

磷酸铁锂起量，Q1 存货减值扰动

华泰研究

2023 年 4 月 25 日 | 中国内地

年报点评

新能源及动力系统

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

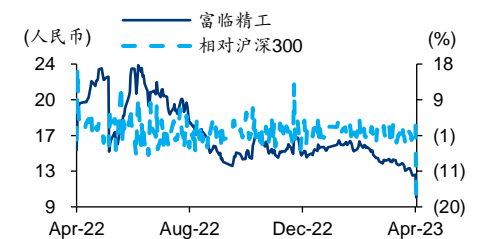
13.23

| | |
|------------------------|---|
| 研究员 | 申建国 |
| SAC No. S0570522020002 | shenjianguo@htsc.com +(86) 755 8249 2388 |
| 研究员 | 边文姣 |
| SAC No. S0570518110004 | bianwenjiao@htsc.com |
| SFC No. BSJ399 | + (86) 755 8277 6411 |

基本数据

| | |
|----------------------|------------|
| 目标价(人民币) | 13.23 |
| 收盘价(人民币 截至 4 月 25 日) | 9.98 |
| 市值(人民币 百万) | 12,168 |
| 6 个月平均日成交额(人民币 百万) | 363.04 |
| 52 周价格范围(人民币) | 9.98-23.89 |
| BVPS(人民币) | 3.50 |

股价走势图



资料来源: Wind

传统精密零部件龙头，正极材料与智能电控带动业绩增长

公司 22 年实现归母净利润 6.45 亿元，同比+61.7%。考虑行业需求较弱，竞争加剧，我们下修磷酸铁锂单位毛利与 23 年出货量假设，预计公司 23-25 年归母净利润 3.90/15.85/19.78 亿元 (23-24 年前值 14.4/21.0 亿元)，磷酸铁锂、汽车零部件及配件业务 24 年净利润分别为 10.1/5.7 亿元。由于 23Q1 计提大额存货减值损失对本年盈利扰动较大，参考正极材料与汽车零部件及配件业务可比公司 24 年 Wind 一致预期下 PE 均值 9.71x/16.33x，考虑公司汽车零部件中的传统零部件业务增速较低，分别给予两块业务 2024 年 9.71x/11x PE，目标价 13.23 元 (前值 23.01 元)，维持“买入”评级。

磷酸铁锂起量驱动 22 年收入增长，23Q1 存货减值拖累

公司 22 年实现营收 73.47 亿元，同比+176.57%；实现归母净利润 6.45 亿元，同比+61.67%。公司 22 年锂电池正极材料/汽车零部件及配件制造营收为 48.78/24.69 亿元，同比+645.89%/+23.29%，毛利率为 14.58%/28.28%，较 21 年+4.60 pct /-4.16 pct。公司磷酸铁锂正极材料出货大幅增加，销量达 4.4 万吨，同比+339%，带动业绩同比增长。23Q1 公司实现收入 7.25 亿元，同比-56.18%，归母净利润-5.22 亿元，同比-347.31%，主要因碳酸锂跌价导致计提 7 亿元存货减值损失，加回后扣非归母环比小幅下降约 9%。

推动产能落地，完善供应链布局

公司加速推进产能建设，射洪一期技改于 22 年 7 月完成，射洪二期项目也于 22 年 9 月正式投产，目前已有磷酸铁锂产能 15.2 万吨。射洪一期和二期项目兼容磷酸铁锂和磷酸锰铁锂生产，可满足客户和市场的多元化需求。公司宜春 15 万吨磷酸铁锂项目推进中，我们预计 23 年底产能有望提升至 30 万吨。随着产能持续扩张，规模效应日益凸显，公司成本控制能力进一步提升。1 月 10 日，公司公告与江特电机合资新建年产 5 万吨磷酸二氢锂一体化项目，其中公司持股 51%，有望利用合作方资源和技术优势，实现保供降本。

加快智能电控布局，不断深化新能源车企合作

依托在传统汽车零部件精密制造累积的技术优势和客户资源，公司加快在新能源车智能电控业务上的布局，目前已经取得比亚迪、长安汽车、奇瑞汽车等客户定点。22 年公司智能电控业务营收 6.74 亿元，同比+181.42%，实现高速增长。我们预计在智能化趋势下，公司智能电控业务有望保持快速增长。

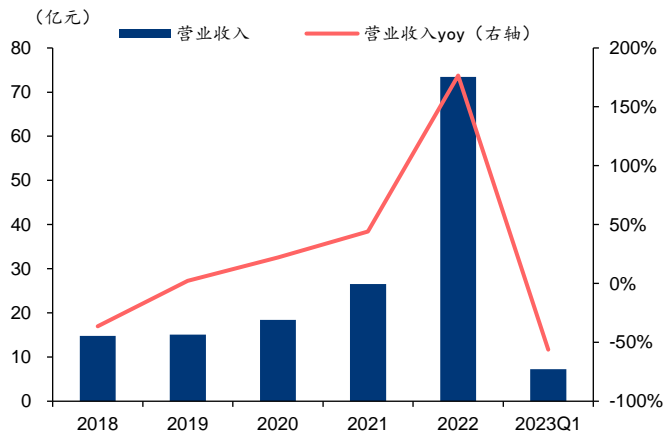
风险提示：下游客户集中度较高；上游原材料涨幅超预期。

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) | 2,656 | 7,347 | 9,239 | 15,458 | 20,455 |
| +/-% | 44.01 | 176.57 | 25.75 | 67.32 | 32.32 |
| 归属母公司净利润(人民币 百万) | 399.09 | 645.20 | 389.97 | 1,585 | 1,978 |
| +/-% | 20.85 | 61.67 | (39.56) | 306.34 | 24.82 |
| EPS(人民币，最新摊薄) | 0.33 | 0.53 | 0.32 | 1.30 | 1.62 |
| ROE (%) | 17.30 | 17.62 | 7.83 | 26.54 | 25.52 |
| PE (倍) | 30.49 | 18.86 | 31.20 | 7.68 | 6.15 |
| PB (倍) | 4.80 | 2.54 | 2.35 | 1.80 | 1.39 |
| EV EBITDA (倍) | 20.87 | 12.32 | 16.67 | 5.26 | 4.32 |

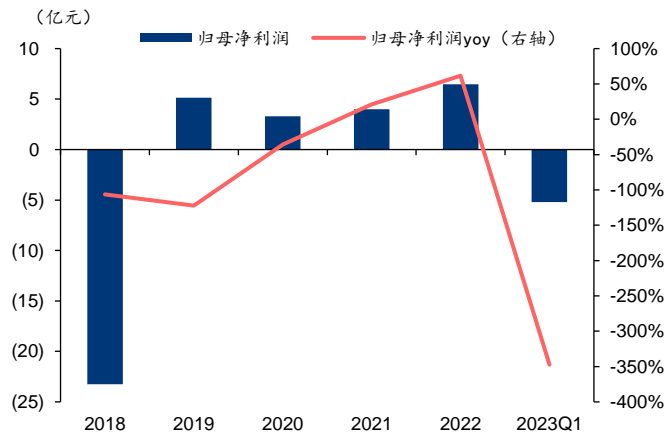
资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表1: 2018-2023Q1 营业收入及同比增速



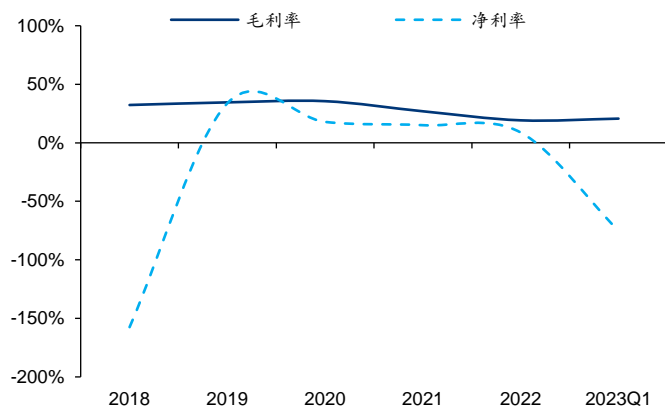
资料来源: Wind、华泰研究

图表2: 2018-2023Q1 归母净利润及同比增速



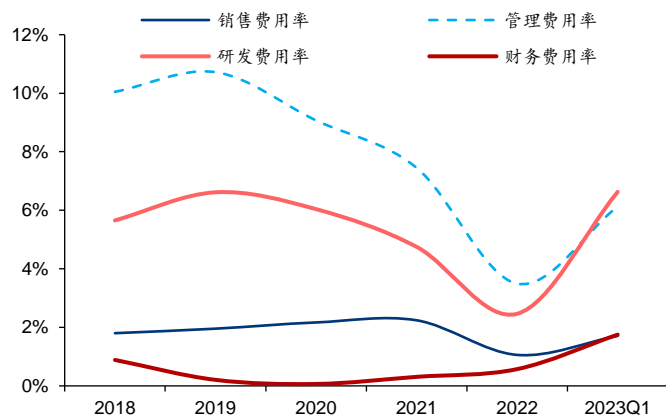
资料来源: Wind、华泰研究

图表3: 2018-2023Q1 毛利率、净利率变化情况



资料来源: Wind、华泰研究

图表4: 2018-2023Q1 费用率变化情况



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测和估值

收入拆分和关键假设

1) 正极材料

出货量：我们预计随着产能释放，公司市占率持续提升，23-25 年出货量分别为 9/18/25 万吨（此前预计 23-24 年出货量分别为 14/16 万吨）。

价格：22 年公司磷酸铁锂正极材料均价为 10.99 万元/吨。参考鑫椐锂电，4 月 24 日磷酸铁锂均价为 7.25 万元/吨（含税）。原材料方面，我们认为目前碳酸锂等原材料价格经过今年前 4 月份的快速下降后，已经降低到低位，今年进一步大幅下探可能性较小，明后年或随供给释放缓慢下行。加工费方面，年初下调后，今年后续有望保持相对稳定，明后年预计随行业降本而逐年小幅下行。我们预计 23-25 年磷酸铁锂正极单价为 6.60/6.36/6.26 万元/吨（此前预计 23-24 年单价分别为 9.46/6.46 万元/吨）

毛利率：22 年公司磷酸铁锂正极材料单吨毛利为 1.60 万元，对应毛利率 14.6%。今年行业供需关系扭转，产能过剩，加工费下降，叠加此前高价库存原料影响，我们预计 23 年单吨毛利或显著下滑，后续随着加工费逐步下行，单吨毛利或逐年小幅下降，我们预计 23-25 年单吨毛利为 1.19/1.13/1.10 万元（此前假设 23-24 年分别为 1.37/1.29 万元）。但由于单价传导原材料价格变化，下降更快，因此毛利率绝对值同比 22 年有所提升，我们预计 23-25 年毛利率为 18.0%/17.8%/17.5%（此前假设 23-24 年分别为 14.5%/20.0%）

2) 汽车零部件及配件制造

收入：公司新能源及混合动力零部件以及热管理系统级部件业务有望受益于新能源汽车市场高增速，收入实现较快增长。传统发动机零部件业务增速平稳，预计后续保持小幅稳健增长。我们预计 23-25 年该业务收入 32.99/40.06/47.99 亿元（此前假设 23-24 年分别为 34.51/41.44 亿元）。

毛利率：22 年公司该业务毛利率 28.3%。后续随着新能源及混合动力零部件以及热管理系统级部件业务收入体量增长，规模效应体现，23 年毛利率有望提升。但由于新能源及混合动力零部件以及热管理系统级部件业务毛利率低于传统发动机零部件业务，随着其占比提升，24 年汽车零部件及配件制造业务毛利率或小幅回落，后续预计保持相对稳定。我们预计 23-25 年该业务毛利率为 29.0%/28.9%/28.9%（此前假设 23-24 年分别为 29.8%/29.4%）

图表5: 公司收入拆分对比

| | | 2020A | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 正极材料-最新 | 收入(亿元) | 0.56 | 6.54 | 48.78 | 59.40 | 114.52 | 156.55 |
| | yoy | | 1062% | 646% | 22% | 93% | 37% |
| | 单价(万元/吨) | 2.56 | 6.46 | 10.99 | 6.60 | 6.36 | 6.26 |
| | 出货量(万吨) | 2199 | 10120 | 44396 | 90000 | 180000 | 250000 |
| | 单吨毛利(万元) | -0.32 | 0.65 | 1.60 | 1.19 | 1.13 | 1.10 |
| | 毛利率 | -12.4% | 10.0% | 14.6% | 18.0% | 17.8% | 17.5% |
| 正极材料-此前 | 收入(亿元) | 0.56 | 6.54 | 48.78 | 132.85 | 103.39 | |
| | yoy | | 1062% | 646% | 172% | -22% | |
| | 单价(万元/吨) | 2.56 | 6.46 | 10.99 | 9.46 | 6.46 | |
| | 出货量(万吨) | 2199 | 10120 | 44396 | 140400 | 160000 | |
| | 单吨毛利(万元) | -0.32 | 0.65 | 1.60 | 1.37 | 1.29 | |
| | 毛利率 | -12.4% | 10.0% | 14.6% | 14.5% | 20.0% | |
| 汽车零部件及配件制造-最新 | 收入(亿元) | 17.88 | 20.02 | 24.69 | 32.99 | 40.06 | 47.99 |
| | yoy | | 12% | 23% | 34% | 21% | 20% |
| | 毛利率(%) | 37.1% | 32.4% | 28.3% | 29.00% | 28.90% | 28.90% |
| 汽车零部件及配件制造-此前 | 收入(亿元) | 17.88 | 20.02 | 24.69 | 34.51 | 41.44 | |
| | yoy | | 12% | 23% | 40% | 20% | |
| | 毛利率(%) | 37.1% | 32.4% | 28.3% | 29.80% | 29.40% | |
| 总计-最新 | 收入(亿元) | 18.45 | 26.56 | 73.47 | 92.39 | 154.58 | 204.55 |
| | yoy | | 44% | 177% | 26% | 67% | 32% |
| | 毛利率 | 35.54% | 26.91% | 19.18% | 21.92% | 20.68% | 20.18% |
| 总计-此前 | 收入(亿元) | 18.45 | 26.56 | 73.47 | 167.36 | 144.83 | |
| | yoy | | 44% | 177% | 128% | -13% | |
| | 毛利率 | 35.54% | 26.91% | 19.18% | 17.66% | 22.68% | |

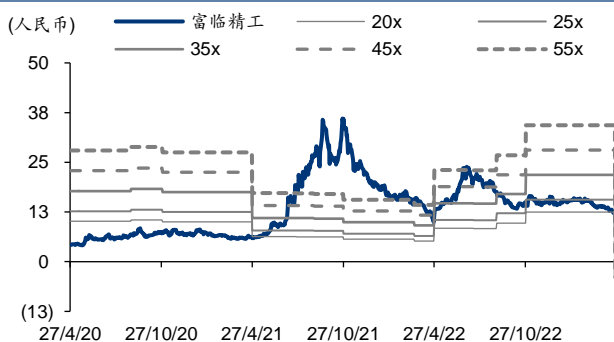
资料来源: Wind, 华泰研究

图表6: 可比公司估值 (Wind 一致预期, 2023 年 4 月 25 日收盘价)

| 证券代码 | 证券简称 | 收盘价 (元) | EPS (元) | | PE (倍) | |
|--------------------|------|------------|---------|-------|--------|-------|
| | | | 2023E | 2024E | 2023E | 2024E |
| 300769 CH | 德方纳米 | 167.57 | 13.46 | 18.69 | 12.45 | 8.96 |
| 603906 CH | 龙蟠科技 | 19.17 | 1.69 | 1.83 | 11.33 | 10.46 |
| 磷酸铁锂可比公司均值 | | | | | 11.89 | 9.71 |
| 002851 CH | 麦格米特 | 28.88 | 1.34 | 1.84 | 21.53 | 15.66 |
| 601689 CH | 拓普集团 | 50.70 | 2.17 | 2.98 | 23.40 | 17.01 |
| 传统汽车零部件及智能电控可比公司均值 | | | | | 22.46 | 16.33 |
| 300432 CH | 富临精工 | 9.98 | 0.32 | 1.30 | 31.20 | 7.68 |

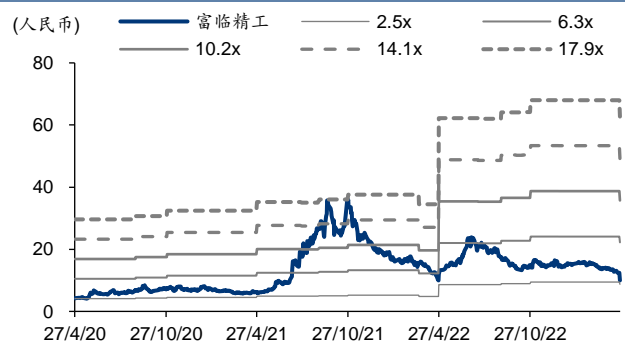
资料来源: Wind, 华泰研究预测

图表7: 富临精工 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表8: 富临精工 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 | 3,014 | 5,164 | 5,460 | 8,183 | 9,448 |
| 现金 | 686.80 | 828.05 | 1,041 | 1,742 | 2,305 |
| 应收账款 | 667.31 | 1,148 | 1,135 | 2,684 | 2,369 |
| 其他应收账款 | 8.77 | 4.77 | 12.25 | 16.23 | 21.46 |
| 预付账款 | 162.98 | 169.61 | 248.63 | 451.19 | 474.82 |
| 存货 | 699.98 | 1,482 | 1,404 | 1,321 | 2,307 |
| 其他流动资产 | 788.62 | 1,532 | 1,619 | 1,968 | 1,970 |
| 非流动资产 | 2,209 | 3,170 | 3,725 | 6,023 | 7,516 |
| 长期投资 | 0.38 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定投资 | 1,429 | 2,301 | 2,834 | 4,997 | 6,472 |
| 无形资产 | 134.83 | 150.56 | 139.20 | 139.35 | 137.84 |
| 其他非流动资产 | 644.72 | 718.19 | 752.26 | 886.50 | 906.20 |
| 资产总计 | 5,223 | 8,333 | 9,185 | 14,206 | 16,964 |
| 流动负债 | 2,329 | 2,823 | 3,285 | 6,721 | 7,501 |
| 短期借款 | 640.32 | 328.86 | 783.85 | 1,039 | 2,430 |
| 应付账款 | 920.92 | 1,644 | 1,472 | 3,824 | 3,229 |
| 其他流动负债 | 767.98 | 850.74 | 1,029 | 1,859 | 1,842 |
| 非流动负债 | 362.09 | 680.26 | 680.26 | 680.26 | 680.26 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动负债 | 362.09 | 680.26 | 680.26 | 680.26 | 680.26 |
| 负债合计 | 2,691 | 3,503 | 3,965 | 7,401 | 8,181 |
| 少数股东权益 | (2.82) | 42.32 | 42.05 | 42.45 | 42.96 |
| 股本 | 743.38 | 1,219 | 1,219 | 1,219 | 1,219 |
| 资本公积 | 1,719 | 2,845 | 2,845 | 2,845 | 2,845 |
| 留存公积 | 92.71 | 737.92 | 1,128 | 2,713 | 4,691 |
| 归属母公司股东权益 | 2,534 | 4,788 | 5,178 | 6,762 | 8,740 |
| 负债和股东权益 | 5,223 | 8,333 | 9,185 | 14,206 | 16,964 |

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 | (84.89) | (186.14) | 650.53 | 3,256 | 1,434 |
| 净利润 | 399.18 | 645.99 | 389.70 | 1,585 | 1,978 |
| 折旧摊销 | 134.87 | 209.19 | 282.89 | 443.90 | 653.54 |
| 财务费用 | 8.20 | 42.10 | 51.71 | 68.90 | 114.79 |
| 投资损失 | (104.42) | (1.37) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营运资金变动 | (611.72) | (1,347) | (27.57) | 1,236 | (1,210) |
| 其他经营现金 | 89.00 | 264.87 | (46.20) | (77.30) | (102.27) |
| 投资活动现金 | (915.15) | (965.23) | (838.56) | (2,741) | (2,147) |
| 资本支出 | (800.11) | (964.34) | (835.71) | (2,738) | (2,143) |
| 长期投资 | (215.84) | (20.15) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他投资现金 | 100.80 | 19.26 | (2.85) | (3.36) | (3.96) |
| 筹资活动现金 | 838.90 | 1,387 | (53.75) | (68.90) | (114.79) |
| 短期借款 | 640.32 | (311.46) | 454.99 | 254.96 | 1,391 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 普通股增加 | 4.35 | 404.98 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资本公积增加 | 71.78 | 1,126 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他筹资现金 | 122.45 | 167.27 | (508.74) | (323.85) | (1,506) |
| 现金净增加额 | (164.08) | 241.11 | (241.77) | 446.07 | (827.76) |

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 | 2,656 | 7,347 | 9,239 | 15,458 | 20,455 |
| 营业成本 | 1,942 | 5,937 | 7,214 | 12,261 | 16,328 |
| 营业税金及附加 | 13.60 | 20.63 | 46.27 | 66.65 | 82.70 |
| 营业费用 | 59.53 | 77.73 | 129.34 | 185.50 | 235.23 |
| 管理费用 | 197.93 | 256.63 | 341.82 | 541.04 | 715.92 |
| 财务费用 | 8.20 | 42.10 | 51.71 | 68.90 | 114.79 |
| 资产减值损失 | (13.71) | (40.95) | (739.08) | (77.29) | (102.27) |
| 公允价值变动收益 | 0.03 | (0.02) | 0.00 | 0.01 | (0.00) |
| 投资净收益 | 104.42 | 1.37 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业利润 | 458.67 | 733.60 | 454.05 | 1,818 | 2,267 |
| 营业外收入 | 0.95 | 0.54 | 0.74 | 0.74 | 0.67 |
| 营业外支出 | 0.62 | 0.69 | 5.63 | 2.31 | 2.88 |
| 利润总额 | 459.00 | 733.45 | 449.15 | 1,816 | 2,264 |
| 所得税 | 59.81 | 87.46 | 59.45 | 231.22 | 286.01 |
| 净利润 | 399.18 | 645.99 | 389.70 | 1,585 | 1,978 |
| 少数股东损益 | 0.09 | 0.78 | (0.27) | 0.40 | 0.52 |
| 归属母公司净利润 | 399.09 | 645.20 | 389.97 | 1,585 | 1,978 |
| EBITDA | 595.21 | 991.45 | 746.80 | 2,283 | 2,971 |
| EPS (人民币, 基本) | 0.54 | 0.54 | 0.32 | 1.30 | 1.62 |

主要财务比率

| 会计年度 (%) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|--------|--------|---------|--------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 44.01 | 176.57 | 25.75 | 67.32 | 32.32 |
| 营业利润 | 14.41 | 59.94 | (38.11) | 300.35 | 24.69 |
| 归属母公司净利润 | 20.85 | 61.67 | (39.56) | 306.34 | 24.82 |
| 获利能力 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 26.91 | 19.18 | 21.92 | 20.68 | 20.18 |
| 净利率 | 15.03 | 8.79 | 4.22 | 10.25 | 9.67 |
| ROE | 17.30 | 17.62 | 7.83 | 26.54 | 25.52 |
| ROIC | 15.38 | 15.11 | 7.76 | 25.36 | 22.17 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 51.53 | 42.04 | 43.17 | 52.10 | 48.23 |
| 净负债比率 (%) | 10.26 | 0.09 | 4.67 | (2.97) | 7.12 |
| 流动比率 | 1.29 | 1.83 | 1.66 | 1.22 | 1.26 |
| 速动比率 | 0.89 | 1.21 | 1.13 | 0.94 | 0.87 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.63 | 1.08 | 1.05 | 1.32 | 1.31 |
| 应收账款周转率 | 4.63 | 8.10 | 8.10 | 8.10 | 8.10 |
| 应付账款周转率 | 2.62 | 4.63 | 4.63 | 4.63 | 4.63 |
| 每股指标 (人民币) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.33 | 0.53 | 0.32 | 1.30 | 1.62 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | (0.07) | (0.15) | 0.53 | 2.67 | 1.18 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 2.08 | 3.93 | 4.25 | 5.55 | 7.17 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE (倍) | 30.49 | 18.86 | 31.20 | 7.68 | 6.15 |
| PB (倍) | 4.80 | 2.54 | 2.35 | 1.80 | 1.39 |
| EV EBITDA (倍) | 20.87 | 12.32 | 16.67 | 5.26 | 4.32 |

免责声明

分析师声明

本人, 申建国、边文姣, 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

- 分析师申建国、边文姣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