布局再制造基地，长期竞争力显著

建设机械(600984)

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元):	11.95
目标价格(元):	14.08

肖群稀 研究员 SAC No. S0570512070051 0755-82492802 xiaoqunxi@htsc.com

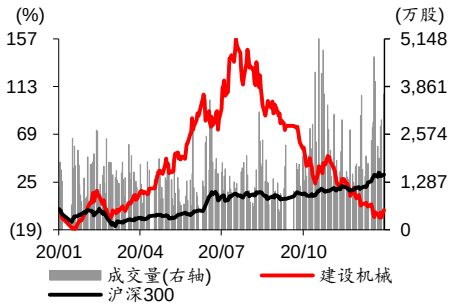
李倩倩 研究员 SAC No. S0570518090002 liqianqian013682@htsc.com

关东奇来 研究员 SAC No. S0570519040003 SFC No. BQI170 021-28972081 guandongqilai@htsc.com

相关研究

1《建设机械(600984 SH,增持): 受益行业景气,量价齐升促业绩持续走高》2020.05

一年内股价走势图



资料来源：Wind

公司深耕主业降本增效，建设再制造生产基地强化竞争优势

20Q2 以来国内疫情管控得当、下游行业逐步释放旺季需求，公司业绩显著恢复。公司精耕工程机械制造和租赁两个市场，以成本管控、提升产品毛利为有利抓手，同时创新管理方式、深化内部管理以提升公司整体经营效率。子公司庞源租赁顺应国家推动建筑产业化转型和装配式建筑的发展趋势，持续优化设备结构，在多地投资建设智能装备维修再制造生产基地，基地的落成将扩大公司领先优势、拓展市场空间。虑及下游房产市场稳健成长，基建发力，政策支持装配式建筑发展，公司系行业龙头企业，预计20~22 年 EPS 为 0.64/0.88/1.16 元，维持“增持”评级。

工程机械行业景气度持续，装配式建筑趋势助力租赁渗透率进一步提升

自 20 年 3 月来，工程机械行业景气度逐步提升。据 CCMA，20 年 1-11 月纳入统计各类挖掘机械产品国内市场销量 26.6 万台/yoy+38.4%，11 月各类挖掘机械产品国内市场销量 2.8 万台/yoy+68%。据前瞻产业研究院，2019 年我国工程机械租赁渗透率约 55%，与发达国家 65%的渗透率仍有较大差距，国内装配式建筑发展趋势有望促进租赁渗透率加速提升，主要原因在于装配式建筑大大增加了中大型塔机需求，中大型塔机价格高昂将促使下游企业租赁需求增长。据住建部，到 2026 年装配式建筑占新建建筑面积的比例将达 30%，19 年约为 18.4%，发展空间广阔。

庞源租赁用于装配建筑塔机量持续增长，拟建再制造基地打造新盈利点

20 年 1-12 月，子公司庞源租赁用于装配式建筑的塔吊数量从 1257 台增至 1914 台，吨米数从 309786 增至 428901。随着装配式建筑的积极推进，预计庞源租赁用于装配建筑的塔吊数量及吨米数将继续增长，进而扩大营收。据公司公告，庞源租赁拟在株洲、武汉、文安县等 5 地投资建设智能装备维修再制造生产基地。公司预计未来 5 年平均每年新增量保持在约 3 万台，报废量保持在约 2.5—2.7 万台，至 2025 年塔机再制造需求量将为约 5.57 万台，市场空间广阔。再制造基地的建成投产将提升公司塔机再制造能力，打造未来业绩新增长点。

公司有望巩固行业龙头企业地位，维持“增持”评级

受疫情影响，公司设备利用率有所下降、经营性现金流回款不足，使得短期业绩承压，另外塔机租赁短期或会供过于求，但中长期供需格局较为稳健，庞源指数预计下行有限。我们下调塔机租赁数量及价格预期，从而公司 20-22 年归母净利润至 6.19/8.53/11.22 亿元（前值为 8.02/11.01/14.36 亿元），PE 为 18.67/13.54/10.30x。参考可比公司 21 年 11.93x 的 PE 均值，虑及公司装配式建筑带来大量中大型塔机需求，强化内部信息系统和再制造基地建设，长期竞争优势显著，应享有一定的估值溢价，给予公司 21 年 PE16x，目标价 14.08 元（前值：19.09~20.75 元）。

风险提示：宏观经济波动风险；市场竞争加剧风险；智能装备维修再制造基地建设不及预期风险；疫情风险。

公司基本资料

总股本 (百万股)	966.96
流通 A 股 (百万股)	859.06
52 周内股价区间 (元)	9.86-30.99
总市值 (百万元)	11,555
总资产 (百万元)	13,402
每股净资产 (元)	5.83

资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

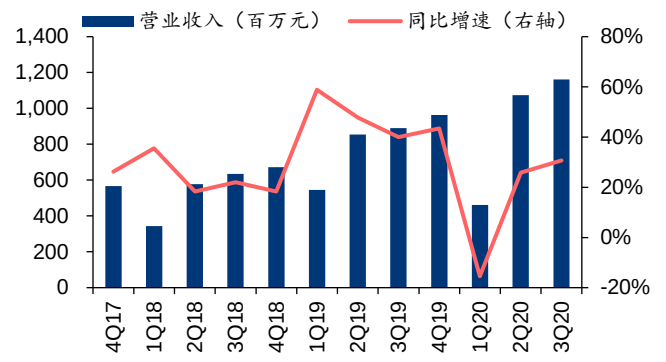
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	2,227	3,251	3,650	4,945	6,158
+/-%	21.77	45.98	12.27	35.47	24.53
归属母公司净利润 (百万元)	163.77	505.47	618.89	853.38	1,122
+/-%	627.26	208.65	22.44	37.89	31.50
EPS (元，最新摊薄)	0.17	0.52	0.64	0.88	1.16
PE (倍)	70.56	22.86	18.67	13.54	10.30

资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

Q3 净利润增 10.27%至 2.14 亿元,业绩稳步提升

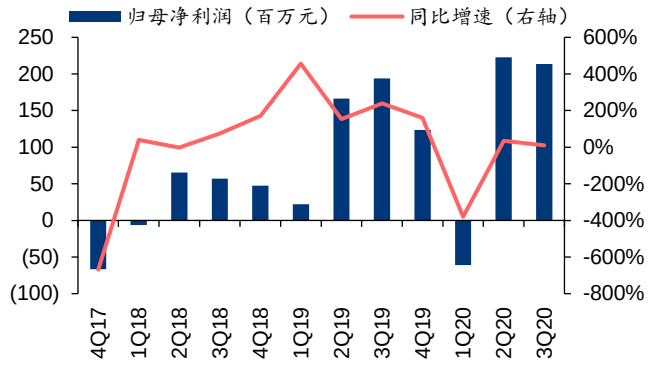
Q3 净利润增 10.27%至 2.14 亿元,业绩稳步提升。据公司 2020 年 10 月 28 日公告，2020 年前三季度实现营收 26.97 亿元/yoy+17.87%,归母净利润 3.75 亿元/yoy-1.76%，其中 Q3 营收、归母净利润 11.62/2.14 亿元，同比增长 30.66%/10.27%。前三季度净利同比小幅下滑主要系疫情致使 Q1 业绩大幅下滑，且导致回款减少，使应收账款增加所致；不过 Q2 营收环比 Q1 增长 132.84%，Q2 以来业绩回升，主要是因为国内疫情逐渐得到控制，下游需求释放。此外，待应收款项收回，公司将迎来一定的业绩增幅。虑及房产市场稳健成长，基建推进带来增量需求，装配建筑市场空间广阔，公司系行业龙头企业，持续优化设备结构，预计发展前景持续向好。

图表1： 2017 年至 2020Q3 公司营业收入及同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2： 2017 年至 2020Q3 公司归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，华泰证券研究所

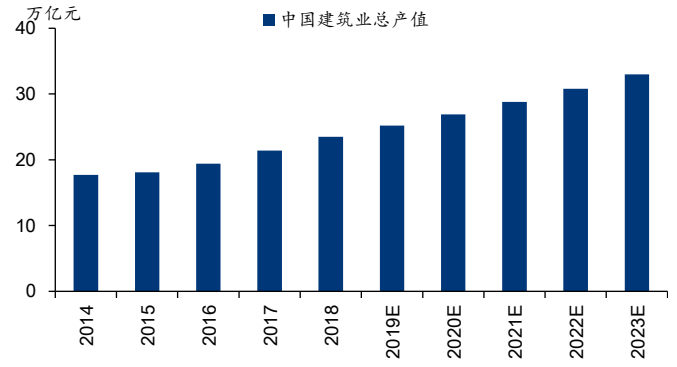
建筑行业景气度提升，装配式建筑助力行业发展

房产基建推升行业景气度，塔机租赁市场空间广阔

建筑业总产值未来将保持增长趋势，2023 年预计达到 33 万亿元。建筑行业包括房地产、基础设施建设行业等。房地产开发投资额自 2009 年起一直维持正增长，2020 年全国房地产开发投资累计完成额为 14.1 万亿元，累计同比上升 7.0%，较 1-11 月上升 0.2 个百分点。说明疫情对房地产行业的影响是短期的。在国内经济周期下行，叠加新冠疫情的压力下，新基建如火如荼开展以确保经济平稳健康发展，基建投资额有望快速增长，进而提高塔机租赁行业的增量需求。预计建筑业未来将继续保持增长态势，据国家统计局数据，到 2023 年，我国建筑业总产值将达到 33 万亿元的高峰，建筑业增长势头将推升塔机租赁行业景气度。

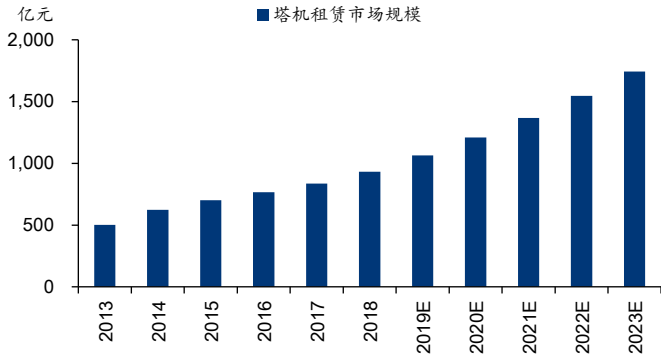
建筑业潜在总产值为塔机租赁行业创造了广阔的发展空间，2023 年预计突破 1,742 亿元。塔机租赁行业与下游的建筑业具有强关联性，其市场规模由建筑业发展状况决定。在 2006-2013 年建筑业高速发展的同期，塔机租赁市场的规模亦快速扩大，以 19.69%的年均复合增长率从 142.8 亿元增长至 502.4 亿元。2013 年至 2019 年间，受建筑业行业景气度下滑影响，塔机租赁市场增长速度有所下滑，年均复合增速降至 13.32%。中国产业信息网预计到 2023 年，我国建筑业总产值将达到 33 万亿元的高峰，建筑业的潜在总产值将驱动塔机市场规模扩大，预计至 2023 年塔机租赁市场规模将达到 1,742 亿元，年均复合增速为 13.12%。

图表3： 2014 年至 2023 我国建筑业总产值



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

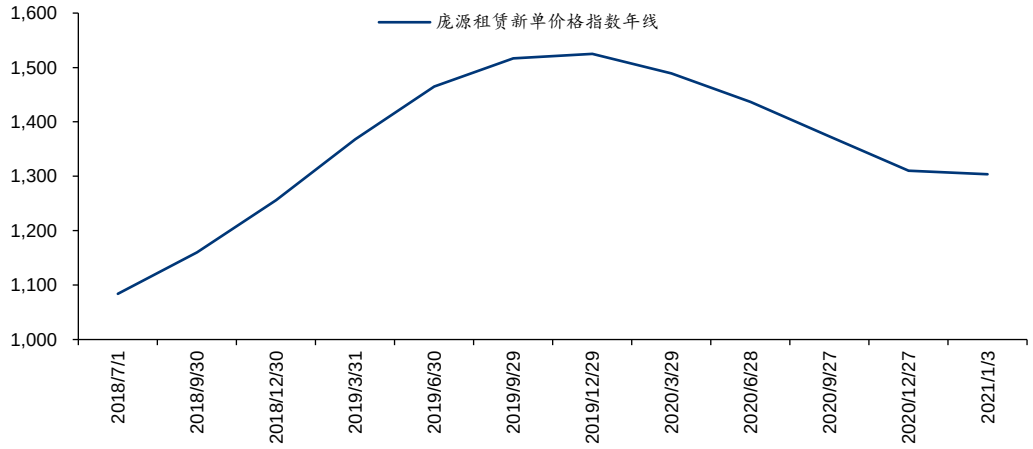
图表4： 2013 年至 2023 年我国塔机租赁市场规模



资料来源：达丰设备招股书，中国产业信息网，华泰证券研究所

塔机租赁供需较为平衡，预计庞源指数下行有限。庞源租赁新单价格指数反映塔机租赁的市场价格，2020 年以来庞源指数有所下滑，意味着塔机租赁市价下跌，主要系疫情影响建筑施工，塔机需求受到冲击所致。随着疫情得到有效管控，建筑行业迎来复苏，塔机需求增加，同时装配式建筑发展将大幅提升大中型塔机需求，结合供给端回暖，塔机租赁短期内或许会供过于求，产能过剩，但是中长期供需格局较为稳健，庞源指数预计下行有限。

图表5： 庞源租赁新单价格指数（20210118）



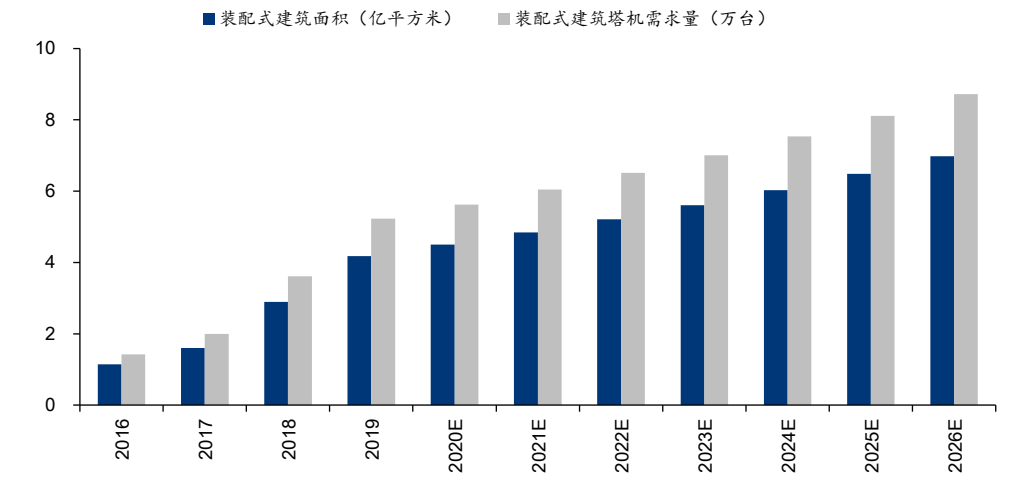
资料来源：庞源租赁官网，华泰证券研究所

迎装配式建筑东风，大中型塔机需求有望持续增加

我国装配式建筑渗透率仍较低，装配式建筑发展空间广阔。近几年，我国装配式建筑面积保持高速增长，但相对一些发达国家仍有差距。2018 年美国、日本、新加坡等发达国家的装配式建筑渗透率已超过 50%，有的甚至高达 90%，而我国装配式建筑渗透率 2019 年为 18.4%，智研咨询预计 2026 年将超过 30%，与发达国家相比差距明显，也意味着我国装配式建筑具有广阔的发展空间。在中央及地方各级政府政策的大力支持下，我国装配式建筑渗透率将加速提升。

预计未来我国大中型塔机需求将增加，或将刺激行业量价齐升。截止 2018 年底，我国塔机市场上有约 3 万台能够供装配式建筑使用的大中型塔机，根据住建部，预计我国 2020 年装配式建筑占比达到 15%，到 2026 年占比 30%。根据中国产业信息网，假设我国每年城镇新建建筑面积保持不变，2026 年我国装配式建筑新开工面积将达到 69,796 万平方米，相应的适用于装配式建筑的大中型塔机需求量约为 87,244 台，年均复合增速将达到 19.86%，下游市场大中型塔机需求量呈快速增长态势，而目前我国可用于装配式建筑的大中型塔机保有量不足 2 万台，对适型塔机的需求缺口超过 7 万台。另外，由于大中型塔机的租赁价格与销售价格都大于小型塔机，使得塔机行业将迎来量价齐升的机遇。

图表6： 未来装配式建筑面积及装配式建筑塔机需求量预估值

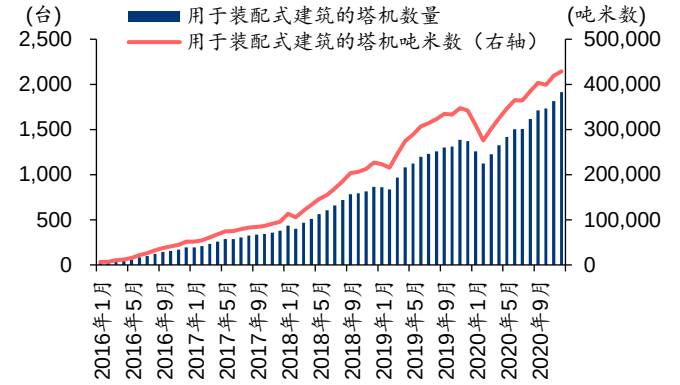


资料来源：中国产业信息网，华泰证券研究所

庞源租赁紧抓装配式发展机遇，积极布局再制造生产基地

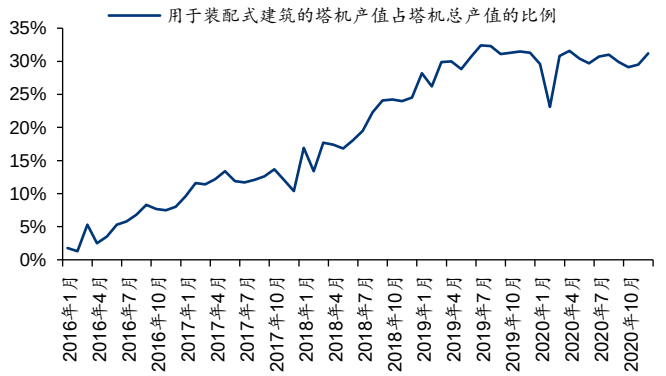
庞源租赁用于装配式建筑的塔机数量、塔机吨米数及塔机产值占总塔机产值的比例整体呈增长趋势。根据庞源租赁官网数据，自 2016 年起，公司用于装配式建筑的塔机数量及吨米数均高速增长，其中用于装配式建筑的塔机数量于 2020 年 12 月达到 1,914 台的峰值，塔机吨米数于 2020 年 12 月达到 428,901 吨米的高峰，并且公司用于装配式建筑的塔机产值占总塔机产值的比例呈现出震荡上扬的走势。庞源租赁紧抓国家大力推行装配式建筑的契机，与塔机生产厂家加深合作、共同研发针对性的新型塔机并大批推向市场，2019 年各地政府加快了装配式建筑的发展步伐，大吨位塔机的需求上涨致使其租赁价格维持高位，庞源租赁依托上市公司的融资优势及行业龙头地位，设备采购保持稳定，业绩保持高速增长。2021 年随着疫情得到有效管控，加之国家政策大力支持，装配式建筑推行的步伐有望加快，庞源租赁的塔机租赁业务亦会因此持续受益。

图表7：庞源租赁用于装配式建筑的塔机数量及吨米数（20210118）



资料来源：庞源租赁官网，华泰证券研究所

图表8：庞源租赁用于装配式建筑的塔机产值占比（20210118）



资料来源：庞源租赁官网，华泰证券研究所

公司积极布局再制造生产基地，打造核心竞争优势。据 2020 年 10 月 14 日公司公告（公告编号：2020-129），庞源租赁拟在湖南省株洲市、河北省文安县、湖北省武汉市、海南省海口市、四川省成都市五地投资建设智能装备维修再制造生产基地，基地建设将有助于加快公司技改升级，提高生产再制造能力，充分满足公司自身塔机再制造的需求，成为公司新的收入增长点。为保证公司租赁业务的发展需求，每年均需新增大量设备采购，而塔机设备的转场维护、发运等物流成本较高，再制造基地在经济发达地区布局有助于降低成本、不断扩大领先优势。同时，塔机等工程机械的使用寿命一般为 6-10 年，公司预计未来 5 年国内市场每年塔机销量将基本和报废量相当，每年新增量保持在约 3 万台，报废量保持在约 2.5—2.7 万台，至 2025 年塔机再制造需求量将约为 5.57 万台，市场空间广阔，再制造基地的建成投产有助于打造公司未来业绩新增长点。

受疫情影响，公司设备利用率有所下降、经营性现金流回款不足，使得短期业绩承压，另外塔机租赁短期或会供过于求，但中长期供需格局较为稳健，庞源指数预计下行有限。我们下调塔机租赁数量及价格预期，从而公司 20-22 年归母净利润至 6.19/8.53/11.22 亿元（前值为 8.02/11.01/14.36 亿元），PE 为 18.67/13.54/10.30x。参考可比公司 21 年 11.93x 的 PE 均值，虑及公司装配式建筑带来大量中大型塔机需求，强化内部信息系统和再制造基地建设，长期竞争优势显著，应享有一定的估值溢价，给予公司 21 年 PE16x，目标价 14.08 元（前值：19.09~20.75 元）。

风险提示：宏观经济波动风险；市场竞争加剧风险；智能装备维修再制造基地建设不及预期风险；疫情风险。

可比公司估值

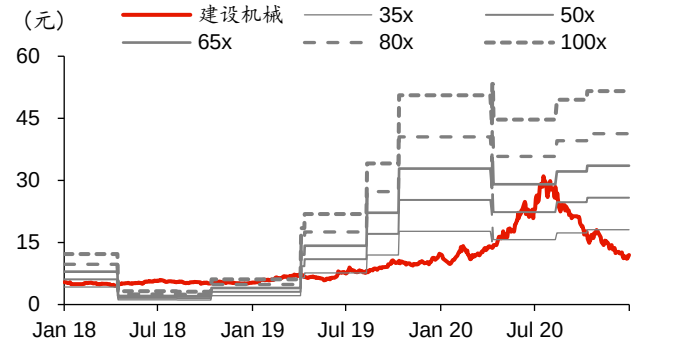
图表9： 可比公司一致预期估值表（截至 2021 年 1 月 18 日）

				EPS(元)		PE(倍)	
代码	公司	收盘价（元）	总市值（亿元）	2020E	2021E	2020E	2021E
603300 CH	华铁应急	6.13	55.34	0.31	0.39	19.84	15.73
000157 CH	中联重科	11.73	931.09	0.88	1.04	13.39	11.25
600528 CH	中铁工业	9.26	205.72	0.84	1.05	10.98	8.82
平均值				0.68	0.83	14.73	11.93

资料来源：Wind，Bloomberg，华泰证券研究所

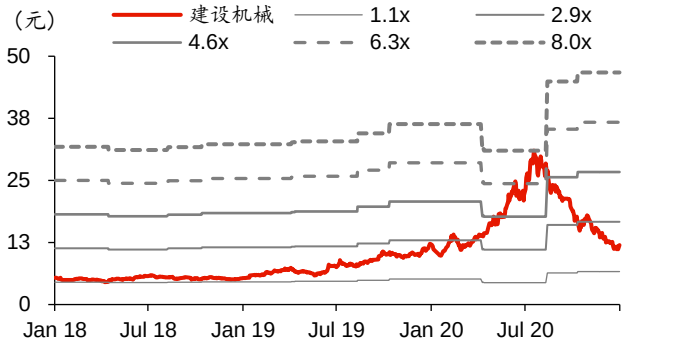
PE/PB - Bands

图表10： 建设机械历史 PE-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表11： 建设机械历史 PB-Bands



资料来源：Wind，华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,212	4,418	4,309	7,891	8,445
现金	565.84	742.70	833.80	1,130	1,407
应收账款	1,870	2,600	2,234	5,092	5,172
其他应收账款	56.80	76.94	85.13	128.77	139.90
预付账款	43.59	36.62	109.20	66.06	130.92
存货	333.54	403.12	539.36	757.22	902.15
其他流动资产	343.10	558.45	507.21	717.64	694.10
非流动资产	4,733	5,943	6,057	6,252	6,515
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	3,814	4,839	4,940	5,115	5,358
无形资产	96.33	141.50	161.51	173.82	189.63
其他非流动资产	822.81	962.25	955.98	963.03	967.22
资产总计	7,946	10,361	10,367	14,143	14,960
流动负债	3,641	4,646	4,110	7,447	7,556
短期借款	971.10	1,211	2,195	3,061	3,963
应付账款	1,339	1,165	848.18	2,196	1,838
其他流动负债	1,331	2,270	1,066	2,191	1,755
非流动负债	919.74	1,912	1,836	1,761	1,687
长期借款	6.00	387.00	311.01	236.12	162.16
其他非流动负债	913.74	1,525	1,525	1,525	1,525
负债合计	4,561	6,557	5,945	9,208	9,243
少数股东权益	5.91	4.95	4.06	2.85	1.25
股本	827.79	827.79	966.96	966.96	966.96
资本公积	2,597	2,597	2,458	2,458	2,458
留存公积	(53.74)	364.83	775.19	1,341	2,085
归属母公司股东权益	3,379	3,798	4,417	4,932	5,716
负债和股东权益	7,946	10,361	10,367	14,143	14,960

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	310.62	672.79	669.21	646.94	727.69
净利润	163.80	504.75	618.01	852.16	1,121
折旧摊销	319.34	388.55	330.96	344.89	379.44
财务费用	106.06	199.96	194.20	265.76	300.85
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(375.98)	(586.23)	(325.20)	(667.11)	(924.44)
其他经营现金	97.41	165.76	(148.76)	(148.76)	(148.76)
投资活动现金	(428.32)	(697.86)	(444.87)	(538.71)	(641.11)
资本支出	430.75	705.09	445.80	539.64	642.04
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	2.43	7.23	0.94	0.94	0.94
筹资活动现金	303.55	80.20	(2,328)	(678.37)	(712.12)
短期借款	622.20	240.24	983.64	865.90	902.60
长期借款	(8.90)	381.00	(75.99)	(74.89)	(73.96)
普通股增加	191.03	0.00	139.17	0.00	0.00
资本公积增加	(191.03)	0.00	(139.17)	0.00	0.00
其他筹资现金	(309.75)	(541.03)	(3,236)	(1,469)	(1,541)
现金净增加额	185.18	55.42	(2,104)	(570.14)	(625.54)

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,227	3,251	3,650	4,945	6,158
营业成本	1,482	1,939	2,375	3,303	4,235
营业税金及附加	11.53	19.69	14.60	17.31	20.94
营业费用	42.53	38.14	29.20	31.15	15.39
管理费用	220.67	263.80	146.01	174.56	126.85
财务费用	106.06	199.96	194.20	265.76	300.85
资产减值损失	(103.64)	(7.80)	(7.80)	(7.80)	(7.80)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	179.19	568.92	696.42	959.98	1,262
营业外收入	3.50	6.06	6.06	6.06	6.06
营业外支出	7.57	6.82	6.82	6.82	6.82
利润总额	175.12	568.16	695.66	959.22	1,261
所得税	11.32	63.42	77.65	107.06	140.79
净利润	163.80	504.75	618.01	852.16	1,121
少数股东损益	0.03	(0.72)	(0.88)	(1.22)	(1.60)
归属母公司净利润	163.77	505.47	618.89	853.38	1,122
EBITDA	549.17	1,050	1,135	1,465	1,844
EPS (元，基本)	0.17	0.52	0.64	0.88	1.16

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	21.77	45.98	12.27	35.47	24.53
营业利润	397.81	217.50	22.41	37.85	31.48
归属母公司净利润	627.26	208.65	22.44	37.89	31.50
获利能力 (%)					
毛利率	33.46	40.37	34.93	33.22	31.23
净利率	7.35	15.52	16.93	17.23	18.20
ROE	4.84	13.27	13.98	17.27	19.60
ROIC	4.34	8.70	9.73	11.91	13.43
偿债能力					
资产负债率 (%)	57.40	63.29	57.35	65.11	61.78
净负债比率 (%)	52.43	83.02	70.73	73.42	73.04
流动比率	0.88	0.95	1.05	1.06	1.12
速动比率	0.72	0.78	0.82	0.91	0.94
营运能力					
总资产周转率	0.31	0.36	0.35	0.40	0.42
应收账款周转率	1.18	1.35	1.39	1.24	1.11
应付账款周转率	0.80	0.96	1.35	1.29	1.28
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.17	0.52	0.64	0.88	1.16
每股经营现金流(最新摊薄)	0.55	0.24	0.69	0.67	0.75
每股净资产(最新摊薄)	3.49	3.93	4.57	5.10	5.91
估值比率					
PE (倍)	70.56	22.86	18.67	13.54	10.30
PB (倍)	3.42	3.04	2.62	2.34	2.02
EV_EBITDA (倍)	24.28	14.02	12.94	10.37	8.53

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，肖群稀、李倩倩、关东奇来，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。本报告仅供本公司客户使用。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，本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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，本公司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。本公司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。

本公司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，本公司及其所属关联机构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。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。投资者应当考虑到本公司及/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本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间迟延。

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》第 571 章所定义之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。

更多信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（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）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。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

- 分析师肖群稀、李倩倩、关东奇来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。声明中所提及的“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2021年华泰证券股份有限公司