

龙头地位稳固，将迎海内外共振

华泰研究

2021年2月18日 | 中国内地

更新报告

工业/电力设备与新能源

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

98.28

研究员

SAC No. S0570517060002
SFC No. BPY554

黄斌, PhD

billhuang@htsc.com

研究员

SAC No. S0570518110004

边文姣

bianwenjiao@htsc.com
+86-755-82776411

电池结构件龙头地位稳固，将迎海内外共振

公司20年前三季度净利润同比下滑，主要系国内动力电池需求下滑。我们预计随着需求改善，21Q1收入和利润率将同比提升，净利润增长弹性大。我们认为公司相较竞争对手具备明显的技术、客户、规模优势，在主流大客户的主供地位难以动摇。公司从20年开始加速扩产，解决产能瓶颈，将迎海内外市场共振。我们预计20-22年EPS分别为0.75/1.82/2.73元，给予公司21年合理PE54倍，对应目标价98.28元，维持“买入”评级。

20年前三季净利润同比下滑，我们预计21Q1净利润将同比高增长

公司20年前三季归母净利润0.98亿元，同比-32.88%，主要系国内动力电池需求量同比下滑。我们预计21Q1下游需求旺盛，锂电产业链排产呈现淡季不淡现象，公司21Q1收入有望达到8亿元以上，归母净利润达到0.8亿元以上。考虑20Q1的低基数，公司21Q1净利润有望同比大增。

公司竞争优势突出，龙头地位稳固

我们认为动力电池结构件作为车规级产品，具备功能性和安全性要求，具备技术、品质、客户壁垒。公司在设备定制开发、原材料定制开发、模具开发和工艺设计上积累较多的经验，具备明显的技术、客户、规模优势。竞争对手震裕科技规模效应和自动化水平不如科达利，且产品偏中低端，因而毛利率偏低。公司公告在四川宜宾扩产，或将配套大客户宁德时代，我们推测供应份额或将达到50%以上。公司作为电池结构件的龙头地位难以动摇。

公司加速产能扩张，22年将迎国内外共振

公司21年整体产能偏紧，公司在多基地布局扩产解决产能瓶颈。根据公司公告的扩产项目情况，我们测算所有基地合计的产值117亿元左右，且21H2部分海外基地项目开始投产。公司扩产不仅为了满足国内高速增长的需求，也是为了迎接海外市场放量。

维持“买入”评级

考虑国内20年需求低迷，但是21年迎来反弹，海外市场22年将放量，我们下调公司20年收入假设，上调21-22年收入假设，预计公司20-22年归母净利润分别为1.76/4.25/6.37亿元（前值分别为2.00/3.93/5.73亿元），对应EPS分别为0.75/1.82/2.73元（前值分别为0.95/1.87/2.73元）。参考可比公司Wind一致预期下21年平均PE54倍，给予公司21年合理PE54倍，对应目标价98.28元（前值为86.02元），维持“买入”评级。

风险提示：降价压力比预期大，从而导致公司毛利率低于预期；动力电池的需求增长不及预期；公司新建产能建设进度不及预期。

经营预测指标与估值

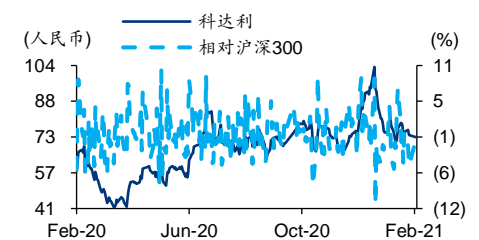
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(人民币百万)	2,000	2,230	2,008	4,016	6,092
+/-%	37.80	11.48	(9.94)	99.95	51.71
归属母公司净利润(人民币百万)	82.29	237.31	175.70	424.84	636.78
+/-%	(50.43)	188.39	(25.96)	141.80	49.89
EPS(人民币, 最新摊薄)	0.35	1.02	0.75	1.82	2.73
ROE(%)	3.39	9.01	6.38	13.74	17.35
PE(倍)	204.74	70.99	95.89	39.66	26.46
PB(倍)	7.34	6.76	6.42	5.65	4.74
EV EBITDA(倍)	78.07	37.88	46.88	24.95	17.54

资料来源：公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价(人民币)	98.28
收盘价(人民币 截至2月18日)	72.33
市值(人民币百万)	16,847
6个月平均日成交额(人民币百万)	186.63
52周价格范围(人民币)	41.58-103.39
BVPS(人民币)	10.94

股价走势图

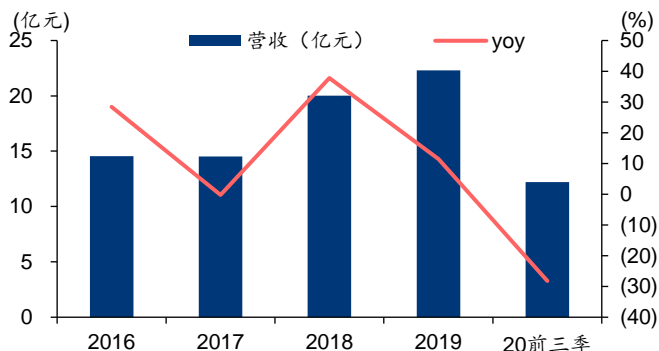


资料来源：Wind

20 年前三季净利润同比下滑，我们预计 21Q1 净利润同比大增

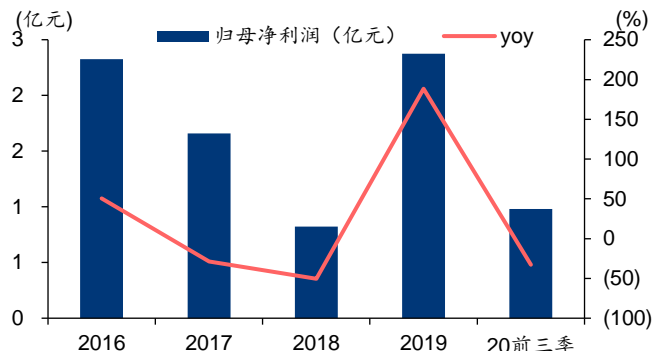
20 年前三季受疫情影响，公司净利润同比下滑，20Q2 开始季度净利润环比好转。公司 2020 年前三季度实现营业收入 12.21 亿元，同比-28.19%，归母净利润 0.98 亿元，同比-32.88%。20Q3 单季实现营收 5.33 亿元，同比+1.15%，环比+36.43%；归母净利润 0.52 亿元，同比-22.21%，环比+63.57%。20 年前三季度公司收入和利润同比下滑，主要系国内动力电池需求量同比下滑：根据动力电池产业联盟数据，20 年前三季度，国内动力电池产量 45.69GWh，同比-28%，20Q3 电池产量为 22.15GWh，环比+45%。20Q3 公司收入、净利润均环比改善，主要系客户需求环比改善，同时公司产能利用率提升后毛利率也环比改善。

图表1：公司 16-20 年前三季收入和同比增速



资料来源：Wind，华泰研究

图表2：公司 16-20 年前三季归母净利润和同比增速



资料来源：Wind，华泰研究

图表3：公司 20Q3 收入和归母净利润环比改善

	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3
营收 (百万元)	484.27	688.35	527.20	530.10	296.43	390.89	533.28
同比 (%)	24.07	68.22	-3.43	-19.06	-38.79	-43.21	1.15
环比 (%)		42.14	-23.41	0.55	-44.08	31.87	36.43
归母净利润 (百万元)	22.65	57.60	66.32	90.74	15.25	31.54	51.59
同比 (%)	1.64	93.30	209.29	135.68	-32.66	-45.25	-22.21
环比 (%)		154.30	15.14	36.82	-83.19	106.82	63.57

资料来源：Wind，华泰研究

图表4：公司 20Q3 销售毛利率和净利率继续环比改善

单位：%	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3
销售毛利率	21.98	25.86	27.62	17.82	16.37	19.40	20.92
销售净利率	7.71	10.97	13.72	-12.55	3.65	6.71	6.77

资料来源：Wind，华泰研究

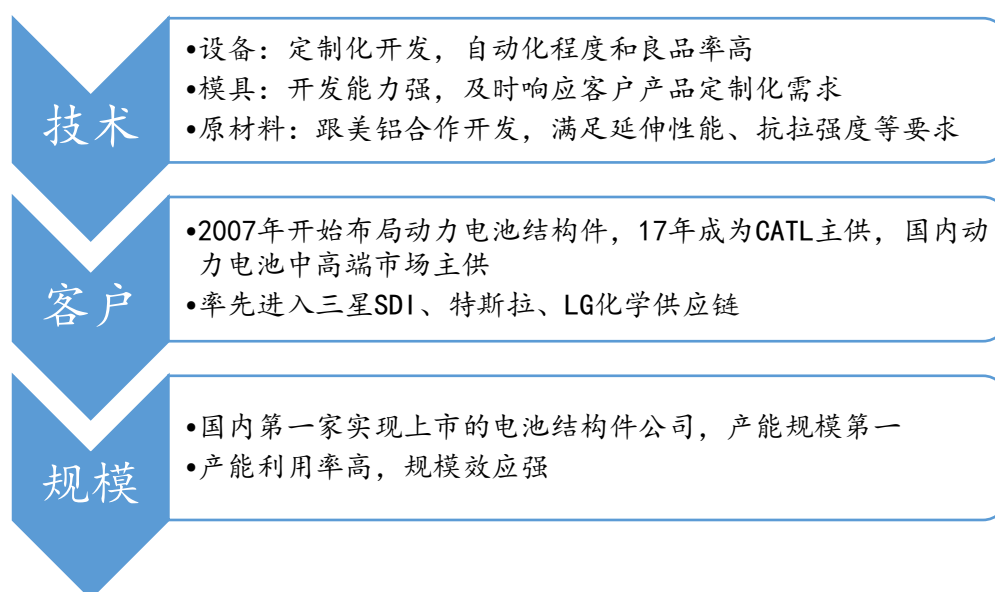
我们预计 21Q1 公司净利润将同比大增。根据电池产业联盟数据，20Q4 国内动力电池产量为 37.73GWh，环比+70%，20Q4 为全年峰值。结合公司调研纪要，公司 20Q4 排产也环比继续改善。我们预计公司 20Q4 收入将达到 8 亿元，对应净利润将达到 0.8 亿元。根据国内第三方锂电产业链自媒体鑫椏锂电报道，21Q1 目前看下游需求旺盛，锂电产业链排产呈现淡季不淡现象，我们预计公司 21Q1 收入有望达到 8 亿以上，归母净利润达到 0.8 亿元以上。考虑 20Q1 的低基数，公司 21Q1 净利润有望同比大增。

公司竞争优势突出，行业龙头地位稳固

我们认为动力电池结构件作为车规级零部件，技术、品质、客户壁垒较高。我们认为动力电池结构件作为车规级产品，具备功能性和安全性要求。下游客户产品多样化需求使得电池结构件产品开发偏定制化而非标准化，且除了直接下游客户电池厂的认证，一般海外主机厂也会参与对 tier2 供应商的认证。因而，中高端动力电池市场客户对结构件厂商的产品开发能力、品质管控能力、规模化生产交付能力提出较高要求。对于海外客户来说，供应商认证周期较长，一旦确认供应商不会轻易更换。行业新进入者要面对行业资产较重、ROE 偏低、客户认证难度大的挑战。

相较竞争对手，公司具备明显的技术、客户、规模优势。公司深耕电池结构件市场二十年，在设备定制开发、原材料定制开发、模具开发和工艺设计上积累较多的经验，具备明显的技术、客户、规模优势。

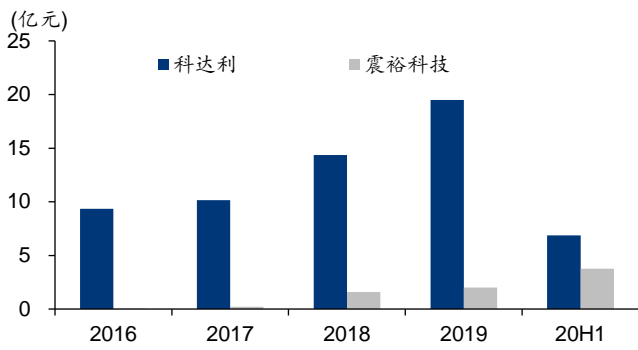
图表5：科达利在电池结构件行业的竞争优势



资料来源：Wind，华泰研究

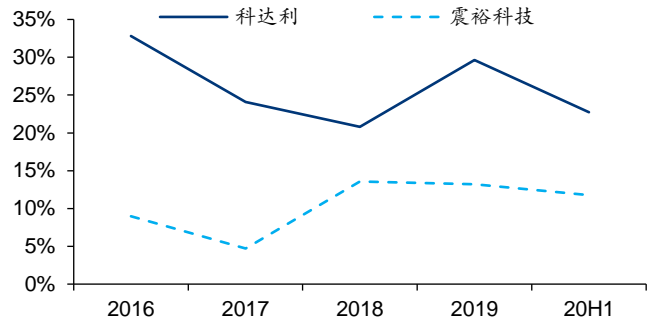
震裕科技规模效应和自动化水平不如科达利，且产品偏中低端，因而毛利率偏低。方形电池结构件领域有一定规模的竞争对手为震裕科技（未上市），根据招股说明书，该公司也是宁德时代的重要供应商。从收入规模来看，震裕科技跟公司差距仍然较大；从盈利能力来看，震裕科技一直低于公司，我们分析主要原因系：一方面震裕科技电池结构件主要客户为议价能力较强的宁德时代，且产品偏中低端，而公司客户结构相对多元，且前五大客户里已经包含盈利能力更强的海外客户，因而震裕科技的产品均价低于科达利，另一方面，产线自动化水平和规模效应不如科达利：17-18年震裕科技的产能利用率整体低于科达利，18-19年震裕人均创收整体低于科达利。

图表6: 震裕科技跟公司相比, 收入体量差距较大



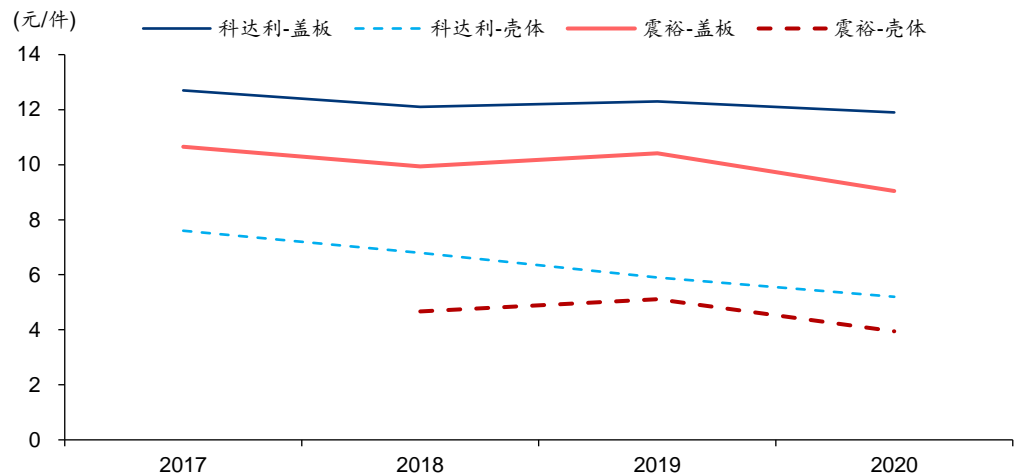
资料来源: Wind, 华泰研究

图表7: 科达利的毛利率显著高于震裕科技



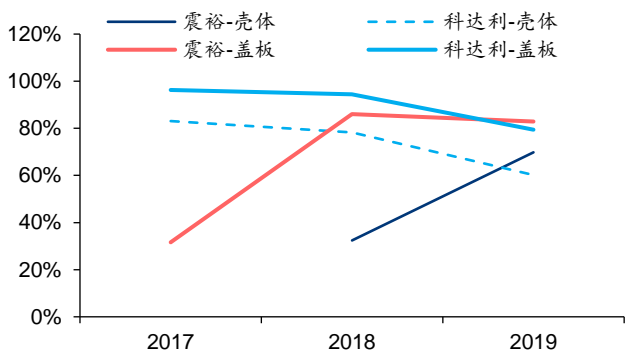
资料来源: Wind, 华泰研究

图表8: 震裕科技的历史产品单价低于科达利



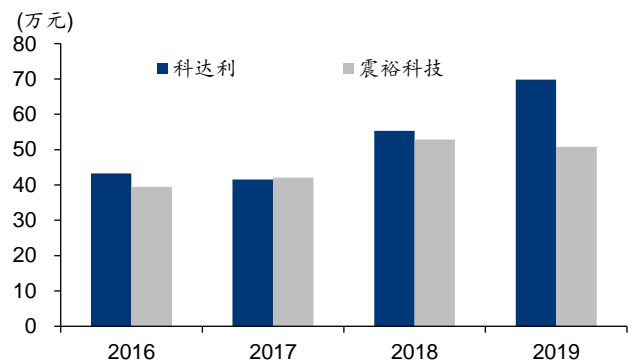
注: 科达利 20 年数据采用 20Q1 数据, 震裕科技 20 年数据采用 20H1 数据
 资料来源: Wind, 华泰研究

图表9: 震裕科技产能利用率整体低于科达利



资料来源: Wind, 华泰研究

图表10: 震裕科技的人均创收整体低于科达利



资料来源: Wind, 华泰研究

我们认为大客户扶持多家供应商是合理需求。虽然结构件在电芯的成本占比较小, 但仍是影响电芯性能的重要原材料, 因此宁德时代这类电池巨头引入多家供应商是必然选择。根据图表 11 我们测算数据, 17-19 年科达利在宁德的供应份额逐年下降, 19 年科达利在宁德时代的供应份额为 70%, 而震裕科技 18 年供应份额大幅提升, 19 年为 12%。远期来看, 考虑供应链稳定性和安全性, 我们认为公司在宁德时代的供应份额或下降。

图表11: 科达利和震裕科技对宁德时代的电池结构件供货情况

单位: 亿元		2017	2018	2019
宁德时代	结构件采购额	7.23	11.10	18.75
科达利	结构件总收入	10.14	15.57	20.68
	对宁德供货的收入	7.36	10.38	13.05
	宁德时代收入占比	73%	67%	63%
	在宁德时代的供货份额	102%	94%	70%
震裕科技	结构件总收入	0.2	1.58	2.17
	对宁德供货的收入	0.18	1.58	2.23
	宁德时代收入占比	90%	100%	103%
	在宁德时代的供货份额	2%	14%	12%

注: 宁德时代的采购额数据采用债券评级说明书数据
资料来源: Wind, 华泰研究

图表12: 宁德时代 15-19 年电池产量以及对应的电池结构件单耗

	2015	2016	2017	2018	2019
产量(GWh)	2.52	7.02	12.91	26.02	47.26
		178.57%	83.90%	101.55%	81.63%
销量(GWh)	2.21	6.81	11.85	21.31	40.96
产量/销量	114%	103%	109%	122%	115%
采购额(亿元)	2.82	5.73	7.23	11.10	18.75
单耗(亿元/GWh)	1.12	0.82	0.56	0.43	0.40

资料来源: Wind, 华泰研究

紧密跟随大客户配套扩产, 公司在大客户的主供地位难以动摇。此前市场部分投资者担心公司在大客户宁德时代的份额被竞争对手抢占从而丢失主要供应商地位。20 年开始, 宁德时代加速产能扩建, 我们测算宁德时代在四川宜宾投资 400 亿元建设锂电池产能, 对应结构件的需求 40 亿元左右。21 年 2 月 4 日, 公司公告在四川宜宾投资 10 亿元建设 20 亿产值的项目基地。考虑结构件一般就近配套客户, 我们推测该项目将直接为宁德时代四川宜宾基地配套, 按照目前 20 亿元的产值规划, 供货比例将达到 50%。若考虑公司其他基地也可供应宁德四川宜宾项目的可能, 那么公司供应份额或将超过 50%, 公司主供地位稳固。

多基地加速扩产，迎接国内外市场共振

公司 21 年整体产能偏紧，公司在多基地布局扩产解决产能瓶颈。根据公司调研纪要，21 年 1 月公司满产产值 3 亿元左右，部分客户订单由于产能紧张无法交付。公司目前已经投产的基地为惠州、江苏、大连、福建四个，我们预计 21 年四个基地产能对应的产值 41 亿元。20 年 3 月开始，为了加速海外市场扩张，公司先后宣布新建德国、瑞典、匈牙利工厂，我们预计匈牙利工厂、瑞典工厂 21 年底开始试生产，22 年产能逐步爬升。20 年 11 月，公司募资 13.86 亿元用于惠州动力电池结构件项目，项目规划产值 18 亿元，项目建设期两年，我们预计最晚 23 年开始释放产能。21 年 2 月，公司投建四川宜宾项目，规划产值 20 亿元，分两期建设，我们预计一期 22 年投产，二期 24 年投产。

图表13： 公司产能规划和建设进度

项目基地	规划产值 (亿元)	21 可实现产值 (亿元)	建设进度
惠州科达利	18	20	已经达产
江苏科达利	28	15	仍在建，规划 22 年完全达产
大连科达利	8	2	仍在建，规划 22 年完全达产
福建科达利	7	4	21 年一季度末开始投产
定增项目-惠州	18	规划中	20 年 4 月发定增预案，项目建设期 2 年
德国工厂	7	规划中	20 年 3 月宣布德国工厂，21 年 1 月一期项目开始投建厂房
瑞典工厂	5	规划中	20 年 10 月底宣布瑞典工厂，租用 Northvolt 瑞典工厂厂房
匈牙利工厂	6.24	规划中	20 年 11 月宣布匈牙利工厂一期，目前完成厂房购置
四川宜宾工厂	20	规划中	21 年 2 月宣布项目，分成两期，一期建设周期 18 个月
合计	117.24		

说明：惠州基地 21 年可实现产值高于当初规划产值因为产能有一定弹性

资料来源：Wind，华泰研究

公司海外市场 22 年或迎来放量。根据公司公告，21Q1 公司前五大客户中已经有 LG 化学、特斯拉、松下等海外客户。综合公司公告、高工锂电报道、以及公司调研数据，公司瑞典、匈牙利、德国工厂将分别为 Northvolt、三星 SDI 匈牙利工厂、宁德时代德国工厂配套，匈牙利工厂和瑞典工厂有望在 21H2 开始投产，22 年达产。综合几家下游电池客户的产能节奏，以及公司几大工厂的建设进度，我们预计 22 年海外市场将迎来放量。

图表14： 公司 21Q1 海外客户的销售额和占营收比例

	销售额 (亿元)	占营收比例	供应产品
LG 化学南京	0.25	8.43%	给特斯拉上海工厂配套的圆柱电池外壳
松下中国	0.21	6.96%	松下大连工厂配套方形电池结构件
特斯拉	0.19	6.27%	Model3/Y 的车用连接件等

资料来源：Wind，华泰研究

Northvolt: 20 年 4 月，公司公告与 Northvolt 签订材料买卖合同，合同有效期 5 年。双方约定：Northvolt 应向科达利独家购买位于 Skellefteå 的 Northvolt 所开发和制造的计划达产后每年 40Gwh 的方形锂离子电池所需的所有壳体，科达利在瑞典工厂组装或制造的所有产品应仅生产并销售给 Northvolt。根据高工锂电报道，Northvolt 瑞典工厂 22 年开始量产。

三星 SDI: 根据高工锂电报道，科达利匈牙利工厂主要为三星 SDI 匈牙利工厂配套。20 年初，三星 SDI 启动匈牙利工厂扩产计划，将现有产线增加一倍扩充至 8 条。扩建完成后，匈牙利电池工厂的产能将达到 20GWh，接近三星 SDI19 年的电池总产量。

盈利预测和估值

盈利预测调整

公司 20 年前三季度收入 12.21 亿元, 根据调研数据, 20Q4 满产对应的产值 7-8 亿元左右, 则我们推测 20 全年收入 20 亿元左右, 21 年全球新能源车销量有望高增长, 公司大客户宁德时代、LG 化学需求旺盛, 我们上调 21 年公司动力电池结构件收入假设, 22 年考虑海外市场放量, 公司将迎来国内外共振, 上调 22 年电池结构件收入假设。

预计公司 20-22 年归母净利润分别为 1.76/4.25/6.37 亿元(前值分别为 2.00/3.93/5.73 亿元), 对应 EPS 分别为 0.75/1.82/2.73 元(前值分别为 0.95/1.87/2.73 元)。参考可比公司 Wind 一致预期下 21 年平均 PE54 倍, 给予公司 21 年合理 PE54 倍, 对应目标价 98.28 元(前值为 86.02 元), 维持“买入”评级。

图表15: 可比公司估值 (Wind 一致预期, 2021 年 2 月 18 日)

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
300037 CH	新宙邦	81.3	1.26	1.66	2.14	64.38	49.01	38.08
603659 CH	璞泰来	99.49	1.48	2.12	2.76	67.10	46.98	36.05
300073 CH	当升科技	51.75	0.78	1.20	1.54	109.82	43.22	33.63
002812 CH	恩捷股份	133.02	1.17	1.74	2.35	113.74	76.44	56.69
	平均值					88.76	53.91	41.11
002850 CH	科达利	72.33	0.75	1.82	2.73	95.89	39.66	26.46

资料来源: Wind, 华泰研究

图表16: 报告提及公司

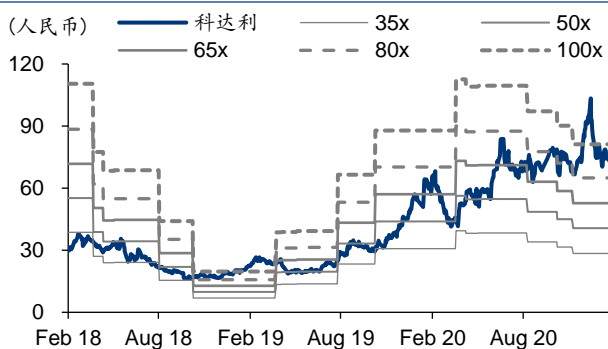
公司名称	代码
特斯拉	TLSA US
LG 化学	051910 KS
三星 SDI	006400 KR
松下	6752 JT
宁德时代	300750 CH

资料来源: Bloomberg, 华泰研究

风险提示

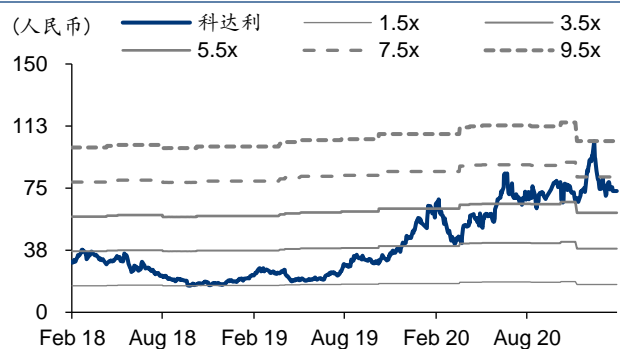
降价压力比预期大, 从而导致公司毛利率低于预期; 动力电池的需求增长不及预期; 公司新建产能建设进度不及预期。

图表17: 科达利 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表18: 科达利 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)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1,779	1,583	1,636	3,892	4,170
现金	209.94	203.93	183.66	367.23	557.14
应收账款	731.91	590.11	551.90	1,779	1,721
其他应收账款	9.38	6.48	11.39	20.36	30.66
预付账款	6.41	4.08	6.71	13.44	18.17
存货	271.43	317.19	213.05	872.23	725.75
其他流动资产	549.48	461.16	669.20	839.90	1,117
非流动资产	1,759	2,191	2,517	3,361	3,869
长期投资	0.00	1.18	2.36	3.54	4.72
固定投资	1,253	1,645	1,829	2,333	2,725
无形资产	168.03	166.23	192.96	217.50	234.73
其他非流动资产	337.84	378.45	492.79	807.11	904.51
资产总计	3,538	3,774	4,153	7,254	8,039
流动负债	1,139	1,156	1,381	4,132	4,348
短期借款	200.00	260.00	727.58	1,812	2,329
应付账款	401.67	508.14	210.66	1,291	878.40
其他流动负债	537.08	388.08	442.70	1,030	1,140
非流动负债	26.26	49.51	50.81	51.68	51.60
长期借款	0.00	0.00	1.30	2.16	2.09
其他非流动负债	26.26	49.51	49.51	49.51	49.51
负债合计	1,165	1,206	1,432	4,184	4,400
少数股东权益	77.36	77.43	73.99	67.71	58.30
股本	210.00	210.00	232.92	232.92	232.92
资本公积	1,352	1,352	1,352	1,352	1,352
留存公积	733.33	928.64	1,051	1,340	1,766
归属母公司股东权益	2,295	2,491	2,647	3,002	3,581
负债和股东权益	3,538	3,774	4,153	7,254	8,039

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	170.59	453.99	39.71	295.97	630.99
净利润	80.43	231.51	172.26	418.56	627.37
折旧摊销	115.99	170.82	152.83	194.35	247.49
财务费用	27.87	42.65	36.83	96.71	151.89
投资损失	(7.98)	(1.26)	(4.10)	(5.12)	(4.62)
营运资金变动	(56.79)	11.96	(316.41)	(406.25)	(389.13)
其他经营现金	11.06	(1.69)	(1.70)	(2.27)	(2.01)
投资活动现金	(372.96)	(457.22)	(473.27)	(1,031)	(748.39)
资本支出	519.35	511.28	477.89	1,037	753.84
长期投资	0.00	43.80	(1.18)	(1.18)	(1.18)
其他投资现金	146.39	10.26	5.80	7.39	6.63
筹资活动现金	143.28	10.85	345.71	434.58	429.94
短期借款	186.00	60.00	467.58	1,084	517.37
长期借款	0.00	0.00	1.30	0.86	(0.07)
普通股增加	70.00	0.00	22.92	0.00	0.00
资本公积增加	(70.00)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(42.72)	(49.15)	(146.09)	(650.36)	(87.35)
现金净增加额	(59.16)	7.59	(87.85)	(300.50)	312.53

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)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,000	2,230	2,008	4,016	6,092
营业成本	1,597	1,603	1,526	2,915	4,408
营业税金及附加	12.89	24.11	15.55	30.87	49.78
营业费用	44.80	52.08	44.18	88.34	134.03
管理费用	86.18	93.42	82.34	164.64	249.78
财务费用	27.87	42.65	36.83	96.71	151.89
资产减值损失	(48.47)	(18.58)	(20.00)	(30.00)	(50.00)
公允价值变动收益	0.00	0.24	0.06	0.07	0.09
投资净收益	7.98	1.26	4.10	5.12	4.62
营业利润	99.63	272.90	202.60	493.27	739.35
营业外收入	0.24	1.15	2.80	1.66	1.46
营业外支出	2.43	3.29	2.74	2.49	2.74
利润总额	97.45	270.76	202.65	492.43	738.08
所得税	17.02	39.25	30.40	73.86	110.71
净利润	80.43	231.51	172.26	418.56	627.37
少数股东损益	(1.86)	(5.80)	(3.45)	(6.28)	(9.41)
归属母公司净利润	82.29	237.31	175.70	424.84	636.78
EBITDA	217.00	447.90	372.23	735.30	1,064
EPS (人民币, 基本)	0.35	1.02	0.75	1.82	2.73

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	37.80	11.48	(9.94)	99.95	51.71
营业利润	(50.31)	173.90	(25.76)	143.47	49.89
归属母公司净利润	(50.43)	188.39	(25.96)	141.80	49.89
获利能力 (%)					
毛利率	20.18	28.13	24.02	27.40	27.64
净利率	4.02	10.38	8.58	10.42	10.30
ROE	3.39	9.01	6.38	13.74	17.35
ROIC	3.71	9.51	5.99	10.52	13.16
偿债能力					
资产负债率 (%)	32.93	31.95	34.48	57.68	54.73
净负债比率 (%)	0.69	4.11	22.05	49.12	50.45
流动比率	1.56	1.37	1.18	0.94	0.96
速动比率	1.14	1.01	0.91	0.68	0.75
营运能力					
总资产周转率	0.61	0.61	0.51	0.70	0.80
应收账款周转率	3.66	3.37	3.52	3.45	3.48
应付账款周转率	4.97	3.52	4.25	3.88	4.06
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.35	1.02	0.75	1.82	2.73
每股经营现金流(最新摊薄)	0.73	1.95	0.17	1.27	2.71
每股净资产(最新摊薄)	9.85	10.69	11.27	12.79	15.27
估值比率					
PE (倍)	204.74	70.99	95.89	39.66	26.46
PB (倍)	7.34	6.76	6.42	5.65	4.74
EV EBITDA (倍)	78.07	37.88	46.88	24.95	17.54

免责声明

分析师声明

本人，黄斌、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。更多信息请参见下方“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

- 分析师黄斌、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