



## 华虹半导体(1347.HK)/华虹公司(688347.CH): 收入增长改善显著

我们重申华虹的“买入”评级。调整华虹 2025 年盈利预测，上调华虹半导体 (1347.HK) 目标价至 30.0 港元，潜在升幅 17%；调整华虹公司 (688347.CH) 目标价至人民币 55.0 元，潜在升幅 18%。

• **重申华虹“买入”评级：**从收入角度看，华虹 2024 年四季度收入同比增速转正，达到 18%，2025 年一季度收入指引中位数的同比增速为 17%，维持上扬的走势。公司整体产能利用率保持高位。我们预期今年公司收入端将保持增长势头，这主要得益于新增产能以及下游客户需求的复苏和增长。其中，工业和汽车行业需求复苏，CIS 客户合作稳定，IGBT 等功率器件价格可能在 2024 年已经触底。虽然公司新增产能带来折旧上升，令毛利率承压，但是公司当前 EV/EBITDA 和市净率估值分别为 6.9x 和 0.6x，估值具备吸引力。我们重申华虹的“买入”评级。

• **华虹收入重回正增长：**华虹去年四季度收入为 5.39 亿美元，环比增长 2%，同比增长 18%，同比增速转正。公司预期今年一季度收入中位数同比增长 17%。公司四季度毛利率为 11.4%，预期一季度中位数 10%，较去年第三季度的 12.2%略有下滑。其中，新增产能带来的折旧给毛利率带来压力。公司四季度营业亏损较三季度扩大，受到费用增长影响。四季度净利润同比环比均转亏，受到汇率波动带来的影响。

• **业绩会要点及展望：**1) 公司对于 2025 年保持谨慎乐观态度，预计市场需求持平或略有改善。2) 公司预期晶圆平均价格有改善空间，目标在一年半的时间将毛利率提升至 20%。3) 到今年年底，新增产能计划扩张至 3 万-4 万片/月，带来新增折旧约 1.7 亿-1.8 亿美元。

• **估值：**根据去年四季度业绩及今年一季度指引，下调 2025 年 EBITDA 预测。我们给予华虹 2025 年 9.4x 的目标 EV/EBITDA，得到港股目标价为 30.0 港元，潜在升幅 17%，华虹 A 股目标价为人民币 55.0 元，潜在升幅 18%。

• **投资风险：**半导体行业下游需求（智能手机、新能源汽车、工业等）复苏速度较慢，拖累公司业绩增长，影响估值反弹动能。晶圆价格下调幅度低于市场预期。晶圆代工的新增产能导致利用率持续下降。行业竞争加剧，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	2,286	2,004	2,356	2,638	3,218
营收同比增速	(8%)	(12%)	18%	12%	22%
毛利率	21.3%	10.2%	11.1%	15.3%	20.2%
净利润	280	58	140	234	408
净利润增速	(38%)	(79%)	140%	68%	74%
基本每股收益 (美元)	0.18	0.04	0.08	0.14	0.24

E=浦银国际预测；资料来源：公司报告、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 17 日

### 华虹半导体 (1347.HK)

买入

目标价 (港元)	30.0
潜在升幅/降幅	+17%
目前股价 (港元)	25.7
52 周内股价区间 (港元)	14.2-32.7
总市值 (百万港元)	54,080
近 3 月日均成交额 (百万港元)	664

注：截至 2025 年 2 月 14 日收盘价

### 市场预期区间



▲ SPDBI 目标价    ◆ 目前价    ◆ 市场预期区间

资料来源：Bloomberg、浦银国际

### 华虹公司 (688347.CH)

买入

目标价 (人民币)	55.0
潜在升幅/降幅	+18%
目前股价 (人民币)	46.8
52 周内股价区间 (人民币)	26.6-57.1
总市值 (百万元)	50,439
近 3 月日均成交额 (百万人民币)	675

注：截至 2025 年 2 月 14 日收盘价

### 市场预期区间



▲ 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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,286	2,004	2,356	2,638	3,218
营业成本	(1,799)	(1,799)	(2,094)	(2,234)	(2,567)
毛利润	487	205	261	405	651
经营支出	(333)	(361)	(360)	(356)	(383)
销售费用	(10)	(10)	(10)	(9)	(10)
管理费用	(116)	(113)	(111)	(105)	(109)
研发费用	(207)	(239)	(239)	(241)	(264)
经营利润	154	(156)	(98)	49	267
非经营收入	20	22	28	(3)	1
财务费用	(100)	(97)	(97)	(97)	(97)
投资收益	9	(0)	4	4	4
其他	111	119	121	90	94
税前利润	174	(134)	(70)	46	269
税务费用	(47)	(7)	12	(10)	(59)
税后利润含少数股东权益	126	(140)	(59)	36	210
少数股东权益	(154)	(198)	(198)	(198)	(198)
净利润	280	58	140	234	408
基本股数 (百万)	1,580	1,580	1,718	1,718	1,718
摊销股数 (百万)	1,587	1,587	1,718	1,718	1,718
基本每股收益 (美元)	0.18	0.04	0.08	0.14	0.24
摊销每股收益 (美元)	0.18	0.04	0.08	0.14	0.24

### 资产负债表

美元百万	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,585	4,459	2,803	1,369	273
限制性存款	32	-	-	-	-
短期投资	-	-	-	-	-
应收账款和应收票据	279	270	318	356	434
存货	450	689	802	855	983
其他流动资产	224	414	487	545	665
流动资产合计	6,570	5,833	4,410	3,125	2,355
物业、厂房及设备	3,519	5,859	7,683	9,567	11,342
使用权资产	79	-	-	-	-
无形资产	50	109	104	99	95
长期投资收益	139	164	181	199	218
其他非流动资产	587	450	450	450	450
总资产	10,943	12,415	12,828	13,440	14,460
短期借贷	193	281	421	632	947
应付账款和应付票据	235	298	347	370	426
其他流动负债	542	983	1,180	1,416	1,699
流动负债合计	970	1,562	1,948	2,418	3,072
长期借款	1,907	1,917	1,917	1,917	1,917
其他非流动负债	52	29	29	29	29
总负债	2,929	3,508	3,895	4,364	5,018
股本	4,934	4,938	4,938	4,938	4,938
储备	1,367	1,309	1,335	1,478	1,844
少数股东权益	1,714	2,660	2,660	2,660	2,660
其他	-	-	-	-	-
股东权益总额	8,015	8,907	8,933	9,076	9,442
总负债和股东权益	10,943	12,415	12,828	13,440	14,460

### 现金流量表

美元百万	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	642	419	770	973	1,261
税前利润	174	(134)	(70)	46	269
折旧	488	556	726	716	878
摊销	12	2	5	5	5
营运资金变动	(109)	0	12	109	13
应收账款减少 (增加)	12	8	(47)	(38)	(78)
库存减少 (增加)	16	(239)	(113)	(53)	(128)
应付账款增加 (减少)	(2)	63	49	23	55
其他经营资金变动	(135)	168	124	178	163
利息收入 (支出)	100	97	97	97	97
其他	(24)	(103)	-	-	-
投资活动现金流	(833)	(2,631)	(2,566)	(2,618)	(2,672)
资本支出	(907)	(2,499)	(2,549)	(2,600)	(2,652)
取得或购买长期投资	(8)	(132)	(16)	(18)	(20)
短期投资	-	-	-	-	-
其他	82	-	-	-	-
融资活动现金流	3,782	1,150	140	211	316
借款	191	4	140	211	316
发行股份	2,940	-	-	-	-
发行债券	-	-	-	-	-
现金股利	-	-	-	-	-
其他	651	1,146	-	-	-
外汇损益	(14)	5,585	-	-	-
现金及现金等价物净流量	3,576	4,523	(1,656)	(1,435)	(1,096)
期初现金及现金等价物	2,009	(64)	4,459	2,803	1,369
期末现金及现金等价物	5,585	4,459	2,803	1,369	273

### 主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营运指标增速					
营业收入增速	(8%)	(12%)	18%	12%	22%
毛利润增速	(42%)	(58%)	27%	55%	61%
营业利润增速	(73%)	(201%)	(37%)	(150%)	443%
净利润增速	(38%)	(79%)	140%	68%	74%
盈利能力					
净资产收益率	4.6%	0.7%	1.6%	2.6%	4.4%
总资产报酬率	3.1%	0.5%	1.1%	1.8%	2.9%
投入资本回报率	1.1%	(1.5%)	(0.7%)	0.3%	1.7%
利润率					
毛利率	21.3%	10.2%	11.1%	15.3%	20.2%
营业利润率	6.7%	(7.8%)	(4.2%)	1.9%	8.3%
净利润率	12.2%	2.9%	5.9%	8.9%	12.7%
EBITDA率	33.9%	26.0%	32.1%	32.7%	38.8%
营运能力					
现金循环周期	102	111	119	123	119
应收账款周转天数	46	50	46	47	45
存货周转天数	104	116	130	135	131
应付账款周转天数	48	54	56	59	57
净债务 (净现金)	(3,486)	(2,261)	(465)	1,180	2,592
自由现金流	(403)	(2,104)	(1,888)	(1,732)	(1,549)

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：华虹半导体 4Q24 业绩详情

美元百万	4Q24	4Q23	同比	3Q24	环比
营业收入	539	455	18%	526	2%
毛利润	61	18	237%	64	(4%)
营业利润	(49)	(77)	-	(17)	-
净利润	(25)	35	(171%)	45	(156%)
基本每股收益 (美元)	(0.015)	0.022	(165%)	0.026	(156%)

利润率	4Q24	4Q23	同比 百分点	3Q24	环比 百分点
毛利率	11.4%	4.0%	7.4	12.2%	(0.8)
营业费用率	20.5%	20.9%	(0.4)	15.5%	5.0
营业利润率	(9.1%)	(16.9%)	7.8	(3.3%)	(5.8)
归母净利率	(4.7%)	7.8%	(12.4)	8.5%	(13.2)

资料来源：公司公告、浦银国际

图表 3：华虹半导体业绩指引

季度指引	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E
<b>营业收入</b>	<b>485</b>	<b>510</b>	<b>535</b>	<b>540</b>
最低	500	500	530	530
最高	470	520	540	550
实际值	479	526	539	
<b>同比</b>	<b>(23%)</b>	<b>(10%)</b>	<b>17%</b>	<b>17%</b>
环比	5%	7%	2%	0%
<b>毛利率</b>	<b>8.0%</b>	<b>11.0%</b>	<b>12.0%</b>	<b>10.0%</b>
最低毛利率	6.0%	10.0%	11.0%	9.0%
最高毛利率	10.0%	12.0%	13.0%	11.0%
实际值	10.5%	12.2%	11.4%	
<b>同比百分点</b>	<b>(19.7)</b>	<b>(5.1)</b>	<b>8.0</b>	
环比百分点	1.6	0.5	(0.2)	
营收差异				
实际值 vs	(1%)	3%	1%	
毛利率差异				
实际值 vs	2.5	1.2	(0.6)	

E=公司指引

资料来源：公司公告、浦银国际

图表 4：华虹半导体盈利预测调整

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	2,356	2,396	(2%)	2,638	2,534	4%	3,218		
毛利润	261	362	(28%)	405	421	(4%)	651		
营业利润	(98)	42	(336%)	49	93	(47%)	267		
净利润	140	247	(43%)	234	289	(19%)	408		
基本每股收益 (美元)	0.08	0.14	(43%)	0.14	0.17	(19%)	0.24		
EBITDA	757	820	(8%)	864	906	(5%)	1,248		
<b>利润率</b>			<b>百分点</b>			<b>百分点</b>			<b>百分点</b>
毛利率	11.1%	15.1%	(4.0)	15.3%	16.6%	(1.3)	20.2%		
费用率	15.3%	13.4%	1.9	13.5%	13.0%	0.5	11.9%		
经营利润率	(4.2%)	1.7%	(5.9)	1.9%	3.7%	(1.8)	8.3%		
净利率	5.9%	10.3%	(4.4)	8.9%	11.4%	(2.5)	12.7%		
EBITDA 率	32.1%	34.2%	(2.1)	32.7%	35.7%	(3.0)	38.8%		

E=浦银国际预测

资料来源：公司公告、浦银国际

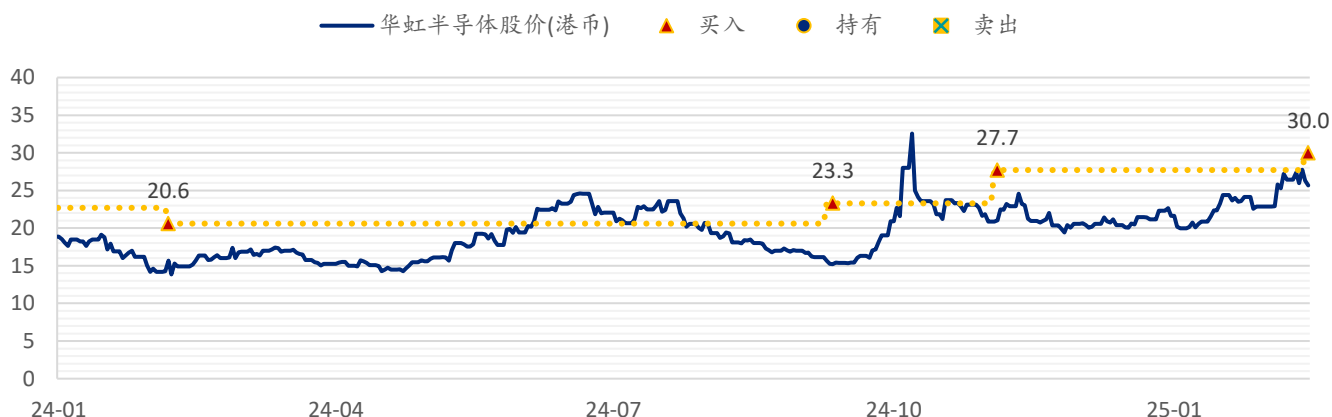
图表 5：华虹 EV/EBITDA 估值（2025 年）

美元百万	悲观情景	基础情景	乐观情景
EBITDA	568	757	833
EBITDA 增速	(27%)	(2%)	8%
EV/EBITDA (x)	6.0	9.4	11.0
<b>推算企业价值</b>	<b>3,408</b>	<b>7,119</b>	<b>9,163</b>
减：净负债	(1,000)	(1,000)	(1,000)
<b>目标估值</b>	<b>4,408</b>	<b>8,119</b>	<b>10,163</b>
<b>目标估值 (港元百万)</b>	<b>34,336</b>	<b>63,242</b>	<b>79,170</b>
A 股股数 (百万)	408	408	408
A 股相对 H 股溢价	95%	95%	95%
A 股折合 H 股股数	795	795	795
H 股股数	1,311	1,311	1,311
H 股折合 A 股股数	672.26	672.26	672.26
<b>折合 H 股总股数</b>	<b>2,106</b>	<b>2,106</b>	<b>2,106</b>
<b>目标价 (港元)</b>	<b>16.3</b>	<b>30.0</b>	<b>37.6</b>
潜在升幅	(36%)	17%	47%
<b>折合 A 股总股数</b>	<b>1,080</b>	<b>1,080</b>	<b>1,080</b>
<b>目标价 (人民币)</b>	<b>29.9</b>	<b>55.0</b>	<b>68.9</b>
潜在升幅	(36%)	18%	47%

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: 华虹半导体 (1347.HK)



注: 截至 2025 年 2 月 14 日收盘价; 资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 7: 浦银国际目标价: 华虹公司 (688347.CH)



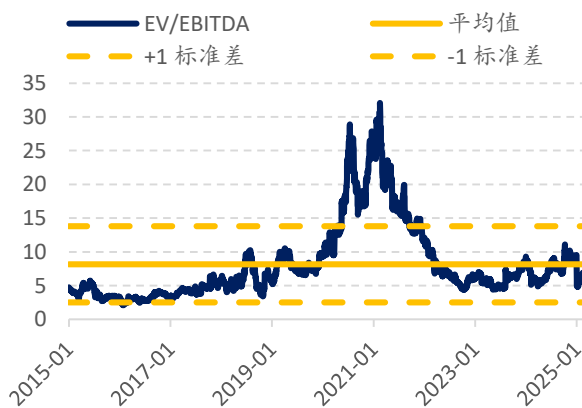
注: 截至 2025 年 2 月 14 日收盘价; 资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 8: 华虹港股市净率: 当前 0.9x vs.历史均值 1.2x vs.历史均值以下一个标准差 0.5x



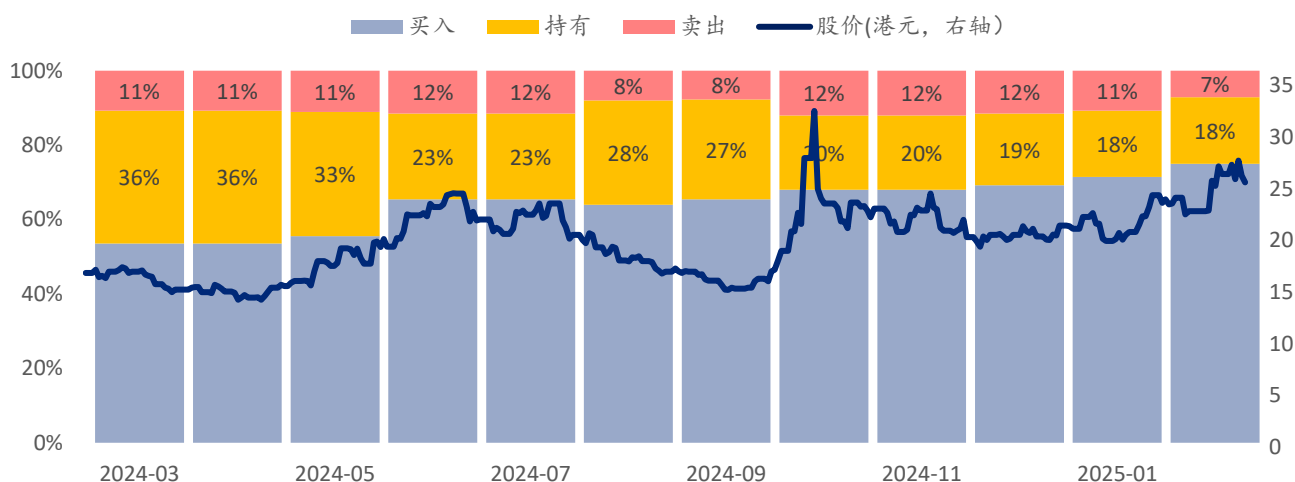
注: 数据截至 2024 年 11 月 7 日, 历史均值取自 2018 年 6 月 1 日以来数据; 资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 9: 华虹港股 EV/EBITDA: 当前 6.9x vs.历史均值 8.2x vs.历史均值以下一个标准差 0.3x



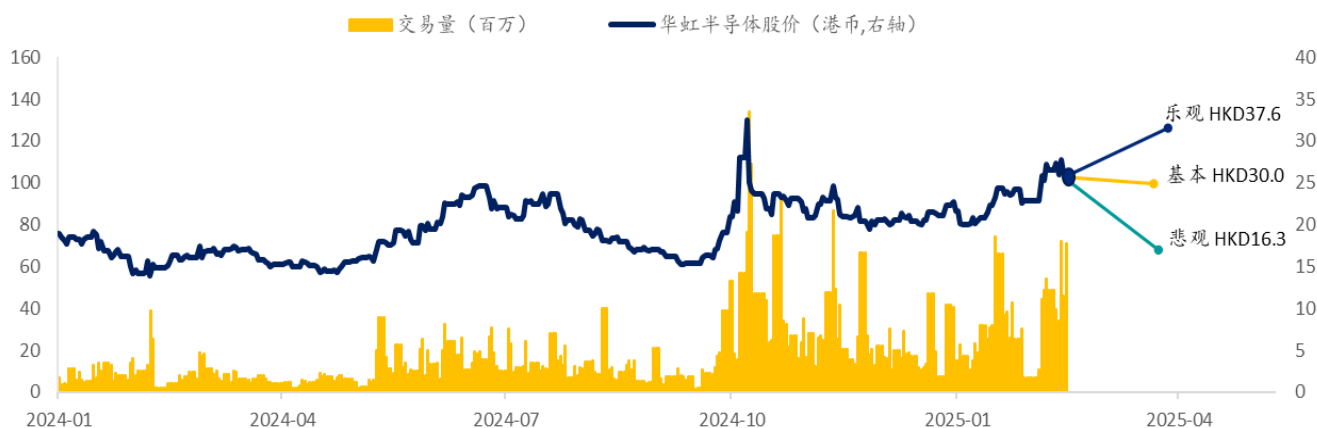
注: 数据截至 2025 年 2 月 14 日, 历史均值取自 2018 年 6 月 1 日以来数据; 资料来源: Bloomberg、浦银国际

图表 10：华虹港股市场普遍预期



资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 11：华虹港股 SPDBI 情景假设



乐观情景：公司收入增长好于预期

目标价：37.6 港元（概率：20%）

- 半导体周期上行动能充足；
- 功率器件竞争态势和缓，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；
- 无锡 12 寸新厂产能释放速度预期好于预期。

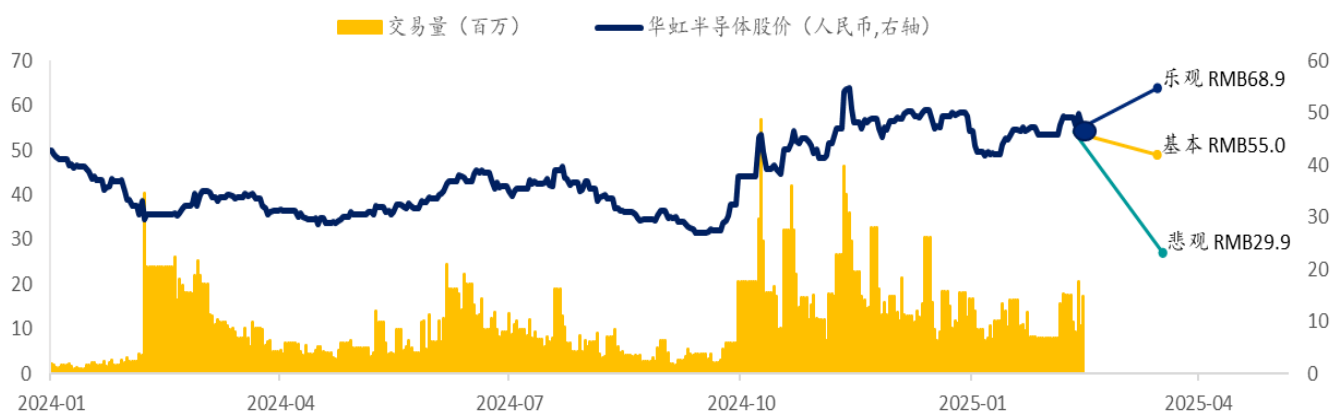
悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：16.3 港元（概率：15%）

- 半导体周期上行动能不足；
- 功率器件竞争加剧，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；
- 无锡 12 寸新厂产能释放速度低于预期。

资料来源：浦银国际

图表 12: 华虹 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 68.9 元（概率：20%）

- 半导体周期上行动能充足；
- 功率器件竞争态势和缓，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；
- 无锡 12 寸新厂产能释放速度预期好于预期。

悲观情景：公司收入增长不及预期

目标价：人民币 29.9 元（概率：15%）

- 半导体周期上行动能不足；
- 功率器件竞争加剧，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；
- 无锡 12 寸新厂产能释放速度低于预期。

资料来源：浦银国际

图表 13: 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	41.7	买入	23.6	2024/8/26	手机品牌
688036 CH Equity	传音控股	101.1	买入	179.4	2024/2/26	手机品牌
AAPL US Equity	苹果	241.5	买入	264.9	2024/10/10	手机品牌
285 HK Equity	比亚迪电子	58.9	买入	34.2	2024/9/2	结构件、组装
600745 CH Equity	闻泰科技	35.7	买入	41.6	2024/10/28	ODM、功率半导体
002475 CH Equity	立讯精密	43.5	买入	46.1	2024/8/26	结构件、组装
300433 CH Equity	蓝思科技	28.1	买入	27.1	2025/1/7	结构件、组装
2018 HK Equity	瑞声科技	48.0	买入	28.8	2024/3/25	声学、光学器件
2382 HK Equity	舜宇光学科技	87.6	买入	57.0	2024/8/26	手机光学、车载光学
1478 HK Equity	丘钛科技	7.9	买入	5.1	2024/8/13	手机光学
603501 CH Equity	韦尔股份	135.9	买入	130.8	2024/10/28	手机 CIS、车载 CIS
NIO US Equity	蔚来	4.3	买入	5.5	2024/11/21	新能源汽车
9866 HK Equity	蔚来-SW	34.6	买入	42.6	2024/11/21	新能源汽车
XPEV US Equity	小鹏汽车	16.0	买入	15.2	2024/11/20	新能源汽车
9868 HK Equity	小鹏汽车-W	64.2	买入	59.3	2024/11/20	新能源汽车
LI US Equity	理想汽车	25.2	买入	30.8	2024/11/4	新能源汽车
2015 HK Equity	理想汽车-W	101.6	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)	355.9	持有	210.8	2024/10/24	新能源汽车
1211 HK Equity	比亚迪股份	364.2	买入	335.0	2024/11/4	新能源汽车
002594 CH Equity	比亚迪	356.1	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	41.4	买入	32.7	2024/12/16	激光雷达
MBLY US Equity	Mobileye	17.4	买入	16.2	2024/11/1	智驾芯片
981 HK Equity	中芯国际	45.6	买入	55.6	2025/2/13	晶圆代工
688981 CH Equity	中芯国际	99.1	买入	120.1	2025/2/13	晶圆代工
1347 HK Equity	华虹半导体	25.7	买入	30.0	2025/2/17	晶圆代工
688347 CH Equity	华虹公司	46.8	买入	55.0	2025/2/17	晶圆代工
2330 TT Equity	台积电	1,060.0	买入	1401.1	2025/1/17	晶圆代工
TSM US Equity	台积电	201.8	买入	256.3	2025/1/17	晶圆代工
688396 CH Equity	华润微	46.9	买入	56.4	2024/10/17	功率半导体
600460 CH Equity	士兰微	26.8	买入	30.5	2023/9/20	功率半导体
300373 CH Equity	扬杰科技	44.7	买入	43.4	2024/8/26	功率半导体
688187 CH Equity	时代电气 A	43.5	买入	53.4	2024/10/31	功率半导体
3898 HK Equity	时代电气 H	30.6	买入	38.7	2024/10/31	功率半导体
603290 CH Equity	斯达半导	94.1	买入	112.4	2024/10/30	功率半导体
605111 CH Equity	新洁能	33.8	买入	38.7	2024/8/14	功率半导体
688711 CH Equity	宏微科技	17.8	买入	67.1	2023/9/20	功率半导体
NVDA US Equity	英伟达	135.3	买入	147.6	2024/8/30	AI 芯片
AMD US Equity	超威半导体	111.8	买入	168.7	2024/11/28	AI 芯片
INTC US Equity	英特尔	24.1	卖出	20.4	2024/11/28	AI 芯片
QCOM US Equity	高通	172.2	买入	205.7	2025/2/7	AI 芯片
2454 TT Equity	联发科	1,505.0	买入	1820.8	2025/2/10	AI 芯片

注: 截至 2025 年 2 月 14 日收盘价;

资料来源: Bloomberg、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个人。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](http://www.spdbi.com)  
地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

