

大尺寸面板领先，拟设立 TCL 半导体

华泰研究

2021 年 3 月 12 日 | 中国内地

年报点评

科技/电子

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

10.73

研究员

SAC No. S0570518080001
SFC No. BPX762

胡剑

hujian@htsc.com
+86-21-28972072

研究员

SAC No. S0570519060003
SFC No. BKS183

刘叶

liuye@htsc.com
+86-21-38476703

联系人

SAC No. S0570120090023

李梓澎

lizipeng@htsc.com

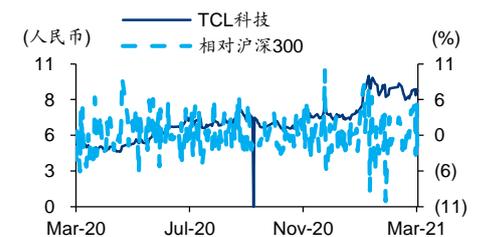
华泰证券 2021 春季线上策略会



基本数据

目标价(人民币)	10.73
收盘价(人民币 截至 3 月 11 日)	8.93
市值(人民币百万)	125,295
6 个月平均日成交额(人民币百万)	3,504
52 周价格范围(人民币)	4.14-10.09
BVPS(人民币)	2.43

股价走势图



资料来源: Wind

2020 年业绩高增长, LCD 行业周期性弱化, 公司规模、效率优势凸显

2020 年公司实现营收 766.77 亿元(重组后同口径 YoY 33.9%); 归母净利润 43.88 亿元(YoY 67.6%)。4Q20 公司实现营收 279.67 亿元(QoQ 44.3%, YoY 73.5%), 归母净利润 23.63 亿元(QoQ 189.2%, YoY +23.23 亿元)。高增长得益于: 1) LCD 面板加速涨价, 公司毛利率改善; 2) 4Q20 中环电子纳入合并报表范围, 同时产业金融及投资业务投资收益良好。随着 LCD 行业周期性淡化, 我们看好公司受益于自身规模、效益提升实现业绩持续增长, 预计公司 21-23 年 EPS 为 0.60/0.69/0.78 元, 目标价 10.73 元, 维持买入。

4Q20 公司毛利率环比、同比均大幅提升, 持续投入聚焦核心技术开发

2020 年公司毛利率 13.61%(YoY +2.14pct), 其中 4Q20 毛利率 18.71%(QoQ +5.24pct, YoY +12.54pct), 主要得益于大尺寸 LCD 面板价格的加速上涨, 根据 WitsView, 2020 年 12 月末 32/43/55 英寸面板价格较 2019 年 12 月末上涨 97%/64%/70%。2020 年公司期间费用率 13.06%(YoY +0.52pct), 公司聚焦核心技术开发, 2020 年研发费用率同比提升 1.21pct 至 5.74%。

20 年华星营收同比增长 37.6%, 大尺寸面板市场份额 13.2% 位居全球第二

2020 年 TCL 华星产品销售面积 2909.7 万平米(YoY 31.2%), 实现营收 467.7 亿元(YoY 37.6%)。其中华星大尺寸产品销售面积 2767.5 万平米(YoY 32.9%), 实现收入 289.8 亿元(YoY 53.1%); 根据 IDC, 2020 年华星大尺寸 LCD 面板市场份额 13.2% (按出货面积), 位居全球第二。华星中小尺寸出货面积 142.2 万平米(YoY 4.2%), 实现收入 177.9 亿元(YoY 18.1%)。

并购中环半导体布局半导体光伏、材料产业, 拟投资设立半导体子公司

根据年报, 公司通过并购中环半导体, 布局半导体光伏和半导体材料产业; 2020 年中环半导体营收 190.6 亿元(YoY 12.8%), 净利润 14.8 亿元(YoY 17.0%), 公司已于 4Q20 将其纳入合并报表范围。此外, 根据公告(编号: 2021-017), 公司拟与 TCL 实业共同设立子公司 TCL 半导体, 注册资本 10 亿元(双方各出资 5 亿元), 子公司将围绕 IC 设计、功率器件等领域布局。

产能逐步释放, 大尺寸与中小尺寸面板全面开花, 维持买入评级

考虑到 LCD 持续涨价、全球手机市场逐步复苏, 我们调整 21-22 年公司 EPS 预期至 0.60/0.69 元(前值: 0.53/0.62 元), 预计 23 年 EPS 为 0.78 元。参考可比公司 2021 年 Wind 一致预期均值 16.47 倍 PE 估值, 考虑到公司 T4/T7 产线仍处于产能爬坡阶段, 业绩具备较大增长弹性, 给予公司 2021 年 18 倍 PE 估值, 对应目标价 10.73 元(前值: 11.08 元), 维持买入评级。

风险提示: 韩厂退出慢于预期; 下游需求不及预期; 产能爬坡慢于预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(人民币百万)	74,933	76,677	116,771	134,807	152,913
+/-%	(33.90)	2.33	52.29	15.45	13.43
归属母公司净利润(人民币百万)	2,618	4,388	8,362	9,630	10,931
+/-%	(24.52)	67.63	90.55	15.17	13.50
EPS(人民币, 最新摊薄)	0.19	0.31	0.60	0.69	0.78
ROE(%)	5.73	5.62	9.68	10.19	10.51
PE(倍)	47.86	28.55	14.98	13.01	11.46
PB(倍)	4.16	3.70	2.97	2.50	2.11
EV EBITDA(倍)	12.71	12.24	9.75	8.80	7.80

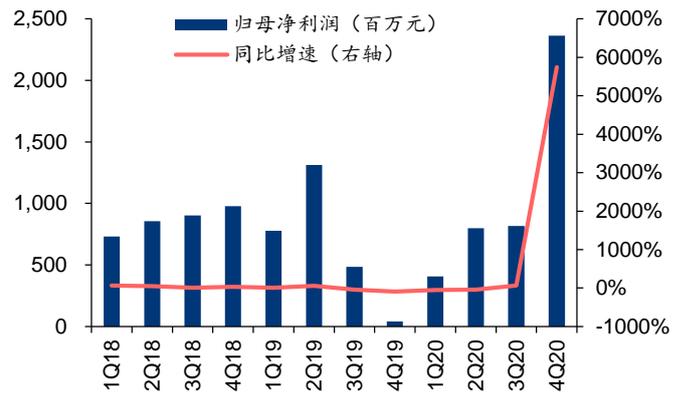
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: TCL 科技单季度营收及同比增速



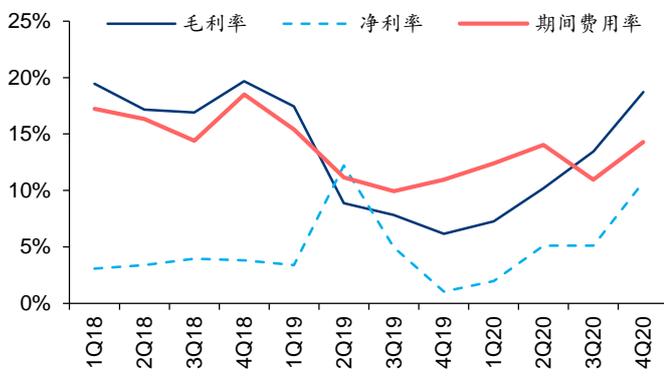
资料来源: Wind, 华泰研究

图表2: TCL 科技单季度归母净利润及同比增速



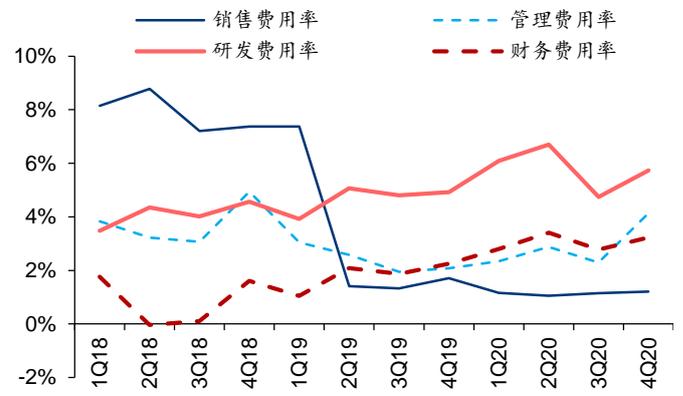
资料来源: Wind, 华泰研究

图表3: TCL 科技单季度毛利率、净利率、期间费用率



资料来源: Wind, 华泰研究

图表4: TCL 科技单季度销售、管理、研发、财务费用率



资料来源: Wind, 华泰研究

根据公司年报, 公司 2020 年营收 (766.77 亿元) 略高于我们此前 748.42 亿元的预期, 毛利率 (13.61%) 低于我们此前 14.78% 的预期, 期间费用率 (13.06%) 高于我们此前 10.07% 的预期, 归母净利润 (43.88 亿元) 略高于我们此前 43.21 亿元的预期。

大尺寸面板业务: 公司 2020 年大尺寸面板出货面积 2767.5 万平方米, 基本符合我们此前 2773.42 万平方米的预期, 我们维持 21/22 年公司大尺寸面板出货面积 3362.27/3684.89 万平方米的预期, 预计 2023 年公司大尺寸面板出货面积同比持平, 为 3684.89 万平方米。考虑到 2021 年以来大尺寸 LCD 面板价格仍在持续上涨, 我们将 21/22 年公司大尺寸面板价格的同比增速调整为 20.2%/1.8% (前值: 11.1%/-0.9%), 预计 2023 年公司大尺寸面板价格同比下降 1.1%; 参考 Wind 数据, 我们预期 21/22/23 年美元/人民币汇率为 6.52/6.63/6.63 (21/22 年前值: 7.12/7.05)。

基于此, 我们预计 21/22/23 年公司大尺寸面板业务营收 423.25/472.15/466.95 亿元 (21/22 年前值: 428.06/464.97 亿元)。我们维持公司大尺寸面板业务毛利率逐步提升的预期, 预计 21/22/23 年毛利率为 20.4%/20.9%/21.5% (21/22 年前值: 20.4%/20.7%)。

图表5: TCL 科技大尺寸面板业务营收预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
大尺寸面板出货面积 (万平方米)	1748.11	2082.00	2767.50	3362.27	3684.89	3684.89
YoY		19.1%	32.9%	21.5%	9.6%	0.0%
大尺寸面板价格 (元/平方米)	1237.58	909.22	1047.15	1258.83	1281.32	1267.21
YoY		-26.5%	15.2%	20.2%	1.8%	-1.1%
大尺寸业务营收 (亿元)	216.34	189.30	289.80	423.25	472.15	466.95
YoY		-12.5%	53.1%	46.0%	11.6%	-1.1%
毛利率 (%)	19.2%	10.9%	16.0%	20.4%	20.9%	21.5%

资料来源: 公司年报, 华泰研究预测

中小尺寸面板：公司 2020 年中小尺寸面板出货面积 142.2 万平方米，高于我们此前 130.24 万平方米的预期；考虑到 4Q20 以来全球智能手机市场需求快速回暖，我们上调 21/22 年公司中小尺寸面板出货面积至 170.31/238.13 万平方米（前值：162.15/224.84 万平方米）；考虑到公司计划在广州新建印刷 OLED 产线（来源于 2020 年 10 月 22 日 TCL 华星全球显示生态大会），我们预计 2023 年公司中小尺寸面板出货面积同比增长为 344.23 万平方米。

考虑到 2020 年公司中小尺寸面板价格 12510.55 元/平方米高于我们此前 10917.23 元/平方米的预期，我们将 21/22 年公司中小尺寸面板价格的同比增速调整为 12.6%/8.6%（前值：23.4%/13.8%）；考虑到公司中小尺寸面板营收结构中 OLED 占比将逐步提升，我们预计 2023 年公司中小尺寸面板价格同比增长 1.9%。基于此，我们预计 21/22/23 年公司中小尺寸面板业务营收 239.82/364.05/536.33 亿元（21/22 年前值：218.47/344.74 亿元）。考虑到全球智能手机市场回暖，我们调整 21/22 年公司中小尺寸面板业务毛利率至 12.5%/14.9%（前值：12.4%/14.6%），预计 2023 年毛利率为 16.4%。

图表6： TCL 科技中小尺寸面板业务营收预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
中小尺寸面板出货面积（万平方米）	43.75	136.50	142.20	170.31	238.13	344.23
YoY		212.0%	4.2%	19.8%	39.8%	44.6%
中小尺寸面板价格（元/平方米）	13778.29	11040.29	12510.55	14081.63	15287.94	15580.64
YoY		-19.9%	13.3%	12.6%	8.6%	1.9%
中小尺寸业务营收（亿元）	60.28	150.70	177.90	239.82	364.05	536.33
YoY		150.0%	18.1%	34.8%	51.8%	47.3%
毛利率（%）	14.8%	9.4%	9.7%	12.5%	14.9%	16.4%

资料来源：公司年报，华泰研究预测

翰林汇：翰林汇 2020 年营收 225.18 亿元，高于我们此前 203.83 亿元的预期。参考 IDC 对于 21/22/23 年全球 PC 出货量同比增速为 7.9%/-4.5%/-1.9% 的预测，我们预计 21/22/23 年翰林汇分销、零售业务营收同比增速为 7.9%/-4.5%/-1.9%。参考 IDC 对于 21/22/23 年全球公有云服务市场规模同比增速为 19.8%/21.1%/21.8% 的预测，我们预计 21/22/23 年翰林汇企业级业务营收同比增速为 19.8%/21.1%/21.8%。我们维持 21/22 年翰林汇供应链及电商服务业务营收同比增速 10%/10% 的预期，预测 2023 年同比增速为 10%。

综上，我们预计 21/22/23 年翰林汇营收 248.14/255.38/269.36 亿元（21/22 年前值：211.66/223.27 亿元）；我们维持翰林汇毛利率逐步提升的预期，预计 21/22/23 年翰林汇毛利率为 3.6%/3.7%/3.8%（21/22 年前值：3.6%/3.7%）。

图表7： 翰林汇营收预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入（亿元）	165.37	207.98	224.89	247.82	255.05	269.05
分销	116.46	122.33	114.35	123.34	117.74	115.55
零售	15.18	20.79	24.29	26.20	25.01	24.54
企业级	4.49	15.63	31.52	37.76	45.73	55.72
供应链及电商服务	29.23	49.23	55.02	60.53	66.58	73.24
其他业务收入（亿元）	0.30	0.37	0.30	0.32	0.33	0.32
翰林汇收入合计（亿元）	165.67	208.36	225.18	248.14	255.38	269.36
YoY		8.7%	25.8%	8.1%	10.2%	2.9%
综合毛利率	4.0%	3.6%	3.5%	3.6%	3.7%	3.8%

资料来源：公司年报，华泰研究预测

中环电子、其他及抵消：基于审慎原则，我们维持 21/22 年中环电子营收 239.38/239.38 亿元、毛利率 22.2%/22.2% 的预期，预计 2023 年中环电子营收 239.38 亿元、毛利率 22.2%。参考 2020 年公司其他及抵消收入 17.11 亿元，我们预计 21/22/23 年公司其他及抵消收入为 17.11 亿元（21/22 年前值：24/24 亿元），预计 21/22/23 年公司其他及抵消毛利率为 90%（21/22 年前值：90%/90%）。

图表8: TCL 科技主营业务收入及毛利率预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (亿元)						
TCL 华星	276.66	339.94	467.65	663.07	836.20	1003.28
翰林汇	165.67	208.36	225.18	248.14	255.38	269.36
中环电子			56.83	239.38	239.38	239.38
其他及抵消	691.27	201.04	17.11	17.11	17.11	17.11
同比增速 (%)						
TCL 华星	-9.2%	22.9%	37.6%	41.8%	26.1%	20.0%
翰林汇	8.7%	25.8%	8.1%	10.2%	2.9%	5.5%
中环电子			-	-	0.0%	0.0%
其他及抵消	-	-	-	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率 (%)						
TCL 华星	18.4%	10.3%	16.9%	17.5%	18.3%	18.8%
翰林汇	4.0%	3.6%	3.5%	3.6%	3.7%	3.8%
中环电子			-	22.2%	22.2%	22.2%
其他及抵消	-	-	-	90.0%	90.0%	90.0%

注: 1)2019年4月公司完成重大资产重组交割, 2019年营业收入包含重组资产2019年1-3月的业绩, 2018年营业收入包含了重组资产2018年1-12月的业绩; 2)TCL华星营收包括大尺寸面板营收、中小尺寸面板营收
资料来源: 公司年报, 华泰研究预测

我们预计 21-23 年公司 T4/T7 产线陆续投产将导致公司销售、管理、研发费用率提升, 预计 21/22/23 年公司销售费用率为 1.3%/1.5%/1.6% (21/22 年前值: 1.3%/1.5%); 预计 21/22/23 年公司管理费用率为 3.2%/3.4%/3.5% (21/22 年前值: 2.4%/2.6%; 注: 4Q20 并购中环电子导致公司管理费用率提升, 因此上调 21/22 年预期); 预计 21/22/23 年公司研发费用率为 5.8%/6.0%/6.1% (21/22 年前值: 6.2%/6.3%; 注: 公司 2020 年研发费用率低于此前 6.0%的预期, 因此下调 21/22 年预期)。我们维持公司财务费用率逐步下降预期, 预计 21/22/23 年公司财务费用率为 0.3%/-0.1%/-0.5% (21/22 年前值: -0.7%/-1.4%)。

图表9: TCL 科技盈利预测表

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (亿元)	1133.60	749.33	766.77	1167.71	1348.07	1529.13
同比增速	1.6%	-33.9%	2.3%	52.3%	15.4%	13.4%
销售费用 (亿元)	88.87	28.57	8.87	15.18	20.22	24.47
销售费用率	7.8%	3.8%	1.2%	1.3%	1.5%	1.6%
管理费用 (亿元)	43.00	18.95	23.70	37.37	45.83	53.52
管理费用率	3.8%	2.5%	3.1%	3.2%	3.4%	3.5%
研发费用 (亿元)	46.78	33.97	44.03	67.73	80.88	93.28
研发费用率	4.1%	4.5%	5.7%	5.8%	6.0%	6.1%
财务费用 (亿元)	9.73	12.49	23.57	3.40	-0.99	-7.44
财务费用率	0.9%	1.7%	3.1%	0.3%	-0.1%	-0.5%
归母净利润 (亿元)	34.68	26.18	43.88	83.62	96.30	109.31
同比增速	30.2%	-24.5%	67.6%	90.6%	15.2%	13.5%

资料来源: 公司年报, 华泰研究预测

基于上述调整, 我们预计公司 2021-2023 年营收 1167.71、1348.07、1529.13 亿元 (21/22 年前值: 1121.57、1296.37 亿元); 预计公司 2021-2023 年归母净利润 83.62、96.30、109.31 亿元 (21/22 年前值: 74.01、86.95 亿元), 对应 2021-2023 年 EPS 为 0.60、0.69、0.78 元 (20/22 年前值: 0.53、0.62 元)。

参考可比公司 21 年 Wind 一致预期均值 16.47 倍 PE 估值, 考虑到公司 T4/T7 产线仍处于产能爬坡阶段, 业绩具备较大增长弹性, 我们给予公司 21 年 18 倍 PE 估值, 对应目标价为 10.73 元 (前值: 11.08 元), 维持买入评级。

图表10: 可比公司 Wind 一致预期估值表 (截至 2021 年 3 月 11 日)

证券代码	可比公司	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)		PE (倍)	
				2021E	2022E	2021E	2022E
000725 CH	京东方 A	5.88	2046.15	0.32	0.41	18.19	14.38
601138 CH	工业富联	13.67	2716.32	1.11	1.25	12.34	10.94
000050 CH	深天马 A	14.22	349.49	0.75	0.94	18.89	15.19
平均				0.73	0.86	16.47	13.50

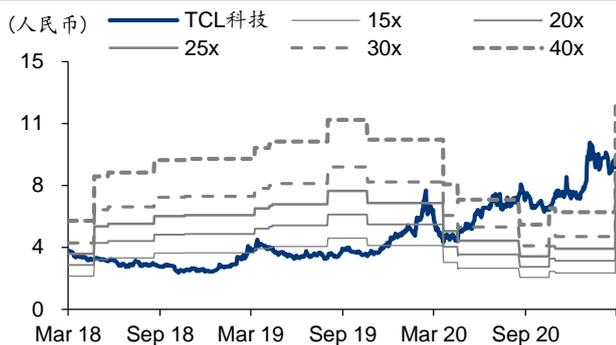
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究

风险提示

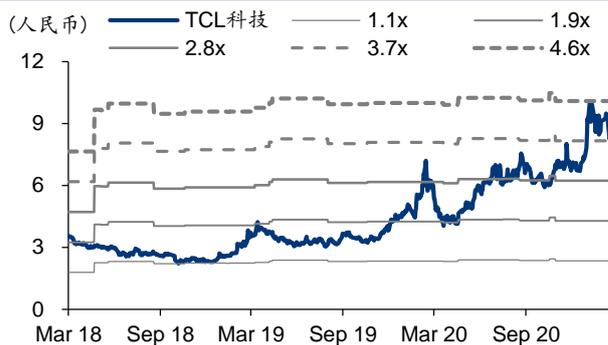
韩系面板厂商产能退出进度慢于预期。2020 年初三星、LG 宣布逐步退出 LCD 市场, 我们预计 LCD 行业供需格局改善, 产业链相关公司盈利稳定性将提升。如果韩系厂商停产计划慢于预期, 存在 LCD 面板产能退出不及预期、供需格局改善不及预期的风险。

新冠肺炎疫情持续蔓延, 下游需求不及预期。2020 年新冠肺炎疫情全球蔓延, 对电视、智能手机的出货量造成了较大冲击, 如果新冠肺炎疫情持续蔓延, 存在下游需求进一步萎缩、电视出货量进一步下滑的风险。

公司新产线产能爬坡进度慢于预期。我们预计 TCL 华星的 T7 (第 11 代 TFT-LCD)、T4 产线 (第 6 代柔性 LTPS-AMOLED) 将为公司贡献较大的营业收入增量, 如果 T4、T7 面板产线的产能爬坡进度慢于预期, 存在公司业绩增长不及预期的风险。

图表11: TCL 科技 PE-Bands


资料来源: Wind、华泰研究

图表12: TCL 科技 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)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	48,156	65,688	76,137	86,413	97,652
现金	18,648	21,709	23,354	26,961	30,583
应收账款	8,340	12,558	18,581	22,898	28,073
其他应收账款	2,750	2,794	3,879	4,417	5,140
预付账款	364.42	1,356	1,264	1,760	1,670
存货	5,678	8,835	10,644	11,701	13,533
其他流动资产	12,375	18,438	18,415	18,675	18,653
非流动资产	116,689	192,220	205,645	218,198	232,418
长期投资	17,194	24,047	32,472	41,014	49,640
固定投资	45,459	92,830	100,827	106,341	112,629
无形资产	7,233	12,158	12,874	13,458	13,986
其他非流动资产	46,803	63,185	59,473	57,385	56,163
资产总计	164,845	257,908	281,782	304,611	330,069
流动负债	43,058	71,017	91,212	113,395	137,758
短期借款	12,070	12,264	14,557	35,785	44,697
应付账款	11,549	16,469	15,996	16,865	18,183
其他流动负债	19,439	42,284	60,659	60,745	74,877
非流动负债	57,904	96,835	90,860	82,075	72,236
长期借款	54,991	91,630	85,656	76,870	67,031
其他非流动负债	2,913	5,205	5,205	5,205	5,205
负债合计	100,962	167,851	182,073	195,469	209,994
少数股东权益	33,771	55,949	57,239	58,725	60,412
股本	13,528	14,031	14,031	14,031	14,031
资本公积	5,717	5,442	5,442	5,442	5,442
留存公积	13,354	16,462	22,701	30,312	39,189
归属母公司股东权益	30,112	34,108	42,470	50,416	59,664
负债和股东权益	164,845	257,908	281,782	304,611	330,069

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金	11,490	16,698	22,299	15,974	31,647
净利润	3,658	5,065	9,652	11,116	12,618
折旧摊销	8,272	10,545	14,380	17,131	19,207
财务费用	1,249	2,357	340.28	(98.78)	(743.63)
投资损失	(3,443)	(3,254)	(2,826)	(2,922)	(3,111)
营运资金变动	402.15	690.43	1,153	(8,818)	4,227
其他经营现金	1,352	1,295	(399.73)	(433.43)	(549.25)
投资活动现金	(31,732)	(38,774)	(24,617)	(26,382)	(29,842)
资本支出	20,116	33,086	19,380	21,141	24,801
长期投资	(3,279)	(248.10)	(8,424)	(8,543)	(8,625)
其他投资现金	(8,337)	(5,440)	3,188	3,302	3,584
筹资活动现金	11,951	22,865	(10,594)	(7,213)	(7,096)
短期借款	(1,171)	194.06	2,293	21,228	8,912
长期借款	5,141	36,639	(5,974)	(8,785)	(9,839)
普通股增加	(21.21)	502.35	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(280.07)	(274.28)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	8,282	(14,197)	(6,913)	(19,656)	(6,169)
现金净增加额	(8,065)	570.67	(12,912)	(17,621)	(5,291)

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)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	74,933	76,677	116,771	134,807	152,913
营业成本	66,337	66,242	97,395	111,727	126,173
营业税金及附加	330.59	300.78	587.67	647.09	694.50
营业费用	2,857	886.82	1,518	2,022	2,447
管理费用	1,895	2,370	3,737	4,583	5,352
财务费用	1,249	2,357	340.28	(98.78)	(743.63)
资产减值损失	(791.11)	(511.61)	(779.12)	(899.46)	(1,020)
公允价值变动收益	473.67	672.79	363.00	376.40	471.47
投资净收益	3,443	3,254	2,826	2,922	3,111
营业利润	3,977	5,360	10,610	12,115	14,005
营业外收入	128.61	492.37	604.51	545.58	442.77
营业外支出	49.65	116.97	108.67	94.98	92.57
利润总额	4,056	5,735	11,106	12,565	14,355
所得税	398.07	670.10	1,454	1,449	1,737
净利润	3,658	5,065	9,652	11,116	12,618
少数股东损益	1,040	677.05	1,290	1,486	1,687
归属母公司净利润	2,618	4,388	8,362	9,630	10,931
EBITDA	16,129	22,420	28,548	33,148	37,512
EPS (人民币, 基本)	0.19	0.31	0.60	0.69	0.78

主要财务比率

会计年度 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	(33.90)	2.33	52.29	15.45	13.43
营业利润	(2.82)	34.78	97.96	14.18	15.60
归属母公司净利润	(24.52)	67.63	90.55	15.17	13.50
获利能力 (%)					
毛利率	11.47	13.61	16.59	17.12	17.49
净利率	4.88	6.61	8.27	8.25	8.25
ROE	5.73	5.62	9.68	10.19	10.51
ROIC	13.91	11.92	13.59	13.89	15.81
偿债能力					
资产负债率 (%)	61.25	65.08	64.61	64.17	63.62
净负债比率 (%)	81.50	109.30	101.39	103.61	93.46
流动比率	1.12	0.93	0.83	0.76	0.71
速动比率	0.84	0.65	0.60	0.56	0.53
营运能力					
总资产周转率	0.42	0.36	0.43	0.46	0.48
应收账款周转率	5.67	7.06	7.06	7.06	7.06
应付账款周转率	3.29	3.84	3.84	3.84	3.84
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.19	0.31	0.60	0.69	0.78
每股经营现金流(最新摊薄)	0.82	1.19	1.59	1.14	2.26
每股净资产(最新摊薄)	2.15	2.41	3.01	3.58	4.24
估值比率					
PE (倍)	47.86	28.55	14.98	13.01	11.46
PB (倍)	4.16	3.70	2.97	2.50	2.11
EV EBITDA (倍)	12.71	12.24	9.75	8.80	7.80

免责声明

分析师声明

本人，胡剑、刘叶，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

- 分析师胡剑、刘叶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