

公司研究/更新报告

2021年01月28日

汽车/乘用车

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 42.21  
目标价格(元): 51.06

**林志轩** SAC No. S0570519060005  
研究员 SFC No. AVU633  
021-28972090  
zhixuan.lin@htsc.com

**邢重阳** SAC No. S0570520070003  
研究员 SFC No. BNN388  
021-38476205  
xingchongyang@htsc.com

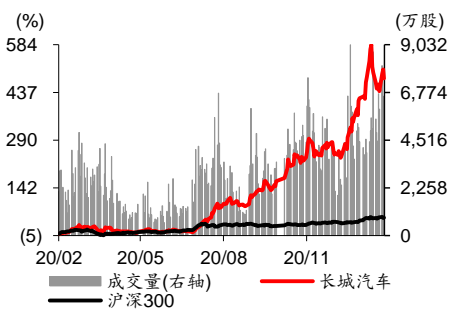
**刘千琳** SAC No. S0570518060004  
研究员 SFC No. BQB847  
021-28972076  
liuqianlin@htsc.com

**王涛** SAC No. S0570519110001  
研究员 021-28972053  
wangtao011711@htsc.com

相关研究

- 1《长城汽车(601633 SH,增持): 3Q20 汽车销量与经营业绩高速增长》2020.10
- 2《长城汽车(601633 SH,增持): 新产品周期驱动销量快速增长》2020.10
- 3《长城汽车(601633 SH,增持): 2Q20 经营恢复强劲》2020.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 2021 年净利润高速增长可期

### 长城汽车(601633)

#### 2021 年归母净利润有望同比高增长

长城汽车在新冠疫情冲击的背景下, 2020 年实现了较为靓丽的经营表现: 销量同比增长 5%至 111 万辆, 营业收入同比增长 7%, 归母净利润同比增长 20%。得益于新产品的上市, 公司销量得以提升的同时, 产品售价和盈利能力也相应改善。因此公司 2020 年收入增速高于销量增速, 归母净利润增速高于收入增速。受益于汽车需求的复苏和自身产品强劲的产品周期, 我们预计长城汽车 2021 年归母净利润将实现高增长。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.59/1.11/1.39 元, 维持“增持”评级。

#### 新车型驱动 2020 年销量增长

据公司公告, 2020 年公司销量同比增长 5%至 111 万辆, 皮卡销量同比增长 51%至 22.5 万辆, 欧拉品牌销量同比增长 45%至 5.6 万辆, 哈弗品牌销量同比增长 3%至 75 万辆, WEY 品牌销量同比下降 22%至 7.9 万辆。总体而言, 我们认为在新冠肺炎疫情背景下, 长城汽车销量表现强劲, 我们将其之归因为新车型的成功爬坡。展望 2021/2022 年, 我们预计长城汽车销量将同比增长 34/12%至 150 万/168 万辆。

#### 4Q20 收入和净利润同比增长强劲

据公司业绩快报披露, 4Q20 长城收入同比增长 22%至 411 亿元, 净利润同比增长 78%至 28 亿元。2020 年长城收入同比增长 7%至 1,033 亿元, 归母净利润同比增长 20%至 54 亿元。经营利润率达到 6.6% (4Q19 为 4.2%), 归母净利润率达到 6.8% (4Q19 为 4.7%)。由于汽车制造业对规模效应敏感, 我们预计 2021-2022 年长城汽车在销量增长推动下继续实现收入和净利润的快速增长。

#### 产品周期有望在 2021 年持续强劲

长城 2020 年进入新产品周期, 推出第三代 H6、哈弗大狗、WEY 坦克 300 以及欧拉白猫和欧拉好猫两款新能源车型。此外, 长城 2020 年 7 月推出了全新的制造平台。我们认为, 新平台将强化不同车型间的成本协同, 通过提升每款车型的技术含量增强产品竞争力。展望 2021-2022 年, 我们预计仍有数款车型将要推出, 包括哈弗初恋、哈弗 F7 换代、WEY 品牌全系车型换代等, 我们预计 2021 年长城的产品周期仍将维持强劲。

#### 上调目标价至 51.06 元, 维持“增持”评级

我们基于长城强劲的产品周期和 2020 年的盈利改善, 将公司 2020-2022 年销量假设分别上调 6%/15%/16%, 将公司毛利率假设分别上调至 17.3%/19.7%/20.4%, 将公司归母净利润假设上调 4%/25%/29%至 54/102/128 亿元。2021 年可比公司 Wind 一致预期 PE 均值为 43.8x (前次 29.6x), 考虑到公司预期业绩增长强劲, 我们基于 46x 2021E PE (前次 31x 2021E PE), 给予公司目标价 51.06, 维持“增持”评级。

风险提示: 汽车销量不及预期; 利润率不及预期。

### 公司基本资料

|               |            |
|---------------|------------|
| 总股本 (百万股)     | 9,176      |
| 流通 A 股 (百万股)  | 6,028      |
| 52 周内股价区间 (元) | 7.52-49.81 |
| 总市值 (百万元)     | 387,317    |
| 总资产 (百万元)     | 127,408    |
| 每股净资产 (元)     | 5.94       |

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)     | 99,229 | 96,211  | 103,283 | 142,239 | 162,657 |
| +/-%           | (1.92) | (3.04)  | 7.35    | 37.72   | 14.35   |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 5,207  | 4,497   | 5,392   | 10,205  | 12,770  |
| +/-%           | 3.58   | (13.64) | 19.90   | 89.28   | 25.13   |
| EPS (元, 最新摊薄)  | 0.57   | 0.49    | 0.59    | 1.11    | 1.39    |
| PE (倍)         | 73.98  | 85.67   | 71.84   | 37.95   | 30.33   |

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

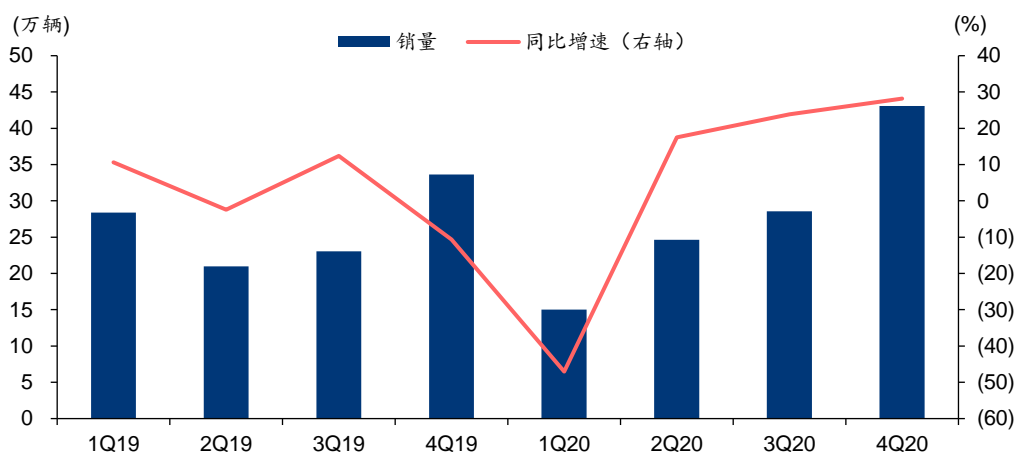
## 新车型有望驱动销量和净利润快速增长

据公司发布的业绩快报，2020 年收入同比增长 7%至 1,033 亿元，净利润同比增长 20%至 54 亿元。净利润较我们的预测（人民币 52 亿元）高出 3%，较彭博一致预期（人民币 47 亿元）高出 13%。总体而言，我们认为公司业绩强劲。我们认为公司 2020 年业绩强劲主要得益于：1) 中国车市自 2020 年 5 月开始进入复苏周期；2) 长城汽车推出的新车型销量爬坡顺利。展望 2021-2022 年，我们预计公司的新车型有望驱动销量和净利润快速增长。

## 4Q20 收入利润高增长

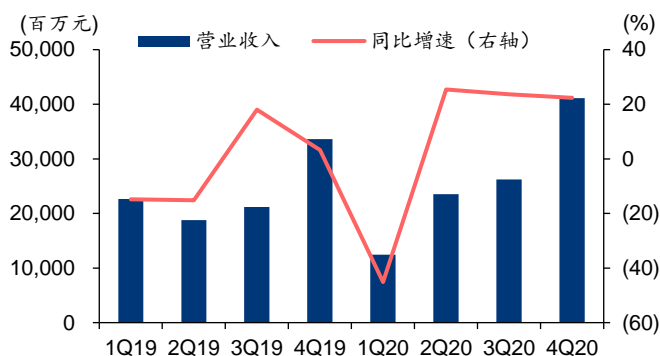
4Q20 长城收入同比增长 22%至 411 亿元，净利润同比增长 78%至 28 亿元。我们认为，公司 4Q20 的经营表现较为强劲，主要得益于其汽车销量的增长。公司 4Q20 销量 43.1 万辆，同比增长 28%，其中皮卡车型销量 6.5 万辆，同比增长 28%，哈弗品牌销量 30.5 万辆，同比增长 23%，WEY 品牌销量 2.8 万辆，同比下滑 7%，欧拉品牌销量 3.3 万辆，同比增长 354%。

图表1：长城汽车：4Q20 销量高增长



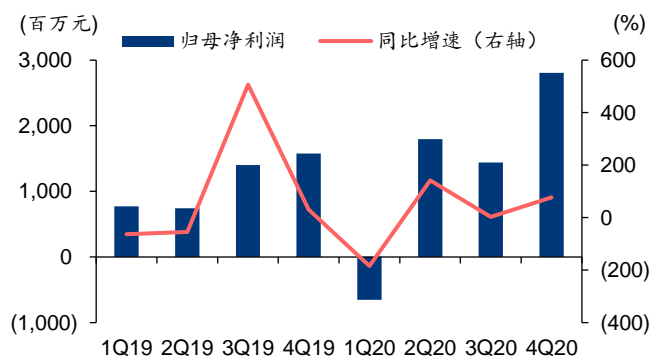
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表2：长城汽车：4Q20 营业收入正增长



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表3：长城汽车：4Q20 归母净利润高增长



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

## 发布新平台和新车型

长城汽车 2019 年 10 月上市了新车“炮”皮卡，上市之后带动皮卡车型销量快速增长。2H20 推出第三代哈弗 H6、哈弗大狗、WEY 坦克 300、欧拉白猫和欧拉好猫等四款车型。同时 7 月份长城发布了“柠檬”、“坦克”和“咖啡”三大技术平台。除了哈弗 H6 换代车型之外，其他车型均为新推出的车型，哈弗大狗和 WEY 坦克 300 定位越野 SUV。欧拉好猫和欧拉白猫定位纯电动车型。

新平台而言，“柠檬”平台是高智能模块化平台，可以适应 A0 至 D 级别车型开发，覆盖轿车、SUV、MPV 品类，同时兼顾多种动力系统。长城“坦克”平台是智能专业越野平台，该平台适应 B 至 D 级别车型开发，产品将更加运动和越野。“咖啡”平台是集成智能驾驶和智能座舱的智能化系统平台。

图表4：“炮”皮卡



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表5：第三代 H6



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表6：哈弗大狗



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表7：WEY 坦克 300



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表8：欧拉白猫



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表9：欧拉好猫



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

### 上调 2020-2022 年盈利预测

基于公司强劲的销量和净利润表现，我们将公司 2020-2022 年的销量预测分别上调 6%/15%/16%至 111/150/168 万辆，我们将公司 2020-2022 年归母净利润预测分别上调 4%/25%/29%至 54/102/128 亿元，同比增长 20%/89%/25%。

图表10：长城汽车：核心假设及变动

|            | 2020E 前次  | 2020E 本次  | 变化 (%)   | 2021E 前次  | 2021E 本次  | 变化 (%)  | 2022E 前次  | 2022E 本次  | 变化 (%)  |
|------------|-----------|-----------|----------|-----------|-----------|---------|-----------|-----------|---------|
| 销量 (辆)     | 1,050,000 | 1,111,598 | 5.87     | 1,300,000 | 1,500,000 | 15.38   | 1,450,000 | 1,680,000 | 15.86   |
| 收入 (百万元)   | 99,704    | 103,283   | 3.59     | 125,039   | 142,239   | 13.76   | 142,417   | 162,657   | 14.21   |
| 毛利润 (百万元)  | 17,291    | 17,846    | 3.21     | 23,769    | 28,052    | 18.02   | 27,726    | 33,251    | 19.93   |
| 毛利率 (%)    | 17.3      | 17.3      | 0.00pct  | 19.0      | 19.7      | 0.70pct | 19.5      | 20.4      | 0.90pct |
| 营业利润 (百万元) | 5,521     | 5,595     | 1.34     | 8,910     | 11,036    | 23.86   | 10,816    | 13,921    | 28.71   |
| 营业利润率 (%)  | 5.5       | 5.4       | -0.10pct | 7.1       | 7.8       | 0.70pct | 7.6       | 8.6       | 1.00pct |
| 归母净利润      | 5,172     | 5,392     | 4.25     | 8,172     | 10,205    | 24.88   | 9,868     | 12,770    | 29.41   |
| 归母净利率 (%)  | 5.2       | 5.2       | 0.00pct  | 6.5       | 7.2       | 0.70pct | 6.9       | 7.9       | 1.00pct |
| EPS (元)    | 0.56      | 0.59      | 5.36     | 0.89      | 1.11      | 24.72   | 1.08      | 1.39      | 28.70   |

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表11：可比公司估值（截至 2021 年 1 月 27 日）

| 证券代码      | 公司名称 | 市值 (亿元) | EPS (元) |       | PE (倍) |        | PB (倍) |
|-----------|------|---------|---------|-------|--------|--------|--------|
|           |      |         | 2020E   | 2021E | 2020E  | 2021E  | 2020E  |
| 600104 CH | 上汽集团 | 2,730   | 1.86    | 2.36  | 12.58  | 9.91   | 1.04   |
| 601238 CH | 广汽集团 | 1,164   | 0.68    | 0.91  | 16.51  | 12.36  | 1.37   |
| 000625 CH | 长安汽车 | 978     | 0.92    | 0.94  | 19.85  | 19.45  | 1.92   |
| 000550 CH | 江铃汽车 | 168     | 0.53    | 0.76  | 36.78  | 25.82  | 1.55   |
| 600418 CH | 江淮汽车 | 183     | 0.07    | 0.15  | 146.74 | 66.51  | 1.39   |
| 002594 CH | 比亚迪  | 7,011   | 1.60    | 2.00  | 160.37 | 128.46 | 11.83  |
| 均值        |      | 2,039   |         |       | 65.47  | 43.75  | 3.18   |

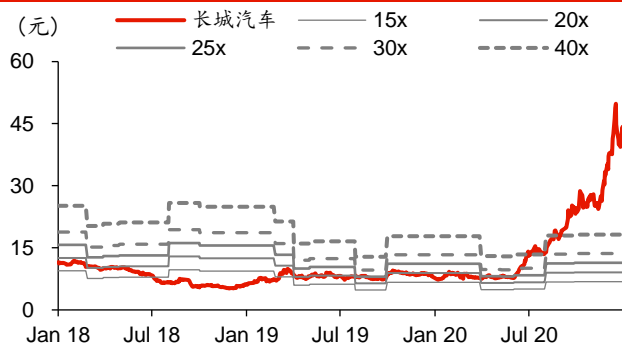
资料来源：彭博，盈利预测与估值来自 Wind 一致预期，华泰证券研究所

### 风险提示

汽车销量不及预期；利润率不及预期。

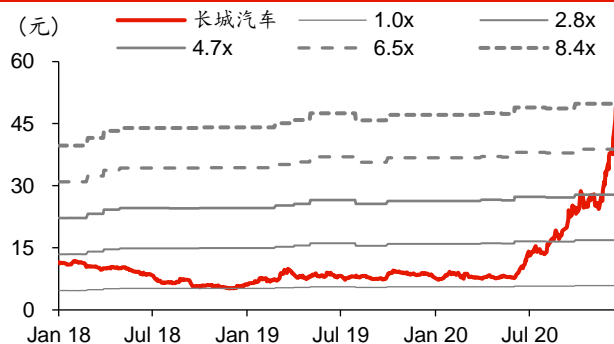
### PE/PB - Bands

图表12：长城汽车历史 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表13：长城汽车历史 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       | 66,126  | 68,502  | 69,196  | 85,023  | 96,876  |
| 现金         | 7,682   | 9,723   | 7,094   | 8,906   | 13,299  |
| 应收账款       | 35,227  | 34,639  | 37,469  | 50,627  | 57,726  |
| 其他应收账款     | 651.74  | 946.97  | 994.32  | 1,044   | 1,096   |
| 预付账款       | 440.80  | 441.16  | 463.22  | 486.38  | 510.70  |
| 存货         | 4,445   | 6,237   | 5,821   | 7,787   | 8,826   |
| 其他流动资产     | 17,679  | 16,515  | 17,355  | 16,173  | 15,417  |
| 非流动资产      | 45,674  | 44,594  | 48,195  | 51,900  | 55,675  |
| 长期投资       | 0.00    | 3,113   | 3,268   | 3,432   | 3,603   |
| 固定投资       | 28,994  | 29,743  | 32,543  | 35,343  | 38,143  |
| 无形资产       | 3,391   | 4,710   | 4,946   | 5,440   | 5,984   |
| 其他非流动资产    | 13,289  | 7,028   | 7,438   | 7,685   | 7,944   |
| 资产总计       | 111,800 | 113,096 | 117,392 | 136,923 | 152,551 |
| 流动负债       | 54,618  | 54,600  | 54,818  | 67,404  | 74,468  |
| 短期借款       | 12,800  | 1,180   | 1,239   | 1,301   | 1,367   |
| 应付账款       | 29,402  | 35,460  | 34,926  | 46,720  | 52,954  |
| 其他流动负债     | 12,417  | 17,959  | 18,652  | 19,382  | 20,147  |
| 非流动负债      | 4,493   | 4,097   | 4,276   | 4,467   | 4,673   |
| 长期借款       | 2,158   | 1,206   | 1,326   | 1,459   | 1,605   |
| 其他非流动负债    | 2,336   | 2,892   | 2,950   | 3,009   | 3,069   |
| 负债合计       | 59,112  | 58,697  | 59,094  | 71,871  | 79,142  |
| 少数股东权益     | 163.76  | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 股本         | 9,127   | 9,127   | 9,176   | 9,176   | 9,176   |
| 资本公积       | 1,411   | 1,411   | 1,411   | 1,411   | 1,411   |
| 留存公积       | 41,986  | 43,861  | 47,710  | 54,465  | 62,822  |
| 归属母公司股东权益  | 52,525  | 54,399  | 58,298  | 65,052  | 73,409  |
| 负债和股东权益    | 111,800 | 113,096 | 117,392 | 136,923 | 152,551 |

### 现金流量表

| 会计年度 (百万元) | 2018     | 2019     | 2020E    | 2021E    | 2022E    |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 经营活动现金     | 19,698   | 13,972   | 6,551    | 11,374   | 15,765   |
| 净利润        | 5,248    | 4,531    | 5,422    | 10,235   | 12,800   |
| 折旧摊销       | 3,810    | 4,587    | 4,424    | 4,812    | 5,207    |
| 财务费用       | (493.88) | (351.03) | 100.00   | 100.00   | 100.00   |
| 投资损失       | (219.27) | (214.40) | (200.00) | (200.00) | (200.00) |
| 营运资金变动     | (19,761) | (4,705)  | 2,628    | 2,979    | 1,518    |
| 其他经营现金     | 31,114   | 10,125   | (5,823)  | (6,553)  | (3,661)  |
| 投资活动现金     | (10,040) | (15,802) | (7,610)  | (7,600)  | (7,500)  |
| 资本支出       | (6,662)  | (6,940)  | (7,000)  | (7,000)  | (7,000)  |
| 长期投资       | 0.00     | (1,175)  | (510.00) | (500.00) | (400.00) |
| 其他投资现金     | (3,378)  | (7,686)  | (100.00) | (100.00) | (100.00) |
| 筹资活动现金     | (6,501)  | 3,944    | (1,570)  | (1,962)  | (3,871)  |
| 短期借款       | 14,871   | 4,819    | 179.59   | 194.60   | 210.96   |
| 长期借款       | 0.00     | 10,517   | 120.57   | 132.62   | 145.88   |
| 普通股增加      | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 资本公积增加     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 其他筹资现金     | (21,372) | (11,392) | (1,871)  | (2,289)  | (4,228)  |
| 现金净增加额     | 3,157    | 2,115    | (2,629)  | 1,812    | 4,393    |

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

### 利润表

| 会计年度 (百万元)  | 2018     | 2019     | 2020E    | 2021E    | 2022E    |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入        | 99,229   | 96,211   | 103,283  | 142,239  | 162,657  |
| 营业成本        | 81,481   | 79,684   | 84,988   | 113,687  | 128,856  |
| 营业税金及附加     | 3,627    | 3,169    | 3,408    | 4,694    | 5,368    |
| 营业费用        | 4,575    | 3,897    | 3,821    | 5,263    | 6,018    |
| 管理费用        | 3,420    | 4,672    | 4,958    | 6,970    | 7,970    |
| 财务费用        | (493.88) | (351.03) | 100.00   | 100.00   | 100.00   |
| 资产减值损失      | (317.41) | (552.97) | (313.28) | (357.00) | (259.85) |
| 公允价值变动收益    | 57.98    | 43.21    | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 投资净收益       | 219.27   | 15.51    | 50.00    | 52.50    | 55.13    |
| 营业利润        | 6,232    | 4,777    | 5,595    | 11,036   | 13,921   |
| 营业外收入       | 252.88   | 342.12   | 576.00   | 604.80   | 635.04   |
| 营业外支出       | 7.85     | 18.41    | 10.00    | 10.00    | 10.00    |
| 利润总额        | 6,477    | 5,101    | 6,161    | 11,631   | 14,546   |
| 所得税         | 1,229    | 569.82   | 739.31   | 1,396    | 1,745    |
| 净利润         | 5,248    | 4,531    | 5,422    | 10,235   | 12,800   |
| 少数股东损益      | 40.33    | 33.86    | 30.00    | 30.00    | 30.00    |
| 归属母公司净利润    | 5,207    | 4,497    | 5,392    | 10,205   | 12,770   |
| EBITDA      | 10,042   | 9,364    | 10,019   | 15,849   | 19,128   |
| EPS (元, 基本) | 0.57     | 0.49     | 0.59     | 1.11     | 1.39     |

### 主要财务比率

| 会计年度 (%)      | 2018   | 2019    | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|---------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 成长能力          |        |         |        |        |        |
| 营业收入          | (1.92) | (3.04)  | 7.35   | 37.72  | 14.35  |
| 营业利润          | 6.45   | (23.35) | 17.12  | 97.26  | 26.14  |
| 归属母公司净利润      | 3.58   | (13.64) | 19.90  | 89.28  | 25.13  |
| 获利能力 (%)      |        |         |        |        |        |
| 毛利率           | 17.50  | 16.83   | 17.28  | 19.72  | 20.44  |
| 净利率           | 5.25   | 4.67    | 5.22   | 7.17   | 7.85   |
| ROE           | 10.22  | 8.40    | 9.57   | 16.55  | 18.45  |
| ROIC          | 8.71   | 9.56    | 10.03  | 17.32  | 20.24  |
| 偿债能力          |        |         |        |        |        |
| 资产负债率 (%)     | 52.87  | 51.90   | 50.34  | 52.49  | 51.88  |
| 净负债比率 (%)     | 112.19 | 107.90  | 101.37 | 110.48 | 107.81 |
| 流动比率          | 1.21   | 1.25    | 1.26   | 1.26   | 1.30   |
| 速动比率          | 1.13   | 1.14    | 1.16   | 1.15   | 1.18   |
| 营运能力          |        |         |        |        |        |
| 总资产周转率        | 0.89   | 0.85    | 0.88   | 1.04   | 1.07   |
| 应收账款周转率       | 2.33   | 2.70    | 2.76   | 3.13   | 2.92   |
| 应付账款周转率       | 2.66   | 2.46    | 2.41   | 2.78   | 2.59   |
| 每股指标 (元)      |        |         |        |        |        |
| 每股收益(最新摊薄)    | 0.57   | 0.49    | 0.59   | 1.11   | 1.39   |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 2.16   | 1.53    | 0.71   | 1.24   | 1.72   |
| 每股净资产(最新摊薄)   | 5.77   | 5.96    | 6.35   | 7.09   | 8.00   |
| 估值比率          |        |         |        |        |        |
| PE (倍)        | 73.98  | 85.67   | 71.84  | 37.95  | 30.33  |
| PB (倍)        | 7.31   | 7.08    | 6.64   | 5.95   | 5.28   |
| EV_EBITDA (倍) | 37.96  | 40.71   | 38.05  | 24.05  | 19.93  |

## 免责声明

### 分析师声明

本人，林志轩、邢重阳、刘千琳、王涛，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

- 分析师林志轩、邢重阳、刘千琳、王涛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