

青岛啤酒 - H股 (168.HK)

上半年净利润同比增长近 20%，原材料成本下行趋势有望延续

投资要点:

上半年净利润同比增长近 20%: 青岛啤酒上半年收入由 2022 上半年约 192.7 亿元增长约 12% 至约 215.9 亿元，创历史新高。受益于结构升级以及产品提价，公司毛利总额同比增长约 15.3% 至约 84.7 亿元，同期毛利率则进一步改善至约 39.2%。此外，公司上半年经营利润和净利润均同比增长约 19.7% 至约 46 亿元和 34.8 亿元。

中高端以上啤酒销量占比进一步提升至逾 39%: 青岛啤酒上半年啤酒销售实现量价齐升，销量以及平均售价分别同比增长约 6.4% 以及 5.3% 至约 502 万千升以及 4,254 元/千升。公司旗下主品牌上半年销量占比提升至约 56%。此外，公司上半年中高端以上啤酒销量约达 198 万千升，同比增长约 19.0%，增速明显快于同期总啤酒销量增长，相关销量占比也因此进一步提升至约 39.3%，表明其高质量发展战略在产品结构提升方面持续起到了积极的推动作用。

原材料成本下行趋势有望延续，利好下半年毛利率表现: 青岛啤酒二季度毛利率由 2022 年二季度约 38.3% 提升 1.8 个百分点至 40.1%，改善幅度大于一季度 1.3 个百分点，反映公司二季度成本端压力或已进一步缓解，预期原材料成本下行趋势有望延续，将利好下半年毛利率表现。

二季度利润率创下历史季度最佳表现: 青岛啤酒上半年经营利润率和净利润率分别由 2022 上半年约 16.5% 和 15.1% 提升至约 18.4% 和 16.1%。按季度来看，公司一季度经营效益提升较为显著，销售费用以及行政费用占收入比率分别由 2022 年同期约 14.2% 以及 3.9% 下降至 13.8% 以及 3%。二季度，公司销售费用占收入比率没有延续一季度下降的趋势，由 2022 年同期约 8.1% 小幅上升至 8.3%；但公司同期持续加强人力成本管控，管理费用占收入比率由 2022 上半年约 3.5% 下降 0.4 个百分点至 3.1%。公司二季度经营利润率和净利润率因此分别进一步改善至约 24.3% 和 18.1%，均创下历史季度最佳表现。

盈利预测与投资建议: 我们对青岛啤酒 - H股(168.HK)未来财务数据的相关假设做出了修正，预期公司于 2023 至 2025 财年的净利润分别约为 44.6 亿元、49.8 亿元及 55.3 亿元，同比上升约 17.2%、11.8% 及 11.0%。根据现金流折现估值模型之测算，我们调整公司目标价至 90.5 港元，对应 2023 财年、2024 财年和 2025 财年之预测市盈率分别约 25.8 倍、23.1 倍和 20.8 倍。基于目标价较 9 月 5 日收市价 66.5 港元有约 36.1% 的上涨空间，因而维持公司“买入”评级。

财务摘要:

| 单位: 亿元人民币 | 2020A | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 收入 | 277.6 | 301.7 | 321.7 | 351.4 | 370.0 | 388.5 |
| 毛利 | 112.2 | 110.8 | 118.5 | 132.8 | 142.4 | 152.2 |
| 毛利率 | 40.4% | 36.7% | 36.8% | 37.8% | 38.5% | 39.2% |
| 净利润 | 23.3 | 32.6 | 38.0 | 44.6 | 49.8 | 55.3 |
| 净利润率 | 8.4% | 10.8% | 11.8% | 12.7% | 13.5% | 14.2% |

报告日期: 2023-09-06

业绩点评

投资评级:

买入

基本数据

| | |
|-----------|--------------|
| 所属板块 | 食品饮料 |
| 最新价 | 66.5 港元 |
| 市值 | 1,154.4 亿港元 |
| 52 周区间 | 54.5-86.7 港元 |
| 3 个月日均成交量 | 2.69 百万股 |
| 主要股东持股比例 | 32.51% |

数据来源: Bloomberg、WIND、HKEX

注: 截止 2023 年 9 月 5 日

一年行情图



数据来源: Bloomberg

业绩更新: 《2023 年首季度利润率改善至 13.8%，期待旺季持续发力》-20230502

首次覆盖: 《产品结构持续优化与成本压力趋缓推动盈利增长》-20230217

分析员

姓名: 高景东

中央编号: AYP093

电话: +852-2501 1037

电邮: tony.ko@ssif.com.hk

目录

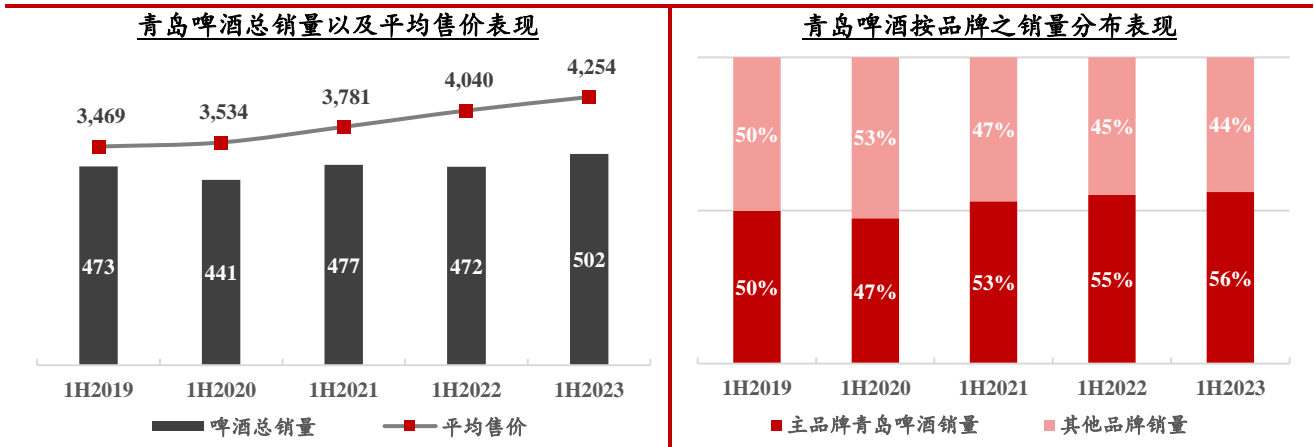
| | |
|-------------------------------------|----------|
| 1.啤酒销售量价齐升，产品结构不断优化 | 3 |
| 1.1 上半年啤酒销售实现量价齐升 | 3 |
| 1.2 中高端以上啤酒销量占比进一步提升至逾 39% | 3 |
| 2.盈利能力持续改善，净利润率升至逾 16% | 4 |
| 2.1 收入同比增长约 12%，毛利率则改善至逾 39% | 4 |
| 2.2 降本增效持续推进，净利润率升至逾 16% | 4 |
| 3.原材料成本下行趋势有望延续 | 5 |
| 3.1 二季度销量增速有所放缓，毛利率则改善至逾 40% | 5 |
| 3.2 二季度利润率创下历史季度最佳表现 | 6 |
| 4.盈利预测与投资建议 | 7 |
| 5.投资风险 | 8 |
| 6.财务报表摘要 | 9 |

1. 啤酒销售量价齐升，产品结构不断优化

1.1 上半年啤酒销售实现量价齐升

青島啤酒上半年啤酒销售实现量价齐升，销量以及平均售价分别同比增长约 6.4% 以及 5.3% 至约 502 万千升以及 4,254 元/千升。此外，公司旗下主品牌上半年销量占比提升至约 56%。

图表 1：青島啤酒半年度啤酒销量(万千升)、平均售价(元人民币/千升)以及按品牌之销量分布表现

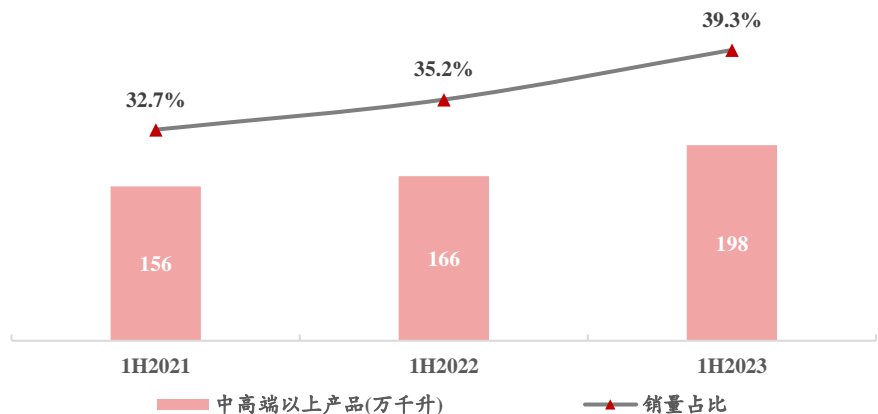


数据来源：公司公告、WIND、山证国际研究部整理

1.2 中高端以上啤酒销量占比进一步提升至逾 39%

青島啤酒上半年产品结构不断优化，中高端产品持续带动销量增长。公司上半年中高端以上啤酒销量约达 198 万千升，同比增长约 19.0%，增速明显快于同期总啤酒销量增长。中高端以上啤酒销量占总销量比率也因此进一步提升至 39.3%。

图表 2：青島啤酒半年度中高端以上产品销量以及占比表现



数据来源：公司公告、WIND、山证国际研究部整理

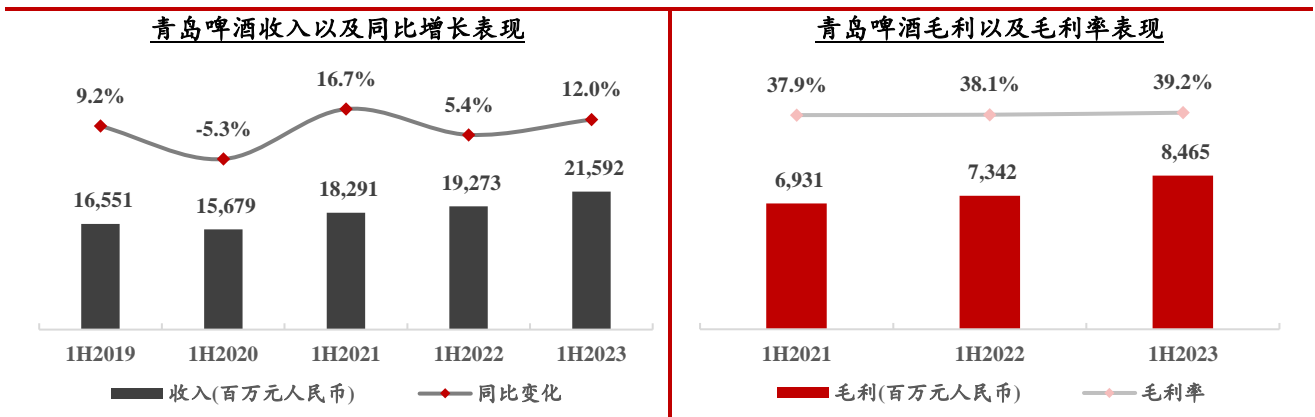
2. 盈利能力持续改善，净利润率升至逾16%

2.1 收入同比增长约12%，毛利率则改善至逾39%

青島啤酒上半年收入由 2022 上半年约 192.7 亿元增长约 12% 至约 215.9 亿元，创历史新高。

受益于结构升级以及产品提价，公司毛利总额同比增长约 15.3% 至约 84.7 亿元，同期毛利率则进一步改善至约 39.2%。

图表 3：青島啤酒半年度总收入以及同比增长、毛利以及毛利率表现



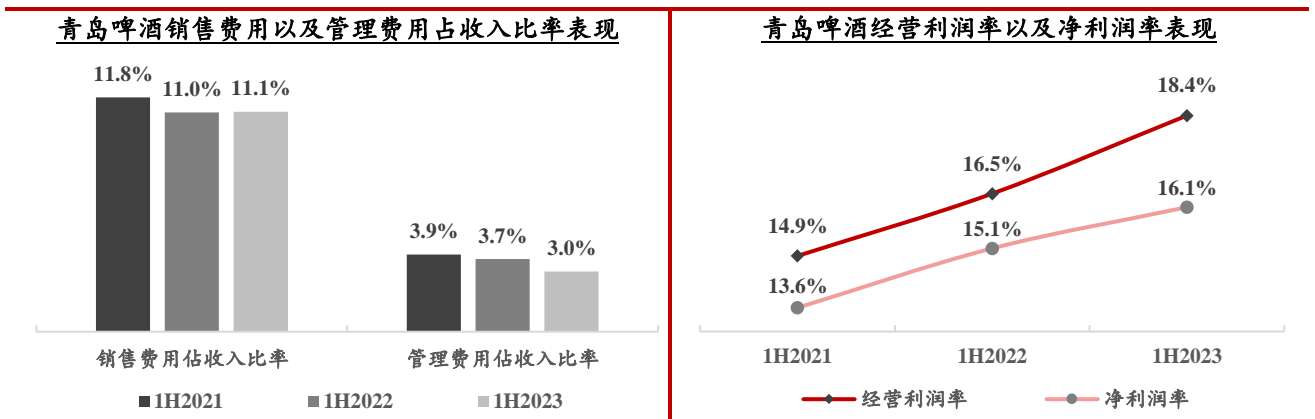
数据来源：公司公告、WIND、山证国际研究部整理

2.2 降本增效持续推进，净利润率升至逾16%

青島啤酒上半年两项主要经营费用包括销售费用和行政费用分别约为 23.9 亿元和 6.6 亿元。其中，行政费用占收入比率由 2022 上半年约 3.7% 持续下降至约 3%。

此外，公司上半年盈利能力持续改善，同期经营利润率和净利润率分别由 2022 上半年约 16.5% 和 15.1% 提升至约 18.4% 和 16.1%。

图表 4：青島啤酒半年度销售费用以及行政费用各自占收入比率、经营利润率以及净利润率表现



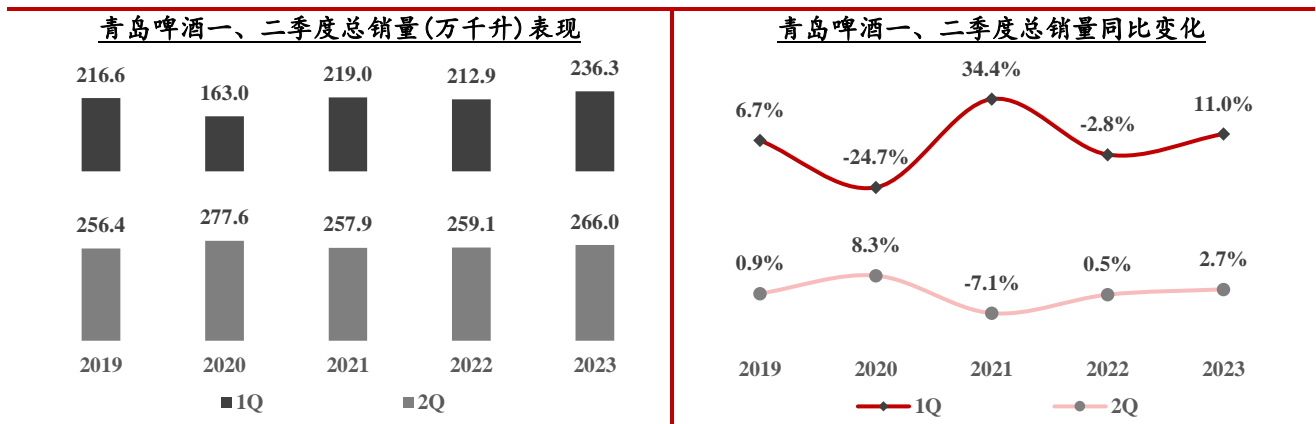
数据来源：公司公告、WIND、山证国际研究部整理

3. 原材料成本下行趨勢有望延續

3.1 二季度銷量增速有所放緩，毛利率則改善至逾 40%

受益于餐饮等消费场景持续恢复，青島啤酒一、二季度銷量基本上仍呈现增长态势，但二季度銷量增速有所放緩，由 2022 年二季度约 259 万千升增长约 2.7% 至 266 万千升。

图表 5：青島啤酒一、二季度銷量表现以及同比变化

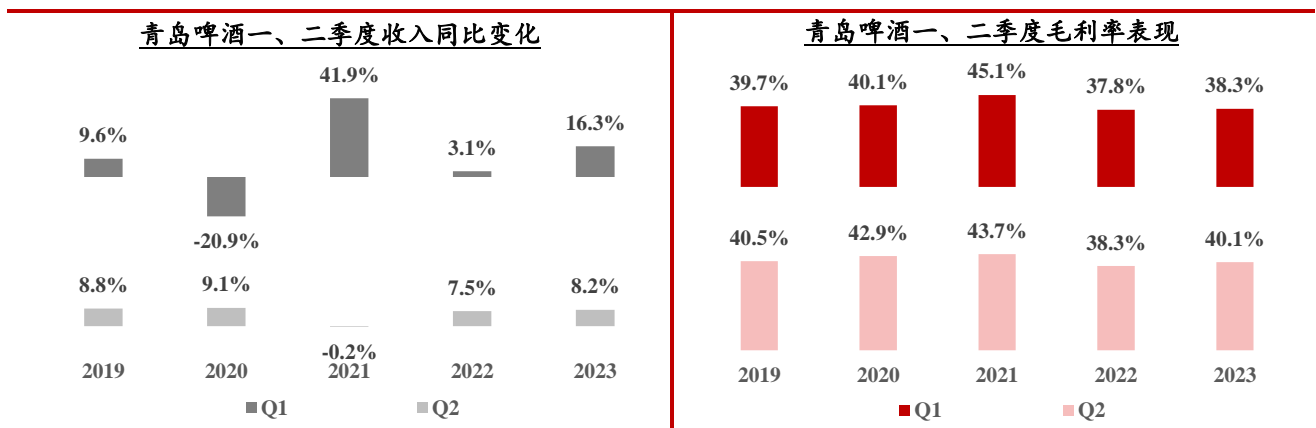


数据来源：WIND、山证国际研究部整理

此外，公司二季度收入同比增长约 8.2%，增速明显快于同期銷量增长，表明公司近年来高质量发展战略在产品结构提升方面持续起到了积极的推动作用。

毛利率方面，公司二季度毛利率由 2022 年二季度约 38.3% 提升 1.8 个百分点至 40.1%，改善幅度大于一季度 1.3 个百分点，反映公司二季度成本端压力或已进一步缓解，预期原材料成本下行趋势有望延续，将利好下半年毛利率表现。

图表 6：青島啤酒一、二季度收入同比变化以及毛利率表现



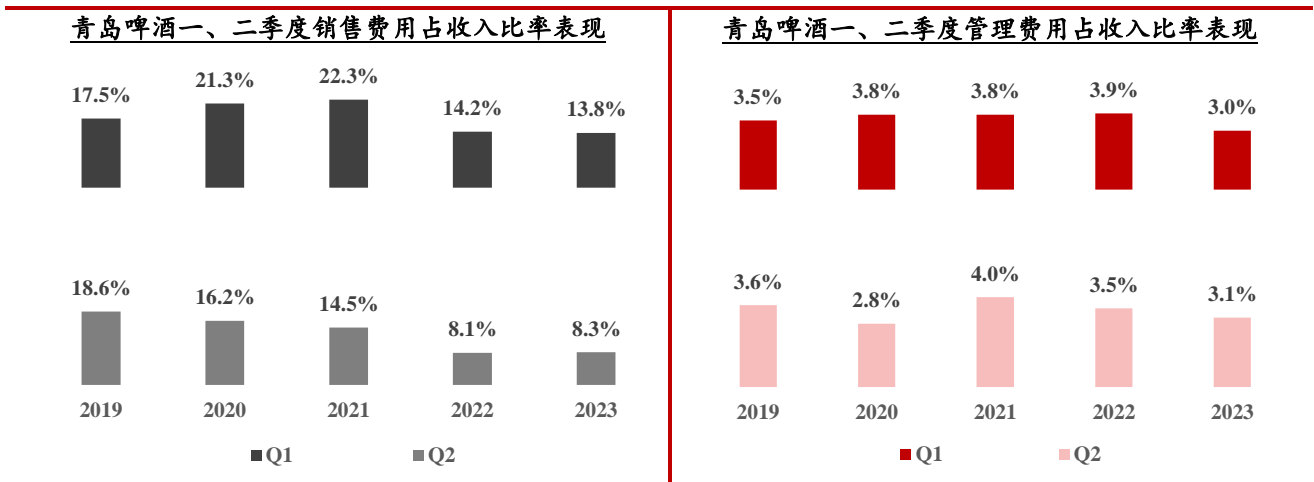
数据来源：WIND、山证国际研究部整理

3.2 二季度利潤率創下歷史季度最佳表現

公司一季度經營效益提升較為顯著，費用以及行政費用占收入比率分別由 2022 年同期 14.2% 以及 3.9% 下降至 13.8% 以及 3%。

二季度，公司銷售費用占收入比率沒有延續一季度下降的趨勢，由 2022 年同期約 8.1% 小幅上升至 8.3%；但公司同期持續加強人力成本管控，管理費用占收入比率由 2022 上半年約 3.5% 下降 0.4 個百分點至 3.1%。

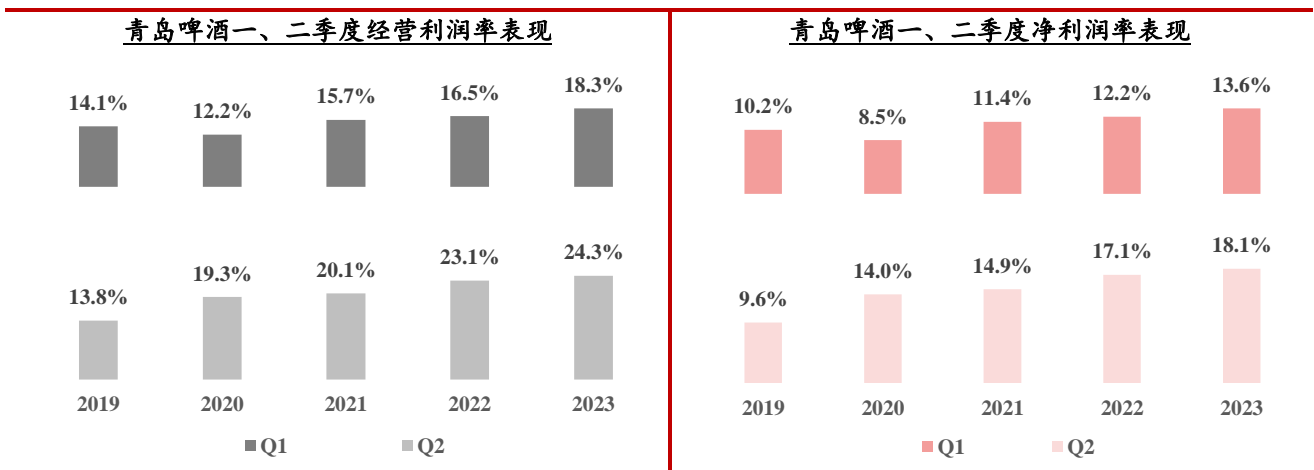
圖表 7：青島啤酒一、二季度銷售費用以及行政費用占收入比率表現



數據來源：WIND、山證國際研究部整理

公司二季度經營利潤率和淨利潤率因此分別由 2022 年同期約 23.1% 和 17.1% 進一步改善 1.2 個百分點和 1 個百分點至約 24.3% 和 18.1%，均創下歷史季度最佳表現。

圖表 8：青島啤酒一、二季度經營利潤率以及淨利潤率表現



數據來源：WIND、山證國際研究部整理

4. 盈利预测与投资建议

青島啤酒现金流折现估值财务模型:

财务模型构架简介: 我们利用现金流折现估值财务模型为青島啤酒-H股进行估值, 并将财务模型预测分为三个阶段, 分别是第一阶段(2023-2025年): 高速增长期; 第二阶段(2026-2030年): 中等增长期; 以及第三阶段(2030年以后): 平稳增长期。

第一阶段(2023-2025年)收入预测及主要明细假设:

(1) 啤酒销量: 受益于国内疫情过后的餐饮消费场景复苏, 预期公司2023年销量将由2022年约807万千升增长约4.6%至844万千升, 而随后将增长至2025年约859万千升。其中, 青島啤酒主品牌销量将由2022年约444万千升逐步增加至2025年约488万千升, 销量占比也由约55.0%上升至约56.8%。此外, 公司将持续落实“1+1”双品牌战略, 预期公司崂山啤酒第二品牌销量同期将由2022年约363万千升增加约3.5%至2023年约376万千升, 随后逐步调整至2025年约371万千升。

(2) 收入: 受益于公司啤酒高端化持续加速, 预期公司平均每升销售单价将持续提升, 由2022约3.93元上升至2025年约4.44元。相关因素将带动啤酒业务未来三年收入仍保持中至高单位数(约5-9%)增长。此外, 预期公司其他业务, 包括饮用水等产品销售收入2023-2025年将在规模提升带动下录得年复合增长率约9.9%。

图表 9: 青島啤酒主要指标表现和预测

| 啤酒业务 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 啤酒销量(万千升) | 793 | 807 | 844 | 853 | 859 |
| 青島啤酒主品牌 | 433 | 444 | 468 | 477 | 488 |
| 青島啤酒主品牌占比 | 54.6% | 55.0% | 55.5% | 56.0% | 56.8% |
| 崂山啤酒第二品牌 | 360 | 363 | 376 | 375 | 371 |
| 每升销售单价(元人民币) | 3.74 | 3.93 | 4.10 | 4.27 | 4.44 |
| 收入表现(百万元人民币) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 总收入 | 30,167 | 32,172 | 35,142 | 37,005 | 38,850 |
| 同比增长 | 8.7% | 6.6% | 9.2% | 5.3% | 5.0% |
| 啤酒业务收入 | 29,673 | 31,697 | 34,590 | 36,370 | 38,183 |
| 同比增长 | 8.5% | 6.8% | 9.1% | 5.1% | 5.0% |
| 其他业务收入 | 494 | 474 | 552 | 635 | 667 |
| 毛利率表现 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 整体毛利率 | 36.7% | 36.8% | 37.8% | 38.5% | 39.2% |
| 啤酒业务毛利率 | 36.7% | 36.8% | 37.7% | 38.3% | 39.1% |
| 其他业务毛利率 | 36.0% | 41.1% | 45.6% | 46.1% | 46.6% |
| 净利润表现(百万元人民币) | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 净利润 | 3,256 | 3,805 | 4,459 | 4,985 | 5,535 |
| 同比增长 | 39.9% | 16.9% | 17.2% | 11.8% | 11.0% |
| 净利润率 | 10.8% | 11.8% | 12.7% | 13.5% | 14.2% |

数据来源: 公司公告、WIND、山证国际研究部整理

(3) 毛利率：受益于啤酒产品结构持续升级，预期公司 2023 年毛利率将由 2022 年约 36.8% 上升至 37.8%，随后在 2024 年至 2025 年分别进一步上升至约 38.5% 以及 39.2%。

(4) 净利润率：预期 2023 年公司净利润率将由 2022 年约 11.8% 上升至约 12.7%。随后，其利润率将在 2023 年至 2024 年分别进一步上升至约 13.5% 和 14.2%。

第二阶段(2026-2030 年)自由现金流增长率：基于啤酒高端销售占比持续提升至接近发达国家水平和其他业务持续发展，预期青島啤酒自由现金流在期间年复合增长率将达约 5%。

第三阶段(2030 年后)自由现金流增长率：公司在 2030 年后将处于长期业务增长期，每年自由现金流将以约 3% 增长，接近已发达国家的长期经济增长率。

其他重要数据：(i)公司融资结构不会出现明显改变；(ii)无风险利率：约 2.6%；(iii)WACC：约 7.1%；(iv)公司 A/H 股价差比例不会改变

结论：

我们对青島啤酒－H股(168.HK)未来财务数据的相关假设做出了修正，预期公司于 2023 至 2025 财年的利润分别约为 44.6 亿元、49.8 亿元及 55.3 亿元，同比上升约 17.2%、11.8% 及 11.0%。

根据现金流折现估值模型之测算，我们调整公司目标价至 90.5 港元，对应 2023 财年、2024 财年和 2025 财年之预测市盈率分别约 25.8 倍、23.1 倍和 20.8 倍。基于目标价较 9 月 5 日收市价 66.5 港元有约 36.1% 的上涨空间，因而维持公司“买入”评级。

图表 10：同业比较

| 公司名称 | 估值表现 | | | | | | 2022 年业绩表现 | | | |
|-----------------|----------------------|-----------------------|-----------------------|------------------------|------------------------|----------------------|--------------------|------------|--------------|------------|
| | 总市值 (亿港元/ 人民币) | 市盈率 PE(TTM) (倍) | 市销率 PS(TTM) (倍) | 3年平均 PE(TTM) (倍) | 3年平均 PS(TTM) (倍) | 2023年 预测PE (倍) | 收入同比 增长率 (%) | 毛利率 (%) | 经营利润率 (%) | 利润率 (%) |
| 青島啤酒股份(0168.HK) | 1,167.0 | 19.6 | 2.4 | 29.6 | 3.0 | 19.0 | 6.6 | 36.8 | 11.6 | 11.8 |
| 百威亚太(1876.HK) | 2,230.2 | 33.0 | 4.2 | 50.4 | 6.0 | 26.0 | -4.8 | 50.0 | 17.5 | 14.6 |
| 华润啤酒(0291.HK) | 1,510.2 | 26.8 | 3.5 | 56.6 | 4.7 | 25.5 | 5.9 | 38.5 | 12.8 | 11.9 |
| 重庆啤酒(600132.SH) | 444.2 | 31.7 | 3.0 | 54.5 | 5.9 | 29.1 | 7.0 | 47.0 | 23.1 | 19.7 |
| 燕京啤酒(000729.SZ) | 298.2 | 57.8 | 2.1 | 117.5 | 2.1 | 49.5 | 10.4 | 31.5 | 2.6 | 4.6 |

注：(1)市场数据是 2023 年 9 月 5 日收市价；(2)青島啤酒预测数据由山证国际预测；(3)其他公司预测是由 WIND 统计一致预期。

数据来源：WIND、山证国际研究部整理

5. 投资风险

- (1) 业务经营表现不及预期；
- (2) 其他系统风险等。

财务报表摘要

| 损益表 | | | | | | 资产负债表 | | | | | |
|-----------------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 单位: 百万元人民币 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2023E | 单位: 百万元人民币 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2023E |
| 总收入 | 30,167 | 32,172 | 35,142 | 37,005 | 38,850 | 非流动资产 | | | | | |
| 同比变化% | 8.7% | 6.6% | 9.2% | 5.3% | 5.0% | 固定资产 | 10,149 | 11,009 | 10,933 | 10,882 | 10,821 |
| 销售成本 | (19,091) | (20,318) | (21,858) | (22,765) | (23,627) | 其他非流动资产 | 7,455 | 7,300 | 7,693 | 7,975 | 8,269 |
| 毛利 | 11,076 | 11,854 | 13,284 | 14,240 | 15,223 | 流动资产 | 17,604 | 18,309 | 18,626 | 18,857 | 19,090 |
| 毛利率 | 36.7% | 36.8% | 37.8% | 38.5% | 39.2% | 存货 | 3,493 | 4,152 | 3,992 | 4,241 | 4,423 |
| 经销开支 | (4,097) | (4,200) | (4,622) | (4,849) | (5,071) | 应收贸易款项及应收票据 | 800 | 807 | 734 | 686 | 592 |
| 行政开支 | (1,693) | (1,473) | (1,427) | (1,384) | (1,344) | 现金及等同现金项目 | 14,598 | 17,855 | 21,376 | 24,323 | 28,060 |
| 其他收入及其他收益—净额 | 831 | 1180 | 1301 | 1373 | 1440 | 其他流动资产 | 10,068 | 9,188 | 8,790 | 9,180 | 9,598 |
| 经营利润 | 4,455 | 5,001 | 5,934 | 6,634 | 7,368 | 总资产 | 46,563 | 50,312 | 53,518 | 57,285 | 61,762 |
| 经营利润率 | 14.8% | 15.5% | 16.9% | 17.9% | 19.0% | 流动负债 | | | | | |
| 营业外收入 | 33 | 20 | 26 | 26 | 26 | 应付贸易款项及应付票据 | 5,642 | 5,967 | 6,490 | 6,608 | 7,115 |
| 营业外支出 | (9) | (15) | (14) | (14) | (14) | 其他流动负债 | 12,617 | 13,705 | 13,712 | 14,506 | 15,327 |
| 除税前利润 | 4,479 | 5,006 | 5,946 | 6,646 | 7,380 | 非流动负债 | 18,259 | 19,672 | 20,202 | 21,114 | 22,442 |
| 所得税开支 | (1,223) | (1,201) | (1,486) | (1,662) | (1,845) | 递延收益 | 3,211 | 3,132 | 3,422 | 3,603 | 3,783 |
| 净利润 | 3,256 | 3,805 | 4,459 | 4,985 | 5,535 | 其他非流动负债 | 1,300 | 1,235 | 1,229 | 1,229 | 1,229 |
| 股东应占净利润 | 3,155 | 3,711 | 4,353 | 4,871 | 5,415 | 权益 | 4,511 | 4,368 | 4,651 | 4,832 | 5,012 |
| 同比变化 | 43.3% | 17.6% | 17.3% | 11.9% | 11.1% | 公司拥有人应占权益 | 23,002 | 25,495 | 27,816 | 30,411 | 33,293 |
| 股东应占净利润率 | 10.5% | 11.5% | 12.4% | 13.2% | 13.9% | 非控股权益 | 792 | 777 | 848 | 927 | 1,015 |
| 非控制股东应占净利润 | 101 | 94 | 106 | 113 | 120 | 权益总额 | 23,794 | 26,272 | 28,665 | 31,339 | 34,308 |
| 股息 | 1,501 | 2,456 | 2,067 | 2,311 | 2,566 | 负债及权益总额 | 46,564 | 50,312 | 53,518 | 57,285 | 61,762 |
| 派息比率 | 46.1% | 64.5% | 46.4% | 46.4% | 46.4% | 主要财务比率 | | | | | |
| 现金流量表 | | | | | | 主要财务比率 | | | | | |
| 单位: 百万元人民币 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2024E | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2023E | |
| 除税前溢利 | 4,479 | 5,006 | 5,946 | 6,646 | 7,380 | 盈利能力 | | | | | |
| 折旧及摊销 | 1,147 | 1,175 | 1,217 | 1,221 | 1,236 | 毛利率 | 36.7% | 36.8% | 37.8% | 38.5% | 39.2% |
| 其他 | (1,541) | (1,024) | 1,500 | (176) | 826 | 净利润率 | 10.8% | 11.8% | 12.7% | 13.5% | 14.2% |
| 营运资本变动前的经营现金流量 | 4,085 | 5,158 | 8,663 | 7,691 | 9,441 | ROE | 14.4% | 15.2% | 16.2% | 16.6% | 16.9% |
| 营运资本变动 | 3,181 | 923 | (756) | 82 | (419) | 营运表现 | | | | | |
| 已付所得税 | (1,223) | (1,201) | (1,486) | (1,662) | (1,845) | 经销开支/收入 | -13.6% | -13.1% | -13.2% | -13.1% | -13.1% |
| 经营活动现金流 | 6,043 | 4,879 | 6,421 | 6,112 | 7,177 | 行政开支/收入 | -5.6% | -4.6% | -4.1% | -3.7% | -3.5% |
| 购买物业及设备 | (1,635) | (1,780) | (1,259) | (1,259) | (1,259) | 有效税率 | -27.3% | -24.0% | -25.0% | -25.0% | -25.0% |
| 其他投资活动现金流 | (8,615) | (419) | 437 | 415 | 394 | 存货周转天数 | 65 | 71 | 68 | 66 | 65 |
| 投资活动现金流 | (10,250) | (2,199) | (823) | (844) | (865) | 应收款项周转天数 | 6 | 5 | 8 | 7 | 6 |
| 银行融资所得净款 | 251 | 229 | 0 | 0 | 0 | 应付款项周转天数 | 108 | 117 | 104 | 105 | 106 |
| 已付股息 | (1,111) | (2,456) | (2,067) | (2,311) | (2,566) | 现金周转天数 | -37 | -41 | -28 | -32 | -35 |
| 偿还银行及其他借贷 | (702) | (271) | 0 | 0 | 0 | 财务状况 | | | | | |
| 其他融资活动现金流 | (53) | 822 | (10) | (10) | (10) | 流动比率 | 159% | 163% | 173% | 182% | 190% |
| 融资活动现金流 | (1,614) | (1,676) | (2,077) | (2,321) | (2,576) | 速动比率 | 139% | 142% | 153% | 162% | 170% |
| 现金及现金等物净值 | (5,820) | 1,004 | 3,521 | 2,947 | 3,737 | 总负债/总权益 | 96% | 92% | 87% | 83% | 80% |
| 期初现金及现金等物 | 17,643 | 14,598 | 17,855 | 21,376 | 24,323 | 资产周转率 | 69% | 66% | 68% | 67% | 65% |
| 其他影响 | 2,775 | 2,253 | 0 | 0 | 0 | | | | | | |
| 期末现金及现金等物 | 14,598 | 17,855 | 21,376 | 24,323 | 28,060 | | | | | | |

数据来源: 公司公告、WIND、山证国际研究部整理和预测

投资评级定义

| | |
|----|---------------------------|
| 买入 | 预期股价在未来 12 个月上升 15% 以上 |
| 持有 | 预期股价在未来 12 个月上升或下跌 15% 以内 |
| 卖出 | 预期股价在未来 12 个月下跌 15% 以上 |

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山证国际金融控股有限公司及其联系公司（「山证国际」）编写。此报告所载资料的来源皆被山证国际认为可靠。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。山证国际，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、意见及推测反映山证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。山证国际，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，而应按照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。本档尚未经证监会审核。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

- 本研究报告所表达的任何观点均精确地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；
- 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系；
- 该分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，以及无拥有任何所述公司之财务权益或持有相关股份。

山证国际

香港金钟夏愨道 18 号海富中心 1 座 29 楼 A 室

电话：(852) 2501 1039

传真：(852) 2810 9962

公司网址：<http://www.ssif.com.hk>