -3      | -6      | -261    | -476    | -575    |
| 归母净利润             | 4,587   | 4,344   | 5,401   | 7,118   | 8,598   |
| 归母净利润率            | 13.7%   | 12.3%   | 13.4%   | 16.4%   | 18.3%   |
| 同比                | 119.1%  | -5.3%   | 24.3%   | 31.8%   | 20.8%   |
| 核心归母净利润           | 3,583   | 4,520   | 5,551   | 7,118   | 8,598   |
| 核心归母净利润率          | 10.7%   | 12.8%   | 13.8%   | 16.4%   | 18.3%   |
| 同比                | 34.9%   | 26.2%   | 22.8%   | 28.2%   | 20.8%   |

### 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 | 11,741 | 17,445 | 24,662 |
| 已抵押银行存款   | 2      | 3      | 35     | 35     | 35     |
| 应收票据及应收账款 | 3,436  | 2,612  | 1,100  | 1,747  | 1,841  |
| 存货        | 6,458  | 7,402  | 8,833  | 11,215 | 11,618 |
| 其他流动资产    | 625    | 653    | 592    | 592    | 592    |
| 流动资产合计    | 15,897 | 20,878 | 22,301 | 31,034 | 38,748 |
| 物业、机器及设备  | 13,717 | 14,050 | 15,286 | 14,577 | 13,720 |
| 使用权资产     | 3,379  | 3,156  | 3,228  | 3,228  | 3,228  |
| 无形资产      | 255    | 203    | 9,355  | 9,355  | 9,355  |
| 商誉        | 9,250  | 9,385  | 16,742 | 16,742 | 16,742 |
| 递延所得税资产   | 3,368  | 3,266  | 3,281  | 3,281  | 3,281  |
| 其他        | 5,187  | 6,375  | 6,412  | 6,412  | 6,412  |
| 非流动资产合计   | 35,156 | 36,435 | 54,303 | 53,594 | 52,738 |
| 短期借款      | 0      | 512    | 1,688  | 1,688  | 1,688  |
| 应付票据及应付账款 | 21,007 | 23,002 | 24,605 | 27,883 | 29,007 |
| 租赁负债      | 71     | 53     | 62     | 62     | 62     |
| 应交税费      | 92     | 100    | 412    | 412    | 412    |
| 其他        | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 流动负债合计    | 21,170 | 23,667 | 26,767 | 30,045 | 31,169 |
| 长期借款      | 0      | 588    | 6,996  | 6,996  | 6,996  |
| 租赁负债      | 60     | 59     | 59     | 59     | 59     |
| 递延所得税负债   | 1,955  | 1,850  | 4,442  | 4,442  | 4,442  |
| 其他        | 3,379  | 4,072  | 4,062  | 4,062  | 4,062  |
| 非流动负债合计   | 5,394  | 6,569  | 15,559 | 15,559 | 15,559 |
| 股本        | 14,090 | 14,090 | 14,090 | 14,090 | 14,090 |
| 储备        | 10,342 | 12,949 | 16,190 | 20,461 | 25,619 |
| 非控制性权益    | 57     | 38     | 3,999  | 4,475  | 5,050  |
| 权益        | 24,489 | 27,077 | 34,279 | 39,025 | 44,759 |

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  | 7,422   | 9,868  | 11,911 |
| 折旧             | 1,641  | 1,562  | 1,764   | 1,909  | 2,057  |
| 融资开支净额         | -6     | -67    | 183     | 206    | 206    |
| 利息收入           | -243   | -380   | -505    | -671   | -968   |
| 出售物业、厂房的损失     | -1,241 | 26     | 200     | 0      | 0      |
| 未计营运资金变动前之经营溢利 | 6,366  | 6,669  | 9,065   | 11,311 | 13,206 |
| 存货减少/(增加)      | -844   | -1,203 | -1,431  | -2,382 | -403   |
| 应收贸易款项(增加)/减少  | 26     | 132    | 1,512   | -647   | -94    |
| 应付贸易款项(减少)/增加  | 722    | 2,518  | 1,603   | 3,278  | 1,123  |
| 已付所得税          | -1,275 | -1,270 | 1,129   | -2,274 | -2,739 |
| 经营活动所得(所用)现金净额 | 4,995  | 6,846  | 11,907  | 9,286  | 11,093 |
| 出售物业、机器及设备     | 226    | 591    | 0       | 0      | 0      |
| 出售业务           | 7      | 0      | 0       | 0      | 0      |
| 已收取利息          | 245    | 351    | 505     | 671    | 968    |
| 购入物业、机器及设备     | -1,471 | -1,661 | -1,200  | -1,200 | -1,200 |
| 购入业务           | -1,252 | -490   | -5,672  | 0      | 0      |
| 受限制银行存款减少/增加   | -344   | 179    | -32     | 0      | 0      |
| 其他             | -161   | -28    | -9,189  | 0      | 0      |
| 投资活动所用现金净额     | -2,750 | -1,058 | -15,588 | -529   | -232   |
| 新增/偿还借贷        | 0      | 1,100  | 7,584   | 0      | 0      |
| 已付股利           | -1,284 | -1,742 | -2,160  | -2,847 | -3,439 |
| 已付利息           | -6     | -39    | -183    | -206   | -206   |
| 其他             | -76    | -130   | -10     | 0      | 0      |
| 融资活动(所用)所得现金净额 | -1,366 | -811   | 5,230   | -3,053 | -3,645 |
| 现金及现金等价物变动     | 838    | 4,832  | 1,533   | 5,705  | 7,217  |
| 于年初的现金及现金等价物   | 4,538  | 5,376  | 10,208  | 11,741 | 17,445 |
| 现金及现金等价物汇兑差额   | -41    | -145   | -16     | 0      | 0      |
| 于年末的现金及现金等价物   | 5,376  | 10,208 | 11,741  | 17,445 | 24,662 |

### 财务和估值比率

|                  | 2021A  | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| <b>每股数据(人民币)</b> |        |       |       |       |       |
| 摊薄每股收益           | 1.10   | 1.39  | 1.66  | 2.19  | 2.65  |
| 每股销售额            | 10.29  | 10.87 | 12.38 | 13.41 | 14.47 |
| 每股股息             | 0.57   | 0.54  | 0.67  | 0.88  | 1.06  |
| <b>同比变动</b>      |        |       |       |       |       |
| 收入               | 6.2%   | 5.6%  | 13.9% | 8.3%  | 7.9%  |
| 经营溢利             | 8.3%   | 3.7%  | 26.3% | 12.4% | 12.4% |
| 归母净利润            | 119.1% | -5.3% | 24.3% | 31.8% | 20.8% |
| <b>费用与利润率</b>    |        |       |       |       |       |
| 毛利率              | 39.2%  | 38.5% | 42.7% | 44.3% | 46.1% |
| 经营利润率            | 13.9%  | 15.5% | 18.3% | 21.6% | 23.8% |
| 归母净利润率           | 13.7%  | 12.3% | 13.4% | 16.4% | 18.3% |
| <b>回报率</b>       |        |       |       |       |       |
| 平均股本回报率          | 15.7%  | 17.6% | 19.4% | 22.0% | 23.2% |
| 平均资产回报率          | 7.6%   | 8.3%  | 8.3%  | 8.8%  | 9.8%  |
| <b>资产效率</b>      |        |       |       |       |       |
| 应收账款周转天数         | 31.8   | 31.3  | 10.0  | 10.0  | 10.0  |
| 库存周转天数           | 112.1  | 116.6 | 140.0 | 140.0 | 140.0 |
| 应付账款周转天数         | 362.4  | 370.1 | 390.0 | 390.0 | 390.0 |
| <b>财务杠杆</b>      |        |       |       |       |       |
| 流动比率(x)          | 0.8    | 0.9   | 0.8   | 1.0   | 1.2   |
| 速动比率(x)          | 0.5    | 0.4   | 0.4   | 0.4   | 0.4   |
| 现金比率(x)          | 0.3    | 0.4   | 0.4   | 0.6   | 0.8   |
| 负债/权益            | 1.1    | 1.1   | 1.2   | 1.2   | 1.0   |
| <b>估值</b>        |        |       |       |       |       |
| 市盈率(x)           | 36.7   | 29.1  | 24.3  | 18.4  | 15.3  |
| 企业价值/EBITDA(x)   | 21.4   | 17.8  | 14.9  | 11.5  | 9.3   |
| 股息率              | 1.4%   | 1.3%  | 1.6%  | 2.2%  | 2.6%  |

图表 2：华润啤酒公司啤酒业务 2022-2023 年上半年财务表现及预测

| 百万人民币       | 1H22    | 1H23    | YoY   | 2H22   | 2H23E  | YoY   | 2022A   | 2023E   | YoY   |
|-------------|---------|---------|-------|--------|--------|-------|---------|---------|-------|
| 营业收入        | 21,013  | 22,894  | 9.0%  | 14,250 | 14,644 | 2.8%  | 35,263  | 37,538  | 6.5%  |
| 销量 (万吨)     | 630     | 657     | 4.4%  | 480    | 474    | -1.2% | 1,110   | 1,131   | 2.0%  |
| -次高端销量      | 114     | 144     | 26.4% | 96     | 114    | 19.2% | 210     | 259     | 23.1% |
| 平均销售价格(元/吨) | 3,338   | 3,484   | 4.4%  | 2,968  | 3,089  | 4.1%  | 3,178   | 3,318   | 4.4%  |
| 营业成本        | -12,135 | -12,543 | 3.4%  | -9,567 | -9,567 | 0.0%  | -21,702 | -22,110 | 1.9%  |
| 毛利润         | 8,878   | 10,351  | 16.6% | 4,683  | 5,077  | 8.4%  | 13,561  | 15,428  | 13.8% |
| 毛利率         | 42.3%   | 45.2%   |       | 32.9%  | 34.7%  |       | 38.5%   | 41.1%   |       |
| 核心经营利润      | 5,169   | 6,296   | 21.8% | 293    | 274    | -6.4% | 5,462   | 6,570   | 20.3% |
| 核心经营利润率     | 24.6%   | 27.5%   |       | 2.1%   | 1.9%   |       | 15.5%   | 17.5%   |       |

注：E=浦银国际预测

资料来源：公司数据、浦银国际

图表 3：华润啤酒：啤酒业务及白酒业务三年计划

| 啤酒业务              | 白酒业务                                      |
|-------------------|---|
| 次高端以上销量达到 350 万吨  | 收入达到 100 亿元                               |
| 高端以上销量达到 250 万吨   | 利润达到 20 亿-30 亿元                           |
| 喜力及纯生销量各达到 100 万吨 | 2023 年完成品牌重塑、组织架构调整<br>(在管理、人才、营销、渠道方面协同) |
| 做到次高端以上行业第一       | 建立大客户平台                                   |

资料来源：公司数据、浦银国际

## ● 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。

我们用分类加总估值法（SOTP）对华润啤酒进行估值。我们以 16 倍 2024E EV/EBITDA 来计算啤酒业务的估值，以 18 倍 2024E P/E 来计算白酒业务的估值，最终得到目标价 56.9 港元。我们维持华润啤酒（291.HK）“买入”评级。

图表 4：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 | 16 倍 2024 年 EV/EBITDA | 162,112   | 54.3    |
| 白酒 | 18 倍 2024 年 P/E       | 7,847     | 2.6     |
| 总和 | SOTP                  | 169,959   | 56.9    |

资料来源：浦银国际

图表 5：SPDBI 财务预测变化：华润啤酒（291.HK）

| （百万人民币）     | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-------------|--------|--------|--------|
| <b>营业收入</b> |        |        |        |
| 旧预测         | 41,697 | 44,946 | 48,289 |
| 新预测         | 40,160 | 43,501 | 46,932 |
| 变动          | -3.7%  | -3.2%  | -2.8%  |
| <b>净利润</b>  |        |        |        |
| 旧预测         | 5,523  | 6,868  | 8,186  |
| 新预测         | 5,551  | 7,118  | 8,598  |
| 变动          | 0.5%   | 3.6%   | 5.0%   |

注：E=浦银国际预测

资料来源：浦银国际预测

图表 6：SPDBI 目标价：华润啤酒（291.HK）



注：截至 2023 年 8 月 18 日收盘价；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

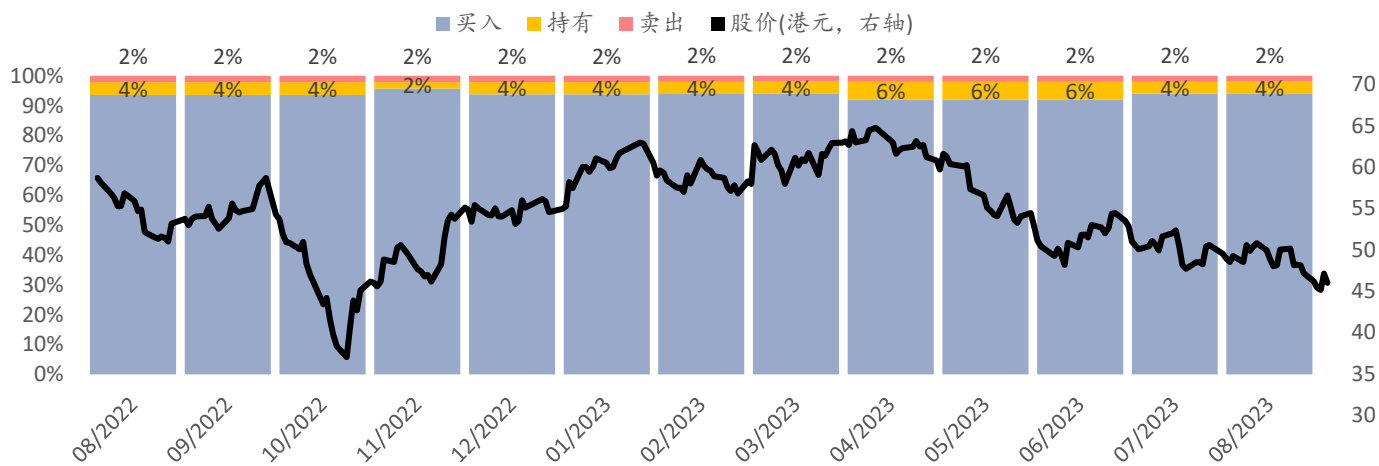
图表 7: SPDBI 消费行业覆盖公司

| 股票代码             | 公司   | 现价(LC) | 评级 | 目标价(LC) | 评级及目标价<br>发布日期 | 行业     |
|------------------|------|--------|----|---------|----------------|--------|
| 2331.HK Equity   | 李宁   | 39.1   | 买入 | 52.8    | 2023年8月11日     | 运动服饰品牌 |
| 2020.HK Equity   | 安踏体育 | 79.2   | 买入 | 95.0    | 2023年7月7日      | 运动服饰品牌 |
| 3813.HK Equity   | 宝胜国际 | 0.7    | 买入 | 0.8     | 2023年8月14日     | 运动服饰零售 |
| 6110.HK Equity   | 滔搏   | 6.7    | 买入 | 8.4     | 2023年7月3日      | 运动服饰零售 |
| 2150.HK Equity   | 奈雪的茶 | 4.6    | 买入 | 10.0    | 2023年4月3日      | 零售餐饮   |
| YUMC.US Equity   | 百胜中国 | 54.4   | 买入 | 77.2    | 2023年8月1日      | 零售餐饮   |
| 9987.HK Equity   | 百胜中国 | 416.6  | 买入 | 601.8   | 2023年8月1日      | 零售餐饮   |
| 6862.HK Equity   | 海底捞  | 21.7   | 持有 | 24.9    | 2023年7月31日     | 零售餐饮   |
| 9658.HK Equity   | 特海国际 | 12.6   | 买入 | 21.1    | 2023年7月31日     | 零售餐饮   |
| 9922.HK Equity   | 九毛九  | 13.5   | 买入 | 18.8    | 2023年7月31日     | 零售餐饮   |
| 291.HK Equity    | 华润啤酒 | 46.0   | 买入 | 56.9    | 2023年8月20日     | 啤酒     |
| 600132.CH Equity | 重庆啤酒 | 92.3   | 买入 | 115.9   | 2023年8月17日     | 啤酒     |
| 1876.HK Equity   | 百威亚太 | 17.1   | 持有 | 19.9    | 2023年8月3日      | 啤酒     |
| 0168.HK Equity   | 青岛啤酒 | 66.2   | 买入 | 100.0   | 2023年4月26日     | 啤酒     |
| 600600.CH Equity | 青岛啤酒 | 94.3   | 持有 | 121.0   | 2023年4月26日     | 啤酒     |
| 000729.CH Equity | 燕京啤酒 | 10.6   | 卖出 | 7.6     | 2022年1月26日     | 啤酒     |
| 600887.CH Equity | 伊利股份 | 27.0   | 买入 | 35.4    | 2023年5月2日      | 乳制品    |
| 2319.HK Equity   | 蒙牛乳业 | 25.3   | 买入 | 40.2    | 2023年3月31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 | 4.4    | 持有 | 7.6     | 2022年12月7日     | 乳制品    |
| 1717.HK Equity   | 澳优   | 3.4    | 持有 | 4.3     | 2023年5月2日      | 乳制品    |
| 600882.CH Equity | 妙可蓝多 | 20.6   | 买入 | 42.8    | 2023年2月20日     | 乳制品    |
| 9858.HK Equity   | 优然牧业 | 1.5    | 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 18 日收盘价。

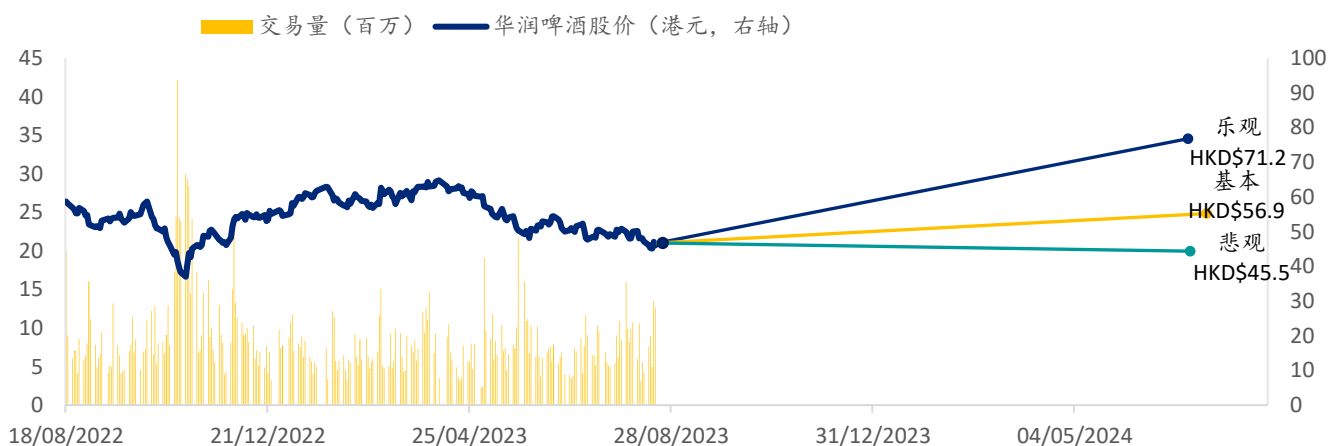
# SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 8: 华润啤酒 (291.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 9: 华润啤酒 (291.HK) 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: 71.2 港元

概率: 25%

- 次高端产品 2024 年销量增长超 30%;
- 公司 2024 年毛利率水平同比提升 200bps;
- 2024 年公司经营利润率提升至 22%;

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 45.5 港元

概率: 20%

- 次高端产品 2024 年销量增长低于 20%;
- 公司 2024 年毛利率水平同比提升 100bps;
- 2024 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

周文頌

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