

# 价格下行驱动 3Q22 盈利下滑

华泰研究

季报点评

2022 年 10 月 26 日 | 中国内地/中国香港

基本金属及加工

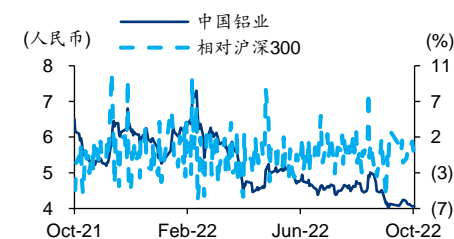
	2600 HK	601600 CH
投资评级:	买入(维持)	买入(维持)
目标价:	港币: 4.60	人民币: 7.50

研究员	王帅
SAC No. S0570520110001	bruce.wang@htsc.com
SFC No. AOH868	+(86) 21 2897 2099

## 基本数据

(港币/人民币)	2600 HK	601600 CH
目标价	4.60	7.50
收盘价(截至 10 月 26 日)	2.47	4.07
市值(百万)	42,323	69,739
6 个月平均日成交额(百万)	116.00	741.18
52 周价格范围	2.45-6.02	4.02-7.30
BVPS	3.40	3.66

## 股价走势图



资料来源: Wind

## 铝价下行拖累 3Q22 业绩; 但中长期行业景气向好趋势不变

中国铝业 2022 年前三季度公司实现归母净利润 45.7 亿元, 同比下滑 14%。3Q22 实现归母净利润 5.8 亿元, 环比/同比下滑 76.1%/74.1%。业绩下滑主要受电解铝价格下行影响。短期铝价或仍受制于海外衰退预期以及中国地产对于需求的压制, 但在中国 4,500 万吨产能天花板、新能源领域持续发展以及全球经济回归正常增长轨道的助力下, 电解铝中长期基本面仍将维持强势。同时, 公司连城项目复产以及云铝并表即将完成, 将扩张公司电解铝产量。维持对中国铝业 A/H 股“买入”评级, 目标价 7.5 元(较 H 股溢价 83%)/4.6 港币(1.1x 22E BVPS 3.74 元)。维持盈利预测, 2022-24E EPS 为 0.43/0.44/0.5 元。

## 主要业务板块经营稳定, 但短期价格及成本压力仍存

公司 3Q22 经营数据: 1) 氧化铝产量/外销量 408/224 万吨, 环比 -4.2%/-3.8%; 原铝产量/自产外销量 108/115 万吨, 环比+5.9%/+12.7%; 煤炭产量 256 万吨, 环比/同比-5.5%/+9.4%。价格方面, 3Q22 LME 铝均价为 2,359 美元/吨, 环比/同比-18.6%/-10.8%; 氧化铝均价环/同比 -1.4%/+4.1%至 2,935 元/吨。原铝/氧化铝板块业务利润环比减少约 25/5 亿元。成本端在能源价格高企背景下仍处较高水平, 但环比基本持平。得益于全产业链布局以及全要素对标管理, 中铝仍维持其在行业一定的成本优势。

## 连城复产释放增量; 云铝并表待完成

连城分公司的 38.8 万吨电解铝产能复产已经完成, 将会对 4Q22 及明年做出产量贡献, 预计公司整体原铝产能利用率将会稳定在 92%左右的历史最佳状态; 此外受益于连城项目低能耗所带来的成本优势, 该项目将成为公司新的利润增长点。今年 7 月中国铝业增持云铝股权至 29.1%, 目前股东大会已经批准通过, 待项目交割并表后, 公司并表电解铝产能将扩张 305 万吨, 除了在产量以及利润方面的贡献外, 云铝并表将大幅度提升中铝的绿色产能占比, 实现产能的结构性优化。

## 短期需求下滑抑制铝价, 但中长期行业景气预期不减

宏观而非微观因素对铝价产生较强压制: 1) 美元上行抑制商品价格; 2) 海外经济衰退预期; 3) 仍处低迷的国内地产行业。国内供给端复产和新增还会有持续释放。短期来看, 需求弱化以及预期将主导铝价走势, 电解铝价格预计仍将低位运行, 关注潜在供给端变化带来的价格支撑和反弹。中长期来看, 新能源相关领域用铝增长空间较大, 叠加国内产能天花板限制和全球经济重回正常增长轨道, 中长期全球电解铝供求会再度收紧并驱动价格上行。

风险提示: 海外经济衰退幅度超预期, 电解铝供应增量超预期。

## 经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	185,991	269,748	278,025	283,498	287,234
+/-%	(2.22)	45.03	3.07	1.97	1.32
归属母公司净利润(人民币百万)	741.00	5,080	7,335	7,454	8,520
+/-%	(13.14)	585.50	44.39	1.63	14.30
EPS(人民币, 最新摊薄)	0.04	0.30	0.43	0.44	0.50
ROE(%)	1.36	9.09	12.09	11.06	11.42
PE(倍)	93.50	13.73	9.51	9.36	8.19
PB(倍)	1.27	1.22	1.09	0.99	0.89
EV EBITDA(倍)	9.73	5.86	5.17	4.95	4.14

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 主要经营及财务数据

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
<b>经营数据</b>											
<b>氧化铝</b>											
氧化铝产量(百万吨)	3.57	3.64	3.53	3.79	4.09	4.16	3.92	4.06	4.09	4.26	4.08
精细氧化铝产量(百万吨)	0.93	1.02	0.99	1.00	0.96	1.05	1.20	0.91	1.03	1.06	1.02
自产氧化铝外销量(百万吨)	1.98	1.72	1.77	2.27	2.37	2.53	2.22	2.00	2.32	2.77	2.24
自产平均售价(含税,元/吨)	2,573	2,407	2,345	2,478	2,511	2,480	-	-	-	-	-
市场价格(元/吨)	2,485	2,201	2,377	2,308	2,356	2,413	2,807	3,620	-	3,050	-
<b>原铝</b>											
产量(百万吨)	0.95	0.91	1.06	0.93	0.97	0.99	0.96	0.94	0.97	1.02	1.08
自产外销量(百万吨)	0.86	1.04	1.09	0.91	0.95	1.01	0.97	0.85	0.94	1.02	1.15
自产平均售价(含税,元/吨)	13,393	12,997	14,534	15,773	16,120	18,396	-	-	-	-	-
市场价格(元/吨)	13,286	12,990	14,630	15,760	16,249	18,565	20,529	20,033	-	22,190	-
<b>主要财务数据(百万元)</b>											
<b>营业收入</b>	<b>39,696</b>	<b>44,443</b>	<b>49,046</b>	<b>52,840</b>	<b>52,653</b>	<b>68,164</b>	<b>74,112</b>	<b>74,819</b>	<b>75,621</b>	<b>69,782</b>	<b>60,669</b>
主营业务成本	(37,412)	(41,353)	(45,235)	(48,303)	(47,844)	(60,864)	(66,107)	(70,094)	(70,411)	(60,626)	(56,514)
<b>毛利润</b>	<b>2,284</b>	<b>3,089</b>	<b>3,810</b>	<b>4,537</b>	<b>4,808</b>	<b>7,300</b>	<b>8,006</b>	<b>4,725</b>	<b>5,211</b>	<b>9,155</b>	<b>4,155</b>
毛利率(%)	5.8	7.0	7.8	8.6	9.1	10.7	10.8	6.3	6.9	13.1	6.8
销售及管理费用	(1,058)	(915)	(1,213)	(1,341)	(856)	(929)	(1,154)	(54)	(809)	(865)	(965)
其他营业收入净额	(130)	(242)	(308)	(754)	(153)	(506)	(554)	(1,149)	(400)	(1,226)	(1,023)
<b>营业利润</b>	<b>1,096</b>	<b>1,932</b>	<b>2,290</b>	<b>2,441</b>	<b>3,799</b>	<b>5,865</b>	<b>6,298</b>	<b>3,522</b>	<b>4,001</b>	<b>7,064</b>	<b>2,166</b>
财务费用净额	(1,084)	(1,041)	(1,008)	(1,107)	(973)	(960)	(899)	(882)	(903)	(785)	(688)
税前利润	219	174	953	810	2,021	4,038	4,050	70	2,880	4,077	1,411
所得税	(85)	(78)	(233)	(186)	(452)	(795)	(773)	(370)	(611)	(399)	(361)
少数股东权益	103	91	303	334	588	1,130	1,063	(72)	694	1,263	472
<b>净利润</b>	<b>31</b>	<b>5</b>	<b>416</b>	<b>289</b>	<b>981</b>	<b>2,113</b>	<b>2,213</b>	<b>(228)</b>	<b>1,575</b>	<b>2,414</b>	<b>578</b>

资料来源:公司公告, 华泰研究

图表2: 可比公司估值

公司名称	股票代码	总市值 (USD mn)	PE (x)		PB (x)		EV/EBITDA (x)	
			2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
<b>H 股</b>								
江西铜业 - H*	358 HK	5,960	5.3	5.5	0.4	0.4	9.2	9.1
紫金矿业 - H*	2899 HK	27,964	8.4	7.3	2.1	1.8	7.5	6.6
五矿资源*	1208 HK	1,794	25.2	18.9	5.0	4.0	28.6	24.4
中国铝业 - H*	2600 HK	8,657	5.4	5.3	0.6	0.6	6.0	6.0
洛阳钼业 - H*	3993 HK	11,554	6.9	5.0	1.1	1.0	6.4	5.1
俄铝	486 HK	6,193	2.5	2.5	0.5	0.4	3.8	4.7
<b>加权平均</b>			<b>6.9</b>	<b>5.9</b>	<b>1.4</b>	<b>1.2</b>	<b>7.0</b>	<b>6.3</b>
<b>A 股</b>								
江西铜业 - A	600362 CH	5,960	9.6	12.3	0.7	0.7	7.4	8.3
紫金矿业 - A*	601899 CH	27,964	9.4	8.1	2.4	2.0	7.5	6.6
中国铝业 - A*	601600 CH	8,657	9.5	9.4	1.1	1.0	5.2	5.0
洛阳钼业 - A	603993 CH	11,554	12.6	11.1	1.8	1.8	5.7	5.4
天山铝业	002532 CH	4,256	7.2	6.2	1.2	1.1	7.2	6.6
云南铝业	000807 CH	4,385	6.4	5.3	1.5	1.2	4.6	4.2
<b>加权平均</b>			<b>9.3</b>	<b>8.6</b>	<b>1.8</b>	<b>1.6</b>	<b>6.5</b>	<b>6.1</b>
<b>海外股</b>								
必和必拓	BHP AU	124,451	5.9	8.6	2.4	2.6	3.1	4.2
南方铜业	SCCO US	36,606	16.9	16.3	4.8	4.6	8.5	8.9
嘉能可	GLEN LN	74,786	3.8	5.6	1.5	1.5	2.8	3.8
力拓	RIO US	90,411	6.1	7.8	1.7	1.6	3.5	4.2
淡水河谷	Vale US	64,754	4.2	5.4	1.7	1.4	3.2	3.6
泰克资源	TECK US	18,201	5.1	7.5	1.0	0.9	3.1	3.8
英美集团	AAL LN	37,362	5.8	6.8	1.2	1.1	3.1	3.4
FMG 集团	FMG AU	31,946	5.2	7.7	1.8	1.8	3.1	4.2
巴里克黄金	GOLD US	26,963	17.8	17.5	1.1	1.1	6.2	5.8
Newmont Mining	NEM US	33,906	20.6	21.5	1.6	1.6	7.2	7.0
Newcrest	NCM AU	9,752	10.9	13.5	0.9	0.8	5.5	5.2
美国铝业	AA US	7,465	8.9	9.7	1.4	1.2	4.0	4.5
Norsk Hydro	NHYDY US	12,911	6.0	8.9	1.3	1.3	3.5	4.5
Norilsk Nickel	MNOD LI	-	-	-	-	-	4.2	4.7
<b>加权平均</b>			<b>7.7</b>	<b>9.3</b>	<b>1.9</b>	<b>1.9</b>	<b>3.9</b>	<b>4.6</b>

注: 数据截至 2022/10/26, 带\*为华泰预测, 其余为 Bloomberg 一致预测  
 资料来源: Bloomberg, 华泰研究预测

图表3: 可比公司市场表现

公司名称	股票代码	总市值 (USD mn)	价格收益表现 (%)				1y 相对收益 (%)	
			1w	1m	3m	1y	ytd	vs. Index
<b>恒生指数</b>			<b>(8.2)</b>	<b>(15.1)</b>	<b>(27.5)</b>	<b>(41.8)</b>	<b>(35.2)</b>	-
江西铜业 - H	358 HK	5,960	(1.9)	(6.1)	(0.7)	(28.5)	(15.4)	13.3
紫金矿业 - H	2899 HK	27,964	(0.5)	(7.0)	(7.2)	(22.7)	(4.3)	19.1
五矿资源	1208 HK	1,794	(10.6)	(12.1)	(30.4)	(51.5)	(25.9)	(9.8)
中国铝业 - H	2600 HK	8,657	(1.0)	(8.8)	(4.1)	(46.9)	(32.5)	(5.2)
洛阳钼业 - H	3993 HK	11,554	(6.6)	(19.7)	(26.4)	(44.7)	(27.1)	(2.9)
俄铝	486 HK	6,193	(0.6)	(2.1)	7.3	(55.5)	(49.6)	(13.7)
<b>上证指数</b>			<b>(1.5)</b>	<b>(1.7)</b>	<b>(8.5)</b>	<b>(16.6)</b>	<b>(17.6)</b>	<b>25.1</b>
江西铜业 - A	600362 CH	5,960	(1.7)	(4.6)	(7.0)	(35.7)	(28.9)	6.1
紫金矿业 - A	601899 CH	27,964	(1.3)	(7.4)	(9.3)	(27.8)	(17.0)	13.9
中国铝业 - A	601600 CH	8,657	(2.6)	(7.5)	(11.1)	(41.0)	(32.7)	0.7
洛阳钼业 - A	603993 CH	11,554	(3.7)	(12.8)	(21.6)	(33.5)	(23.4)	8.3
天山铝业	002532 CH	4,256	(5.1)	(19.2)	3.4	(22.3)	(15.9)	19.4
云南铝业	000807 CH	4,385	(2.4)	(5.0)	(6.6)	(29.2)	(16.8)	12.5
<b>标普 500</b>			<b>3.7</b>	<b>4.5</b>	<b>(2.7)</b>	<b>(15.5)</b>	<b>(19.0)</b>	<b>26.3</b>
必和必拓	BHP AU	124,451	(0.4)	0.7	9.2	24.0	17.4	65.7
南方铜业	SCCO US	36,606	1.0	11.1	5.2	(11.9)	(7.5)	29.9
嘉能可	GLEN LN	74,786	6.3	16.8	24.6	36.9	38.6	78.6
力拓	RIO US	90,411	1.6	7.6	3.7	4.2	4.5	46.0
淡水河谷	Vale US	64,754	0.3	6.0	16.5	21.1	20.6	62.8
泰克资源	TECK US	18,201	6.5	20.5	38.5	40.1	39.1	81.9
英美集团	AAL LN	37,362	2.3	6.7	3.4	(4.0)	(8.6)	37.8
FMG 集团	FMG AU	31,946	(2.4)	(3.2)	(5.1)	22.5	(4.2)	64.2
巴里克黄金	GOLD US	26,963	4.1	7.5	11.7	(7.6)	(5.6)	34.2
Newmont Mining	NEM US	33,906	3.4	5.6	4.5	(12.8)	(19.0)	29.0
Newcrest	NCM AU	9,752	(1.2)	1.9	(10.7)	(33.0)	(28.3)	8.7
美国铝业	AA US	7,465	5.5	19.2	(4.4)	(7.1)	(20.0)	34.7
Norsk Hydro	NHYDY US	12,911	9.0	18.7	11.9	(1.9)	(0.2)	39.9
Norilsk Nickel	MNOD LI	-	0.9	2.0	7.7	(93.0)	(92.6)	(51.2)

注: 数据截至 2022/10/26

资料来源: Bloomberg, 华泰研究

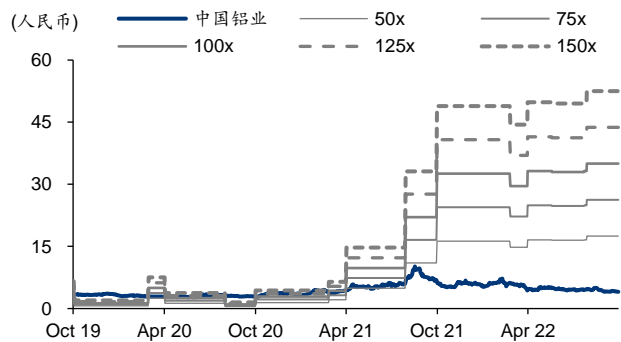
## 估值方法

我们维持对 H 股 (2600 HK) 的“买入”评级, 目标价为 4.6 港币, 基于 1.1 倍 2022 年预测 PB, 较公司历史估值水平低 15%, 以反映全球经济衰退带来的下行压力。H 股目标价前值为 4.8 港币, 根据近期汇率变动调整至 4.6 港币。A 股目标价为 7.5 元, 较其 H 股估值溢价 83%, 与公司历史 A-H 溢价水平一致。

## 风险提示

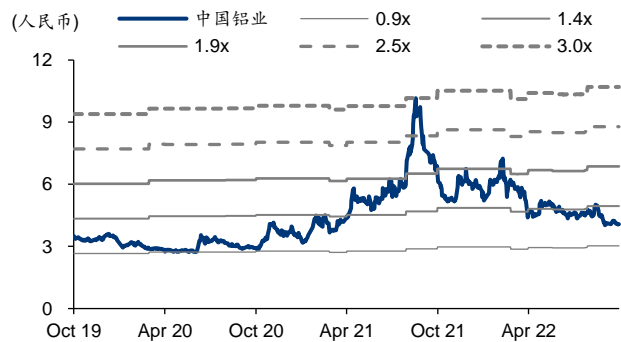
海外经济衰退幅度超预期, 电解铝供应增量超预期。

图表4: 中国铝业 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表5: 中国铝业 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)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	46,269	48,714	59,727	65,736	77,197
现金	9,631	17,853	30,097	36,337	47,122
应收账款	9,293	6,905	8,541	7,209	8,749
其他应收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	3,739	2,597	2,809	2,703	2,882
存货	19,857	18,678	15,598	16,806	15,763
其他流动资产	3,749	2,681	2,681	2,681	2,681
<b>非流动资产</b>	148,772	143,663	142,488	141,760	140,978
长期投资	14,150	14,802	15,802	17,302	18,802
固定投资	100,712	93,427	91,711	89,944	88,127
无形资产	13,448	12,987	12,528	12,066	11,602
其他非流动资产	20,462	22,447	22,447	22,447	22,447
<b>资产总计</b>	195,041	192,377	202,215	207,496	218,174
<b>流动负债</b>	62,633	52,181	51,316	45,951	44,363
短期借款	34,707	24,506	19,889	16,801	12,656
应付账款	15,444	15,505	18,770	16,451	18,950
其他流动负债	12,481	12,169	12,656	12,699	12,757
<b>非流动负债</b>	61,103	67,413	67,413	67,413	67,413
长期借款	57,518	64,096	64,096	64,096	64,096
其他非流动负债	3,585	3,317	3,317	3,317	3,317
<b>负债合计</b>	123,736	119,593	118,728	113,364	111,775
少数股东权益	16,856	15,519	19,431	23,407	27,952
股本	17,023	17,023	17,023	17,023	17,023
资本公积	28,165	28,117	28,117	28,117	28,117
留存公积	741.00	5,080	6,791	6,669	7,722
归属母公司股东权益	54,449	57,265	64,056	70,725	78,447
<b>负债和股东权益</b>	195,041	192,377	202,215	207,496	218,174

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金</b>	14,907	28,230	23,085	15,439	20,725
净利润	741.00	5,080	7,335	7,454	8,520
折旧摊销	8,389	8,498	4,573	4,627	4,681
财务费用	(4,194)	(3,667)	(3,282)	(2,928)	(2,599)
投资损失	326.24	436.68	1,000	1,500	1,500
营运资金变动	670.99	3,369	4,983	(2,046)	1,881
其他经营现金	8,974	14,514	8,475	6,832	6,743
<b>投资活动现金</b>	1,933	(744.30)	(2,399)	(2,399)	(2,399)
资本支出	(4,629)	(2,399)	(2,399)	(2,399)	(2,399)
长期投资	(215.66)	(215.66)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	6,777	1,870	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金</b>	(15,773)	(18,478)	(8,442)	(6,801)	(7,542)
短期借款	(7,579)	(10,201)	(4,617)	(3,088)	(4,145)
长期借款	(1,725)	6,578	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	37.22	(47.54)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(6,506)	(14,807)	(3,825)	(3,713)	(3,397)
现金净增加额	1,067	9,008	12,244	6,240	10,785

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)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	185,991	269,748	278,025	283,498	287,234
营业成本	(173,674)	(243,270)	(246,785)	(253,592)	(254,884)
营业税金及附加	(1,601)	(1,017)	(1,048)	(1,069)	(1,083)
营业费用	(315.65)	(314.93)	(324.59)	(330.98)	(335.34)
管理费用	(4,158)	(5,204)	(5,561)	(5,670)	(5,745)
财务费用	(4,194)	(3,667)	(3,282)	(2,928)	(2,599)
资产减值损失	1,754	537.27	537.27	537.27	537.27
公允价值变动收益	(10.39)	(53.66)	(53.66)	(53.66)	(53.66)
投资净收益	943.72	(31.12)	(31.12)	(31.12)	(31.12)
<b>营业利润</b>	6,056	13,409	17,277	16,668	18,518
营业外收入	147.12	48.30	241.33	211.29	162.01
营业外支出	(294.67)	(735.13)	(409.31)	(422.76)	(465.47)
<b>利润总额</b>	2,155	10,179	14,996	15,240	17,419
所得税	(582.19)	(2,390)	(3,749)	(3,810)	(4,355)
<b>净利润</b>	1,573	7,789	11,247	11,430	13,064
少数股东损益	832.03	2,709	3,912	3,976	4,545
归属母公司净利润	741.00	5,080	7,335	7,454	8,520
EBITDA	14,737	22,343	22,851	22,795	24,699
EPS (人民币, 基本)	0.04	0.30	0.43	0.44	0.50

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	(2.22)	45.03	3.07	1.97	1.32
营业利润	(6.25)	121.40	28.85	(3.52)	11.10
归属母公司净利润	(13.14)	585.50	44.39	1.63	14.30
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	6.62	9.82	11.24	10.55	11.26
净利率	0.40	1.88	2.64	2.63	2.97
ROE	1.36	9.09	12.09	11.06	11.42
ROIC	0.03	0.07	0.10	0.10	0.11
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	63.44	62.17	58.71	54.63	51.23
净负债比率 (%)	151.69	123.55	84.13	63.00	37.77
流动比率	0.74	0.93	1.16	1.43	1.74
速动比率	0.42	0.58	0.86	1.06	1.38
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.93	1.39	1.41	1.38	1.35
应收账款周转率	14.36	23.94	26.67	26.67	26.67
应付账款周转率	6.78	9.53	9.23	9.23	9.23
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.04	0.30	0.43	0.44	0.50
每股经营现金流(最新摊薄)	0.87	1.65	1.35	0.90	1.21
每股净资产(最新摊薄)	3.20	3.34	3.74	4.13	4.58
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	93.50	13.73	9.51	9.36	8.19
PB (倍)	1.27	1.22	1.09	0.99	0.89
EV EBITDA (倍)	9.73	5.86	5.17	4.95	4.14



## 免责声明

### 分析师声明

本人, 王帅, 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

- 分析师王帅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**

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

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2022年华泰证券股份有限公司