

新兴装备构筑第二成长曲线

华泰研究

2023年4月02日 | 中国内地/中国香港

年报点评

半导体

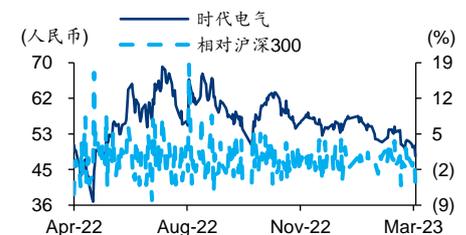
	3898 HK	688187 CH
投资评级:	买入(维持)	买入(维持)
目标价:	港币: 40.69	人民币: 64.97

研究员	黄乐平, PhD	
SAC No. S0570521050001	leping.huang@htsc.com	
SFC No. AUZ066	+(852) 3658 6000	
研究员	刘溢	
SAC No. S0570522070002	liuyi020747@htsc.com	
	+(86) 21 2897 2228	
研究员	陈旭东	
SAC No. S0570521070004	chenxudong@htsc.com	
SFC No. BPH392	+(86) 21 2897 2228	
联系人	廖健雄	
SAC No. S0570122020002	liaojianxiong@htsc.com	
	+(86) 755 8249 2388	

基本数据

(港币/人民币)	3898 HK	688187 CH
目标价	40.69	64.97
收盘价(截至3月31日)	34.15	47.74
市值(百万)	48,364	67,611
6个月平均日成交额(百万)	101.97	233.02
52周价格范围	23.85-45.00	36.84-69.06
BVPS	24.38	24.38

股价走势图



资料来源: Wind

22年: 收入同比增长近20%

时代电气公布2022年年报, 营收180亿元, 同比增长19%; 归母净利润26亿元, 同比增长27%。其中, 4Q22营收72亿元, 同比增加9%; 归母净利润10亿元, 同比增长22%, 毛利率为31.8%, 同比提升3.4pct。我们持续看好公司拓展能力圈, 业务从轨道交通装备拓展至IGBT、新能源汽车电驱、光伏逆变器等新兴装备业务, 为公司业绩增长注入强劲动能, 我们给予23/24/25年EPS预测1.90/2.10/2.21元/股, 基于SOTP估值法, 我们分别给予功率半导体器件/新能源汽车电驱/工业变流产品/轨道交通装备及其他业务11x 23E PS、1.5x 23E PS、7x 23E PS和23x 23E PE, 合计市值919.98亿元, 下调A/港股目标价为64.97元/40.69港币, 维持“买入”评级。

新兴装备: 功率+新能源+电驱业务协同发展

时代电气功率业务增速表现亮眼, 2022年营收同比增长72%至18.4亿元, 根据NE时代统计公司在国内乘用车功率模块装机量中处第一梯队, 目前公司IGBT突破第七代超精细沟槽技术, 我们判断功率密度有所提升, 我们预计2023年功率半导体三期项目产能爬坡, 公司功率半导体收入将继续增长。公司积极拓展光伏逆变器、风电变流器、储能变流器等新能源装备业务, 其中光伏逆变器中标月度排名3次第一, 公司电驱业务地位也稳固提升, 跻身行业前10, 我们预计新能源+电驱业务或将带动公司功率器件技术提升, 2022年技术又一突破——成功研制高压油冷SiC汽车电驱项目。

未来展望: 轨交或将平稳运行

公司轨交业务营收基本企稳, 轨道交通电气装备收入4Q22同比增加7.3%, 但轨交市场危机共存, 随着外资准入门槛降低, 轨交投资/运营主体进一步多元化, 竞争或加剧。但公司作为国内轨道交通行业具有领导地位的牵引变流系统供应商, 业务向上下游产业链布局(功率、传感器业务), 或能提供全套解决方案, 加之国内经济复苏, 公司轨交业务或将有所受益。

维持“买入”评级, 目标价64.97元/40.69港币

公司为A股稀缺“芯片+器件+系统”标的, 我们给予23/24/25年EPS预测1.90/2.10/2.21元/股, 基于SOTP估值法, 给予A/H股目标价分别为64.97元/40.69港币, 维持“买入”评级。

风险提示: 轨道交通装备行业竞争加剧风险; 半导体周期下行风险; 新能源车、光伏等需求不达预期风险。

经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	15,121	18,034	21,557	24,693	27,284
+/-%	(5.69)	19.26	19.54	14.55	10.49
归属母公司净利润(人民币百万)	2,018	2,556	2,694	2,970	3,126
+/-%	(18.49)	26.67	5.39	10.27	5.27
EPS(人民币, 最新摊薄)	1.42	1.80	1.90	2.10	2.21
ROE(%)	7.15	7.61	7.51	7.67	7.49
PE(倍)	33.51	26.45	25.10	22.76	21.63
PB(倍)	2.07	1.96	1.82	1.68	1.56
EV EBITDA(倍)	13.25	10.27	10.07	8.56	7.69

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1：时代电气盈利预测及主要财务指标

人民币 (百万元)	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2023E	2024E
	A	A	A	A (华泰)	(华泰)	(华泰)		旧	旧	变化	变化
营业收入	16,304	16,034	15,121	18,034	21,557	24,693	27,284	21,558	25,294	0%	-2%
YoY		-2%	-6%	19%	20%	15%	10%				
营业成本	(9,966)	(10,067)	(10,019)	(12,139)	(14,468)	(16,842)	(18,767)				
毛利	6,338	5,967	5,102	5,895	7,089	7,851	8,517				
同比		-6%	-15%	16%	20%	11%	8%				
OPEX	(3,582)	(3,558)	(3,480)	(3,559)	(4,329)	(4,744)	(5,201)				
销售费用	(1,121)	(1,108)	(1,050)	(1,098)	(1,315)	(1,457)	(1,610)				
管理费用	(850)	(761)	(813)	(890)	(992)	(1,086)	(1,200)				
研发费用	(1,607)	(1,687)	(1,690)	(1,762)	(2,199)	(2,420)	(2,674)				
财务费用	(4)	(3)	74	191	177	220	283				
资产减值损失	(86)	(234)	(162)	73	88	100	111				
营业利润	2,901	2,778	2,101	2,931	3,089	3,412	3,589				
同比		-4%	-24%	39%	5%	10%	5%				
其他收入/支出	31	59	22	10	15	11	14				
税前利润	2,933	2,837	2,123	2,942	3,104	3,423	3,603				
同比		-3%	-25%	39%	6%	10%	5%				
所得税	(275)	(340)	(88)	(350)	(372)	(411)	(432)				
少数股东损益	2	-21	-17	-36	-38	-42	-44				
归属股东利润	2,659	2,475	2,018	2,556	2,694	2,970	3,126	2,789	3,027	-3%	-2%
同比		-7%	-18%	27%	5%	10%	5%				
稀释每股收益(元)	2.26	2.11	1.42	1.80	1.90	2.10	2.21				
同比		-7%	-32%	27%	5%	10%	5%				
比例分析											
销售费用率	6.9%	6.9%	6.9%	6.1%	6.1%	5.9%	5.9%				
管理费用率	5.2%	4.7%	5.4%	4.9%	4.6%	4.4%	4.4%				
研发费用率	9.9%	10.5%	11.2%	9.8%	10.2%	9.8%	9.8%				
财务费用率	0.0%	0.0%	-0.5%	-1.1%	-0.8%	-0.9%	-1.0%				
毛利率	38.9%	37.2%	33.7%	32.7%	32.9%	31.8%	31.2%	34.6%	33.6%	-0.2pct	-0.7pct
营业利润率	17.8%	17.3%	13.9%	16.3%	14.3%	13.8%	13.2%				
净利率	16.3%	15.4%	13.3%	14.2%	12.5%	12.0%	11.5%				

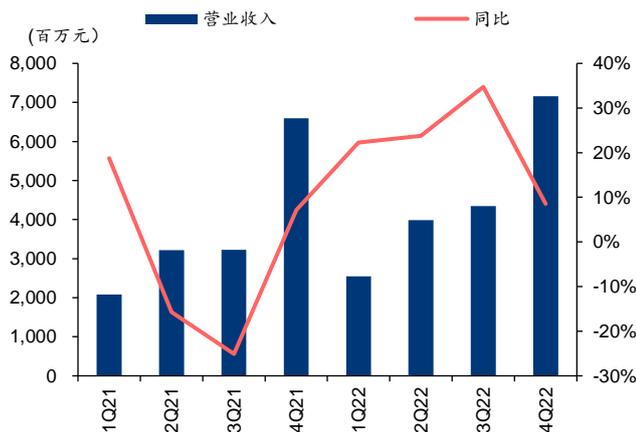
资料来源：Wind，华泰研究预测

图表2：时代电气营收拆分

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)									
营业总收入	15,144	15,658	16,304	16,034	15,121	18,034	21,557	24,693	27,284
轨道交通装备	13,113	13,822	14,434	13,890	12,252	12,656	13,197	13,600	14,016
轨道交通电气装备	8,710	9,807	10,923	10,618	9,447	9,766	10,157	10,484	10,822
轨道工程机械	3,041	2,603	1,992	2,015	2,127	1,703	1,822	1,859	1,896
通信信号系统	653	796	658	601	274	657	683	705	728
其它轨道交通装备	710	616	861	656	404	530	535	553	570
新兴装备	1,651	1,756	1,765	1,901	2,572	5,148	8,118	10,844	13,017
功率半导体器件	810	667	519	801	1,068	1,835	2,386	3,578	3,813
传感器件	841	147	147	202	230	409	1,023	1,841	2,025
新能源汽车电驱系统	-	71	131	168	456	1,093	1,913	2,295	3,672
工业变流产品	-	430	515	405	528	1,374	1,924	2,212	2,544
海工装备	-	440	452	325	290	437	874	918	964
收入占比 (%)									
轨道交通装备	86.6%	88.3%	88.5%	86.6%	81.0%	70.2%	61.2%	55.1%	51.4%
轨道交通电气装备	57.5%	62.6%	67.0%	66.2%	62.5%	54.2%	47.1%	42.5%	39.7%
轨道工程机械	20.1%	16.6%	12.2%	12.6%	14.1%	9.4%	8.5%	7.5%	6.9%
通信信号系统	4.3%	5.1%	4.0%	3.8%	1.8%	3.6%	3.2%	2.9%	2.7%
其它轨道交通装备	4.7%	3.9%	5.3%	4.1%	2.7%	2.9%	2.5%	2.2%	2.1%
新兴装备	10.9%	11.2%	10.8%	11.9%	17.0%	28.5%	37.7%	43.9%	47.7%
功率半导体器件	5.3%	4.3%	3.2%	5.0%	7.1%	10.2%	11.1%	14.5%	14.0%
传感器件	5.6%	0.9%	0.9%	1.3%	1.5%	2.3%	4.7%	7.5%	7.4%
新能源汽车电驱系统	0.0%	0.5%	0.8%	1.0%	3.0%	6.1%	8.9%	9.3%	13.5%
工业变流产品	0.0%	2.7%	3.2%	2.5%	3.5%	7.6%	8.9%	9.0%	9.3%
海工装备	0.0%	2.8%	2.8%	2.0%	1.9%	2.4%	4.1%	3.7%	3.5%
同比增速 (%)									
轨道交通装备	-	5.4%	4.4%	-3.8%	-11.8%	3.3%	4.3%	3.1%	3.1%
轨道交通电气装备	-	12.6%	11.4%	-2.8%	-11.0%	3.4%	4.0%	3.2%	3.2%
轨道工程机械	-	-14.4%	-23.5%	1.1%	5.6%	-19.9%	7.0%	2.0%	2.0%
通信信号系统	-	22.0%	-17.3%	-8.6%	-54.4%	139.8%	4.0%	3.2%	3.2%
其它轨道交通装备	-	-13.3%	39.9%	-23.8%	-38.5%	31.3%	1.0%	3.2%	3.2%
新兴装备	-	6.4%	0.6%	7.7%	35.3%	100.1%	57.7%	33.6%	20.0%
功率半导体器件	-	-17.7%	-22.2%	54.5%	33.3%	71.8%	30.0%	50.0%	6.6%
传感器件	-	-82.5%	0.1%	37.1%	13.7%	77.8%	150.0%	80.0%	10.0%
新能源汽车电驱系统	-	-	86.1%	27.9%	171.4%	139.7%	75.0%	20.0%	60.0%
工业变流产品	-	-	19.7%	-21.5%	30.5%	160.2%	40.0%	15.0%	15.0%
海工装备	-	-	2.7%	-28.1%	-10.7%	50.4%	100.0%	5.0%	5.0%
毛利率 (%)									
综合毛利率	37.1%	37.5%	38.9%	37.2%	33.7%	35.8%	39.0%	38.9%	38.9%
轨道交通装备	38.2%	38.7%	40.8%	39.5%	37.0%	25.7%	23.4%	23.2%	23.2%
新兴装备	30.6%	26.6%	24.6%	22.2%	20.1%	18.7%	18.7%	18.7%	18.7%

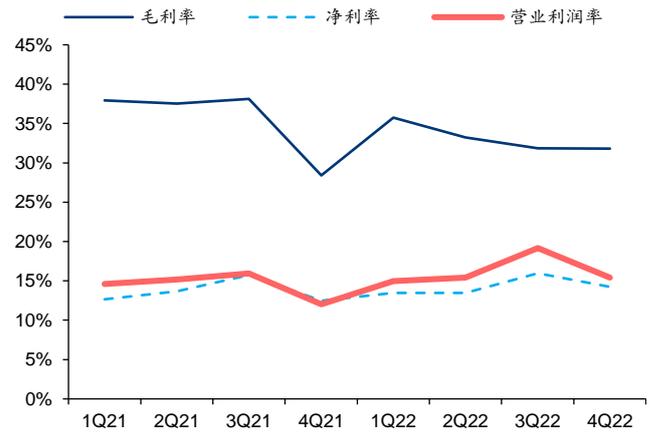
资料来源：Wind，华泰研究预测

图表3: 时代电气季度营业收入及同比增速



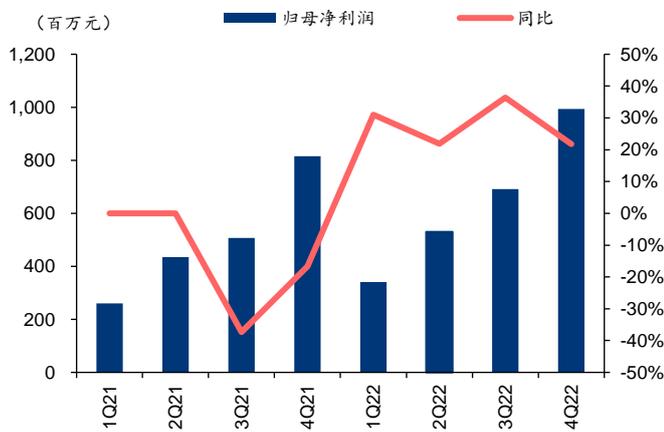
资料来源: Wind, 华泰研究

图表4: 时代电气季度毛利率、营业利润率及净利率



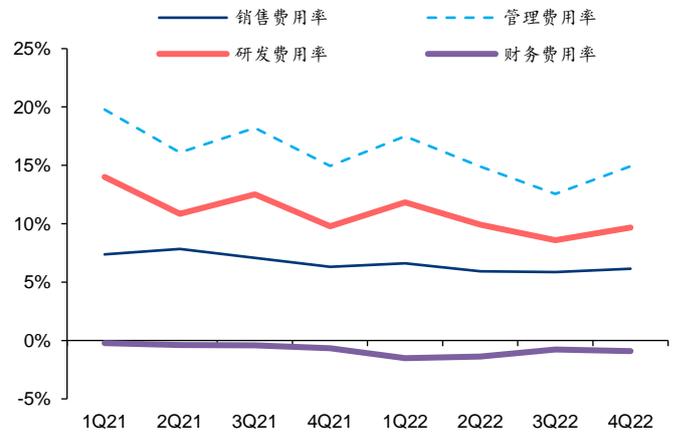
资料来源: Wind, 华泰研究

图表5: 时代电气季度归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 华泰研究

图表6: 时代电气季度费用率



资料来源: Wind, 华泰研究

估值分析

我们采用 SOTP 法对时代电气 A 股和 H 股进行估值。对于时代电气 A 股:

功率半导体器件业务 (目标市值 262.41 亿元): 我们给予功率半导体器件业务 11x 23 年 PS, 对标斯达半导且相对行业均值溢价, 主因我们预计时代电气 IGBT 业务将在 2023 年继续高速增长, 且在新能源汽车 IGBT 领域和斯达半导同处于国内龙头地位。我们给予功率半导体器件业务 262.41 亿元的目标市值。

新能源汽车电驱业务 (目标市值 28.69 亿元): 公司功率半导体业务或带动新能源电驱业务实现长足发展, 但考虑到公司新能源汽车电驱系统业务盈利能力尚且薄弱, 我们给予新能源汽车电驱业务 1.5x 的 23 年 PS, 略高于可比公司平均水平, 对应市值 28.69 亿元。

工业变流产品 (目标市值 134.65 亿元): 公司该业务产品主要包括光伏逆变器、风电变流器等。参考可比公司 23 年 Wind 一致预期均值的 3.94x PS, 给予 7.0x 23 年 PS (对应市值 134.65 亿元), 较行业平均有所溢价, 主要由于公司在光伏逆变器领域订单充沛, 2023 年有望实现快于行业的成长。

轨道交通装备及其他业务 (目标市值 494.23 亿元): 可比公司 23 年 Wind 一致预期下 PE 均值为 22.19x。我们给予时代电气轨道交通装备及其他业务 23 x 23 年 PE, 因公司为国内轨交装备龙头企业, 相对于行业平均溢价。我们给予轨交装备及其他业务 494.23 亿元的目标市值。

综上，对于时代电气 A 股，我们分别给予功率半导体器件/新能源汽车电驱/工业变频产品/轨道交通装备及其他业务 11x 23E PS、1.5x 23E PS、7x 23E PS 和 23x 23E PE，合计市值 919.98 亿元，下调目标价至 64.97 元（前值：73 元）。

图表7：2023 年时代电气估值分析-A 股

百万元人民币	营业收入 (2023E)	净利润 (2023E)	估值方法	PE/PS (2023E)	目标市值
功率半导体器件业务	2,386	429	PS	11	26,241
轨交装备及其他	15,335	2,149	PE	23	49,423
新能源汽车电驱	1,913	19	PS	1.5	2,869
工业变频产品	1,924	96	PS	7	13,465
合计	21,557	2,694			91,998
				总股本	1,416
				目标价	64.97

资料来源：公司财报，华泰研究预测

图表8：可比公司估值表（截至 2023 年 3 月 31 日）

代码	公司	交易货币	收盘价 (元)	总市值 (百万元)	PE (倍)		PB (倍)		PS (倍)	
					2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
功率半导体业务										
603290 CH	斯达半导	CNY	274.55	46,891	40.47	29.54	7.00	5.82	11.17	7.94
600460 CH	士兰微	CNY	37.01	52,409	36.79	28.61	6.05	5.10	4.52	3.68
688711 CH	宏微科技	CNY	82.00	11,307	72.34	46.61	10.02	8.24	7.83	5.34
605111 CH	新洁能	CNY	82.99	17,677	30.62	23.89	4.62	3.93	7.20	5.64
688261 CH	东微半导	CNY	199.00	13,408	34.09	25.68	4.71	4.01	8.41	6.22
	国内平均				42.86	30.87	6.48	5.42	7.82	5.76
轨交装备业务及其他										
601766 CH	中国中车	CNY	6.12	165,263	17.64	15.53	1.11	1.07	0.75	0.71
688009 CH	中国通号	CNY	5.42	51,707	14.57	13.60	1.22	1.17	1.23	1.18
300124 CH	汇川技术	CNY	70.30	186,891	34.36	27.02	7.69	6.13	6.18	4.85
	平均				22.19	18.72	3.34	2.79	2.72	2.25
新能源汽车电驱										
300681 CH	英搏尔	CNY	33.53	5,635	24.94	12.66	3.14	2.50	1.42	0.92
688162 CH	巨一科技	CNY	46.16	6,340	21.61	13.87	2.19	1.92	1.26	0.91
	平均				23.28	13.27	2.66	2.21	1.34	0.92
工业变频产品										
300274 CH	阳光电源	CNY	104.86	155,737	27.19	20.42	6.42	4.95	2.31	1.69
688390 CH	固德威	CNY	289.45	35,660	25.38	15.89	10.46	6.68	3.30	2.05
300763 CH	锦浪科技	CNY	133.58	52,990	23.82	16.34	9.95	6.44	4.25	2.98
605117 CH	德业股份	CNY	257.96	61,635	24.61	16.33	9.96	6.44	5.91	3.95
	平均				25.25	17.25	9.20	6.13	3.94	2.67

注：若无 wind 一致预期，删除可比公司交控科技，可比公司预测数据来自 Wind 一致预期

资料来源：Wind，华泰研究预测

对于时代电气 H 股，我们根据历史平均 AH 溢价率来确定估值。根据 Wind，时代电气自 21 年科创板上市以来（截至 2023 年 3 月 31 日），历史平均 AH 溢价率为 88.42%，结合 A 股目标市值 919.98 亿元（按照 1HKD=0.88RMB 的汇率进行计算），调整时代电气 H 股目标价 40.69 港币（前值：43.21 港币）。

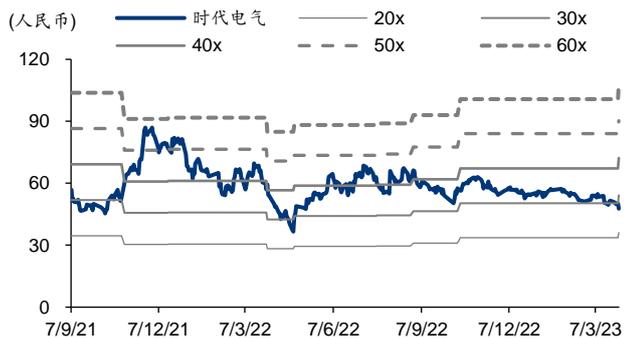
风险提示

轨道交通装备行业竞争加剧风险。公司的主要营业收入来源仍以轨道交通装备为主，然而轨道交通装备行业竞争激烈，不乏中国通号、汇川技术、金鹰重工等强力竞争者。若该行业竞争进一步加剧，公司的营业收入将面临不及预期的风险。

半导体周期下行风险。若未来全球疫情反复，下游市场需求难以提振，半导体行业将面临下行周期风险，从而进一步压缩公司功率半导体业务的未来增量空间。

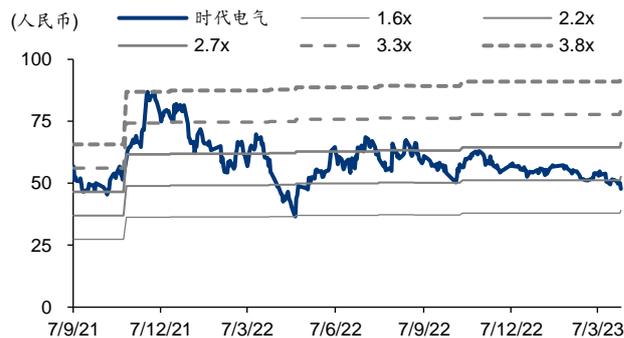
新能源车、光伏等需求不达预期风险。公司的新兴装备业务主要面向新能源汽车、新能源发电等下游领域。若出现新能源汽车渗透速度放缓，光伏、风电等装机量不及预期等情况，将存在公司未来营收和利润增长不及预期的风险。

图表9: 时代电气 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表10: 时代电气 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	34,643	36,443	39,587	45,087	48,891
现金	8,219	7,500	7,670	10,044	11,966
应收账款	6,549	8,100	9,412	10,647	11,517
其他应收账款	199.94	186.85	275.51	254.10	331.09
预付账款	344.52	715.52	551.62	899.85	703.94
存货	4,921	5,822	6,982	7,923	8,685
其他流动资产	14,409	14,119	14,696	15,319	15,688
非流动资产	9,508	12,066	12,357	12,354	12,096
长期投资	611.73	463.55	284.73	101.25	(80.11)
固定投资	3,964	4,803	5,326	5,643	5,723
无形资产	713.24	632.50	500.33	346.08	204.63
其他非流动资产	4,218	6,168	6,246	6,264	6,249
资产总计	44,151	48,510	51,945	57,441	60,986
流动负债	9,151	11,702	12,411	14,909	15,302
短期借款	389.55	454.37	454.37	454.37	454.37
应付账款	4,678	6,086	6,743	8,192	8,449
其他流动负债	4,084	5,161	5,214	6,263	6,398
非流动负债	1,707	1,512	1,506	1,493	1,474
长期借款	77.69	72.69	67.05	53.42	34.86
其他非流动负债	1,629	1,439	1,439	1,439	1,439
负债合计	10,858	13,214	13,917	16,402	16,776
少数股东权益	671.65	765.03	803.13	845.14	889.36
股本	1,416	1,416	1,416	1,416	1,416
资本公积	10,519	10,511	10,511	10,511	10,511
留存公积	20,863	22,781	25,513	28,525	31,696
归属母公司股东权益	32,621	34,531	37,224	40,194	43,321
负债和股东权益	44,151	48,510	51,945	57,441	60,986

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	2,150	2,041	1,231	2,832	2,143
净利润	2,035	2,592	2,732	3,012	3,171
折旧摊销	602.53	815.90	678.01	763.16	849.74
财务费用	(73.81)	(190.90)	(176.58)	(219.57)	(283.20)
投资损失	(33.61)	42.00	(32.44)	(16.81)	(10.22)
营运资金变动	(318.92)	(1,168)	(1,832)	(544.35)	(1,396)
其他经营现金	(60.55)	(50.00)	(137.04)	(162.22)	(188.34)
投资活动现金	(6,014)	(2,263)	(873.12)	(665.51)	(485.86)
资本支出	(974.00)	(953.44)	(1,129)	(924.40)	(748.90)
长期投资	(5,157)	21,450	178.82	183.49	181.36
其他投资现金	117.73	(22,760)	76.57	75.40	81.69
筹资活动现金	6,975	(591.38)	(188.21)	206.73	264.39
短期借款	111.30	64.82	0.00	0.00	0.00
长期借款	(5.00)	(5.00)	(5.64)	(13.63)	(18.56)
普通股增加	240.76	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	7,198	(8.02)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(569.72)	(643.19)	(182.57)	220.36	282.95
现金净增加额	3,099	(808.19)	170.02	2,374	1,922

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	15,121	18,034	21,557	24,693	27,284
营业成本	10,019	12,139	14,468	16,842	18,767
营业税金及附加	116.40	116.17	138.87	159.07	175.76
营业费用	1,050	1,098	1,315	1,457	1,610
管理费用	813.02	889.98	991.62	1,086	1,200
财务费用	(73.81)	(190.90)	(176.58)	(219.57)	(283.20)
资产减值损失	(161.87)	73.35	(87.67)	(100.43)	(110.97)
公允价值变动收益	71.13	166.03	61.32	75.20	93.42
投资净收益	33.61	(42.00)	32.44	16.81	10.22
营业利润	2,101	2,931	3,089	3,412	3,589
营业外收入	24.63	11.35	17.99	14.67	16.33
营业外支出	3.01	1.10	3.20	3.47	2.69
利润总额	2,123	2,942	3,104	3,423	3,603
所得税	88.48	349.58	372.49	410.74	432.37
净利润	2,035	2,592	2,732	3,012	3,171
少数股东损益	16.91	36.15	38.10	42.01	44.22
归属母公司净利润	2,018	2,556	2,694	2,970	3,126
EBITDA	2,651	3,574	3,595	3,955	4,156
EPS (人民币, 基本)	1.63	1.80	1.90	2.10	2.21

主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	(5.69)	19.26	19.54	14.55	10.49
营业利润	(24.34)	39.49	5.39	10.43	5.21
归属母公司净利润	(18.49)	26.67	5.39	10.27	5.27
获利能力 (%)					
毛利率	33.74	32.69	32.89	31.79	31.22
净利率	13.46	14.37	12.67	12.20	11.62
ROE	7.15	7.61	7.51	7.67	7.49
ROIC	12.36	14.25	13.23	13.93	13.51
偿债能力					
资产负债率 (%)	24.59	27.24	26.79	28.55	27.51
净负债比率 (%)	(19.00)	(16.24)	(16.48)	(21.09)	(23.96)
流动比率	3.79	3.11	3.19	3.02	3.20
速动比率	3.12	2.50	2.53	2.39	2.54
营运能力					
总资产周转率	0.39	0.39	0.43	0.45	0.46
应收账款周转率	2.09	2.46	2.46	2.46	2.46
应付账款周转率	2.42	2.26	2.26	2.26	2.26
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	1.42	1.80	1.90	2.10	2.21
每股经营现金流(最新摊薄)	1.52	1.44	0.87	2.00	1.51
每股净资产(最新摊薄)	23.03	24.38	26.28	28.38	30.59
估值比率					
PE (倍)	33.51	26.45	25.10	22.76	21.63
PB (倍)	2.07	1.96	1.82	1.68	1.56
EV EBITDA (倍)	13.25	10.27	10.07	8.56	7.69

免责声明

分析师声明

本人，黄乐平、刘溢、陈旭东，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师黄乐平、刘溢、陈旭东本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司