

华润啤酒 (291.HK): 强大的产品矩阵与管理能力助力公司抵御周期跑赢对手

- **维持“买入”评级:** 尽管宏观消费力面临挑战, 华润啤酒 1H24 啤酒销量下滑幅度小于主要竞争对手, 高端产品依然录得大幅增长, 产品结构持续改善, 平均客单价同比提升幅度亦高于主要竞争对手。以上都体现了华润啤酒在产品与品牌组合上的优势。基于较强的现金流 (1H24 经营现金流同比大幅增长 25.6%), 公司将 1H24 派息率提升至 26% (相较 1H23 的 20%)。更重要的是, 公司在面临业绩压力的情况下, 不轻易缩减费用, 坚持对产品的市场投入、坚持长期基本面的提升、积极通过产品与渠道的调整来应对持续变化的市场趋势和需求。这些都将利好公司长期可持续的发展, 助力公司抵御周期, 业绩跑赢对手。维持“买入”。
- **行业高端化受阻, 但华润的高端化仍在继续:** 由于现饮渠道面临较大压力, 中国啤酒行业整体高端化趋势减弱。然而, 华润啤酒 1H24 的高端化趋势依然显著。在整体啤酒销量同比下滑 3.4% 的情况下, 次高端及以上产品销量同比增长个位数, 高端及以上产品销量同比增长超 10%, 其中, 喜力、老雪及红爵增长都超 20%。中端及以上产品的销量历史首次超过 50%。产品结构提升帮助 1H24 平均销售价格同比提升 2.0%, 好于大部分的中国啤酒企业。华润能够在消费力疲弱的大环境下继续推进高端化, 离不开公司强大的产品组合与持续的市场投入。
- **短期业绩依旧面临挑战:** 管理层表示公司 7 月啤酒销量不及预期, 但 8 月至今的销量态势较好。我们预计 2H24 啤酒销量依然面临挑战, 但下滑幅度有望收窄。次高端及以上产品 2H24 的销量增速有望快于 1H24, 驱动 2H24 更为显著的单价提升与毛利率扩张。在公司有节奏的市场投放下, 我们预测 2H24 啤酒业务的费用率同比将小幅下降。白酒方面, 我们保守预测 2024 全年收入同比增长超 20%, 毛利率同比大幅提升, 但金沙回沙的品牌重塑及渠道优化短期可能加大白酒市场投入, 令白酒 EBITDA 同比基本持平。整体来看, 管理层有信心保持 2024 全年利润同比正增长。
- **积极转型拥抱新的啤酒消费趋势:** 管理层认为中国啤酒高端化进入新的阶段, 消费者在更关注产品性价比和消费体验的同时, 对产品的需求变得更个性化和多元化。因此, 公司计划未来将 (1) 聚焦新产品的研发 (包括零度和轻卡产品), 进一步丰富产品矩阵, 迎合更多元化的消费需求; (2) 构建新的消费渠道与消费场景 (比如山姆店, 奥乐齐等), 满足家庭啤酒消费高端化; (3) 尝试新兴的营销模式来吸引更多高端消费者。我们相信, 凭借强大的管理能力, 华润有能力抓住新的消费机遇, 并转化为新的增长动力。
- **估值性价比比较高:** 基于公司优秀的管理能力、强大的产品组合以及大股东强大的背景与资源, 我们认为华润目前的估值 (12.3x 2025 P/E 及 7.7x 2025 EV/EBITDA) 具有很高的性价比。我们以 10x 2025 EV/EBITDA 估值啤酒业务 (与国际啤酒玩家一致), 以 10x 2025 P/E 估值白酒业务, 得到 SOTP 目标价 29.7 港元。
- **投资风险:** 1) 原材料价格涨幅高于预期; 2) 次高端价格带产品的增速慢于预期; 3) 市场竞争加剧; 4) 整体经济恶化。

林闲嘉

首席消费分析师
richard_lin@spdbi.com
(852) 2808 6433

桑若楠, CFA

消费分析师
serena_sang@spdbi.com
(852) 2808 6439

2024 年 8 月 20 日

评级

买入

目标价 (港元)	29.7
潜在升幅/降幅	+23.8%
目前股价 (港元)	24.0
52 周内股价区间 (港元)	22.9-48.2
总市值 (百万港元)	77,860
近 3 月日均成交额 (百万港元)	349.0

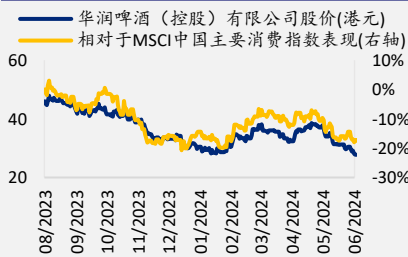
注: 截至 2024 年 8 月 19 日收盘价

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



图表 1：盈利预测和财务指标

百万人民币	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	35,263	38,932	38,960	39,557	40,497
同比变动 (%)	5.6%	10.4%	0.1%	1.5%	2.4%
核心归母净利润	4,520	5,259	5,317	5,818	6,369
同比变动 (%)	26.2%	16.3%	1.1%	9.4%	9.5%
PE (X)	15.8	13.6	13.5	12.3	11.2
ROE (%)	17.6%	18.3%	16.8%	16.9%	17.0%

E=浦银国际预测 资料来源：公司报告、浦银国际

财务报表分析与预测-华润啤酒

利润表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	35,263	38,932	38,960	39,557	40,497
同比	5.6%	10.4%	0.1%	1.5%	2.4%
营业成本	-21,702	-22,829	-22,423	-22,379	-22,477
毛利润	13,561	16,103	16,537	17,178	18,020
毛利率	38.5%	41.4%	42.4%	43.4%	44.5%
销售及管理费用	-9,835	-11,286	-11,579	-11,638	-11,782
其他经营收入及收益 (损失)	1,561	1,623	1,670	1,676	1,698
政府补助	242	667	604	604	604
合营公司收益	-67	-5	0	10	20
核心经营利润	5,462	7,102	7,232	7,831	8,561
核心经营利润率	15.5%	18.2%	18.6%	19.8%	21.1%
同比	24.8%	21.8%	2.9%	8.9%	10.0%
净融资成本	301	117	51	104	213
减值及其他一次性支出	-235	-141	-40	0	0
其他	0	0	0	0	0
税前溢利	5,528	7,078	7,242	7,935	8,774
所得税开支	-1,178	-1,864	-1,917	-1,981	-2,159
所得税率	21.3%	26.3%	26.5%	25.0%	24.6%
净利润	4,350	5,214	5,325	5,954	6,614
少数股东损益	-6	-61	-38	-136	-246
归母净利润	4,344	5,153	5,287	5,818	6,369
归母净利率	12.3%	13.2%	13.6%	14.7%	15.7%
同比	-5.3%	18.6%	2.6%	10.0%	9.5%
核心归母净利润	4,520	5,259	5,317	5,818	6,369
核心归母净利率	12.8%	13.5%	13.6%	14.7%	15.7%
同比	26.2%	16.3%	1.1%	9.4%	9.5%

资产负债表

(百万人民币)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及等价物	10,208	5,520	6,046	8,259	12,238
已抵押银行存款	3	0	0	0	0
应收票据及应收账款	2,612	1,506	1,623	1,639	1,665
存货	7,402	9,502	9,290	10,502	10,539
其他流动资产	653	613	2,050	2,050	2,050
流动资产合计	20,878	17,141	19,009	22,450	26,492
物业、机器及设备	14,050	16,294	17,201	16,683	16,149
使用权资产	3,156	3,229	3,144	3,164	3,184
无形资产	203	8,991	8,600	8,600	8,600
商誉	9,385	16,806	16,806	16,806	16,806
递延所得税资产	3,266	3,728	3,728	3,728	3,728
其他	6,375	5,335	3,634	3,634	3,634
非流动资产合计	36,435	54,383	53,113	52,615	52,101
短期借款	512	931	400	400	400
应付票据及应付账款	23,002	22,755	24,457	24,413	24,511
租赁负债	53	84	84	84	84
应交税费	100	594	412	412	412
其他	0	0	0	0	0
流动负债合计	23,667	24,364	25,353	25,309	25,407
长期借款	588	4,181	1,000	1,000	1,000
租赁负债	59	89	89	89	89
递延所得税负债	1,850	4,391	4,500	4,442	4,442
其他	4,072	4,325	4,325	4,325	4,325
非流动负债合计	6,569	12,986	9,914	9,856	9,856
股本	14,090	14,090	14,090	14,090	14,090
储备	12,949	16,205	18,849	21,758	24,942
非控制性权益	38	3,879	3,917	4,053	4,298
权益	27,077	34,174	36,855	39,901	43,331

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)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
除所得税前溢利	5,528	7,078	7,242	7,935	8,774
折旧	1,562	2,277	1,714	1,718	1,734
融资开支净额	-67	239	152	146	146
利息收入	-380	-361	-202	-250	-359
出售物业、厂房的损失	26	-296	40	0	0
未计营运资金变动前之经营溢利	6,669	8,937	8,945	9,549	10,295
存货减少／(增加)	-1,203	-224	212	-1,212	-37
应收贸易款项(增加)／减少	132	124	-117	-16	-26
应付贸易款项(减少)／增加	2,518	-3,379	1,702	-44	98
已付所得税	-1,270	-1,309	-1,990	-2,039	-2,159
经营活动所得(所用)现金净额	6,846	4,149	9,150	6,218	8,150
出售物业、机器及设备	591	157	0	0	0
出售业务	0	0	0	0	0
已收取利息	351	245	202	250	359
购入物业、机器及设备	-1,661	-2,520	-2,661	-1,200	-1,200
购入业务	-490	-9,829	0	0	0
受限制银行存款减少/增加	179	223	0	0	0
其他	-28	2,037	342	0	0
投资活动所用现金净额	-1,058	-9,687	-2,117	-950	-841
新增/偿还借贷	1,100	3,151	-3,712	0	0
已付股利	-1,742	-1,914	-2,644	-2,909	-3,184
已付利息	-39	-182	-152	-146	-146
其他	-130	-128	0	0	0
融资活动(所用)所得现金净额	-811	927	-6,507	-3,055	-3,330
现金及现金等价物变动	4,832	-4,688	526	2,213	3,979
于年初的现金及现金等价物	5,376	10,208	5,520	6,046	8,259
现金及现金等价物汇兑差额	-145	-77	0	0	0
于年末的现金及现金等价物	10,208	5,520	6,046	8,259	12,238

财务和估值比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
每股数据(人民币)					
摊薄每股收益	1.39	1.62	1.63	1.79	1.96
每股销售额	10.87	12.00	12.01	12.19	12.48
每股股息	0.54	0.94	0.81	0.90	0.98
同比变动					
收入	5.6%	10.4%	0.1%	1.5%	2.4%
经营溢利	3.7%	18.7%	2.7%	3.9%	4.9%
归母净利润	-5.3%	18.6%	2.6%	10.0%	9.5%
费用与利润率					
毛利率	38.5%	41.4%	42.4%	43.4%	44.5%
经营利润率	15.5%	18.2%	18.6%	19.8%	21.1%
归母净利率	12.3%	13.2%	13.6%	14.7%	15.7%
回报率					
平均股本回报率	17.6%	18.3%	16.8%	16.9%	17.0%
平均资产回报率	8.3%	8.2%	7.4%	7.9%	8.3%
资产效率					
应收账款周转天数	31.3	19.3	10.0	10.0	10.0
库存周转天数	116.6	135.1	120.0	140.0	140.0
应付账款周转天数	370.1	365.8	365.8	365.8	365.8
财务杠杆					
流动比率(x)	0.9	0.7	0.7	0.9	1.0
速动比率(x)	0.4	0.5	0.4	0.5	0.5
现金比率(x)	0.4	0.2	0.2	0.3	0.5
负债/权益	1.1	1.1	1.0	0.9	0.8
估值					
市盈率(x)	15.8	13.6	13.5	12.3	11.2
企业价值/EBITDA(x)	9.1	8.6	8.5	7.7	6.7
股息率	2.4%	4.2%	3.7%	4.1%	4.4%

图表 2：华润啤酒 2024 年上半年经营情况及下半年和全年预测

百万人民币	1H23	1H24	YoY	2H23	2H24E	YoY	2023A	2024E	YoY
营业收入	23,871	23,744	-0.5%	15,061	15,216	1.0%	38,932	38,960	0.1%
销量 (万吨)	657	635	-3.4%	458	446	-2.6%	1,115	1,081	-3.1%
平均销售价格(元/吨)	3,633	3,554	-2.2%	3,288	3,412	3.8%	3,491	3,604	3.2%
营业成本	-12,880	-12,605	-2.1%	-9,949	-9,818	-1.3%	-22,829	-22,423	-1.8%
毛利润	10,991	11,139	1.3%	5,112	5,398	5.6%	16,103	16,537	2.7%
GPM	46.0%	46.9%		33.9%	35.5%		41.4%	42.4%	
其他收入	584	668	14.4%	1,039	1,002	-3.5%	1,623	1,670	2.9%
销售及管理费用	-5,396	-5,659	4.9%	-5,890	-5,920	0.5%	-11,286	-11,579	2.6%
销售及管理费用率	22.6%	23.8%		39.1%	38.9%		29.0%	29.7%	
核心 EBITDA	7,296	7,297	0.0%	1,421	1,044	-26.5%	8,717	8,341	-4.3%
EBITDA 率	30.6%	30.7%		9.4%	6.9%		22.4%	21.4%	
核心经营利润	6,179	6,148	-0.5%	261	480	83.7%	6,440	6,628	2.9%
核心经营利润率	25.9%	25.9%		1.7%	3.2%		16.5%	17.0%	
附属机构收益	-3	1	n.m.	-2	-1	-50.0%	-5	0	n.m.
政府补助	163	238	46.0%	504	366	-27.4%	667	604	-9.4%
核心经营利润-公司口径	6,339	6,387	0.8%	763	845	10.7%	7,102	7,232	1.8%
财务费用	73	46	-37.0%	44	5	-89.0%	117	51	-56.5%
减值损失	-94	-19	-79.8%	-47	-21	-55.3%	-141	-40	-71.6%
营业利润	6,318	6,414	1.5%	760	828	9.0%	7,078	7,242	2.3%
所得税	-1,620	-1,681	3.8%	-244	-236	-3.1%	-1,864	-1,917	2.9%
所得税率	25.6%	26.2%		32.1%	28.5%		26.3%	26.5%	
净利润	4,698	4,733	0.7%	516	592	14.7%	5,214	5,325	2.1%
净利率	19.7%	19.9%		3.4%	3.9%		13.4%	13.7%	
少数股东损益	-49	-28	-42.9%	-12	-10	-17.9%	-61	-38	-37.9%
归母净利润	4,649	4,705	1.2%	504	582	15.5%	5,153	5,287	2.6%
归母净利率	19.5%	19.8%		3.3%	3.8%		13.2%	13.6%	

E=浦银国际预测

资料来源：公司报告、浦银国际预测

图表 3：华润啤酒 1H24 经营情况

百万人民币	公司整体			啤酒业务			白酒业务		
	1H23	1H24	YoY	1H23	1H24	YoY	1H23	1H24	YoY
营业收入	23,871	23,744	-0.5%	22,894	22,566	-1.4%	977	1,178	20.6%
销量 (万吨)				657	635	-3.4%			
平均销售价格 (元/吨)				3,484	3,554	2.0%			
营业成本	-12,880	-12,605	-2.1%	-12,543	-12,223	-2.6%	-337	-382	13.4%
毛利润	10,991	11,139	1.3%	10,351	10,343	-0.1%	640	796	24.4%
毛利率	46.0%	46.9%		45.2%	45.8%		65.5%	67.6%	
其他收入	584	668	14.4%						
经营费用	-5,396	-5,659	4.9%						
经营费用率	22.6%	23.8%							
核心经营利润	6,179	6,148	-0.5%						
核心经营利润率	25.9%	25.9%							
政府补贴	163	238	46.0%						
核心 EBIT	6,339	6,387	0.8%						
核心 EBIT 利润率	26.6%	26.9%							
EBIT-报告口径	6,245	6,368	2.0%	6,202	6,365	2.6%	71	48	-32.4%
EBIT 利润率	26.2%	26.8%		27.1%	28.2%		7.3%	4.1%	
EBITDA-报告口径	7,362	7,517	2.1%	6,973	7,140	2.4%	415	413	-0.5%
EBITDA 利润率	30.8%	31.7%		30.5%	31.6%		42.5%	35.1%	
财务费用	73	46	-37.0%						
一次性支出	-94	-19	n.m.						
营业利润	6,318	6,414	1.5%						
所得税	-1,620	-1,681	3.8%						
所得税率	25.3%	26.1%							
净利润	4,698	4,733	0.7%						
净利率	19.7%	19.9%							
少数股东损益	-49	-28	-42.9%						
归母净利润	4,649	4,705	1.2%						
归母净利率	19.5%	19.8%							

资料来源：公司报告、浦银国际

图表 4：SPDBI 财务预测变化

(百万人民币)	2024E	2025E	2026E
营业收入			
旧预测	40,796	43,241	45,791
新预测	38,960	39,557	40,497
变动	-4.5%	-8.5%	-11.6%
核心归母净利润			
旧预测	5,875	6,734	7,692
新预测	5,317	5,818	6,369
变动	-9.5%	-13.6%	-17.2%

E=浦银国际预测

资料来源：浦银国际预测

图表 5：SPDBI 目标价：华润啤酒



注：截至 2024 年 8 月 19 日收盘价；

资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 6：SPDBI 消费行业覆盖公司

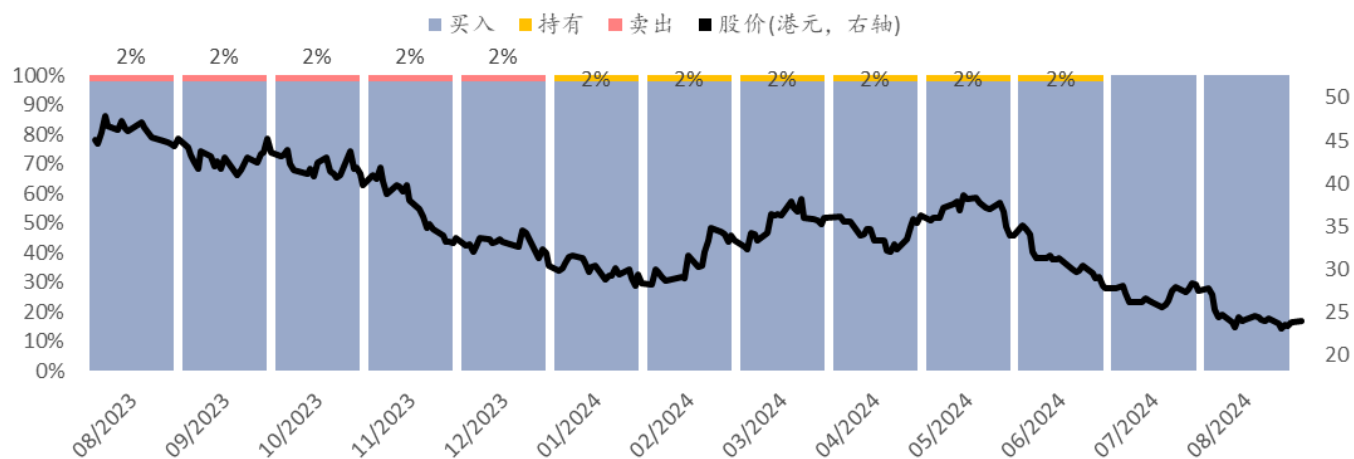
股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价 发布日期	行业
2331 HK Equity	李宁	14.1	持有	14.5	2024 年 8 月 16 日	运动服饰品牌
2020 HK Equity	安踏体育	68.0	买入	101.0	2024 年 3 月 27 日	运动服饰品牌
3813 HK Equity	宝胜国际	0.6	买入	0.73	2024 年 8 月 13 日	运动服饰零售
6110 HK Equity	滔搏	3.1	买入	3.76	2024 年 8 月 15 日	运动服饰零售
2150.HK Equity	奈雪的茶	1.5	买入	10.0	2023 年 4 月 3 日	零售餐饮
YUMC.US Equity	百胜中国	30.5	买入	38.8	2024 年 8 月 6 日	零售餐饮
9987.HK Equity	百胜中国	260.0	买入	302.5	2024 年 8 月 6 日	零售餐饮
6862.HK Equity	海底捞	12.5	持有	14.0	2024 年 5 月 16 日	零售餐饮
9658.HK Equity	特海国际	11.6	买入	20.8	2024 年 5 月 21 日	零售餐饮
HDL.US Equity	特海国际	14.8	买入	26.7	2024 年 5 月 21 日	零售餐饮
9922.HK Equity	九毛九	2.5	买入	6.8	2024 年 3 月 25 日	零售餐饮
LKNCY.US Equity	瑞幸咖啡	20.6	买入	26.3	2024 年 8 月 5 日	零售餐饮
291.HK Equity	华润啤酒	24.0	买入	29.7	2024 年 8 月 20 日	啤酒
600132.CH Equity	重庆啤酒	56.8	买入	87.3	2024 年 5 月 6 日	啤酒
1876.HK Equity	百威亚太	9.3	买入	11.2	2024 年 8 月 1 日	啤酒
0168.HK Equity	青岛啤酒	47.4	持有	65.1	2024 年 5 月 6 日	啤酒
600600.CH Equity	青岛啤酒	63.9	持有	86.2	2024 年 5 月 6 日	啤酒
000729.CH Equity	燕京啤酒	9.8	卖出	7.6	2022 年 1 月 26 日	啤酒
600887.CH Equity	伊利股份	23.9	买入	31.3	2024 年 1 月 16 日	乳制品
2319.HK Equity	蒙牛乳业	12.8	买入	21.1	2024 年 3 月 27 日	乳制品
600597.CH equity	光明乳业	8.1	持有	12.6	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6186.HK Equity	中国飞鹤	3.6	买入	4.65	2024 年 4 月 19 日	乳制品
1717.HK Equity	澳优	1.9	持有	4.3	2023 年 5 月 2 日	乳制品
600882.CH Equity	妙可蓝多	13.5	买入	19.8	2023 年 10 月 30 日	乳制品
9858.HK Equity	优然牧业	1.1	买入	3.7	2022 年 8 月 1 日	乳制品
1117.HK Equity	现代牧业	0.7	买入	1.3	2022 年 8 月 1 日	乳制品
6683.HK Equity	巨星传奇	10.6	买入	13.9	2024 年 6 月 13 日	新零售
9992.HK Equity	泡泡玛特	41.5	买入	51.3	2024 年 7 月 23 日	新零售
603605.CH Equity	珀莱雅	84.7	买入	129.1	2024 年 4 月 21 日	化妆品
2367.HK Equity	巨子生物	40.4	买入	52.0	2024 年 7 月 2 日	化妆品
688363.CH Equity	华熙生物	58.4	持有	58.5	2024 年 4 月 30 日	化妆品
300957.CH Equity	贝泰妮	42.8	持有	60.6	2024 年 4 月 29 日	化妆品
ATAT.US Equity	亚朵集团	17.3	买入	22.8	2024 年 7 月 8 日	酒店
1179.HK Equity	华住集团	22.4	买入	31.2	2024 年 7 月 8 日	酒店
HTHT.US Equity	华住集团	28.8	买入	40.5	2024 年 7 月 8 日	酒店
600754.CH Equity	锦江酒店	23.8	持有	26.8	2024 年 7 月 8 日	酒店
600258.CH Equity	首旅酒店	12.2	持有	14.0	2024 年 7 月 8 日	酒店

注：美股截至 2024 年 8 月 16 日收盘价，港股及 A 股截至 2024 年 8 月 19 日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际。

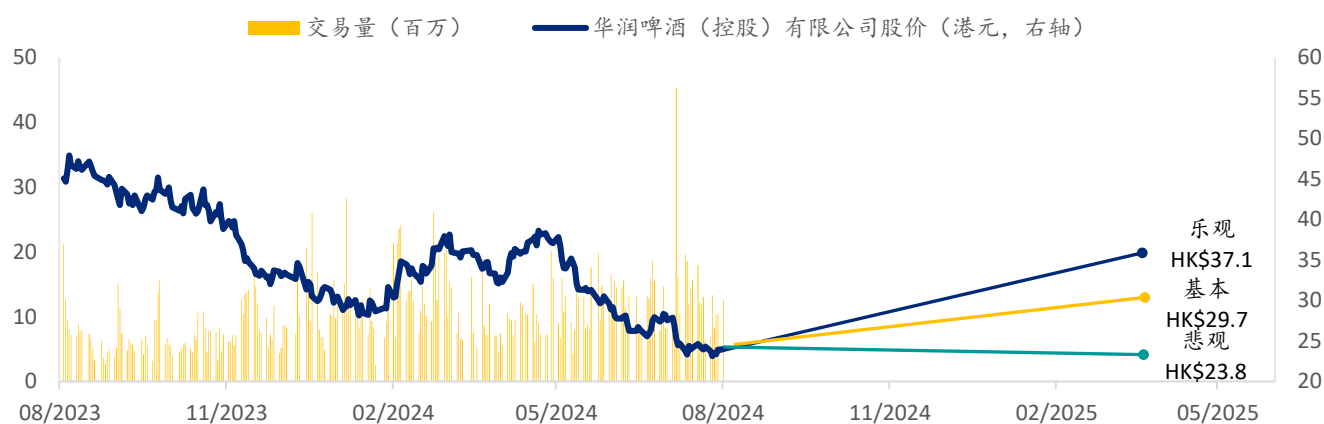
SPDBI 乐观与悲观情景假设

图表 7: 华润啤酒 (291.HK) 市场普遍预期



资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 8: 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: 37.1 港元

概率: 25%

- 次高端产品 2025 销量增长超 15%;
- 公司 2025 年毛利率水平同比提升 150bps;
- 2025 年公司核心经营利润率同比提升 170bps;

悲观情景: 公司收入和利润率增长不及预期

目标价: 23.8 港元

概率: 20%

- 次高端产品 2025 年销量增长低于 5%;
- 公司 2025 年毛利率水平同比提升 50bps;
- 2025 年公司核心经营利润率同比提升 70bps。

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关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

- 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

杨增希

essie_yang@spdbi.com
852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

王玥

emily_wang@spdbi.com
852-2808 6468

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

