

2024年9月6日

复星国际 (0656.HK)

公司动态

证券研究报告

综合

债务杠杆稳定，资产处置影响业绩

复星国际 (0656.HK) 24年上半年收入 978 亿人民币/+0.8%，归母净利润 7.2 亿/-47%，主要是由于消费环境疲软、去年一次性利润导致基数较高、以及资产的出售带来。我们下调 24/25/26 年归母净利润为 21.6/41.6/46.1 亿元，对应每 EPS 收益为 0.29/0.56/0.62 港元。考虑到当前资产价格较低，**维持“买入”评级，维持目标价 7.5 港元，较当前价格有 88% 的上涨空间。**

报告摘要

健康板块进一步聚焦创新药和高值器械。 24年上半年健康板块收入 232.6 亿，同比下降 2.4%，归母净利润 5.1 亿，同比增长 43%。主要由于复星医药于去年一季度录得新冠产品收入。若剔除此影响，复星医药收入同比增长 5.3%。2024 年上半年，复星医药共有 4 个创新药/生物类似药共 9 项适应症于境内外获批、4 个创新药/生物类似药共 9 项适应症进入上市前审批/关键临床阶段；38 个仿制药品种于境内外获批、海外获批 14 个。

快乐板块受消费环境影响承压。 24年上半年快乐板块收入 431.7 亿，同比增长 0.4%，归母净利润 1.64 亿，同比下降 78%，主要是由于资产出售的影响，以及消费环境承压。豫园股份 (600655.SH) 实现营业收入人民币 275.7 亿元，较去年同期微增，归属于豫园股东的净利润人民币 11.4 亿元，同比下滑 48.5%，主要由于处置非核心资产带来的投资收益较去年同期减少导致。舍得酒业 (600702.SH) 面对行业竞争加剧，收入和利润均有下降。复星旅文 (1992.HK) 业绩持续恢复，利润层面由于去年的一次性度假村处置收益造成的高基数而下滑，剔除一次性收益的可比净利润同比增长 20%。

保险业务稳健，资管亏损扩大。 24年上半年富足板块收入 269.5 亿，同比增长 5.9%，归母净利润 0.27 亿，同比下降 86%。其中保险板块收入 184.5 亿，同比增长 0.1%，保险的归母净利润 11.7 亿，同比增长 56%，主要是一次性资产处置带来利润提升。资管业务收入 84.9 亿，同比增长 21%，归母净利润-11.5 亿，亏损扩大 110%，主要是出售 BCP 部分股权导致分占其利润下降及一次性处置亏损所致。

智造板块收入略降。 24年上半年智造板块收入 53.3 亿，同比下降 2.4%，归母净利润 0.45 亿，同比下降 61%，主要是海南矿业收入下降，以及于翌耀科技部分项目尚未终验故未能结算相应的利润。

标普维持 BB- 评级，展望稳定，公司集团层面杠杆率保持稳定。 2024 年 6 月，标普全球维持了复星“BB-，展望稳定”的评级。公司管理层将继续坚持瘦身健体，拥轻合重的财务战略，压降债务规模，夯实资金安全垫。24 年上半年，集团层面资产退出签约约人民币 150 亿元，合并报表层面资产退出签约约人民币 220 亿元，退出的项目包括 HAL, Ageas, Guide, 长沙滨江金融中心。截至 2024 年 6 月 30 日，集团层面计息负债 838 亿元，集团杠杆率 50.2%，较 23 年底下降 0.2pct。平均债务成本 5.8%，受美元加息影响有所上升。

一次性资产处置带来的损益，以及全球宏观经济的变化，以及美元加息的影响带来公司业绩的较大波动。因此我们下调 24/25/26 年归母净利润为 21.6/41.6/46.1 亿元，对应每 EPS 收益为 0.29/0.56/0.62 港元。考虑到当前资产价格较低，**维持“买入”评级，维持目标价 7.5 港元，较当前价格有 88% 的上涨空间。**

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(人民币百万)	161,292	175,393	198,200	211,457	228,434	244,287
增长率(%)		8.74%	13.00%	6.69%	8.03%	6.94%
归母净利润(人民币百万)	10,090	539	1,379	2,158	4,159	4,611
增长率(%)		-94.66%	155.90%	56.45%	92.78%	10.85%
净利润率(%)	6.26%	0.31%	0.70%	1.02%	1.82%	1.89%
每股收益(港元)	1.35	0.07	0.19	0.29	0.56	0.62
每股净资产(港元)	17.59	16.31	16.31	16.86	17.29	17.66
市盈率	2.95	55.29	21.61	13.81	7.16	6.46
市净率	0.23	0.25	0.25	0.24	0.23	0.23
股息率	3.6%	3.2%	2.9%	1.4%	2.8%	3.1%
净资产收益率(%)	7.79%	0.43%	1.13%	1.75%	3.27%	3.54%

数据来源: Wind 资讯, 安信国际预测

投资评级:

买入

目标价格:

7.5 港元

现价(2024-9-6):

4.0 港元

总市值(百万港元)	32,770.12
流通市值(百万港元)	32,770.12
总股本(百万股)	8,192.53
流通股本(百万股)	8,192.53
12个月低/高(港元)	3.8/5.2
平均成交(百万港元)	8.76

股东结构 (截至 2023-12-31)

复星控股	73.4%
其他股东	26.6%
总计	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-4.28	-10.58	-11.71
绝对收益	0.50	-15.60	-17.16

数据来源: wind、港交所、公司

曹莹 高级分析师

Gloriacao@eif.com.hk

1 财务报表预测

图表 1: 盈利预测

人民币百万	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	161,292	175,393	198,200	211,457	228,434	244,287
健康	43,980	48,001	46,314	50,004	54,593	60,010
YoY		9.1%	-3.5%	8.0%	9.2%	9.9%
快乐	66,899	70,740	88,946	97,364	106,841	116,367
YoY		5.7%	25.7%	9.5%	9.7%	8.9%
富足	43,699	47,722	51,780	51,780	51,780	51,780
YoY		9.2%	8.5%	0.0%	0.0%	0.0%
内部抵消	-1,023	-1,425	-1,596	-2,141	-2,261	-2,388
除税前溢利	24,653	12,536	7,872	6,510	12,387	13,907
健康	6,245	4,948	3,075	3,679	4,449	5,322
利润率	14.2%	10.3%	6.6%	7.4%	8.1%	8.9%
快乐	2,713	5,237	1,243	2,821	3,337	3,837
利润率	4.1%	7.4%	1.4%	2.9%	3.1%	3.3%
富足	11,754	977	2,142	-1,709	2,589	2,589
利润率	26.9%	2.0%	4.1%	-3.3%	5.0%	5.0%
内部抵消	-103	-90	-163	-24	-52	-59
所得税	-7,286	-7,923	-2,525	-1,737	-3,452	-3,858
所得税率	-29.6%	-63.2%	-32.1%	-26.7%	-27.9%	-27.7%
净利润(含少数股东权益)	17,086	4,613	5,347	4,773	8,935	10,049
净利率	10.6%	2.6%	2.7%	2.3%	3.9%	4.1%
少数股东损益	6,996	4,074	3,968	2,615	4,775	5,438
净利润(不含少数股东权益)	10,090	539	1,379	2,158	4,159	4,611
EPS (港元)	1.35	0.07	0.19	0.29	0.56	0.62
市盈率 (倍)	2.95	55.29	21.61	13.81	7.16	6.46

数据来源: 安信国际研究预测

2 估值分析

由于复星国际业务众多, 且覆盖领域广泛, 我们采用分部估值以及 NAV 两种方法进行计算。

在分部估值法下, 我们分别就健康、快乐、富足、制造四个板块用可比公司法进行估值。根据公司披露的业务布局, 对比可比公司, 分别采用不同的 PE 进行估算。再将分部估值加总, 乘以折价率 (主要是考虑市场对多元化公司的估值折价), 得到公司的合理估值。市场头部医药、时尚和旅游、保险、矿业公司的 25 年预测 PE 分别为 20.7x, 11.5x, 8.9x, 16.7x, 考虑当下行业大多处于历史估值地位, 我们分别给与 25 年 PE 30x, 22x, 11x, 15x。结合各板块归母净利润得到板块估值。考虑复星的多元化结构和港股市场情绪, 给与 35% 的折价率, 得到公司合理市值为 601 亿港元, 对应股价为 7.3 港元。

在 NAV 估值法下, 加总公司持有的资产净值, 上市公司按照最新市值进行计算, 富足板块的业务主要按照净资产进行估值, 其余非上市公司按照公开信息的交易价格进行估值。考虑到公司为多元经营, 在分部估值加总的基础上给予 45% 的折扣。我们认为公司的合理市值在 635 亿港元, 对应股价为 7.8 港元。

综合两种估值方法得到的股价, 我们得到公司的合理目标价为 7.5 港元。

图表 2:分部估值法测算模型

人民币百万	2025E
健康板块	
收入	54,593
归母净利润	1,134
预测PE	30
部门市值	34,035
快乐板块	
收入	106,841
归母净利润	1,001
预测PE	22
部门市值	22,022
富足板块	
收入	51,780
归母净利润	906
预测PE	11
部门市值	9,968
制造板块	
收入	14,326
归母净利润	1,207
预测PE	15
部门市值	18,107
部门估值合计	84,132
折扣	35.0%
公司整体市值	54,686
公司整体市值 (百万港元)	60,140
公司股价 (港元)	7.3

数据来源: 安信国际研究预测

图表 3: 可比公司估值

公司	代码	市值 (亿元)	货币	归母净利润 (亿元)						P/E			
				2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
健康板块可比公司													
恒瑞医药	600276.SH	2,832	CNY	43.7	47.5	64.8	73.9	88.5	64.8	59.7	43.7	38.3	32.0
yoy				-21%	9%	36%	14%	20%					
片仔癀	600436.SH	1,222	CNY	27.7	30.9	35.4	40.9	47.2	44.1	39.6	34.5	29.9	25.9
yoy				-7%	12%	15%	16%	15%					
云南白药	000538.SZ	949	CNY	33.6	45.2	50.4	55.5	60.9	28.3	21.0	18.8	17.1	15.6
yoy				-2%	34%	12%	10%	10%					
同仁堂	600085.SH	469	CNY	16.0	18.4	21.1	24.5	28.5	29.4	25.5	22.2	19.1	16.4
yoy				6%	15%	15%	16%	16%					
复星医药	600196.SH	538	CNY	41.8	26.5	36.1	43.7	52.3	12.9	20.3	14.9	12.3	10.3
yoy				-28%	-37%	37%	21%	20%					
石药集团	1093.HK	566	CNY	68.2	64.8	68.8	73.3	78.3	8.3	8.7	8.2	7.7	7.2
yoy				-1%	-5%	6%	7%	7%					
医药板块平均估值									31.3	29.1	23.7	20.7	17.9
快乐板块可比公司													
普拉达	1913.HK	1,355	HKD	38.7	58.2	65.1	74.1	80.5	35.0	23.3	20.8	18.3	16.8
yoy				49%	51%	12%	14%	9%					
中洲国际	2313.HK	937	HKD	51.1	50.3	63.6	72.2	80.7	18.3	18.6	14.7	13.0	11.6
yoy				24%	-2%	26%	13%	12%					
李宁-R	82331.HK	335	HKD	45.5	35.2	35.5	39.7	43.8	7.4	9.5	9.4	8.4	7.6
yoy				-7%	-23%	1%	12%	11%					
新秀丽	1910.HK	269	HKD	24.4	32.6	33.1	36.7	40.9	11.0	8.3	8.1	7.3	6.6
yoy				2086%	34%	2%	11%	11%					
海澜之家	600398.SH	272	HKD	24.1	32.6	31.7	34.9	38.0	11.3	8.4	8.6	7.8	7.2
yoy				-21%	35%	-3%	10%	9%					
豫园股份	600655.SH	199	CNY	42.8	22.3	23.0	27.2	31.3	4.6	8.9	8.6	7.3	6.4
yoy				-9%	-48%	3%	18%	15%					
华住集团-S	1179.HK	738	HKD	-20.4	45.1	44.3	51.3	56.4		16.4	16.7	14.4	13.1
yoy				N/A	N/A	-2%	16%	10%					
锦江酒店	600754.SH	232	CNY	1.3	11.1	15.7	17.4	20.3	182.3	20.9	14.7	13.3	11.4
yoy				3%	770%	42%	11%	17%					
同程旅行	0780.HK	360	CNY	-1.6	17.1	21.0	26.9	34.9		21.0	17.2	13.4	10.3
yoy				N/A	N/A	22%	28%	30%					
首旅酒店	600258.SH	131	HKD	-6.5	8.8	9.8	11.1	12.6		15.0	13.5	11.8	10.4
yoy				N/A	N/A	11%	14%	14%					
中青旅	600138.SH	67	CNY	-3.7	2.1	3.9	4.9	5.7		31.3	17.3	13.7	11.7
yoy				N/A	N/A	81%	26%	17%					
复星旅游文化	1992.HK	42	HKD	-6.1	3.4	3.8	4.6	5.2		12.4	10.9	9.2	8.0
yoy				N/A	N/A	13%	19%	15%					
消费板块平均估值									38.6	16.2	13.4	11.5	10.1
富足板块可比公司													
中国平安	601318.SH	7,070	CNY	937.8	945.3	1,196.2	1,388.4	1,565.8	7.5	7.5	5.9	5.1	4.5
yoy				-25%	1%	27%	16%	13%					
中国人寿	601628.SH	7,859	CNY	359.2	509.6	470.5	532.2	587.9	21.9	15.4	16.7	14.8	13.4
yoy				-42%	42%	-8%	13%	10%					
友邦保险-R	81299.HK	5,539	CNY	22.0	294.2	410.6	466.1	510.5	251.9	18.8	13.5	11.9	10.8
yoy				-96%	1238%	40%	14%	10%					
中国太保	601601.SH	2,646	CNY	275.5	300.8	375.9	421.8	468.6	9.6	8.8	7.0	6.3	5.6
yoy				-16%	9%	25%	12%	11%					
保诚	2378.HK	1,739	CNY	77.8	132.9	178.0	200.2	197.1	22.3	13.1	9.8	8.7	8.8
yoy				N/A	71%	34%	12%	-2%					
中国人保	601319.SH	2,416	CNY	274.0	246.3	315.4	346.3	383.7	8.8	9.8	7.7	7.0	6.3
yoy				4%	-10%	28%	10%	11%					
金融板块平均估值									53.7	12.2	10.1	8.9	8.2
智造板块可比公司													
海南矿业	601969.SH	129	CNY	8.7	6.2	6.3	8.3	11.2	14.7	21.0	20.6	15.6	11.5
yoy				514%	-30%	2%	32%	35%					
洛阳钼业	603993.SH	1,693	CNY	51.1	60.7	82.5	109.7	124.2	33.2	27.9	20.5	15.4	13.6
yoy				119%	19%	36%	33%	13%					
天齐锂业	002466.SZ	487	CNY	36.5	239.4	72.8	21.6	44.4	13.3	2.0	6.7	22.5	11.0
yoy				N/A	556%	-70%	-70%	105%					
赣锋锂业	002460.SZ	531	CNY	52.3	205.0	49.8	32.2	48.2	10.2	2.6	10.7	16.5	11.0
yoy				410%	292%	-76%	-35%	50%					
北方稀土	600111.SH	613	CNY	51.3	59.8	23.7	25.8	37.2	12.0	10.3	25.9	23.8	16.5
yoy				516%	17%	-60%	9%	44%					
华友钴业	603799.SH	379	CNY	39.0	39.1	33.5	34.2	42.7	9.7	9.7	11.3	11.1	8.9
yoy				235%	0%	-14%	2%	25%					
璞泰来	603659.SH	307	CNY	17.5	31.0	19.1	26.1	33.1	17.6	9.9	16.1	11.8	9.3
yoy				162%	78%	-38%	36%	27%					
矿业板块平均估值									15.8	11.9	16.0	16.7	11.7

注: 时间截止2024/9/6, 预测值为Wind一致预测
资料来源: Wind, 安信国际证券研究

图表 4:NAV 法测算模型

板块	细分领域	公司	交易代码	持股比例	估值方法	NAV
健康	医药产品	复星医药	2196. HK	36.07%	市值法	195.5
	健康服务和消费	Luz Saude	非上市	99.86%	投资成本法	37.2
		复星康养	非上市	90.91%	投资成本法	0.2
		三元股份	600429. SH	18.28%	市值法	10.1
		宝宝树	1761. HK	29.90%	市值法	1.3
快乐	旅游文化	复星旅文	1992. HK	78.15%	市值法	29.8
	品牌消费	豫园股份	600655. SH	61.85%	市值法	124.3
		复星体育	非上市	92.01%	投资成本法	N/A
		百合佳缘	非上市	72.36%	投资成本法	41.8
		复朗集团	LANV. N	63.45%	市值法	9.4
		薄荷健康	非上市	29.85%	投资成本法	N/A
		St Hubert	非上市	100.00%	投资成本法	49.0
富足	保险	复星葡萄牙保险	非上市	84.99%	归母净资产	79.5
		鼎睿再保险	非上市	86.71%	归母净资产	
		复星保德信人寿	非上市	50%	归母净资产	
		永安财险	非上市	14.69%	归母净资产	
		复星联合健康保险	非上市	28.40%	归母净资产	
	投资类资管	HAL	非上市	99.74%	归母净资产	347.5
		BCP	非上市	20.03%	归母净资产	
		复星财富	非上市	100.00%	归母净资产	
		复星创富	非上市	100.00%	归母净资产	
		复星锐正	非上市	100.00%	归母净资产	
		菜鸟	非上市	3.67%	归母净资产	
		Guide	非上市	85.07%	归母净资产	
	蜂巢资管	外滩金融中心	非上市	100%	归母净资产	
		28 Liberty	非上市	100%	归母净资产	
		IDERA	非上市	98.00%	归母净资产	
PAREF		非上市	59.87%	归母净资产		
智造	资源和环境	海南矿业	601969. SH	46.61%	市值法	60.6
	科技和智造	翌耀科技	非上市	79.76%	投资成本法	36.7
		万盛股份	603010. SH	29.56%	市值法	16.0
		捷威动力	非上市	49.95%	投资成本法	11.3
NAV总计 (亿人民币)						1,050.3
NAV总计 (亿港元)						1,155.0
折价45% (亿港元)						635.3
每股价值 (港元)						7.8

数据来源: Wind, 公开新闻, 安信国际研究测算

注: 更新时间截止2024-9-6

3 风险提示

业务恢复情况不及预期, 通胀对利润产生压力, 地缘政治影响, 融资渠道收紧, 资本市场波动对利润产生影响。

4 附录：财务报表预测

资产负债表

人民币百万	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	100,071	92,460	67,992	68,138	69,491
金融资产	208,718	277,992	273,601	269,211	264,820
应收款项合计	13,200	14,414	15,378	16,613	17,766
存货	25,650	26,234	27,989	30,236	32,334
其他流动资产	28,586	31,954	31,954	31,954	31,954
流动资产	376,225	443,054	416,914	416,151	416,364
固定资产净值	45,668	55,227	57,136	58,141	58,302
商誉及无形资产	85,465	92,708	92,708	92,708	92,708
金融资产-非流动	298,762	206,319	206,319	206,319	206,319
其他非流动资产	17,027	11,081	11,081	11,081	11,081
非流动资产	446,922	365,334	367,243	368,248	368,409
总资产合计	823,146	823,146	784,157	784,400	784,773
应付账款及票据	24,394	26,408	28,174	30,436	32,548
其他流动负债	65,606	87,730	87,730	87,730	87,730
金融负债	176,103	147,205	147,205	147,205	147,205
短期借贷及长期借贷当期到	106,279	95,368	90,868	86,368	81,868
流动负债	372,382	356,712	353,978	351,739	349,352
长期借贷	120,640	116,556	111,056	105,556	100,056
金融负债-非流动	70,678	104,601	104,601	104,601	104,601
其他非流动负债	59,818	21,944	21,944	21,944	21,944
非流动负债	251,136	243,101	237,601	232,101	226,602
总负债合计	623,516	623,516	591,579	583,841	575,953
股本及其他法定储备	36,793	36,960	36,960	36,960	36,960
储备	84,728	87,977	88,606	91,811	94,634
归属母公司股东权益	121,521	121,521	125,566	128,771	131,595
少数股东权益	78,109	83,638	86,254	91,029	96,467
股东权益合计	199,630	199,630	211,819	219,800	228,061

现金流量表

人民币百万	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	539	1,379	4,773	8,935	10,049
折旧及摊销	9,007	10,557	11,263	12,167	13,012
营运资本变动	-8,307	1,245	-952	-1,220	-1,139
其他现金调整	525	-3,357	-	-	-
经营性现金流净额	1,764	9,824	15,084	19,883	21,921
资本性开支	-10,089	-11,639	-13,172	-13,172	-13,172
投资净增加	25,716	4,391	4,391	4,391	4,391
其他	19,948	24,835	-	-	-
投资性现金流净额	35,575	17,587	-8,782	-8,782	-8,782
债务净增加	-27,867	-18,143	-10,000	-10,000	-10,000
股本净增加	-544	-180	-	-	-
支付股息	-3,514	-36	-1,528	-955	-1,787
其他	-6,198	-21,307	-	-	-
筹资性现金流净额	-38,123	-39,666	-11,528	-10,955	-11,787
现金净变动	-784	-12,255	-5,226	146	1,353
现金期初余额	86,258	85,473	73,219	67,992	68,138
现金期末余额	85,473	73,219	67,992	68,138	69,491

数据来源：公司财报，安信国际研究预测

利润表

人民币百万	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	175,393	198,200	211,457	228,434	244,287
健康	48,001	46,314	50,004	54,593	60,010
快乐	70,740	88,946	97,364	106,841	116,367
富足	47,722	51,780	51,780	51,780	51,780
内部抵消	-1,425	-1,596	-2,141	-2,261	-2,388
除税前溢利	12,536	7,872	6,510	12,387	13,907
健康	4,948	3,075	3,679	4,449	5,322
快乐	5,237	1,243	2,821	3,337	3,837
富足	977	2,142	-1,709	2,589	2,589
内部抵消	-90	-163	-24	-52	-59
所得税	-7,923	-2,525	-1,737	-3,452	-3,858
净利润(含少数股东权益)	4,613	5,347	4,773	8,935	10,049
净利率	2.6%	2.7%	2.3%	3.9%	4.1%
少数股东损益	4,074	3,968	2,615	4,775	5,438
净利润(不含少数股东权益)	539	1,379	2,158	4,159	4,611

主要财务比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
同比增长率:					
营业收入增长率 (%)		13.0%	6.7%	8.0%	6.9%
除税前利润增长率 (%)		-37.2%	-17.3%	90.3%	12.3%
净利润增长率 (%)		15.9%	-10.7%	87.2%	12.5%
盈利能力:					
净利率 (%)	2.6%	2.7%	2.3%	3.9%	4.1%
ROE (%)	1.1%	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%
偿债能力:					
资产负债率 (%)	30.5%	29.5%	30.3%	29.6%	28.9%
流动比率 (x)	1.01	1.24	1.18	1.18	1.19
股息支付率 (%)	283.8%	110.8%	20.0%	20.0%	20.0%
每股资料					
EPS (港元)	0.07	0.19	0.29	0.56	0.62
BPS (港元)	16.31	16.31	16.86	17.29	17.66
每股经营现金 (港元)	0.22	1.20	1.84	2.43	2.68
估值比率					
PE	55.29	21.61	13.81	7.16	6.46
PB	0.25	0.25	0.24	0.23	0.23

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应根据自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1) 持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2) 进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3) 与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4) 又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5) 可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010