

# MDI 景气回暖，各板块持续向好

华泰研究

2023 年 6 月 13 日 | 中国内地

动态点评

化学原料

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

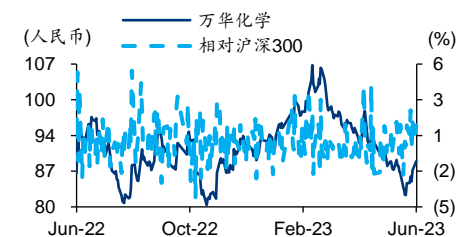
141.00

研究员 庄汀洲  
SAC No. S0570519040002 zhuangtingzhou@htsc.com  
SFC No. BQZ933 +(86) 10 5679 3939  
联系人 张雄  
SAC No. S0570121100029 zhangxiang@htsc.com  
+(86) 10 6321 1166

## 基本数据

目标价(人民币)	141.00
收盘价(人民币 截至 6 月 12 日)	88.65
市值(人民币百万)	278,339
6 个月平均日成交额(人民币百万)	915.33
52 周价格范围(人民币)	80.36-106.80
BVPS(人民币)	25.78

## 股价走势图



资料来源: Wind

**MDI/TDI 格局优化且成本减压、石化/新材料盈利向好，维持“买入”评级**  
23Q2 以来，供给优化及出口韧性等带动下 MDI 景气回暖，我们测算 22 年聚合 MDI/TDI 出口敞口 63%/52%，国内地产等终端低迷的影响或弱化，看好供给优化及去库存后聚氨酯旺季盈利改善及公司全球份额的持续提升；伴随煤炭/丙烷等原料跌价，聚氨酯/石化板块成本压力亦有缓解，而新材料板块项目增量有望逐步兑现，各板块盈利整体向好。我们预计公司 23-25 年归母净利润 221/257/284 亿元，对应 EPS 为 7.05/8.18/9.03 元，结合可比公司 23 年 Wind 一致预期平均 19xPE，考虑公司聚氨酯龙头地位及新项目成长性，给予 23 年 20xPE，目标价 141 元，维持“买入”评级。

### MDI/TDI 出口敞口较高，行业检修及去库存后迎接旺季

我们测算 22 年国内聚合 MDI/TDI 出口敞口（直接出口+伴随下游出口占产量比重）63%/52%，且近年整体呈上升态势，国内地产等终端低迷的影响或弱化。据百川盈孚，6 月 12 日聚合/纯 MDI 价格 1.94/1.61 万元/吨，较季初均+6%，MDI 综合价差 1.73 万元/吨，较季初+7%，主因全球装置检修（尤其海外）较多，考虑行业去库存后迎来 Q3 旺季，MDI 盈利有望持续修复。TDI 方面，虽 5 月万华福建 25 万吨装置投产后短期价格略回落，但 2-3 年内行业无其他新产能且部分产能退出，格局优化下盈利中枢仍存支撑，6 月多套装置检修及 Q3 旺季亦有望支撑价格，且公司新产能有望以量补价。

### 石化板块旺季有望迎来景气修复，成本减压亦助力盈利改善

据百川盈孚，6 月 12 日丙烯/丙烯酸/EO/PO/PVC 价格 0.60/0.54/0.60/0.97/0.56 万元/吨，较年初-16%/-18%/-12%/+7%/-9%，石化板块多数代表产品价格仍处近 10 年相对低位，但盈利低迷下，Q2 传统检修季及企业主动去库存后，伴随 Q3 旺季来临，产品景气亦有望自底部修复。另据金联创，6 月 12 日丙烷 CFR 报价 492 美元/吨，较年初-22%，较 1 月末高点回落逾 45%，我们预计成本端显著减压亦将助力板块盈利改善。

### 新材料业务增量有望逐步兑现，公司迈入新成长周期

新材料方面，公司 22-23 年新增 PC/TPU/HDI 等产能有望逐步释放，助力板块延续成长性。公司 23-25 年迎来新项目收获期，规划/在建项目包括聚氨酯（宁波+60 万吨 MDI；烟台+85 万吨聚醚等）、石化（蓬莱基地、乙烯二期等）、新材料（POE/柠檬醛等）三大板块诸多产品。23Q1 末公司在建工程余额 376 亿元，公司处于上市以来最大的资本开支周期，未来新项目陆续实施以及高附加值新材料放量有望持续贡献增量。

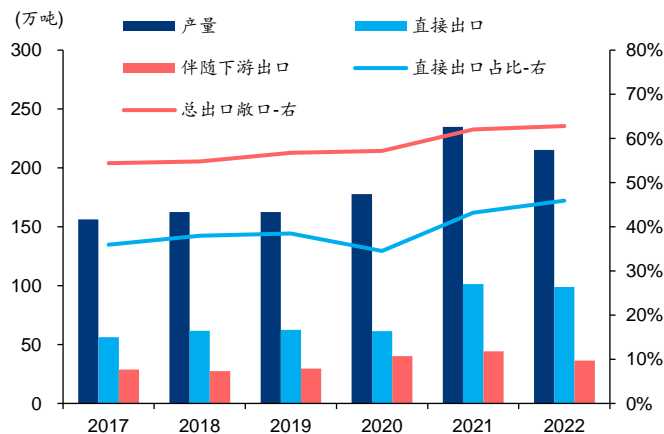
风险提示：下游需求不及预期；新项目进度不及预期；原材料价格波动。

## 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)	145,538	165,565	189,577	201,012	217,078
+/-%	98.19	13.76	14.50	6.03	7.99
归属母公司净利润(人民币百万)	24,649	16,234	22,138	25,680	28,355
+/-%	145.47	(34.14)	36.37	16.00	10.42
EPS(人民币, 最新摊薄)	7.85	5.17	7.05	8.18	9.03
ROE(%)	34.92	20.95	22.75	21.99	20.40
PE(倍)	11.29	17.15	12.57	10.84	9.82
PB(倍)	4.06	3.62	2.96	2.46	2.06
EV EBITDA(倍)	8.37	10.96	8.65	6.92	5.94

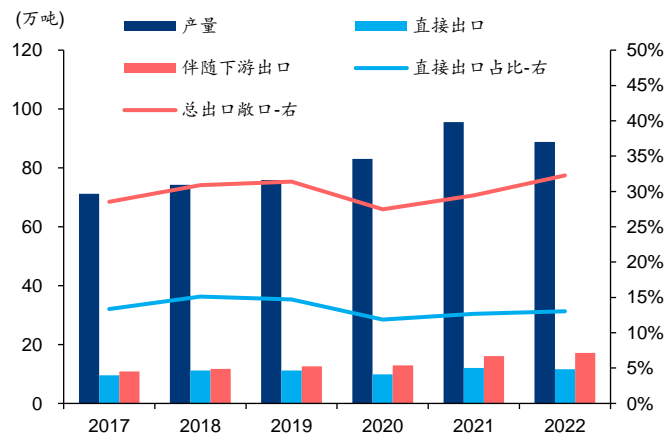
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1：国内聚合MDI出口敞口测算



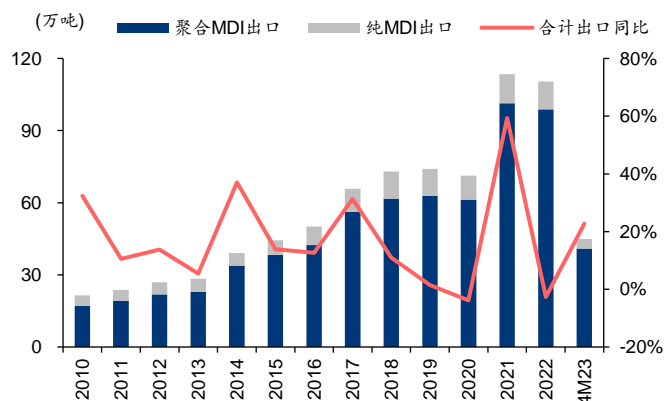
注：(1) 直接出口占比=直接出口量/产量；(2) 总出口敞口=(直接出口+伴随下游出口)/产量；(3) 聚合MDI下游主要为冰箱、冷柜、热水器、板材、喷涂、管道、人造板、OCF胶、汽车、冷藏集装箱、冷藏车，据我们测算，各终端领域的出口/产量分别约72%/60%/33%/22%/7%/2%/4%/7%/5%/2%/2%；(4) 图中17-22年伴随下游出口、总出口敞口为华泰研究估算  
资料来源：天天化工网，产业在线，海关总署，国家统计局，隆众资讯，中国汽车工业协会，共研网，中国林业协会，华泰研究估算

图表2：国内纯MDI出口敞口测算



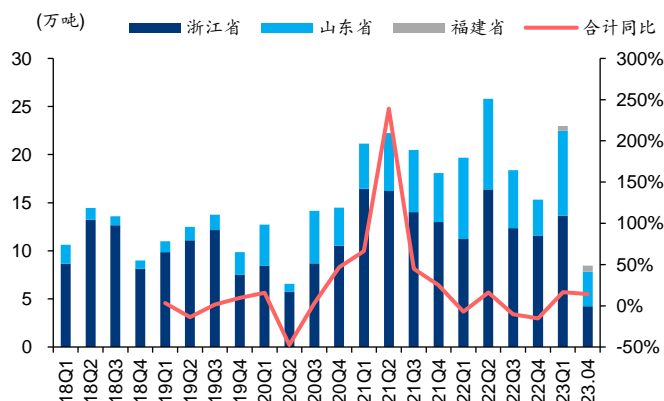
注：(1) 直接出口占比=直接出口量/产量；(2) 总出口敞口=(直接出口+伴随下游出口)/产量；(3) 纯MDI主要下游为TPU、鞋底原液、浆料、氨纶、CPU，根据我们测算，各终端领域的出口/产量分别约48%/18%/1%/10%/48%；(4) 图中17-22年伴随下游出口、总出口敞口为华泰研究估算  
资料来源：天天化工网，产业在线，海关总署，国家统计局，隆众资讯，中国汽车工业协会，共研网，中国林业协会，华泰研究估算

图表3：国内MDI出口及增速情况



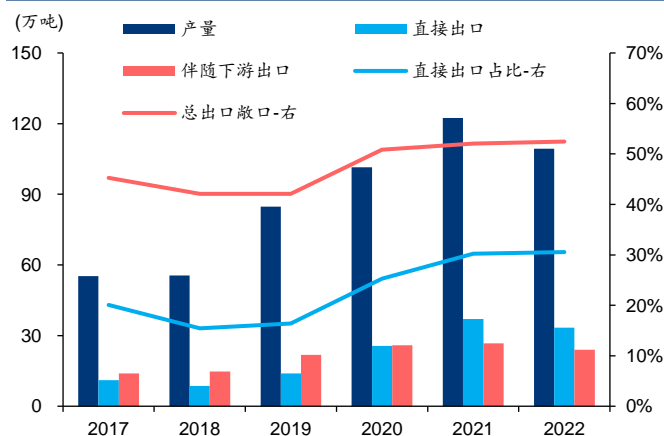
资料来源：海关总署，华泰研究

图表4：浙江&山东&福建MDI出口情况



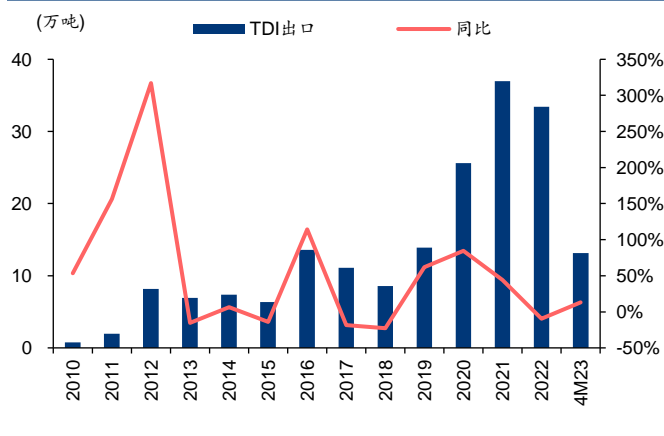
资料来源：海关总署，华泰研究

图表5：国内TDI出口敞口测算



注：(1) 直接出口占比=直接出口量/产量；(2) 总出口敞口=(直接出口+伴随下游出口)/产量；(3) TDI主要下游为软泡、涂料、胶粘剂和弹性体，根据我们测算，各终端领域的出口/产量分别约41%/1%/7%/48%；(4) 图中17-22年伴随下游出口、总出口敞口为华泰研究估算  
资料来源：天天化工网，海关总署，共研网，智研咨询，华泰研究估算

图表6：国内TDI出口及增速情况



资料来源：海关总署，华泰研究

图表7: 全球 MDI 装置运行情况 (截至 2023 年 6 月 10 日)

生产企业	所处区域	装置所在地	产能 (万吨)	装置运行情况
万华化学	中国	宁波	120	装置降负荷运行
	中国	烟台	110	装置降负荷运行
	欧洲	匈牙利 BC	35	装置正常运行
	中国	福建	40	装置降负荷运行
巴斯夫	欧洲	比利时安特卫普	65	装置降负荷运行
	中国	重庆	40	装置正常运行
	美洲	美国盖斯马	40	装置正常运行
	日韩	韩国丽水	25	装置正常运行
科思创	中国	上海联恒	21	装置降负荷运行, 6 月将检修, 预计 1 个月左右
	中国	上海	60	装置正常运行
	欧洲	德国布伦斯比特	40	装置低负荷运行
	欧洲	德国乌丁根	20	2022 年 12 月发生不可抗力, 处于停车状态
	美洲	美国贝墩	33	装置降负荷运行
	欧洲	西班牙塔拉戈纳	17	装置正常运行
	日韩	日本新居滨	7	装置正常运行
	美洲	美国盖斯马	50	其中一套 17 万吨装置停车, 其余两套装置低负荷运行
亨斯迈	欧洲	荷兰鹿特丹	47	其中 12 万吨装置检修后暂无开车计划
	中国	上海联恒	42	装置降负荷运行, 6 月将检修, 预计 1 个月左右
	陶氏	中东	沙特	40
陶氏	美洲	美国德州	40	装置正常运行
	欧洲	葡萄牙埃斯塔雷雅	18	装置正常运行
	欧洲	德国施塔德	19	装置低负荷运行
	东曹	日韩	日本南阳	40
东曹	中国	浙江瑞安	8	装置正常运行
	锦湖三井	日韩	韩国丽水	41
KARUN	其他	伊朗	4	装置正常运行

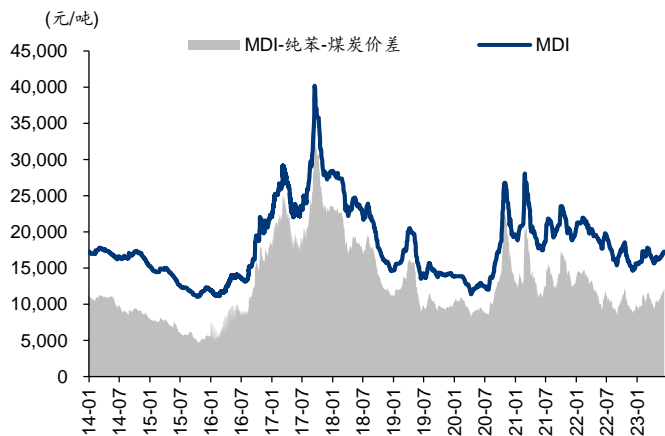
注: 巴斯夫 (BAS GR)、亨斯迈 (HUN US)、东曹 (4042 JP)、陶氏化学 (DOW US)、科思创 (1COV GR), 其余企业未上市  
资料来源: 隆众资讯, 百川盈孚, 天天化工网, 华泰研究

图表8: 全球 TDI 装置运行情况 (截至 2023 年 6 月 10 日)

所属区域	生产企业	装置所在地	产能 (万吨)	装置运行情况
欧洲	巴斯夫	德国路德维希港	30	装置永久关停
	万华化学 BC 公司	匈牙利	25	装置正常运行
	科思创	德国多尔马根	30	22 年 8 月不可抗力, 23 年 3 月重启后低负荷
美洲	巴斯夫	美国盖斯马	16	装置正常运行
	科思创	美国贝墩	23	装置正常运行
	Petroquinica	阿根廷	2.8	装置正常运行
中国	万华化学	山东烟台	30	装置正常运行
		福建	25	装置于 23 年 5 月投产, 产能逐步爬坡
		山东 (巨力)	8	装置处于停车状态, 复工时间未定
		新疆 (巨力)	15	装置正常运行
	科思创	上海	31	装置降负荷运行
	巴斯夫	上海	16	装置正常运行, 6 月存检修计划
	沧州大化	河北	15	装置正常运行
	甘肃银光	甘肃	12	装置单线逐步恢复生产
韩国	连石化工	辽宁葫芦岛	5	装置处于停车状态, 暂无开工计划
	巴斯夫	韩国丽水	16	装置正常运行
	OCI	韩国群山	5	装置正常运行
日本	韩华	韩国丽水	15	装置正常运行
	三井 (MCNS)	日本大牟田	12.8	装置检修, 预计 7 月复产; 25 年前规划逐渐缩量
	东曹 (NPU)	日本 Nanyo	2.5	装置在 23 年 4 月停止生产
其他	Sadara	沙特阿拉伯	20	装置正常运行
	GNFC	印度	6.7	装置正常运行
	Karoon	伊朗	4	装置正常运行

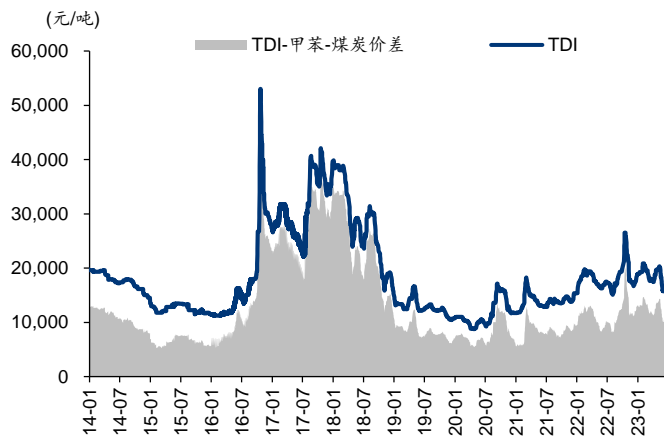
注: 巴斯夫 (BAS GR)、亨斯迈 (HUN US)、东曹 (4042 JP)、陶氏化学 (DOW US)、科思创 (1COV GR)、万华化学 (600309 CH)、沧州大化 (600230 CH), 表中其余企业未上市  
资料来源: 隆众资讯, 百川盈孚, 天天化工网, 华泰研究

图表9: MDI 价格和价差走势



资料来源: 百川盈孚, 华泰研究

图表10: TDI 价格价差走势



资料来源: 百川盈孚, 华泰研究

图表11: 可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价 (元/股)		EPS (元)			P/E (x)		
		6月12日	6月12日	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
荣盛石化	002493 CH	11.57	1172	0.67	1.11	1.45	17	10	8
扬农化工	600486 CH	85.07	264	6.02	6.83	7.90	14	12	11
联泓新科	003022 CH	23.57	315	0.91	1.21	1.46	26	19	16
平均							19	14	12

注: 可比公司盈利均采用 Wind 一致预期

资料来源: Wind, 华泰研究

### 风险提示

#### 下游需求不及预期:

伴随国内防疫措施优化以及稳增长政策发力等, 公司主营产品需求有望迎来复苏, 但终端地产、家电、纺服等需求复苏力度和持续性均存在一定不确定性, 且若出口需求不及预期, 亦将影响公司产品需求和景气, 进而对公司盈利能力造成不利影响。

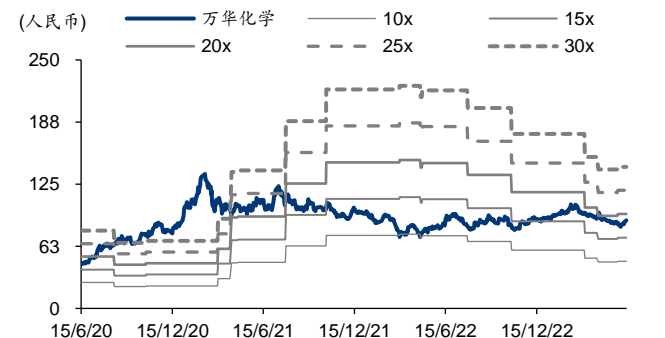
#### 新项目进度不及预期:

公司目前正处于上市以来资本开支最高的周期, 在建工程余额亦较高, 若未来公司项目建设进度不及预期, 或新产品市场拓展和产能消化不及预期, 均将影响公司盈利水平。

#### 原材料价格波动:

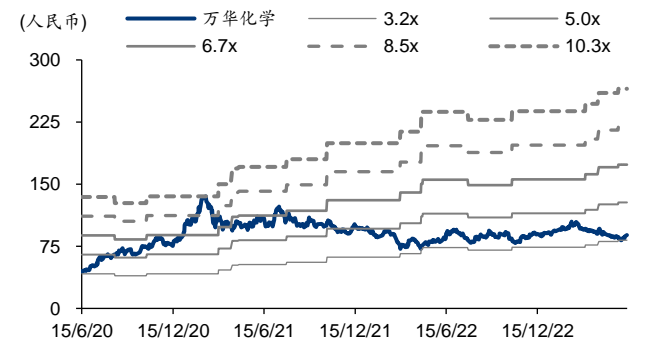
公司聚氨酯、石化和新材料等产品前端原料价格多数与原油、煤炭等关联度较高, 若未来国际原油价格和国内煤炭等原料价格出现大幅波动, 可能对公司盈利带来不确定性影响。

图表12: 万华化学 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表13: 万华化学 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
<b>流动资产</b>	72,291	51,532	55,935	73,999	92,376
现金	34,216	18,989	16,692	37,830	47,736
应收账款	8,646	9,060	11,214	10,283	12,932
其他应收账款	1,394	999.03	1,741	1,164	1,973
预付账款	1,367	1,277	1,750	1,460	2,007
存货	18,282	18,185	21,516	20,240	24,706
其他流动资产	8,386	3,022	3,022	3,022	3,022
<b>非流动资产</b>	118,018	149,311	159,924	161,215	163,946
长期投资	3,930	6,229	7,975	10,052	12,412
固定投资	65,233	78,558	100,820	107,583	106,185
无形资产	7,982	9,980	10,918	11,954	12,833
其他非流动资产	40,873	54,544	40,211	31,626	32,516
<b>资产总计</b>	190,310	200,843	215,859	235,214	256,323
<b>流动负债</b>	98,002	95,017	95,375	98,417	100,360
短期借款	53,873	44,019	44,019	44,019	44,019
应付账款	11,403	13,067	13,572	14,445	15,713
其他流动负债	32,726	37,931	37,783	39,952	40,627
<b>非流动负债</b>	20,612	24,489	21,696	18,218	14,875
长期借款	15,644	15,968	13,603	10,124	6,782
其他非流动负债	4,968	8,521	8,093	8,093	8,093
<b>负债合计</b>	118,614	119,506	117,071	116,635	115,235
少数股东权益	3,197	4,492	4,830	5,221	5,652
股本	3,140	3,140	3,140	3,140	3,140
资本公积	2,161	2,160	2,160	2,160	2,160
留存公积	63,671	72,055	85,540	101,183	118,455
归属母公司股东权益	68,499	76,845	93,959	113,359	135,435
<b>负债和股东权益</b>	190,310	200,843	215,859	235,214	256,323

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金</b>	27,922	36,337	28,480	45,889	37,660
净利润	25,039	17,042	22,475	26,071	28,787
折旧摊销	8,161	9,354	9,596	11,860	13,663
财务费用	1,479	1,235	3,510	2,380	2,305
投资损失	(492.10)	(408.04)	(550.00)	(550.00)	(550.00)
营运资金变动	(7,246)	8,821	(6,355)	6,336	(6,321)
其他经营现金	981.94	293.18	(196.58)	(208.01)	(224.08)
<b>投资活动现金</b>	(28,758)	(34,325)	(19,653)	(12,594)	(15,837)
资本支出	(27,000)	(32,657)	(17,135)	(9,476)	(12,058)
长期投资	(1,996)	(2,016)	(1,746)	(2,077)	(2,360)
其他投资现金	237.55	348.20	(770.74)	(1,040)	(1,419)
<b>筹资活动现金</b>	17,587	(17,188)	(11,124)	(12,157)	(11,917)
短期借款	15,628	(9,854)	0.00	0.00	0.00
长期借款	3,822	324.58	(2,365)	(3,479)	(3,342)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(0.82)	(0.68)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,862)	(7,658)	(8,759)	(8,679)	(8,575)
现金净增加额	16,711	(15,202)	(2,297)	21,138	9,906

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
<b>营业收入</b>	145,538	165,565	189,577	201,012	217,078
营业成本	107,317	138,132	150,380	158,163	170,249
营业税金及附加	879.59	913.12	1,611	1,709	1,845
营业费用	1,052	1,153	1,327	1,407	1,520
管理费用	1,892	1,966	2,275	2,412	2,605
财务费用	1,479	1,235	3,510	2,380	2,305
资产减值损失	(1,075)	(191.69)	(947.88)	(1,005)	(1,085)
公允价值变动收益	6.61	172.96	7.00	7.00	7.00
投资净收益	492.10	408.04	550.00	550.00	550.00
<b>营业利润</b>	29,425	19,839	26,501	30,672	33,867
营业外收入	96.67	44.79	90.00	100.00	100.00
营业外支出	370.68	342.71	150.00	100.00	100.00
<b>利润总额</b>	29,151	19,541	26,441	30,672	33,867
所得税	4,112	2,499	3,966	4,601	5,080
<b>净利润</b>	25,039	17,042	22,475	26,071	28,787
少数股东损益	390.68	808.28	337.12	391.06	431.81
归属母公司净利润	24,649	16,234	22,138	25,680	28,355
EBITDA	38,543	30,032	38,031	44,067	49,184
EPS (人民币, 基本)	7.85	5.17	7.05	8.18	9.03

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	98.19	13.76	14.50	6.03	7.99
营业利润	148.84	(32.58)	33.58	15.74	10.42
归属母公司净利润	145.47	(34.14)	36.37	16.00	10.42
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	26.26	16.57	20.68	21.32	21.57
净利率	17.20	10.29	11.86	12.97	13.26
ROE	34.92	20.95	22.75	21.99	20.40
ROIC	26.11	16.51	19.45	23.40	24.46
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	62.33	59.50	54.23	49.59	44.96
净负债比率 (%)	57.36	56.87	46.50	17.96	5.71
流动比率	0.74	0.54	0.59	0.75	0.92
速动比率	0.53	0.32	0.33	0.52	0.64
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.90	0.85	0.91	0.89	0.88
应收账款周转率	19.46	18.70	18.70	18.70	18.70
应付账款周转率	10.44	11.29	11.29	11.29	11.29
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	7.85	5.17	7.05	8.18	9.03
每股经营现金流(最新摊薄)	8.89	11.57	9.07	14.62	11.99
每股净资产(最新摊薄)	21.82	24.47	29.93	36.10	43.14
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	11.29	17.15	12.57	10.84	9.82
PB (倍)	4.06	3.62	2.96	2.46	2.06
EV EBITDA (倍)	8.37	10.96	8.65	6.92	5.94

## 免责声明

### 分析师声明

本人，庄汀洲，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](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

- 分析师庄汀洲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