



传音控股 (688036.CH): 库存出清, 补库存拉动手机出货量, ChatGPT 等 AI 战略关注度大幅提升

重申传音控股的“买入”评级, 上调目标价至人民币 130.8 元, 潜在升幅 20%。

- 重申传音控股“买入”评级:** 传音 1Q23 业绩筑底。其中, 毛利率改善明显, 且在今年未来三个季度还有提升空间。而且, 公司看到 3 月份手机出货量较 1 月、2 月提升显著。同时, 公司手机库存处于健康且历史低位, 在今年二、三季度进入补库存阶段。因此, 我们对于公司今年受益于电子行业 Beta 上行的机会表示乐观。而市场对于传音的 ChatGPT 等战略方向的关注也有望推动估值上行。
- 1Q23 业绩筑底:** 1Q23 传音净利润同比下滑 34%, 但环比已有 132% 的大幅提升。受清库存影响, 公司一季度收入虽然同比和环比都有下降, 但是公司一季度的毛利率已经达到 23.4%, 同比增加 1.9 个百分点, 环比增加 1.5 个百分点。公司预期在汇率等外部环境稳定的情况, 上游成本下降有机会带来毛利率提升的空间。因此, 我们预期 1Q23 业绩将为传音业绩筑底。
- 投资人对于公司 ChatGPT 等 AI 战略方向关注度大幅提升:** 传音部分中高端机型中已经接入 AI 能力。公司表示, ChatGPT 的能力主要可以用于提升办公效率、游戏扩张和识别以及创作类场景应用等。而传音在非洲的小语种、本地化口音等数据以及能力的积累, 会成为公司在 AI 能力上的差异化优势。
- 估值:** 我们采用 DCF 估值方法对传音控股进行估值。我们采用 2.8% 的无风险利率, 并假设传音控股 2028 年到 2031 年的成长率为 15%, 永久增长率为 3%, WACC 是 7.9%。我们得到 130.8 人民币的目标价, 潜在升幅 20%。
- 投资风险:** 海外, 尤其是发展中地区, 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。行业竞争再次加剧, 玩家利润率承压, 复苏慢于预期。公司新业务投入增加, 拖累业绩表现。

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	49,412	46,596	47,176	52,429	55,507
总收入同比增速	31%	-6%	1%	11%	6%
毛利率	21.3%	21.3%	22.8%	22.7%	22.9%
净利润	3,909	2,484	2,175	2,540	2,936
净利润同比增速	46%	-36%	-12%	17%	16%
目标 P/E (x)	26.8	42.3	48.3	41.4	35.8

E=浦银国际预测 资料来源: 公司公告、浦银国际

沈岱

科技分析师

tony_shen@spdbi.com
(852) 2808 6435

黄佳琦

助理分析师

sia_huang@spdbi.com
(852) 2809 0355

2023 年 5 月 2 日

评级

买入

目标价 (人民币)	130.8
潜在升幅/降幅	20%
目前股价 (人民币)	109.0
52 周内股价区间 (人民币)	53.0-142.5
总市值 (百万人民币)	87,631
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	772.6

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

传音控股业绩回顾及展望	4
2022 及 1Q23 业绩回顾	4
传音控股业绩会要点	7
估值	8
SPDBI 乐观与悲观情景假设	11

图表目录

图表 1: 盈利预测和财务指标 (2021-2025E)	1
图表 2: 传音控股 1Q23 业绩详情	6
图表 3: 传音控股业绩预测: 新预测 vs 前预测 (2023E - 2025E)	7
图表 4: 传音控股 WACC 假设	8
图表 5: 传音控股自由现金流预测	8
图表 6: 传音控股 DCF 估值预测	8
图表 7: 传音控股市盈率估值	9
图表 8: SPDBI 目标价: 传音控股	9
图表 9: SPDBI 科技行业覆盖公司	10
图表 10: 传音控股市场普遍预期	11
图表 11: 传音控股 SPDBI 情景假设	11

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	49,412	46,596	47,176	52,429	55,507
销售成本	(38,889)	(36,659)	(36,420)	(40,527)	(42,805)
毛利润	10,523	9,937	10,756	11,902	12,702
经营支出	(6,051)	(6,969)	(8,340)	(9,042)	(9,364)
销售费用	(1,511)	(2,078)	(2,642)	(2,879)	(3,017)
管理费用	(3,245)	(3,622)	(4,165)	(4,492)	(4,614)
研发费用	(1,294)	(1,268)	(1,533)	(1,670)	(1,733)
经营利润	4,473	2,968	2,417	2,860	3,338
非经营收入	305	26	229	234	242
财务费用	(110)	128	117	122	130
投资收益	(119)	(85)	172	172	172
其他	534	(17)	(60)	(60)	(60)
税前利润	4,778	2,993	2,645	3,094	3,580
税务费用	(866)	(527)	(486)	(570)	(659)
税后利润含少数股东权益	3,912	2,467	2,159	2,525	2,921
少数股东权益	2	(17)	(16)	(16)	(16)
净利润	3,909	2,484	2,175	2,540	2,936
基本股数 (百万)	801	804	804	804	804
摊销股数 (百万)	801	804	804	804	804
基本每股收益 (元)	4.88	3.09	2.71	3.16	3.65
摊销每股收益 (元)	4.86	3.08	2.71	3.16	3.65

现金流量表

人民币百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	4,039	1,979	1,939	1,849	2,686
税前利润	4,778	2,993	2,645	3,094	3,580
折旧	187	224	235	421	595
摊销	40	42	42	38	35
其他营业活动现金流	6,904	2,476	(101)	(106)	(115)
营运资金变动	(6,220)	(2,351)	(513)	(1,151)	(880)
应收账款减少 (增加)	(86)	(57)	(16)	(145)	(85)
库存减少 (增加)	(2,027)	1,495	40	(682)	(378)
应付账款增加 (减少)	717	(3,230)	(453)	434	27
其他经营资金变动	(4,825)	(559)	(84)	(759)	(445)
税务费用	(1,430)	(1,430)	(486)	(570)	(659)
利息收入 (支出)	(220)	24	117	122	130
投资活动现金流	(5,840)	(2,032)	(889)	(1,032)	(1,144)
资本支出	(629)	(836)	(889)	(1,032)	(1,144)
取得或购买长期投资	-	-	-	-	-
其他投资活动现金流	(5,211)	(1,196)	-	-	-
融资活动现金流	(981)	(815)	(851)	(674)	(712)
借款	(180)	454	(66)	13	90
发行股份	-	-	-	-	-
股息	(887)	(1,235)	(785)	(687)	(803)
其他融资活动现金流	87	(34)	-	-	-
外汇损益	(209)	134	-	-	-
现金及现金等价物净流量	(2,992)	(733)	199	143	830
期初现金及现金等价物	12,372	9,380	8,646	8,846	8,989
期末现金及现金等价物	9,380	8,646	8,846	8,989	9,819

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	9,855	9,215	9,414	9,557	10,387
应收账款和应收票据	1,230	1,287	1,303	1,449	1,534
存货	7,579	6,084	6,044	6,726	7,104
其他流动资产	8,174	8,823	8,933	9,928	10,511
流动资产合计	26,838	25,410	25,695	27,659	29,535
物业、厂房及设备	786	822	1,476	2,087	2,635
无形资产	474	470	429	390	356
其他非流动资产	3,360	4,144	4,144	4,144	4,144
总资产	31,459	30,846	31,744	34,281	36,670
短期借贷	1,016	1,235	1,169	1,182	1,272
应付账款和应付票据	11,288	8,058	7,605	8,040	8,067
其他流动负债	2,003	2,093	2,119	2,355	2,493
流动负债合计	14,308	11,386	10,893	11,577	11,833
其他负债	3,091	3,596	3,596	3,596	3,596
总负债	17,399	14,982	14,489	15,173	15,429
股本	802	804	804	804	804
储备	6,087	6,471	7,861	9,714	11,848
未分配利润	7,174	8,455	8,455	8,455	8,455
少数股东权益	38	46	46	46	46
其他综合收益	(40)	88	88	88	88
股东权益总额	14,061	15,865	17,255	19,108	21,242
负债和股东权益总计	31,459	30,846	31,744	34,281	36,670

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营运指标增速					
营业收入增速	31%	-6%	1%	11%	6%
毛利润增速	8%	-6%	8%	11%	7%
营业利润增速	25%	-34%	-19%	18%	17%
净利润增速	46%	-36%	-12%	17%	16%
盈利能力					
净资产收益率 (平均)	32%	17%	13%	14%	15%
总资产报酬率	14%	8%	7%	8%	8%
投入资本回报率	35%	20%	16%	17%	18%
利润率					
毛利率	21%	21%	23%	23%	23%
营业利润率	9%	6%	5%	5%	6%
净利润率	8%	5%	5%	5%	5%
营运能力					
现金循环周期	(32)	(18)	(8)	(3)	0
应收账款周转天数	9	10	10	10	10
存货周转天数	62	68	61	58	59
应付账款周转天数	103	96	78	70	69
净债务 (净现金)	(8,839)	(7,980)	(8,245)	(8,375)	(9,115)
自由现金流	(3,579)	(1,383)	805	567	1,284

E=浦银国际预测

资料来源: 公司资料、Wind、浦银国际预测

传音控股业绩回顾及展望

● 2022 及 1Q23 业绩回顾

传音控股 2022 运营数据情况：

- **收入拆分：**手机营收 422 亿人民币，同比下降 8.6%。手机业务收入中，智能机收入 363 亿人民币，同比下降 7.6%；功能机收入 59 亿人民币，同比下降 14%。智能机营收占比从 2021 年的 85% 提升到 2022 年的 86%。
- **出货量：**智能机出货量 6,600 万台，同比下降 15%；功能机出货量 5,000 万台，同比下降 24%。
- **智能机出货量结构：**非洲占 44%；南亚占 21%；其他区域占 35%。非洲出货量同比下降；印度等南亚市场同比下降；其他市场同比有所增加。其中，其他区域占比从 2021 年的 25% 提升到 2022 年的 35%。
 - 非洲：销量同比下降 24%，收入同比下降 17%。
 - 印度：销量同比下降 27%，收入同比下降 24%。
 - 巴基斯坦：受到外汇管制，销量同比下降 50%，收入同比下降 43%。
 - 孟加拉：销量同比下降 11%，收入同比下降 8%。
 - 其他区域：销量同比增长 22%，收入同比增长 31%。
- **扩品类业务：**营收 26 亿人民币，同比增长 45%。
 - 数码配件收入 17 亿人民币，同比增长 80%。
 - 扩品类增速放缓，主要因为家电增速放缓，收入 9 亿人民币，同比增长 7%。
- **移动互联业务：**OS 收入 3 亿人民币，同比增长 47%。收入占比结构为预装占 39%；分发占 31%；广告占 15%；云服务大数据占 4%。跨平台独立 APP 情况如下：
 - 音乐 Boomplay：总激活 3.2 亿，MAU 6,800 万
 - 浏览器：总激活 5.5 亿，MAU 1.25 亿
 - 新闻聚合：总激活 2.6 亿，MAU 5,500 万
 - 社交媒体 MO：MAU 1,900 万。

传音控股 1Q23 运营数据情况:

- **收入拆分:** 手机营收 84 亿人民币, 同比下降 18%。一季度分月来看, 1-2 月比较低, 3 月环比有大幅增长。手机业务收入中, 智能机收入 69 亿人民币, 同比下降 22%; 功能机收入 15 亿人民币, 同比增长 6%。
- **出货量:** 手机出货量 3,600 万台。智能机 1,300 万台, 同比下降 20%; 功能机 2,300 万台, 同比增长 11%。
- **智能机:** 非洲、南亚和其他地区的收入占比分别为 34%、24%、41%; 出货量占比分别为 39%、22%、38%。
 - 非洲: 1-2 月延续去年年底低迷状态。销量同比下滑 30%。
 - 印度: 同比减少 6%。
 - 巴基斯坦: 受外呼问题影响, 同比减少 69%。
 - 孟加拉: 同比下降 10%。
 - 其他地方: 同比持平。
- **扩品类业务:** 营收 5.4 亿人民币, 同比增长 8%。
- **移动互联业务:** OS 收入 1.7 亿人民币, 同比增长 7%。收入占比结构为预装占 43%, 分发占 22%, 广告占 14%, 其他占 16%。跨平台独立 APP 情况如下:
 - 音乐 Boomplay: 总激活 3.4 亿, MAU 6,900 万。
 - 浏览器: 总激活 6 亿, MAU 1.25 亿。
 - 新闻聚合: 总激活 2.8 亿, MAU 5,300 万。
 - 社交媒体 MO: MAU 1,770 万。

传音控股 1Q23 财务情况

- 营业收入为 92.73 亿人民币, 同比下降 16%, 环比下降 12%。公司一季度营收表现不及市场预期。
- 毛利率为 23.4%, 同比增长 1.9 个百分点, 环比增长 1.5 个百分点, 优于市场预期。主要来自: **1)** 新品上市, 新品的产品竞争力较有优势; **2)** 成本持续下降; **3)** 汇率因素。
- 经营利润率为 5.2%, 同比下降 3.9 个百分点, 环比增长 2.2 个百分点。营业费用率为 18.2%, 同比增长 5.9 个百分点, 环比下降 0.7 个百分点。
- 净利润为 5.24 亿人民币, 同比下降 34%, 环比增长 132%, 净利润表现不及预期。

图表 2：传音控股 1Q23 业绩详情

人民币百万	1Q23	1Q22	同比	4Q22	环比
营业收入	9,273	11,055	(16%)	10,564	(12%)
毛利润	2,166	2,369	(9%)	2,309	(6%)
经营利润	482	1,010	(52%)	314	54%
净利润	524	796	(34%)	226	132%
基本每股收益 (人民币)	0.65	0.99	(34%)	0.28	132%
利润率	1Q23	1Q22	同比 百分点	4Q22	环比 百分点
毛利率	23.4%	21.4%	1.9	21.9%	1.5
费用率	18.2%	12.3%	5.9	18.9%	(0.7)
营业利润率	5.2%	9.1%	(3.9)	3.0%	2.2
净利润率	5.7%	7.2%	(1.5)	2.1%	3.5

资料来源：公司公告、浦银国际

● 传音控股业绩会要点

- **库存：**公司在 3Q22 至 1Q23 持续去库存。目前公司手机库存处于历史较低水位。未来公司手机出货量有望实现环比上升，也会推动今年二、三季度库存水位上升。但是，公司会控制库存处于健康水位约 60 天的位置。
- **ChatGPT 应用及 AI 战略方向：**
 - 未来将探索多模态能力，以实现产品开发和业务赋能，进而形成生态闭环。部分中高端产品已经接入 AI 能力，下半年会推出更多新产品。
 - 未来会有 AI、ChatGPT 的新品推出。公司会去致力于进行本地化、私有化训练以及大模型优化，构建垂直领域的的能力。
 - 差异化：在非洲地区，公司积累了大量小语种、本地化口音等相关数据，并拥有相关的技术能力。这些都将成为传音该领域的壁垒和差异化优势。

根据 2022 & 1Q23 业绩及 2023 年运营展望，我们下调传音控股 2023 年和 2024 年的收入和利润预测，主要反映手机等消费电子行业需求疲软。

图表 3：传音控股业绩预测：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	47,176	68,157	(31%)	52,429	81,541	(36%)	55,507	-	-
毛利润	10,756	14,667	(27%)	11,902	17,411	(32%)	12,702	-	-
经营利润	2,417	6,089	(60%)	2,860	7,135	(60%)	3,338	-	-
净利润	2,175	4,757	(54%)	2,540	5,594	(55%)	2,936	-	-
每股收益（人民币）	2.71	5.94	(54%)	3.16	6.99	(55%)	3.65	-	-
利润率	百分点			百分点			百分点		
毛利率	22.8%	21.5%	1.3	22.7%	21.4%	1.3	22.9%	-	-
营业费用率	17.7%	12.6%	5.1	17.2%	12.6%	4.6	16.9%	-	-
营业利润率	5.1%	8.9%	(3.8)	5.5%	8.7%	(3.3)	6.0%	-	-
净利率	4.6%	7.0%	(2.4)	4.8%	6.9%	(2.0)	5.3%	-	-

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，对传音控股进行估值。我们假设传音控股 2028 年到 2031 年的成长率为 15%，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 7.9%。其他基本假设可以参考下方两个表格。我们得到传音控股目标价 130.8 人民币，维持“买入”评级，潜在升幅 20%。

图表 4：传音控股 WACC 假设

WACC 计算			
Beta	1.29	债务成本	5.7%
无风险利率	2.8%	债务股本比	7.2%
股权风险溢价	4.2%	4.2%	12.6%
股本成本	8.2%	WACC	7.9%

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 5：传音控股自由现金流预测

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032 往后
营业收入	47,176	52,429	55,507	59,802	66,127	76,046	87,453	100,571	115,656	
营收增速	1%	11%	6%	8%	11%	15%	15%	15%	15%	
经营利润	2,417	2,860	3,338	3,889	4,712	5,894	7,477	10,811	12,317	
经营利润率	5.1%	5.5%	6.0%	6.5%	7.1%	7.8%	8.6%	10.8%	10.7%	
加：折旧及摊销	277	459	630	784	934	1,074	1,236	1,421	1,634	
EBITDA	2,693	3,320	3,968	4,673	5,646	6,968	8,713	12,232	13,951	
EBITDA 率	5.7%	6.3%	7.1%	7.8%	8.5%	9.2%	10.0%	12.2%	12.1%	
所得税率	18.4%	18.4%	18.4%	18.4%	18.4%	18.4%	18.4%	18.4%	18.4%	
资本支出	(889)	(1,032)	(1,144)	(1,290)	(1,491)	(1,616)	(1,752)	(1,899)	(2,058)	
资本支出率	1.9%	2.0%	2.1%	2.2%	2.3%	2.1%	2.0%	1.9%	1.8%	
净营运资本变动	(513)	(1,151)	(880)	(1,103)	(1,480)	(1,702)	(1,958)	(2,251)	(2,589)	
自由现金流	848	610	1,329	1,564	1,808	2,564	3,626	6,091	7,036	159,321
永续增长率										3.0%

资料来源：浦银国际预测

图表 6：传音控股 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)
7.9%	96,898	8,245	105,143	804	130.8

资料来源：浦银国际预测

图表 7: 传音控股市盈率估值



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 8: SPDBI 目标价: 传音控股



注: 截至 2023 年 4 月 28 日收盘价 资料来源: Bloomberg、浦银国际

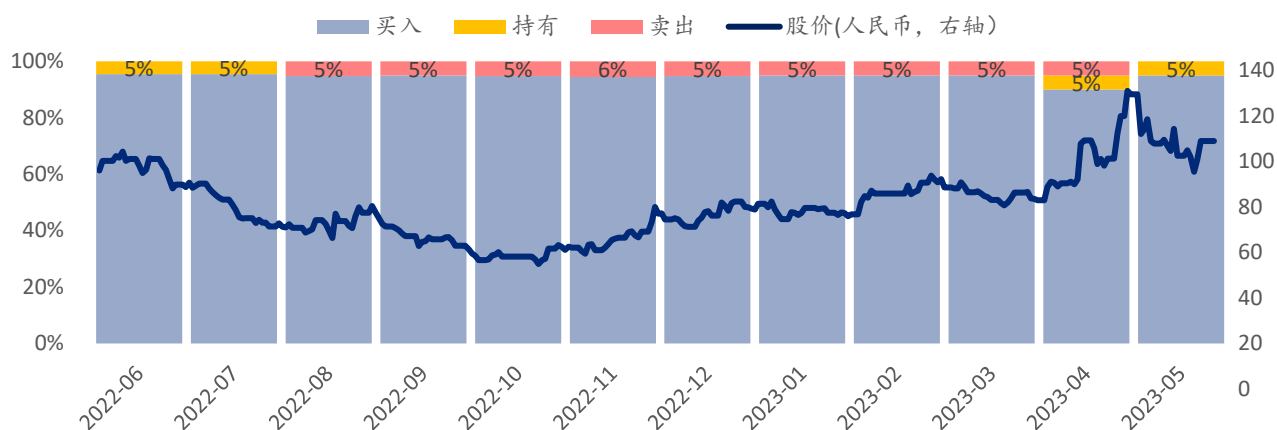
图表 9: SPDBI 科技行业覆盖公司

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	11.1	买入	15.4	2023/3/30	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	109.0	买入	130.8	2023/5/2	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	23.7	买入	28.5	2023/4/28	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	52.6	买入	79.2	2022/5/27	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	立讯精密	26.1	买入	41.3	2022/5/2	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	11.7	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	82.4	买入	120.5	2023/4/12	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	3.8	买入	5.0	2023/4/14	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	91.3	买入	128.7	2023/4/20	手机 CIS、车载 CIS
NIO US Equity	蔚来	7.8	买入	25.6	2022/9/15	新能源汽车
9866 HK Equity	蔚来-SW	62.1	买入	201.0	2022/9/15	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	9.9	买入	23.0	2022/9/15	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	37.6	买入	90.2	2022/9/15	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	23.6	买入	31.6	2022/9/15	新能源汽车
2015 HK Equity	理想汽车-W	91.5	买入	124.1	2022/9/15	新能源汽车
9863 HK Equity	零跑汽车	34.7	买入	27.0	2022/11/29	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉(TESLA)	161.8	持有	187.4	2023/4/25	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	236.0	买入	328.0	2022/9/15	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	255.9	买入	360.4	2022/9/15	新能源汽车
981 HK Equity	中芯国际	22.6	买入	24.3	2022/6/17	晶圆代工
688981 CH Equity	中芯国际	61.6	买入	58.6	2022/6/17	晶圆代工
1347 HK Equity	华虹半导体	32.1	买入	34.7	2022/6/17	晶圆代工

注: 港股、A股截至2023年4月28日收盘价; 美股为截至2023年5月1日收盘价 资料来源: Bloomberg、浦银国际

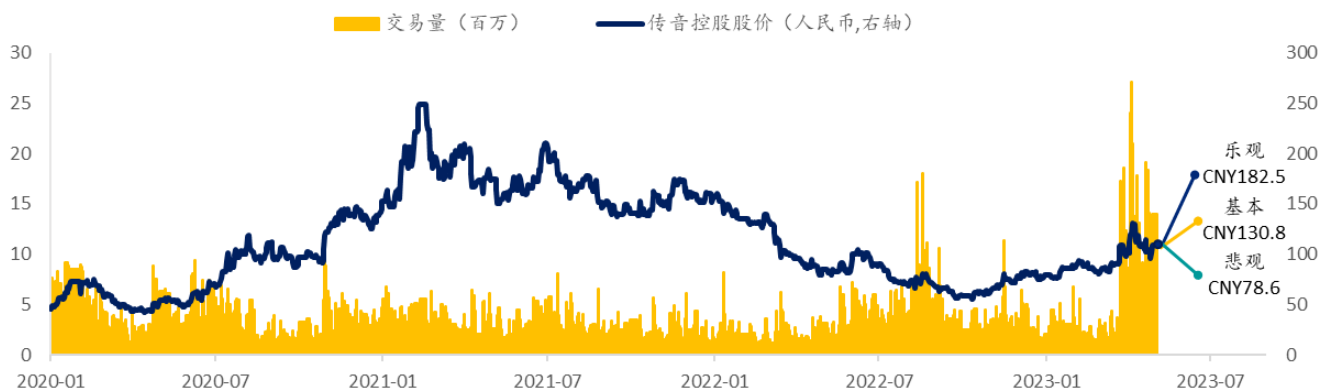
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 10: 传音控股市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 11: 传音控股 SPDBI 情景假设



乐观情景: 公司收入增长好于预期

目标价: 182.5 人民币 (概率: 15%)

- 海外, 尤其是发展中地区, 智能手机等消费电子行业产品需求复苏高于预期;
- 公司在非洲以外的部分新兴国家拓展顺利, 带动毛利率提升;
- 非洲市场功能机切换智能机速度快于预期, 推动传音手机平均单价继续上升。

悲观情景: 公司收入增长不及预期

目标价: 78.6 人民币 (概率: 15%)

- 海外, 尤其是发展中地区, 智能手机等消费电子产品需求恢复不如预期;
- 行业竞争再次加剧, 利润率承压;
- 公司新业务投入持续增加, 拖累业绩表现。

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

