

中芯国际 (981.HK/688981.CH): 4Q24 毛利率持续提升, 1H25 订单需求强劲

维持中芯国际的“买入”评级, 上调港股目标价至 55.6 港元, 潜在升幅 15.8%, 上调中芯国际 A 股目标价至人民币 120.1 元, 潜在升幅 15.2%。

维持中芯国际“买入”评级: 中芯国际 2024 年三季度和四季度收入分别同比增长 34% 和 32%, 毛利率分别为 20.5% 和 22.6%; 公司指引一季度收入同比增速为 35%, 毛利率为 20%, 维持高位或上扬态势。短期看, 国内对于消费电子产品的补贴, 以及海外地缘政治带来的提前拉货, 使得公司订单需求较高, 产能利用率维持较好水平, 产品组合有所改善。而且, 我们对中芯国际长期国产化需求以及头部优势保持乐观。目前, 中芯国际 2025 年 EV/EBITDA 为 13.9x, 仍具有上行空间, 重申“买入”评级。

四季度毛利率超市场预期, 一季度毛利率指引依然强劲: 中芯国际去年四季度收入达 22.1 亿美元, 创单季度收入新高, 环比增长 2%, 同比增长 32%, 同比增速维持去年三季度的高位。公司指引今年一季度收入中位数为 23.6 亿美元, 同比增长 35%, 增速再次上扬。公司四季度毛利率为 22.6%, 环比增长 2.2 个百分点, 同比增长 6.2 个百分点, 高于指引上限, 并显著高于市场预期。公司指引今年一季度毛利率中位数 20%, 保持高位。公司强劲的收入和毛利率表现主要得益于饱满的订单带来的高稼动率表现以及产品组合的改善, 但部分被较高的折旧所抵消。公司去年四季度净利润为 1.08 亿美元, 环比下降 28%, 同比下降 38%。

业绩会要点及展望: 1) 公司预计 2025 年收入增幅高于可比同业均值, 资本开支与前一年大体持平, 折旧同比增长约 20%。2) 公司对于今年下半年订单需求保持谨慎态度, 需要观察客户在上半年的提前拉货以及同业新开产能情况。3) 长期看, 中芯目标将汽车相关收入占比提升至 10%, 约占国内汽车芯片需求的三分之一。

估值: 根据中芯国际 4Q24 业绩和 1Q25 指引, 我们调整中芯国际 2025 年和 2026 年的 EBITDA 预测。给予中芯 15.9x EV/EBITDA, 上调中芯国际港股目标价至 55.6 港元, 潜在升幅 15.8%, 上调中芯国际 A 股目标价至人民币 120.1 元, 潜在升幅 15.2%。

投资风险: 半导体下游需求 (智能手机、新能源车、工业、消费等) 复苏速度较慢, 公司基本面上行速度较慢, 影响估值反弹。半导体晶圆代工新增产能较快, 公司产能利用率提升较慢。行业竞争加剧, 价格压力增大, 拖累利润表现。

图表 1: 盈利预测和财务指标 (2023-2027E)

美元百万	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,322	8,030	9,764	10,894	12,347
营收同比增速	(13%)	27%	22%	12%	13%
毛利率	19.3%	18.0%	19.7%	20.6%	23.6%
净利润	903	493	829	1,029	1,381
净利润增速	(50%)	(45%)	68%	24%	34%
基本每股收益 (美元)	0.11	0.06	0.10	0.13	0.17
港股 EV/EBITDA	18.9	17.9	15.7	16.9	11.2
A 股 EV/EBITDA	18.9	17.9	15.7	16.9	11.2

E=浦银国际预测 资料来源: 公司公告、浦银国际

沈岱

首席科技分析师

tony_shen@spdbi.com

(852) 2808 6435

马智焱

科技分析师

ivy_ma@spdbi.com

(852) 2809 0300

黄佳琦

科技分析师

sia_huang@spdbi.com

(852) 2809 0355

2025 年 2 月 13 日

中芯国际 (981.HK)

目标价 (港元)	55.6
潜在升幅/降幅	+15.8%
当前股价 (港元)	48.0
52 周内股价区间 (港元)	13.9-49.1
总市值 (百万港元)	508,268
近 3 月日均成交额 (百万港元)	4,067

注: 截至 2025 年 2 月 12 日收盘价

市场预期区间

HKD 14.0 HKD 48.0 HKD 55.6 HKD 58.0

▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

中芯国际 (688981.CH)

目标价 (人民币)	120.1
潜在升幅/降幅	+15.2%
当前股价 (人民币)	104.3
52 周内股价区间 (人民币)	40.0-109.5
总市值 (百万人民币)	476,931
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	7,008

注: 截至 2025 年 2 月 12 日收盘价

市场预期区间

CNY 92.0 CNY 104.3 CNY 120.1 CNY 128.0

▲ SPDBI 目标价 ◆ 目前价 ◆ 市场预期区间

资料来源: Bloomberg、浦银国际

财务报表分析与预测

利润表

美元百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	6,322	8,030	9,764	10,894	12,347
营业成本	(5,104)	(6,582)	(7,843)	(8,649)	(9,437)
毛利	1,218	1,448	1,920	2,245	2,910
经营支出	(1,226)	(1,385)	(1,595)	(1,690)	(1,878)
销售费用	(36)	(40)	(47)	(49)	(53)
管理费用	(482)	(580)	(663)	(702)	(772)
研发费用	(707)	(765)	(885)	(938)	(1,053)
经营利润	(8)	63	326	554	1,032
非经营收入	1,195	797	797	779	671
财务费用	(209)	(298)	(298)	(298)	(298)
投资收益	29	(67)	(67)	(5)	(5)
其他	639	614	614	534	454
税前利润	1,187	860	1,123	1,333	1,703
所得税	(63)	(130)	(56)	(67)	(85)
税后利润含少数股东权益	1,125	730	1,066	1,266	1,618
少数股东权益	222	237	237	237	237
净利润	903	493	829	1,029	1,381
基本股数 (百万)	7,909	7,909	7,909	7,909	7,909
摊销股数 (百万)	7,934	7,934	7,934	7,934	7,934
基本每股收益 (美元)	0.11	0.06	0.10	0.13	0.17
摊销每股收益 (美元)	0.11	0.06	0.10	0.13	0.17

资产负债表

美元百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	6,215	6,364	2,877	(231)	(573)
限制性存款	180	-	-	-	-
短期投资	257	338	411	459	520
应收账款和应收票据	1,170	840	919	923	942
存货	2,736	2,958	3,525	3,499	3,436
其他流动负债	3,077	4,283	4,497	4,722	4,958
流动资产合计	13,635	14,784	12,230	9,371	9,282
物业、厂房及设备	23,945	28,092	31,771	35,679	37,114
使用权资产	474	432	432	432	432
无形资产	34	24	(1)	(26)	(51)
长期投资收益	9,430	5,427	5,970	6,567	7,223
其他非流动资产	269	402	402	402	402
总资产	47,787	49,161	50,804	52,425	54,402
短期借贷	1,216	2,926	3,073	3,226	3,388
应付账款和应付票据	3,728	3,279	3,829	4,138	4,425
其他流动负债	2,657	2,554	2,605	2,658	2,711
流动负债合计	7,602	8,760	9,507	10,022	10,523
长期借款	8,335	8,038	8,338	8,638	8,938
其他非流动负债	1,005	494	494	494	494
总负债	16,942	17,292	18,339	19,154	19,955
股本	32	32	32	32	32
储备	14,117	14,266	14,862	15,668	16,844
少数股东权益	10,730	11,256	11,256	11,256	11,256
其他	5,967	6,316	6,316	6,316	6,316
股东权益总额	30,846	31,870	32,465	33,271	34,447
总负债和股东权益	47,787	49,161	50,804	52,425	54,402

现金流量表

美元百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,358	1,261	4,161	4,411	7,097
税后利润含少数股东权益	1,125	730	1,066	1,266	1,618
折旧	2,648	3,198	3,800	3,421	5,747
摊销	19	25	25	25	25
营运资金变动	(510)	(1,650)	(259)	159	148
应收账款减少 (增加)	(31)	330	(79)	(4)	(19)
库存减少 (增加)	(1,014)	(222)	(567)	27	63
应付账款增加 (减少)	466	(449)	550	309	287
其他经营资金变动	68	(1,309)	(163)	(173)	(183)
所得税	63	130	56	67	85
利息收入 (支出)	(527)	(527)	(527)	(527)	(527)
其他	541	(644)	-	-	-
投资活动现金流	(6,208)	(3,377)	(8,094)	(7,974)	(7,900)
资本支出	(7,631)	(7,479)	(7,479)	(7,329)	(7,182)
取得或购买长期投资	1,331	4,003	(543)	(597)	(657)
短期投资	(89)	(81)	(73)	(48)	(61)
其他	181	180	-	-	-
融资活动现金流	2,466	2,562	446	454	461
借款	1,686	1,710	146	154	161
发行股份	57	-	-	-	-
发行债券	(23)	(23)	300	300	300
现金股利	-	-	-	-	-
其他	746	875	-	-	-
外汇损益	(335)	-	-	-	-
现金及现金等价物净流量	(718)	446	(3,487)	(3,109)	(342)
期初现金及现金等价物	6,933	6,215	6,364	2,877	(231)
期末现金及现金等价物	6,215	6,364	2,877	(231)	(573)

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营运指标增速					
营业收入增速	(13%)	27%	22%	12%	13%
毛利增速	(56%)	19%	33%	17%	30%
营业利润增速	(101%)	(889%)	419%	70%	86%
净利润增速	(50%)	(45%)	68%	24%	34%
盈利能力					
净资产收益率	3.0%	1.6%	2.6%	3.1%	4.1%
总资产报酬率	2.0%	1.0%	1.7%	2.0%	2.6%
投入资本回报率	(0.0%)	0.1%	0.7%	1.2%	2.1%
利润率					
毛利率	19.3%	18.0%	19.7%	20.6%	23.6%
营业利润率	(0.1%)	0.8%	3.3%	5.1%	8.4%
净利润率	14.3%	6.1%	8.5%	9.4%	11.2%
EBITDA率	64.3%	54.6%	53.7%	46.6%	63.0%
营运能力					
现金循环周期	(11)	9	18	11	(4)
应收账款周转天数	71	46	33	31	28
存货周转天数	166	158	151	148	134
应付账款周转天数	248	194	165	168	166
净债务 (净现金)	3,336	4,600	8,534	12,096	12,899
自由现金流	(5,482)	(5,852)	(3,603)	(3,197)	(281)

E=浦银国际预测

资料来源：公司资料、ifind、浦银国际预测

图表 2：中芯国际 4Q24 业绩详情

美元百万	4Q24	4Q23	同比	3Q24	环比
营业收入	2,207	1,678	32%	2,171	2%
毛利润	499	275	81%	444	12%
经营利润	104	(71)		119	(13%)
净利润	108	175	(38%)	149	(28%)
基本每股收益 (美元)	0.01	0.02	(39%)	0.02	(28%)

利润率	4Q24	4Q23	同比 百分点	3Q24	环比 百分点
毛利率	22.6%	16.4%	6.2	20.5%	2.2
营业费用率	17.9%	20.6%	(2.7)	15.0%	2.9
营业利润率	4.7%	(4.3%)	8.9	5.5%	(0.8)
净利率	4.9%	10.4%	(5.5)	6.9%	(2.0)

资料来源：公司公告、浦银国际

图表 3：中芯国际业绩指引

季度指引 美元百万	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E
营业收入	1,695	1,855	2,167	2,193	2,362
最低营收	1,678	1,838	2,148	2,171	2,340
最高营收	1,712	1,873	2,186	2,215	2,384
最低环比	0%	5%	13%	0%	6%
最高环比	2%	7%	15%	2%	8%
vs 实际营收	1,750	1,901	2,171	2,207	
同比	16%	19%	34%	31%	35%
环比	1%	6%	14%	1%	7%
毛利率	10%	10%	19%	19%	20%
最低毛利率	9%	9%	18%	18%	19%
最高毛利率	11%	11%	20%	20%	21%
vs 实际毛利率	13.7%	13.9%	20.5%	22.6%	
同比百分点	(10.8)	(10.3)	(0.8)	2.6	6.3
环比百分点	(6.4)	(3.7)	5.1	(1.5)	(2.6)

E=公司指引

资料来源：公司公告、浦银国际

图表 4：中芯国际盈利预测调整

美元百万	2025E			2026E			2027E		
	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异	新预测	前预测	差异
营业收入	9,764	9,724	0%	10,894	10,411	3%	12,347		
毛利润	1,920	1,968	(2%)	2,245	2,911	(24%)	2,910		
营业利润	326	377	(14%)	554	1,290	(50%)	1,032		
净利润	829	923	(10%)	1,029	1,810	(39%)	1,381		
基本每股收益 (美元)	0.10	0.12	(10%)	0.13	0.23	(38%)	0.17		
EBITDA	5,246	5,165	2%	5,078	5,754	(1%)	7,774		
利润率	百分点			百分点			百分点		
毛利率	19.7%	20.2%	(0.6)	20.6%	28.0%	(7.3)	23.6%		
费用率	16.3%	16.4%	(0.0)	15.5%	15.6%	(1.9)	15.2%		
经营利润率	3.3%	3.9%	(0.5)	5.1%	12.4%	(5.4)	8.4%		
净利率	8.5%	9.5%	(1.0)	9.4%	17.4%	(6.5)	11.2%		
EBITDA 率	53.7%	53.1%	0.6	46.6%	55.3%	(1.6)	63.0%		

E=浦银国际预测

资料来源：公司公告、浦银国际

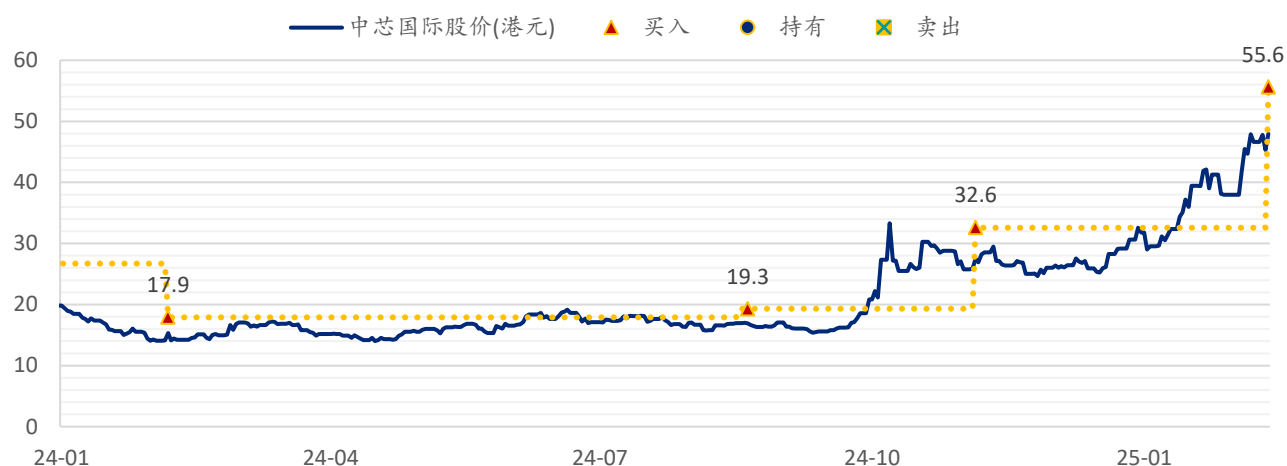
图表 5：中芯国际 EV/EBITDA 估值 (2025 年)

美元百万	悲观情景	基础情景	乐观情景
EBITDA	4,170	5,246	5,770
EBITDA 增速	3%	20%	42%
EV/EBITDA (x)	10.0	15.9	17.0
推算企业价值	41,702	83,142	98,092
减：净负债	8,534	8,534	8,534
目标估值	33,169	74,609	89,559
目标估值 (港元百万)	258,376	581,181	697,637
A 股股数 (百万)	1,957	1,957	1,957
A 股相对 H 股溢价	130%	130%	130%
A 股折合 H 股股数	4,502	4,502	4,502
H 股股数	5,951	5,951	5,951
折合 H 股总股数	10,454	10,454	10,454
目标价 (港元)	24.7	55.6	66.7
潜在升幅	-48.5%	15.8%	39.0%
折合 A 股总股数	4,545	4,545	4,545
目标价 (人民币)	53.4	120.1	144.2
潜在升幅	-48.8%	15.2%	38.3%

注：EV/EBITDA：企业价值/EBITDA，即 Enterprise Value/ Earnings before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization

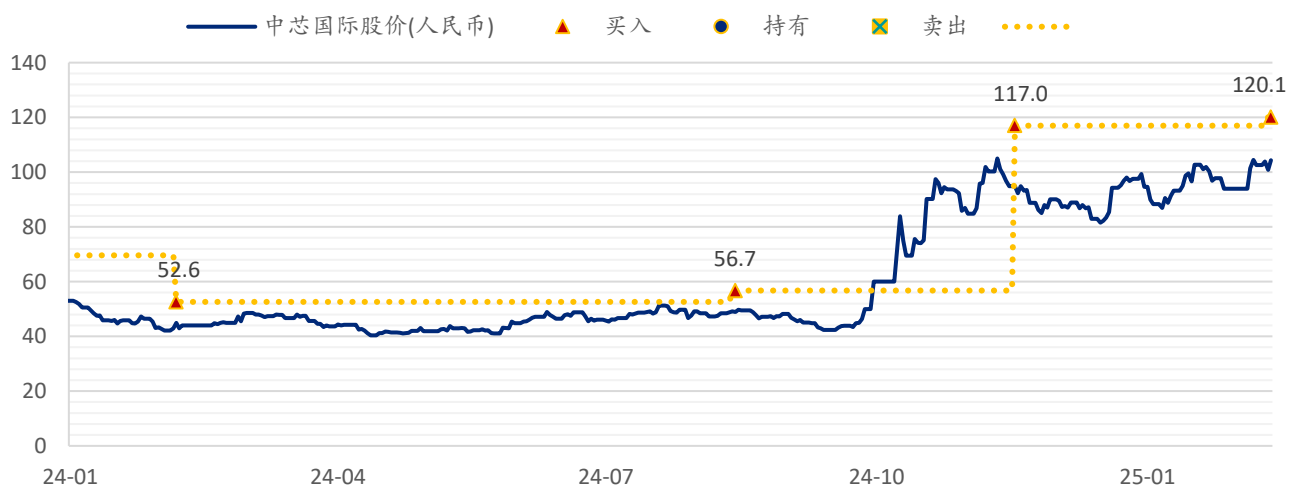
资料来源：浦银国际预测

图表 6：浦银国际目标价：中芯国际（981.HK）



注：截至 2025 年 2 月 12 日收盘价；资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 7：浦银国际目标价：中芯国际（688981.CH）



注：截至 2025 年 2 月 12 日收盘价；资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 8：中芯国际港股市净率：当前 2.2x vs.历史均值 1.2x vs.历史均值以上一个标准差 1.6x



注：数据截至 2025 年 2 月 12 日，历史均值取自 2019 年 7 月以来数据；
资料来源：FactSet、浦银国际

图表 9：中芯国际港股 EV/EBITDA：当前 15.5x vs.历史均值 10.2x vs.历史均值以上一个标准差 14.7x



注：数据截至 2025 年 2 月 12 日，历史均值取自 2017 年 1 月以来数据；
资料来源：FactSet、浦银国际

图表 10：中芯国际 A 股市净率：当前 5.3x vs.历史均值 3.4x vs.历史均值以上一个标准差 4.5x



注：数据截至 2025 年 2 月 12 日，历史均值取自上市以来数据；
资料来源：FactSet、浦银国际

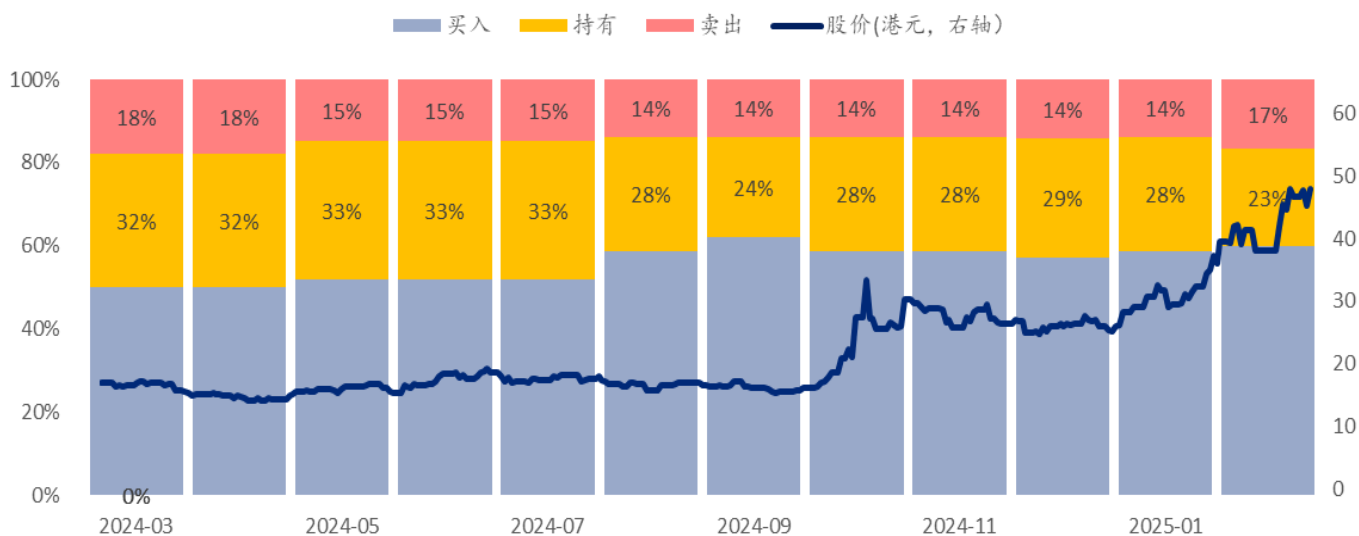
图表 11：中芯国际 A 股 EV/EBITDA：当前 16.7x vs.历史均值 12.7x vs.历史均值以上一个标准差 17.0x



注：数据截至 2025 年 2 月 12 日，历史均值取自上市以来数据；
资料来源：FactSet、浦银国际

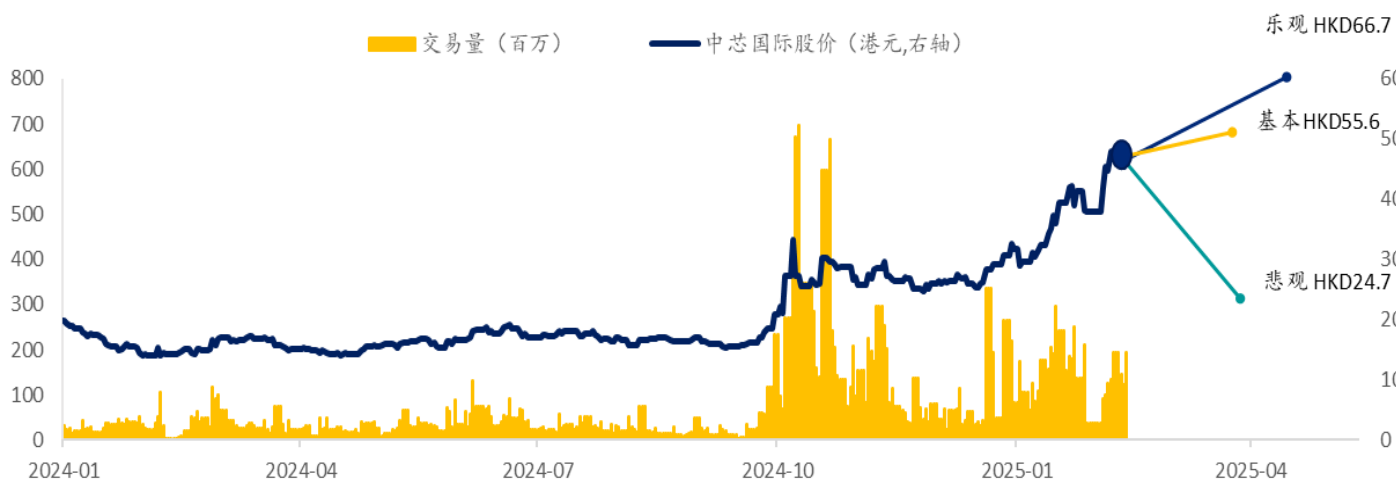
SPDBI 乐观与悲观情景假设（中芯国际港股）

图表 12：中芯国际港股市场普遍预期



资料来源：FactSet、浦银国际

图表 13：中芯国际港股 SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：66.7 港元（概率：20%）

- 半导体周期上行动能充足；
- 成熟制程及特色工艺竞争态势和缓，毛利率稳步提升；
- 资本支出增长稳健，折旧、运营、研发费用可控。

悲观情景：公司收入增长不及预期

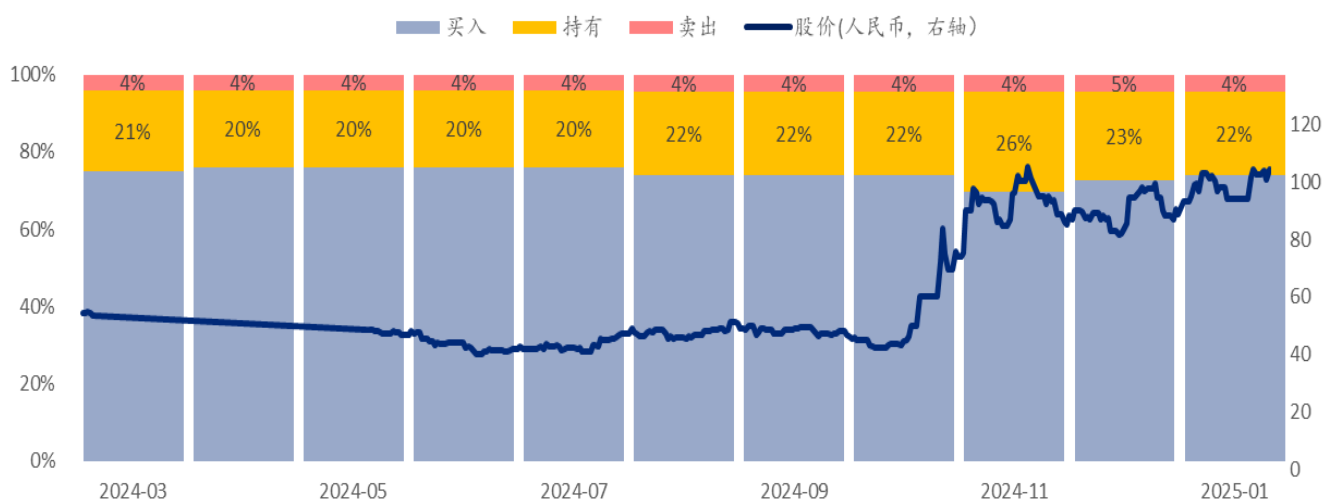
目标价：24.7 港元（概率：15%）

- 半导体周期上行动能不足；
- 成熟制程及特色工艺竞争加剧，拖累利润表现；
- 资本支出增长较快，折旧、运营、研发费用大幅提升。

资料来源：浦银国际

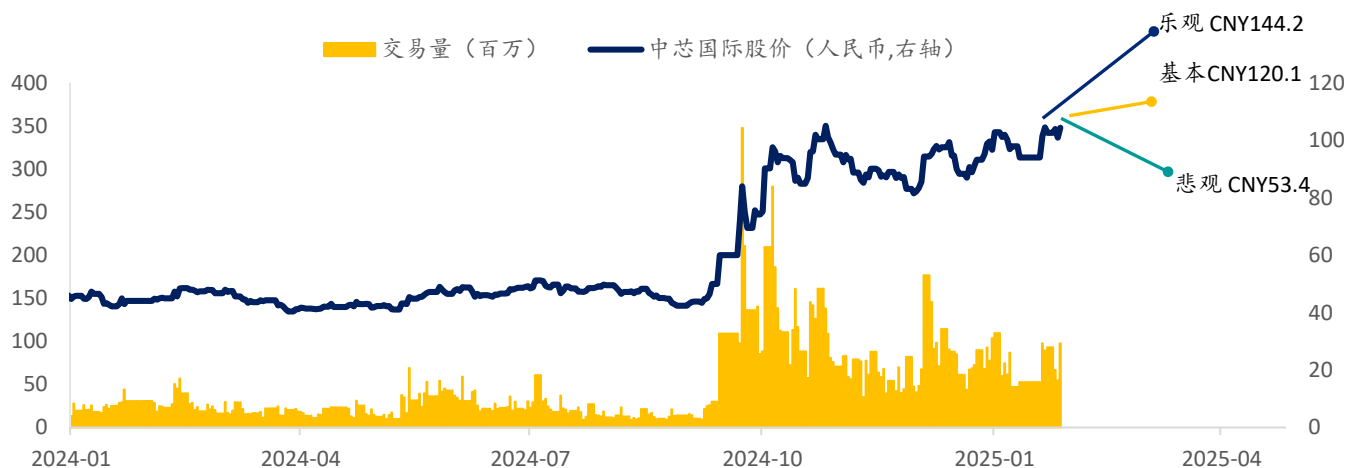
SPDBI 乐观与悲观情景假设(中芯国际 A 股)

图表 14：中芯国际 A 股市场普遍预期



资料来源：FactSet、浦银国际

图表 15：中芯国际 A 股 SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：人民币 144.2 元（概率：20%）

- 半导体周期上行动能充足；
- 成熟制程及特色工艺竞争态势和缓，毛利率稳步提升；
- 资本支出增长稳健，折旧、运营、研发费用可控。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：人民币 53.4 元（概率：15%）

- 半导体周期上行动能不足；
- 成熟制程及特色工艺竞争加剧，拖累利润表现；
- 资本支出增长较快，折旧、运营、研发费用大幅提升。

资料来源：浦银国际

图表 16: SPDBI 科技行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (LC)	评级	目标价 (LC)	评级及目标价发布日期	行业
1810 HK Equity	小米集团-W	42.6	买入	23.6	2024/8/26	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	104.8	买入	179.4	2024/2/26	手机品牌
AAPL US Equity	苹果	232.6	买入	264.9	2024/10/10	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	60.6	买入	34.2	2024/9/2	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	36.7	买入	41.6	2024/10/28	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	立讯精密	44.4	买入	46.1	2024/8/26	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	29.2	买入	27.1	2025/1/7	结构件、组装
2018 HK Equity	瑞声科技	48.9	买入	28.8	2024/3/25	声学、光学器件
2382 HK Equity	舜宇光学科技	88.6	买入	57.0	2024/8/26	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	8.3	买入	5.1	2024/8/13	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	135.3	买入	130.8	2024/10/28	手机 CIS、车载 CIS
NIO US Equity	蔚来	4.0	买入	5.5	2024/11/21	新能源汽车
9866 HK Equity	蔚来-SW	32.5	买入	42.6	2024/11/21	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	15.5	买入	15.2	2024/11/20	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	62.4	买入	59.3	2024/11/20	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	25.1	买入	30.8	2024/11/4	新能源汽车
2015 HK Equity	理想汽车-W	100.9	买入	120.0	2024/11/4	新能源汽车
9863 HK Equity	零跑汽车	33.9	买入	40.6	2025/1/16	新能源汽车
TSLA US Equity	特斯拉(TESLA)	328.5	持有	210.8	2024/10/24	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	352.0	买入	335.0	2024/11/4	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	345.1	买入	357.7	2024/11/4	新能源汽车
HSAI US Equity	禾赛科技	18.0	买入	13.1	2024/12/16	激光雷达
2498 HK Equity	速腾聚创	39.9	买入	32.7	2024/12/16	激光雷达
MBLY US Equity	Mobileye	17.2	买入	16.2	2024/11/1	智驾芯片
981 HK Equity	中芯国际	48.0	买入	55.6	2025/2/13	晶圆代工
688981 CH Equity	中芯国际	104.3	买入	120.1	2025/2/13	晶圆代工
1347 HK Equity	华虹半导体	27.8	买入	27.7	2024/11/8	晶圆代工
688347 CH Equity	华虹公司	49.7	买入	55.2	2024/11/8	晶圆代工
2330 TT Equity	台积电	1,100.0	买入	1401.1	2025/1/17	晶圆代工
TSM US Equity	台积电	208.7	买入	256.3	2025/1/17	晶圆代工
688396 CH Equity	华润微	47.7	买入	56.4	2024/10/17	功率半导体
600460 CH Equity	士兰微	27.3	买入	30.5	2023/9/20	功率半导体
300373 CH Equity	扬杰科技	45.7	买入	43.4	2024/8/26	功率半导体
688187 CH Equity	时代电气 A	44.3	买入	53.4	2024/10/31	功率半导体
3898 HK Equity	时代电气 H	30.8	买入	38.7	2024/10/31	功率半导体
603290 CH Equity	斯达半导	95.9	买入	112.4	2024/10/30	功率半导体
605111 CH Equity	新洁能	34.6	买入	38.7	2024/8/14	功率半导体
688711 CH Equity	宏微科技	18.3	买入	67.1	2023/9/20	功率半导体
NVDA US Equity	英伟达	132.8	买入	147.6	2024/8/30	AI 芯片
AMD US Equity	超威半导体	111.1	买入	168.7	2024/11/28	AI 芯片
INTC US Equity	英特尔	21.0	卖出	20.4	2024/11/28	AI 芯片
QCOM US Equity	高通	172.0	买入	205.7	2025/2/7	AI 芯片
2454 TT Equity	联发科	1,485.0	买入	1820.8	2025/2/10	AI 芯片

注: A 股、港股截至 2025 年 2 月 12 日收盘价, 美股截至 2025 年 2 月 11 日收盘价

资料来源: Bloomberg、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团－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联属公司、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

