

公司研究/深度研究

2021年01月04日

交通运输/仓储物流

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 4.40  
目标价格(元): 5.49

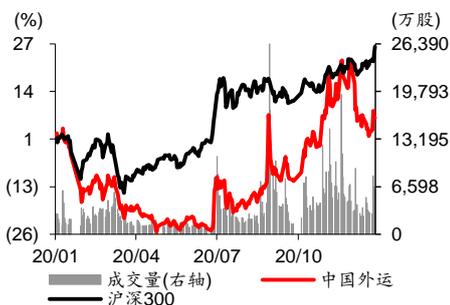
沈晓峰 SAC No. S0570516110001  
研究员 SFC No. BCG366  
021-28972088  
shenxiaofeng@htsc.com

林珊 SAC No. S0570520080001  
研究员 SFC No. BIR018  
021-28972209  
linshan@htsc.com

相关研究

- 1 《中国外运(601598 SH,买入): 盈利向好, 电商业务加速发展》2020.10
- 2 《中国外运(601598 SH,增持): 疫情拖累业绩, 下半年有望回升》2020.08
- 3 《中国外运(601598 SH,增持): 业绩超预期, 跨境收购完善网络》2020.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 头部物流企业迎来历史发展契机

## 中国外运(601598)

### 物流市场加速变革和转型, 头部企业迎来历史发展契机

中国外运作为中国排名第一、全球排名第四的国际货运代理商和国内领先的综合物流服务商, 拥有广泛的国内外服务网络。新冠肺炎疫情的发生引发包括全球供应链重构等一系列连锁反应, 有实力的头部物流企业, 将受益于自有和完善的物流网络, 在市场中凸显其竞争优势和提升市场份额。同时, 跨境电商市场的兴起, 催生对新贸易形态下的跨境物流需求, 传统货代企业迎来全新转型和升级的机会。我们将 2020/2021/2022 年盈利预测上调 0.7%/2.7%/8.4%至 28.9/33.6/38.7 亿元; 基于 12.2x 2021E PE 估值 (2021E EPS 0.45 元), 上调目标价至 5.49 元, 重申“买入”评级。

### 消费升级和产业转型驱动代理和专业物流需求, 提升中长期盈利能力

2019 年, 公司在 Armstrong & Associates 全球第三方物流供应商排名第八位, 但收入规模和利润率水平较国际龙头公司仍有差距。我们认为该差距主要受传统国际贸易 FOB 条款及过往中国产业结构以低端制造业为主影响: 1) 对于中国出口商品, FOB 条款通常由国外买方决定物流供应商, 其偏向于选择外资公司; 2) 低端制造业对第三方物流需求较低。我们认为, 伴随中国消费升级和产业结构转型, 将有助于物流企业在货代业务方面获得更多话语权。同时, 中国由低端制造向中高端制造产业转型, 将催生高标准货物运输需求和第三方物流市场的崛起, 公司有望迎来历史发展契机。

### 跨境电商物流提供高成长赛道

随着国际贸易规模、商品品类不断扩大以及国家政府的扶持和引导, 跨境电商市场迅速发展。跨境物流作为跨境电商交易中最重要的一环之一, 为传统物流企业提供新成长空间和市场增量。跨境电商物流具有碎片化、小批量、高频次的特征, 对物流企业的国内外网络和管理能力提出了更高的要求, 且盈利水平高于传统货代业务。2019 年中国跨境电商交易规模占比中国进出口贸易总额的 33.3%, 成为中国进出口贸易的新增长驱动。其中, 2013-2019 年, 中国跨境电商交易规模年复合增速达 22.2%, 而同期中国进出口贸易总额年复合增速为 3.4%。

### 传统业务加速转型, 跨境电商物流提供高成长空间; 重申“买入”

2020 年前三季度, 公司代理及专业物流业务量同比下滑; 跨境电商及中欧班列业务量同比大幅增长。我们预计伴随全球经济逐步常态化, 公司代理及专业物流业务将逐步修复, 跨境电商和中欧班列业务将保持向好增长态势。我们预计公司 2020E/2021E/2022E 归母净利润同比增长 3.1%/16.4%/15.0%; 公司当前股价对应 9.7x 2021E PE, 较 A 股行业可比公司估值 (15.0x-20.0x PE 区间) 有所折价。我们基于 12.2x 2021E PE (公司上市以来历史 PE 均值 10.7x 加 1 个标准差, 2021E EPS 0.45 元), 上调目标价至 5.49 元 (前值采用 12.2x 2021E PE, 前值目标价 5.37 元)。

风险提示: 1) 疫情持续时间超预期; 2) 全球经济增长低于预期; 3) 跨境电商业务增长低于预期; 4) 政治风险。

## 公司基本资料

总股本 (百万股)	7,401
流通 A 股 (百万股)	1,352
52 周内股价区间 (元)	3.20-5.06
总市值 (百万元)	32,564
总资产 (百万元)	65,408
每股净资产 (元)	3.99

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)	77,312	77,650	83,487	88,814	94,748
+/-%	5.68	0.44	7.52	6.38	6.68
归属母公司净利润 (百万元)	2,704	2,803	2,889	3,363	3,867
+/-%	17.36	3.68	3.06	16.40	14.97
EPS (元, 最新摊薄)	0.37	0.38	0.39	0.45	0.52
PE (倍)	12.04	11.62	11.27	9.68	8.42

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

物流市场加速变革和转型，头部企业迎来新发展契机.....	4
从国内领先综合物流服务商迈向世界一流的物流企业.....	4
传统业务加速向全程供应链转型，跨境电商物流提供高成长赛道.....	6
中国消费升级和产业转型驱动代理和专业物流需求，提升中长期盈利能力.....	7
政策引导叠加疫情催化，跨境电商物流市场迎来高成长期.....	8
跨境电商物流为传统货代企业带来全新转型和升级的机会.....	9
产业政策积极扶持和引导，推动跨境电商市场蓬勃发展.....	9
跨境电商物流：出口物流新模式，盈利水平高于传统货代.....	10
全球网络零售占比提升驱动跨境物流市场长期增长.....	11
盈利预测和估值.....	13
上调目标价至 5.49 元，估值吸引，重申“买入”.....	14
PE/PB - Bands.....	15
风险提示.....	15

## 图表目录

图表 1：全球前 20 国际货运代理商（2019）.....	4
图表 2：全球前 20 第三方物流供应商（3PL，营业收入，2019）.....	5
图表 3：中国外运：营业收入及增速.....	5
图表 4：中国外运：归母净利润及增速.....	5
图表 5：中国外运：归母净资产及增速.....	5
图表 6：中国外运：分红率.....	5
图表 7：中国外运：分部业务收入占比（2019）.....	6
图表 8：中国外运：分部业务营业利润占比（2019）.....	6
图表 9：DHL 集团：分部业务收入占比（2019）.....	6
图表 10：DHL 集团：分部业务 EBIT 占比（2019）.....	6
图表 11：可比公司 EBIT 利润率比较.....	7
图表 12：中国进出口贸易金额.....	7
图表 13：中国第三方物流（3PL）市场规模及增速.....	7
图表 14：中国：跨境电商交易规模及增速（进出口总和）.....	8
图表 15：中国：跨境电商交易额占比中国进出口贸易总额比重.....	8
图表 16：中国：跨境电商交易进口和出口占比.....	8
图表 17：中国：跨境电商交易 B2B 和 B2C 占比.....	8
图表 18：传统国际贸易模式.....	9
图表 19：跨境电商模式.....	9
图表 20：中国：跨境电商出口交易规模及增速.....	9
图表 21：中国：跨境电商出口交易 B2B 和 B2C 占比.....	9
图表 22：中国：跨境电商出口销售市场分布（2019）.....	10

图表 23: 中国: 跨境电商出口品类分布 (2019) .....	10
图表 24: 中国: 跨境电商出口销售渠道分布 (2019) .....	10
图表 25: 全球排名前 20 海运货代商 (2019) .....	11
图表 26: 全球排名前 20 空运货代商 (2019) .....	11
图表 27: 全球网络零售额及增速 .....	12
图表 28: 全球网络零售额占消费品零售总额比例 .....	12
图表 29: 跨境电商物流体系 .....	12
图表 30: 中国外运: 盈利预测及核心假设 .....	13
图表 31: 中国外运: 营业收入及增速 .....	14
图表 32: 中国外运: 归母净利润及增速 .....	14
图表 33: 第三方物流行业: 可比公司估值表 .....	14
图表 34: 中国外运历史 PE-Bands .....	15
图表 35: 中国外运历史 PB-Bands .....	15

## 物流市场加速变革和转型，头部企业迎来新发展契机

2020年，新冠肺炎疫情的发生引发了包括全球供应链重构等一系列连锁反应，同时受各国疫情防控等措施影响，物流周转效率下降及航空货运仓位紧缺，导致全球范围内海运运价和航空货运价格大幅上涨，企业的供应链安全和保障性面临重大的挑战。物流企业成为复工复产、经济恢复及保证各国产业供应链安全的关键力量；同时，疫情导致全球范围内线上消费需求激增，跨境电商成为中国进出口贸易的新增长引擎。

我们认为，后疫情时代，物流市场将迎来加速变革和转型。在疫情期间，中小规模物流企业的业务量大幅下滑，对企业经营造成较大压力；而对于有实力的头部物流企业，则受益于其自有和完善的物流网络，得以提供可靠的物流服务，在市场中凸显其竞争优势和提升市场份额，市场竞争格局优化；另一方面，跨境电商市场的兴起，催生对新贸易形态下的跨境物流需求，为物流企业提供新的高成长赛道。

### 从国内领先综合物流服务商迈向世界一流的物流企业

中国外运是国内领先的综合物流服务商，拥有广泛的国内外服务网络。覆盖全国32个省、自治区和直辖市；在国内拥有超过千万平方米的土地资源，运营400多万平方米自有仓库和300多万平方米租赁仓库。同时，公司自有海外网络已覆盖38个国家和地区，拥有76个全球经营网点（来源：公司年报）。在2019年Armstrong & Associates全球国际货运代理商和第三方物流供应商（Third-Party logistics, 3PL）排名中，中国外运位列全球第四和第八位。

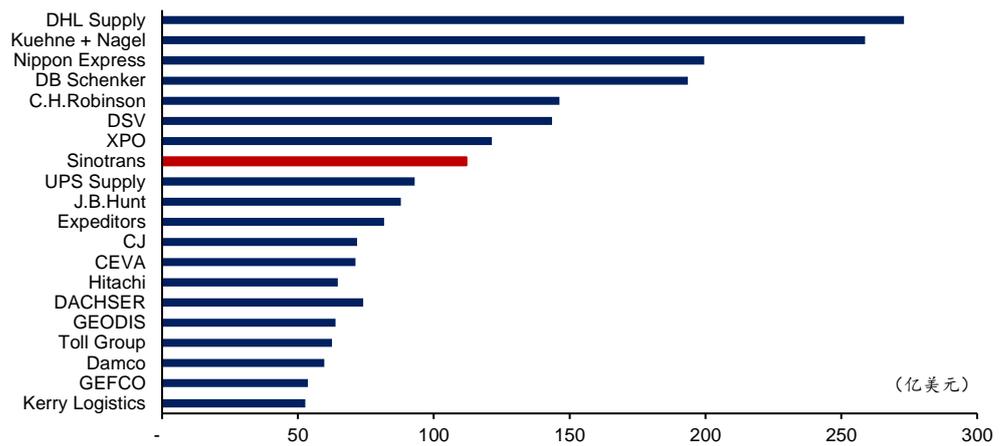
图表1：全球前20国际货运代理商（2019）

排名	公司名称	总部
1	DHL Supply Chain & Global Forwarding（敦豪供应链）	德国
1	Kuehne + Nagel（德迅）	瑞士
2	DB Schenker	德国
3	DSV	丹麦
4	<b>Sinotrans（中国外运）</b>	<b>中国</b>
5	Expeditors	美国
6	Nippon Express（日本运通）	日本
7	CEVA Logistics	瑞士
8	UPS Supply Chain Solutions	美国
9	C.H.Robinson（罗宾逊）	美国
10	Kerry Logistics（嘉里物流）	中国香港
11	Bollere Logistics	法国
12	GEODIS	法国
13	Hellmann Worldwide Logistics	德国
14	Agility Logistics	科威特
14	Yusen Logistics/NYK Logistics（日邮物流）	日本
15	DACHSER	德国
16	Hitachi Transport System（日立物流）	日本
17	Damco/Maersk Logistics	荷兰
18	Group	澳大利亚
19	Logwin Logistics	卢森堡
20	CJ Logistics	韩国

备注：考虑公司总收入、海运货代箱量和空运货代箱量三个因素的综合排名，名次存在并列情况：DHL Supply Chain & Global Forwarding (Deutsche Post DHL Group 旗下代理业务, DPW GY, 未覆盖), Kuehne + Nagel International AG (KNIU GR, 未覆盖), DB Schenker (未上市), DSV Panalpina A/S (DSV DC, 未覆盖); Expeditors International (EXPD US, 未覆盖), Nippon Express Co., Ltd (9062 JP, 未覆盖), CEVA Logistics (未上市), UPS Supply Chain Solutions (United Parcel Service 旗下代理业务, UPS US, 未覆盖) C.H.Robinson (CHRW US, 未覆盖), Kerry Logistics Network (636 HK, 未覆盖), Bollere Logistics (SDSC BC, 未覆盖), GEODIS (未上市), Hellmann Worldwide Logistics (未上市), Agility Logistics (未上市), Yusen Logistics/NYK Logistics (未上市), DACHSER (未上市), Hitachi Transport System (9086 JP, 未覆盖), Damco/Maersk Logistics (Maersk 旗下代理业务, MAERSKB DC, 未覆盖), Toll Group (未上市), Logwin Logistics (TGHN GY, 未覆盖), CJ Logistics (000120 KS, 未覆盖)

资料来源：Armstrong & Associates, 华泰证券研究

图表2: 全球前20第三方物流供应商(3PL, 营业收入, 2019)



备注: XPO (XPO US, 未覆盖), J.B.Hunt (JBHT US, 未覆盖), GEFCO (未上市)

资料来源: Armstrong & Associates, 华泰证券研究所

2019年, 中国外运实现营业收入776.5亿元, 归母净利润28.0亿元, 归母净资产284.4亿元。2010-2019年, 公司营业收入、归母净利润和归母净资产的年复合增速为6.9%/18.3%/12.6%。公司自2003年在香港上市以来, 2003-2019年平均分红率为30.2%。其中, 2017/2018/2019年分红率为29.6%/36.5%/31.7% (2019年1月中国外运在A股上市, 成为同时在上海和香港两地上市公司)。

图表3: 中国外运: 营业收入及增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表4: 中国外运: 归母净利润及增速



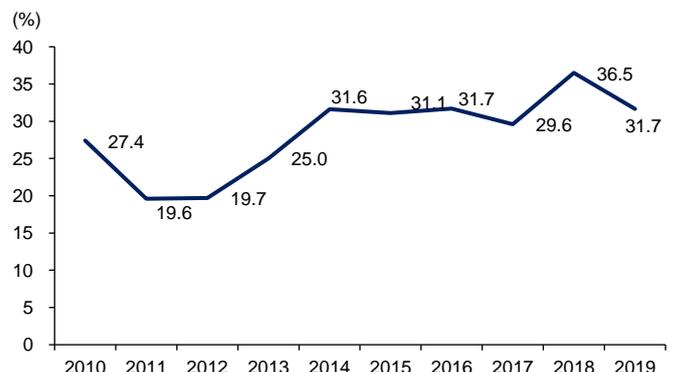
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表5: 中国外运: 归母净资产及增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表6: 中国外运: 分红率



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

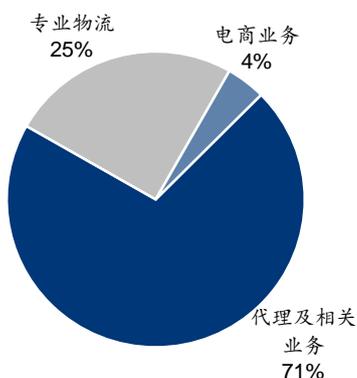
### 传统业务加速向全程供应链转型，跨境电商物流提供高成长赛道

中国外运主营业务包含三大板块：代理及相关业务、电商业务和专业物流。1) 代理及相关业务：主要包括海运、空运、铁路、船舶和公路代理、仓储码头服务等；2) 电商业务：主要包括跨境电商物流、物流电商平台和物流装备共享平台；3) 专业物流：为客户提供量身定制一体化物流解决方案，主要包括合同、项目、化工和冷链物流等。

近年来，中国外运加速传统货代和专业物流业务的升级，延伸服务链条，逐步向全程供应链方向转型。另一方面，伴随全球线上零售的兴起，特别是中国跨境电商市场的蓬勃发展，公司大力发展跨境电商物流及中欧班列等跨国物流的新模式。

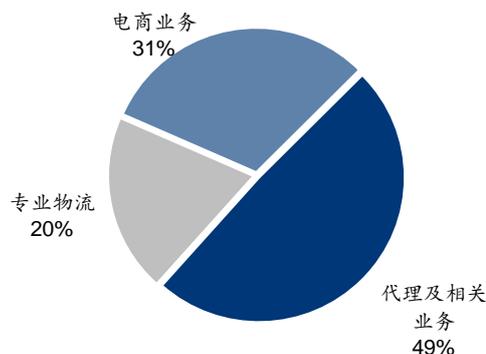
2019 年，公司代理及相关业务、电商业务和专业物流业务占比营业收入 71%/4%/25%；营业利润（包含投资收益）占比 49%/31%/20%。我们将中国外运的各业务分布同全球排名第一的综合物流服务商 DHL 集团相比。2019 年 DHL 集团旗下代理业务、电商业务、专业物流和快递业务（德国本土+国际）占其营业收入 23%/6%/21%/50%；扣除其快递业务，代理、电商和专业物流共计实现营业收入 2,602 亿元（中国外运 2019 年营业收入 777 亿元）。

图表7：中国外运：分部业务收入占比（2019）



资料来源：公司公告、华泰证券研究所

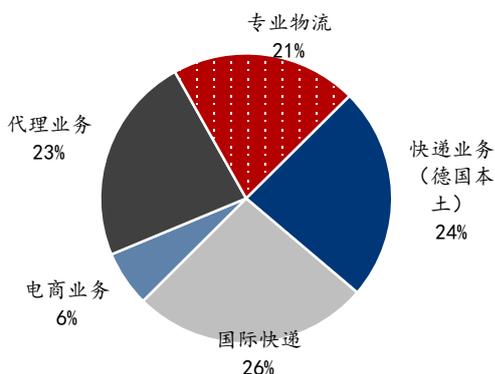
图表8：中国外运：分部业务营业利润占比（2019）



备注：营业利润包含投资收益

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

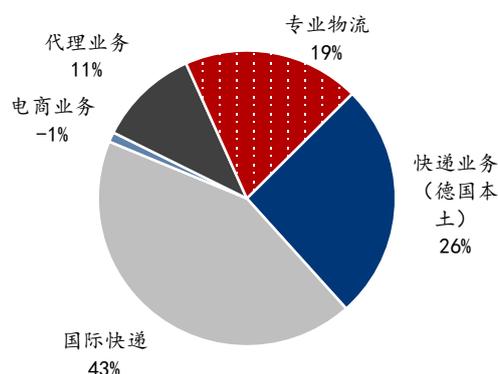
图表9：DHL 集团：分部业务收入占比（2019）



备注：Deutsche Post DHL Group

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表10：DHL 集团：分部业务 EBIT 占比（2019）

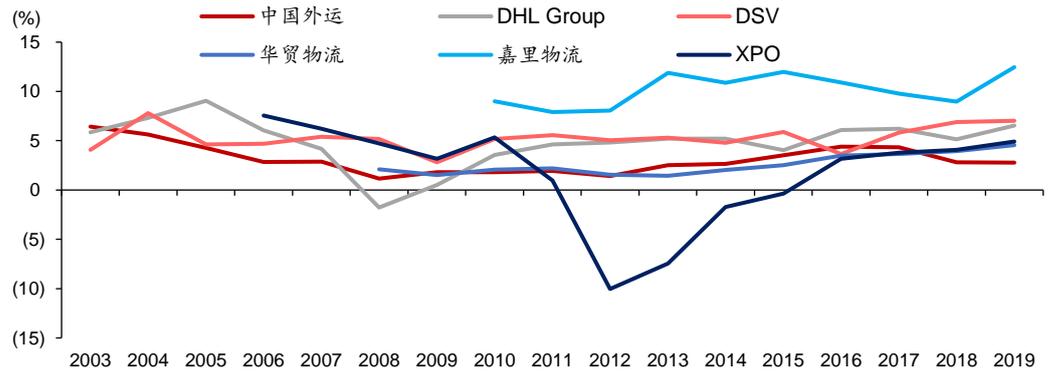


备注：Deutsche Post DHL Group；包含非经常性损益

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

从盈利能力方面，相比国际行业龙头，中国外运整体利润率水平较低，2019 年中国外运 EBIT（不包含投资收益）利润率为 2.8%，相比 DHL 集团（6.5%）、DSV（7.0%）、嘉里物流（12.5%）和 XPO（4.9%）仍有较大提升空间。

图表11: 可比公司 EBIT 利润率比较



备注: EBIT 不包含投资收益; 华贸物流 (603128 CH, 增持, 目标价 8.80 元)

资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

### 中国消费升级和产业转型驱动代理和专业物流需求, 提升中长期盈利能力

我们认为公司历史收入规模和利润率水平较国际行业龙头公司仍有差距主要受传统国际贸易 FOB 条款及过往中国产业结构仍以低端制造业为主影响, 对中高端的第三方物流需求较低。对于中国出口的商品, 由于传统国际贸易通常以 FOB 条款成交, 因此通常由国外买方决定物流供应商, 其偏向于选择外资公司。

近年来, 伴随中国消费升级和产业结构转型, 进口贸易占比逐步提升, 有助于中国货代企业在进口业务方面获得更多话语权。根据海关总署数据, 2019 年, 中国进口金额占比进出口贸易总额的 45.4%; 2015-2019 年复合增速为 5.5%, 高于出口金额年复合增速的 2.4%。

另一方面, 中国产业结构调整, 由低端制造向中高端制造产业转型, 将催生高标准货物运输需求。回顾全球头部公司的发展历程, 大部分企业诞生于制造业强国, 发展得益于该国产业结构对中高端物流的需求 (例如: 全球排名前二十第三方物流供应商中, 9 家企业发源于欧洲、5 家来自美国、2 家来自日本)。

我们认为中国产业结构调整 and 升级将伴随中高端第三方物流市场的崛起, 中国物流企业有望迎来历史发展契机。根据前瞻产业研究院数据, 2019 年中国第三方物流市场规模约 1.5 万亿元; 2015-2019 年复合增速为 9.6%; 2023 年市场规模将有望达到 1.9 万亿元, 2019-2023 年复合增速预计为 6.7%。

图表12: 中国进出口贸易金额



资料来源: 海关总署, 华泰证券研究所

图表13: 中国第三方物流 (3PL) 市场规模及增速



资料来源: 前瞻产业研究院, 公司官网 (中国外运), 华泰证券研究所

## 政策引导叠加疫情催化，跨境电商物流市场迎来高成长期

随着互联网时代的到来，国际贸易规模及商品品类不断扩大，国家政府的扶持和引导、以及与跨境电商相关的供应链不断完善，跨境电商市场迅速发展。跨境电商在运作模式、订单类型、交易环节、运输方式等维度均与传统国际贸易存在差异，跨境电商可缩短国际贸易产业链、节省中间商成本，并扩大企业利润空间。在经济全球化及互联网的影响下，跨境电商正成为中国进出口贸易的新引擎。

跨境电商模式将传统进出口贸易中的合同磋商、合同订立、合同履行等环节电子化，并通过跨境物流送达商品，完成交易。根据网经社数据，2019年中国跨境电商交易规模（进出口合计）为10.5万亿元，占比中国进出口贸易总额的33.3%，成为中国进出口贸易的新增长驱动。其中，2013-2019年，中国跨境电商交易规模年复合增速达22.2%，而同期中国进出口贸易总额年复合增速为3.4%。

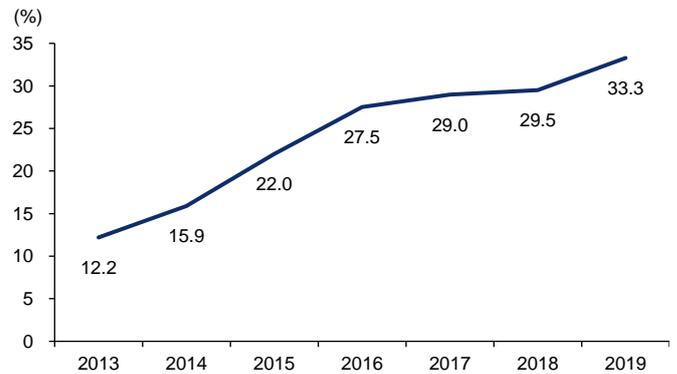
2020年以来，受新冠肺炎疫情疫情影响，全球线上消费渗透率提升进一步推动跨境电商市场交易规模大幅增长。根据海关总署数据，2020年1-9月，经中国海关跨境电商管理平台登记的进出口贸易总额同比大幅增长52.8%。

图表14：中国：跨境电商交易规模及增速（进出口总和）



资料来源：网经社电子商务研究中心，华泰证券研究所

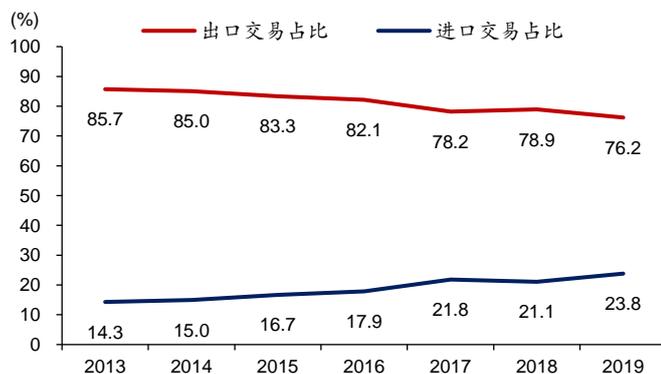
图表15：中国：跨境电商交易额占比中国进出口贸易总额比重



资料来源：网经社电子商务研究中心，海关总署，华泰证券研究所

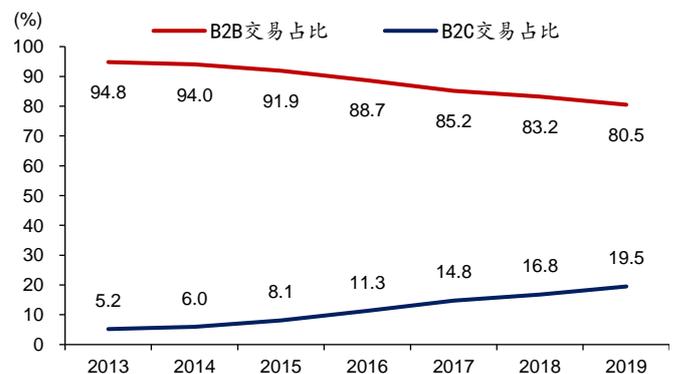
按进出口分类，跨境电商市场主要以出口为主，2019年中国跨境电商出口交易规模占跨境电商总交易规模的76.2%；按交易主体分类，跨境电商交易主要分为B2B和B2C两大类，2019年跨境B2B交易规模占比跨境电商总交易规模的80.5%，企业级用户处于主导地位。但是，伴随着互联网技术的发展，网络购物和在线支付的兴起，中国B2C跨境交易增长强劲，其占比由2013年的5.2%大幅上涨至2019年的19.5%。

图表16：中国：跨境电商交易进口和出口占比



资料来源：网经社电子商务研究中心，华泰证券研究所

图表17：中国：跨境电商交易B2B和B2C占比

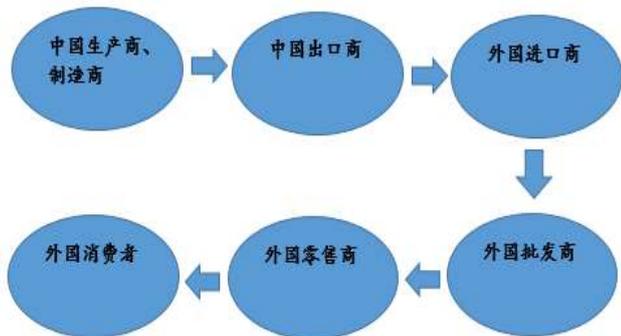


资料来源：网经社电子商务研究中心，华泰证券研究所

### 跨境电商物流为传统货代企业带来全新转型和升级的机会

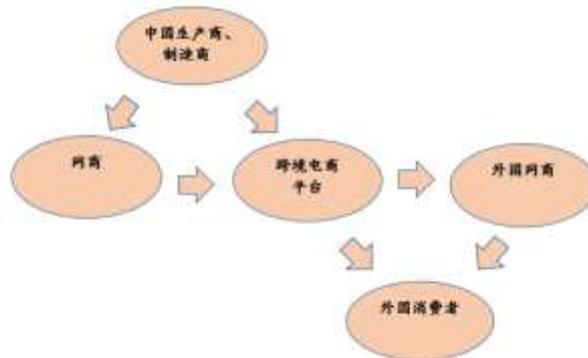
在传统国际贸易模式下，出口商品需通过供应商、贸易商、国外批发商、国外零售商等多层供应链传递至消费者手中，供应商的利润被多重环节稀释。另一方面，传统国际贸易受地理范围限制大，致使距离相隔较远的国家和地区难以进行双边贸易，或进行贸易的成本高。跨境电商通过缩短国际贸易产业链，扩大企业利润空间和增强商品的国际市场竞争力。

图表18：传统国际贸易模式



资料来源：公司官网（中国外运），华泰证券研究所

图表19：跨境电商模式



资料来源：公司官网（中国外运），华泰证券研究所

### 产业政策积极扶持和引导，推动跨境电商市场蓬勃发展

中国跨境电子商务综合试验区（跨境电商综试区），是政府设立的跨境电子商务交易、支付、物流、通关、退税、结汇等方面先行先试的城市区域。2020年，国务院新设46个跨境电商综试区。加上之前批准设立的59个，截至2020年底，全国共计105个跨境电商综试区，形成了陆海内外联动、东西双向互济的发展格局；2020年7月起，针对电商企业B2B的9710和海外仓的9810海关监管方式代码试点执行（来源：海关总署）。政府通过进一步简化申报、便利通关、降低海外采购物品关税税率等举措推动跨境电商贸易的发展。

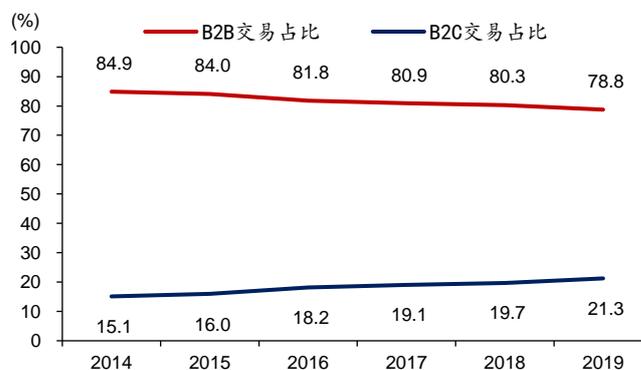
中国跨境电商市场中，跨境出口占据主导地位。根据网经社数据，2019年中国跨境电商出口交易规模达到8.0万亿元，年复合增速19.8%（2013-2019年）。根据网经社预测，2020年中国跨境电商出口交易规模将达到10.0万亿元，同比增长25.0%。其中，B2B交易规模占比78.8%；同时，受跨境电商市场的迅速发展，海外消费者通过电商平台网购更加便捷，B2C交易逐年提升，占比由2014年的15.1%上涨至2019年的21.3%。

图表20：中国：跨境电商出口交易规模及增速



资料来源：网经社电子商务研究中心，华泰证券研究所

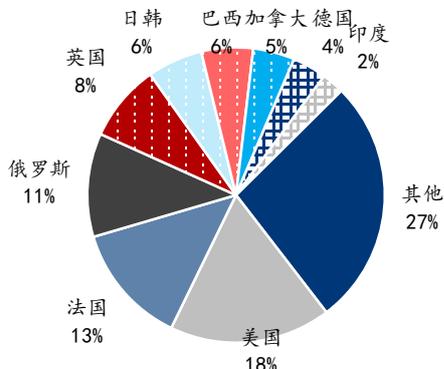
图表21：中国：跨境电商出口交易 B2B 和 B2C 占比



资料来源：网经社电子商务研究中心，华泰证券研究所

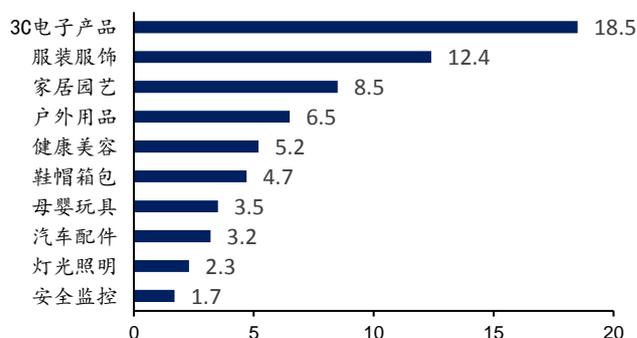
按销售市场分布，2019年中国跨境电商出口国主要为美国（18%）、法国（13%）、俄罗斯（11%）、英国（8%）、日韩（6%）、巴西（6%）等；按出口品类分布，主要为3C电子产品（18.5%）、服装服饰（12.4%）、家居园艺（8.5%）、户外用品（6.5%）等。按电商平台分布，亚马逊、阿里巴巴国际站和速卖通分别占比39%、19%和9%。

图表22：中国：跨境电商出口销售市场分布（2019）



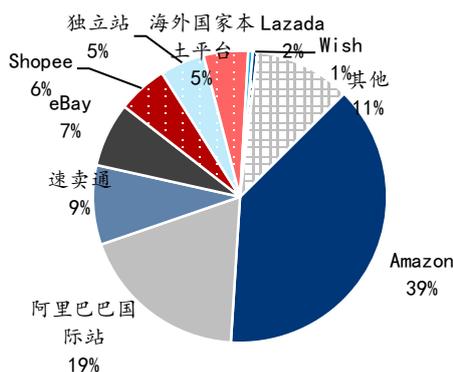
资料来源：亿邦智库，华泰证券研究所

图表23：中国：跨境电商出口品类分布（2019）



资料来源：亿邦智库，华泰证券研究所

图表24：中国：跨境电商出口销售渠道分布（2019）



资料来源：亿邦智库，华泰证券研究所

### 跨境电商物流：出口物流新模式，盈利水平高于传统货代

跨境物流是跨境电商交易流程中最重要的一环之一，跨境物流的效率及服务质量对跨境电商企业的销售情况具有直接的影响。跨境电商物流具有碎片化、小批量、高频次的特征，对物流企业的网络和管理能力提出了更高的要求，且盈利水平高于传统货代业务。2019年，中国外运电商业务、代理业务和专业物流业务毛利率分别为13.7%/4.2%/4.5%。

作为中国规模最大的货运代理公司，在2019年Transport Topics全球海运货代和空运货代排名中，中国外运位列全球第二和第十二位，其传统的代理业务和跨境物流业务将形成较强的协同效应。

**图表25: 全球排名前20海运货代商(2019)**

排名	公司	总部
1	Kuehne + Nagel	瑞士
<b>2</b>	<b>Sinotrans (中国外运)</b>	<b>中国</b>
3	DHL Global Forwarding	德国
4	DB Schenker	德国
5	Panalpina	瑞士
6	DSV Air & Sea	丹麦
7	Kerry Logistics	中国香港
8	Expeditors	美国
9	C.H.Robinson	美国
10	Hellmann Worldwide Logistics	德国
11	Bollere Logistics	法国
12	Fr.Meyer's Sohn	德国
13	CEVA Logistics	瑞士
14	LF Logistics	中国香港
15	GEODIS	法国
16	Yusen Logistics	日本
17	Agility Logistics	科威特
18	Nippon Express Co.	日本
19	Kintetsu World Express	日本
20	OOCL Logistics	中国香港

备注:根据海运代理集装箱量排名;Panalpina(隶属 DSV Panalpina A/S, DSV DC, 未覆盖), DSV Air & Sea(隶属 DSV Panalpina A/S), Fr.Meyer's Sohn(未上市), LF Logistics(未上市), Kintetsu World Express(9375 JP, 未覆盖), OOCL Logistics(未上市)

资料来源: Transport Topics, 华泰证券研究所

**图表26: 全球排名前20空运货代商(2019)**

排名	公司	总部
1	DHL Supply Chain	德国
2	Kuehne + Nagel	瑞士
3	DB Schenker	德国
4	Panalpina	瑞士
5	Expeditors	美国
6	UPS Supply Chain Solution	美国
7	Nippon Express	日本
8	DSV Air & Sea	丹麦
9	Bollere Logistics	法国
10	Kintetsu World Express	日本
11	Hellmann Worldwide Logistics	德国
<b>12</b>	<b>Sinotrans (中国外运)</b>	<b>中国</b>
13	CEVA Logistics	瑞士
14	Apex Logistics	美国
15	Agility Logistics	科威特
16	Kerry Logistics	中国香港
17	Yusen Logistics	日本
18	GEODIS	法国
19	Crane Worldwide Logistics	美国
20	DACHSER	德国

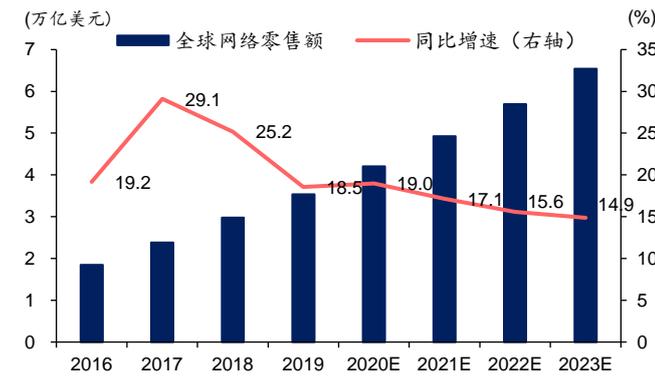
备注:根据空运代理货量排名;Apex Logistics(未上市), Crane Worldwide Logistics(未上市)

资料来源: Transport Topics, 华泰证券研究所

### 全球网络零售占比提升驱动跨境物流市场长期增长

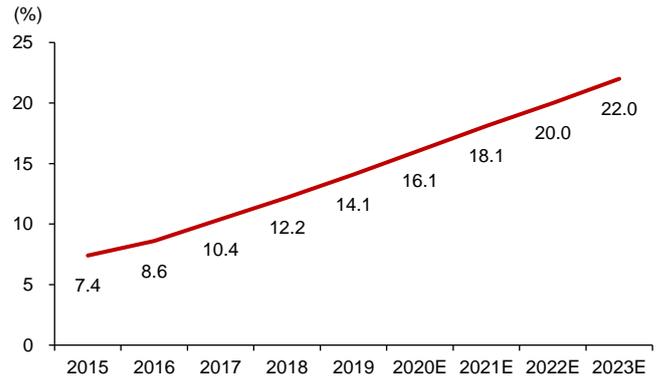
根据 eMarketer 数据, 2019 年全球网络零售额达到 3.5 万亿美元, 2015-2019 年复合增速为 22.9%; 2023 年全球网络零售额预计将大幅增长至 6.5 万亿美元, 全球网络零售占比零售总额比例将由 2019 年的 14.1% 上涨至 22.0%。

图表27: 全球网络零售额及增速



资料来源: eMarketer, 华泰证券研究所

图表28: 全球网络零售额占消费品零售总额比例



资料来源: eMarketer, 华泰证券研究所

跨境物流是跨境电商流程中最重要的一环之一,属于资金和技术密集型产业。跨境物流企业的核心竞争力在于时效性和性价比。主要体现在通关、地面操作、干线运力掌控和海外端操作。作为国内领先的综合物流服务商,我们认为中国外运在国内外清关、地面操作、运力通道轻重货搭配方面具有优势。

- 1) 通关: 对新政策快速解读。根据公司官网信息,中国外运目前已开始针对 9710/9810 海关代码进行物流方案试点;
- 2) 地面操作: 多年经营累积下的丰富地面操作经验,最大程度减少操作时间,提高装载率,降低单位成本;
- 3) 海外服务: 依托公司完善的海外网络,中国外运旗下的海外公司可提供基于自有或是合作伙伴资源的通关、地面操作和派送服务。

图表29: 跨境电商物流体系



资料来源: 头豹研究院, 华泰证券研究所

中国跨境电商物流模式主要包括小包模式、商业快件模式、专线物流模式、FBA 模式 (Fulfillment by Amazon) 和海外仓模式,中国外运对于以上几种物流模式都有涉及。

- 1) 小包模式: 10-25 天,出口境外段依靠当地邮政系统进行最后一公里派送,价格优惠但服务和时效性较低;
- 2) 快件模式: 2-7 天,通过自建的全球网络,商业快件出口、配载商业航班、落地商业清关和商业快递配送。价格较高,但服务好和时效快(例如 UPS, FedEx, DHL 等);
- 3) 专线物流: 7-13 天,利用 9610 代码的跨境电商出口模式。通过商业航班出运,末端商业清关后转当地邮政网络派送。价格和时效介于商业快件和小包模式之间;
- 4) FBA 模式和海外仓模式: 3-5 天,通过空运、海运或多式联运方式预先将货物送到国外指定仓库。消费者下单后,商品由当地仓库送出,进行本地化派送,提高时效性。

## 盈利预测和估值

2020年上半年受疫情影响，公司代理及专业物流业务量同比下滑；同时，公司跨境电商及中欧班列业务量大幅提升。2020年前三季度公司实现归母净利润20.8亿元，同比下滑1.7%。我们预计伴随全球经济活动逐步常态化，公司代理及专业物流业务将逐步修复，电商业务将保持向好增长态势。

代理及相关业务：2020年上半年营业收入279.3亿元，同比增长3.5%（根据公司中报，收入增长主因中欧班列开行量增加及空运运价上涨；1H20海运及空运代理业务量同比下滑7.6%和1.5%、铁路代理业务量同比增长46.3%）。我们预计伴随全球经济逐步常态化，公司代理业务量将逐步回升。我们预测2020/2021/2022年代理及相关业务收入同比增长2.8%/6.0%/6.0%；营业利润率4.6%/4.5%/4.5%（较2019年的4.2%有所提升主因考虑公司传统业务逐步向全程供应链转型，盈利能力逐步提升）。

电商业务：2020年上半年营业收入28.0亿元，同比增长66.4%（根据公司中报，收入大幅上涨主因跨境电商业务量及空运运价大幅上涨驱动；1H20跨境电商业务量同比增长17.5%）。我们认为，伴随全球经济生产逐步常态化，2021/2022年空运运价将在2020年的高基数上逐步回归常态。我们预计2020/2021/2022年电商业务收入同比增长75.2%/15.0%/15.0%；营业利润率13.6%/13.6%/13.6%（较2019年的13.7%基本持平）。

专业物流：2020年上半年实现营业收入101.8亿元，同比增长1.3%。公司专业物流业务受疫情影响，部分项目进度缓慢；伴随生产活动逐步常态化，我们预计专业物流业务将逐步修复。我们预计2020/2021/2022年专业物流业务收入同比增长6.2%/5.0%/6.0%；营业利润率4.1%/4.1%/4.1%（较2019年的4.5%有所下降主因考虑公司海外项目受疫情影响，部分项目复工进度较慢，拖累整体利润率水平）。

投资收益方面，2020年上半年公司实现投资收益5.8亿元，同比下滑7.2%。其中，中外运敦豪（合营企业）净利润同比下滑6.5%；自第三季度起，伴随疫情控制，业务量逐步修复。我们预计公司2020/2021/2022年投资收益12.4/13.2/14.2亿元，同比表现-18.0%/6.7%/7.7%（2020年同比下滑主因疫情影响，我们预计2021/2022年盈利将逐步修复）。综上，我们将2020/2021/2022年公司归母净利润预测上调0.7%/2.7%/8.4%至28.9/33.6/38.7元。

图表30：中国外运：盈利预测及核心假设

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>各分部营业收入（人民币百万）</b>					
<b>代理及相关业务</b>	<b>56,187</b>	<b>57,023</b>	<b>58,642</b>	<b>62,161</b>	<b>65,890</b>
yoy (%)		1.5	2.8	6.0	6.0
营业利润率 (%)	6.1	4.2	4.6	4.5	4.5
<b>电商业务</b>	<b>2,607</b>	<b>3,436</b>	<b>6,018</b>	<b>6,921</b>	<b>7,959</b>
yoy (%)		31.8	75.2	15.0	15.0
营业利润率 (%)	12.0	13.7	13.6	13.6	13.6
<b>专业物流</b>	<b>20,981</b>	<b>20,122</b>	<b>21,376</b>	<b>22,445</b>	<b>23,791</b>
yoy (%)		(4.1)	6.2	5.0	6.0
营业利润率 (%)	4.0	4.5	4.1	4.1	4.1
<b>内部抵消及其他</b>	<b>(2,463)</b>	<b>(2,931)</b>	<b>(2,549)</b>	<b>(2,712)</b>	<b>(2,893)</b>
yoy (%)		19.0	(13.0)	6.4	6.7
<b>营业总收入（人民币百万）</b>	<b>77,312</b>	<b>77,650</b>	<b>83,487</b>	<b>88,814</b>	<b>94,748</b>
yoy (%)	5.7	0.4	7.5	6.4	6.7
营业利润率 (%)	1.5	0.3	1.4	1.4	1.5
<b>管理费用占比营业收入比率</b>	<b>3.6</b>	<b>3.3</b>	<b>3.4</b>	<b>3.4</b>	<b>3.4</b>
<b>营业费用占比营业收入比率</b>	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>	<b>1.1</b>	<b>1.1</b>	<b>1.1</b>
<b>投资收益</b>	<b>2,594</b>	<b>1,510</b>	<b>1,238</b>	<b>1,322</b>	<b>1,423</b>
yoy (%)	33.3	(41.8)	(18.0)	6.73	7.69
<b>归母净利润（人民币百万）</b>	<b>2,704</b>	<b>2,803</b>	<b>2,889</b>	<b>3,363</b>	<b>3,867</b>
yoy (%)	17.4	3.7	3.1	16.4	15.0

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表31: 中国外运: 营业收入及增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表32: 中国外运: 归母净利润及增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

### 上调目标价至 5.49 元, 估值吸引, 重申“买入”

公司当前股价对应 2020E/2021E/2022E 11.3x/9.7x/8.4x PE 估值, 较 A 股行业可比公司估值有较大折价。我们基于 12.2x 2021E PE 估值 (公司上市以来历史 PE 均值 10.7x 加 1 个标准差, 2021E EPS 0.45 元), 上调目标价至 5.49 元 (前值采用 12.2x 2021E PE, 前值目标价 5.37 元), 重申“买入”。

图表33: 第三方物流行业: 可比公司估值表

公司名称	股票代码	市值 (USD mn)	PE (x)			PB (x)			ROE (%)			Dividend yield (%)		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
<b>A 股</b>														
中国外运 - A	601598 CH	4,822	11.6	11.3	9.7	1.2	1.1	1.0	9.7	9.7	10.2	2.8	2.7	3.2
华贸物流	603128 CH	1,877	26.8	22.5	19.4	2.3	2.7	2.5	8.8	11.8	12.2	0.5	-	-
嘉诚国际	603535 CH	947	48.4	34.8	16.3	3.9	3.6	3.0	8.3	10.3	18.5	0.2	-	-
<b>均值</b>		<b>2,549</b>	<b>28.9</b>	<b>22.9</b>	<b>15.1</b>	<b>2.4</b>	<b>2.5</b>	<b>2.2</b>	<b>8.9</b>	<b>10.6</b>	<b>13.6</b>	<b>1.2</b>	<b>0.9</b>	<b>1.1</b>
<b>港股</b>														
中国外运 - H	598 HK	2,721	6.4	6.2	5.3	0.6	0.6	0.5	9.9	9.5	10.2	5.0	4.9	5.7
嘉里物流	636 HK	3,871	7.5	13.6	12.3	1.2	1.2	1.1	15.7	8.8	9.0	3.7	2.1	2.3
<b>均值</b>		<b>3,296</b>	<b>7.0</b>	<b>9.9</b>	<b>8.8</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>	<b>0.8</b>	<b>12.8</b>	<b>9.1</b>	<b>9.6</b>	<b>4.4</b>	<b>3.5</b>	<b>4.0</b>
<b>海外</b>														
Deutsche Post DHL	DPW GY	62,151	19.2	18.6	15.6	3.6	3.3	2.9	18.9	19.5	19.8	2.8	3.0	3.2
UPS Inc	UPS US	148,841	33.5	22.8	20.2	45.1	19.6	13.6	141.2	119.3	78.8	2.2	2.3	2.4
DSV Logistics	DSV DC	38,411	54.3	51.1	29.1	4.7	4.5	4.6	11.6	8.8	15.4	0.2	0.3	0.5
XPO Logistics	XPO US	10,891	30.2	258.4	31.9	4.1	4.1	3.6	12.2	4.7	12.6	-	-	-
Nippon Express	9062 JP	6,366	13.3	16.8	15.3	1.2	1.1	1.1	9.2	7.0	7.2	2.3	2.3	2.3
C.H. Robinson	CHRW US	12,869	22.5	26.3	22.3	7.6	7.1	6.8	35.3	28.0	29.4	2.1	2.2	2.3
Expeditors	EXPD US	16,019	27.4	23.7	23.4	7.3	6.6	6.3	28.2	29.8	28.1	1.1	1.1	1.1
FedEx Corp	FDX US	71,256	130.5	35.2	15.8	3.9	3.7	3.3	2.9	12.0	21.8	1.0	1.0	1.0
<b>均值</b>		<b>45,850</b>	<b>41.4</b>	<b>56.6</b>	<b>21.7</b>	<b>9.7</b>	<b>6.3</b>	<b>5.3</b>	<b>32.4</b>	<b>28.6</b>	<b>26.6</b>	<b>1.5</b>	<b>1.5</b>	<b>1.6</b>

备注: A 股采用 Wind 一致预期, 港股和海外采用 Bloomberg 一致预期, 收盘价 2020.12.31; 嘉诚国际 (603535 CH, 未覆盖), FedEx Corp (FDX US, 未覆盖)

资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰证券研究所

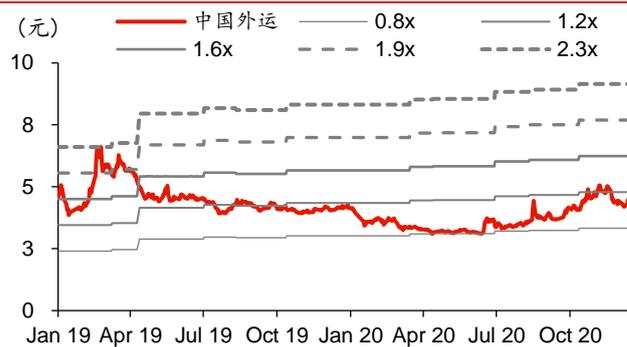
**PE/PB - Bands**

图表34: 中国外运历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表35: 中国外运历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

**风险提示**

- 1) 疫情持续时间超预期, 公司货运代理和专业物流业务增长低于预期; 2) 全球经济增长低于预期, 拖累公司货运代理业务量; 3) 跨境电商业务增长低于预期; 4) 政治风险。

## 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	31,369	25,863	35,432	32,844	37,029
现金	15,528	10,475	17,252	15,666	16,565
应收账款	10,418	10,115	12,147	11,469	13,749
其他应收账款	1,422	1,637	1,609	1,859	1,835
预付账款	2,091	2,247	2,278	2,584	2,586
存货	266.60	125.29	344.11	133.85	381.35
其他流动资产	1,644	1,263	1,802	1,131	1,912
非流动资产	30,125	36,023	36,174	37,634	38,833
长期投资	6,974	9,368	10,607	11,929	13,352
固定投资	11,942	12,473	11,777	11,125	10,500
无形资产	5,259	5,770	5,875	6,043	6,176
其他非流动资产	5,951	8,413	7,915	8,538	8,805
资产总计	61,494	61,886	71,606	70,478	75,862
流动负债	20,196	20,661	30,658	28,313	32,378
短期借款	2,232	1,202	9,400	9,300	9,200
应付账款	9,056	9,147	10,524	10,238	11,879
其他流动负债	8,908	10,311	10,734	8,775	11,299
非流动负债	13,445	10,974	8,445	6,923	5,087
长期借款	11,970	8,446	6,268	4,629	2,832
其他非流动负债	1,475	2,529	2,177	2,294	2,255
负债合计	33,641	31,635	39,103	35,236	37,465
少数股东权益	4,617	1,813	2,063	2,305	2,602
股本	6,049	7,401	7,401	7,401	7,401
资本公积	4,124	6,073	6,073	6,073	6,073
留存公积	13,296	15,070	17,267	19,791	22,706
归属母公司股东权益	23,236	28,439	30,440	32,936	35,794
负债和股东权益	61,494	61,886	71,606	70,478	75,862

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	2,013	3,320	4,361	3,029	5,569
净利润	3,199	2,927	3,140	3,605	4,164
折旧摊销	1,423	1,941	1,578	1,661	1,754
财务费用	458.59	288.53	468.01	479.69	347.42
投资损失	(2,594)	(1,510)	(1,238)	(1,322)	(1,423)
营运资金变动	(642.68)	(241.76)	585.98	(1,254)	878.65
其他经营现金	169.56	(85.46)	(171.82)	(141.40)	(151.54)
投资活动现金	4,876	(2,055)	(342.74)	(1,649)	(1,380)
资本支出	2,586	1,921	1,250	1,546	1,614
长期投资	4,496	(1,937)	(1,238)	(1,322)	(1,423)
其他投资现金	11,957	(2,071)	(331.06)	(1,426)	(1,190)
筹资活动现金	(1,295)	(6,335)	2,757	(2,965)	(3,289)
短期借款	732.50	(1,029)	8,198	(100.00)	(100.00)
长期借款	1,865	(3,525)	(2,178)	(1,640)	(1,796)
普通股增加	0.00	1,352	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	130.90	1,948	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(4,024)	(5,081)	(3,263)	(1,225)	(1,393)
现金净增加额	5,608	(4,931)	6,776	(1,585)	899.10

### 利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	77,312	77,650	83,487	88,814	94,748
营业成本	71,767	73,422	77,950	82,763	87,991
营业税金及附加	190.99	198.28	210.87	225.15	239.90
营业费用	931.06	851.74	945.65	995.40	1,066
管理费用	2,812	2,595	2,873	3,027	3,239
财务费用	458.59	288.53	468.01	479.69	347.42
资产减值损失	156.75	(2.47)	54.65	37.82	47.57
公允价值变动收益	236.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2,594	1,510	1,238	1,322	1,423
营业利润	4,318	3,372	3,810	4,287	4,965
营业外收入	91.21	152.81	132.27	139.12	136.84
营业外支出	300.76	198.84	232.82	221.49	225.27
利润总额	4,108	3,326	3,710	4,204	4,877
所得税	909.47	398.54	570.11	598.69	712.78
净利润	3,199	2,927	3,140	3,605	4,164
少数股东损益	494.86	123.51	250.21	242.28	297.14
归属母公司净利润	2,704	2,803	2,889	3,363	3,867
EBITDA	5,991	5,583	5,776	6,369	7,003
EPS (元, 基本)	0.37	0.38	0.39	0.45	0.52

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	5.68	0.44	7.52	6.38	6.68
营业利润	14.69	(21.92)	13.01	12.50	15.83
归属母公司净利润	17.36	3.68	3.06	16.40	14.97
获利能力 (%)					
毛利率	7.17	5.44	6.63	6.81	7.13
净利率	3.50	3.61	3.46	3.79	4.08
ROE	11.49	9.68	9.66	10.23	10.84
ROIC	26.17	17.68	20.92	22.59	27.07
偿债能力					
资产负债率 (%)	54.71	51.12	54.61	50.00	49.39
净负债比率 (%)	3.21	15.26	5.87	5.36	(2.47)
流动比率	1.55	1.25	1.16	1.16	1.14
速动比率	1.40	1.08	1.04	1.02	1.02
营运能力					
总资产周转率	1.25	1.26	1.25	1.25	1.29
应收账款周转率	6.94	7.36	7.22	7.27	7.25
应付账款周转率	7.56	8.07	7.90	7.95	7.94
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.38	0.39	0.45	0.52
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.01)	0.41	0.59	0.41	0.75
每股净资产(最新摊薄)	3.14	3.84	4.11	4.45	4.84
估值比率					
PE (倍)	12.04	11.62	11.27	9.68	8.42
PB (倍)	1.40	1.15	1.07	0.99	0.91
EV_EBITDA (倍)	6.29	6.98	6.32	5.77	4.89

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，沈晓峰、林珊，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、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延迟。

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

- 分析师沈晓峰、林珊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

### 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

#### 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