

# 战略引领成长，扬帆远航正当时

华泰研究

2021年3月14日 | 中国内地

年报点评

金融/多元金融

投资评级(维持):

增持

目标价(人民币):

4.80

研究员 陶圣禹  
SAC No. S0570518050002 taoshengyu@htsc.com  
SFC No. BQK280 +86-21-28972217

研究员 沈娟  
SAC No. S0570514040002 shenjuan@htsc.com  
SFC No. BPN843 +86-755-23952763

联系人 王可  
SAC No. S0570119090008 wangke015604@htsc.com  
+86-21-38476725

## “十四五”规划引领成长，扬帆远航正当时

公司2020年营业总收入183亿元，YoY+1.7%，其中营业收入103亿元，YoY-1.1%；归母净利润同比上涨6.9%至32.7亿元。公司整体经营稳健，EPS为0.37元，加权ROE9.92%，同比小幅下降0.87pct。公司在新时期提出“十四五”规划发展战略，构建覆盖航空全产业链和企业全生命周期的产业金融服务，产融结合持续深化，协同效应逐步显现。我们预计2021-23年EPS分别为0.41/0.44/0.48元，维持增持评级。

## 把握重要战略机遇期，制定“十四五”规划促进产融结合

公司“十四五”规划主要包括四大要点：1) 明确一个定位：立足航空产业，致力于成为一流的产业-金融集成服务商；2) 确立两大业务方向：发展产业金融，推进产融结合；发展综合金融，推进融融结合；3) 部署三大业务板块：产业投资、产业链供应链金融和综合金融；4) 构建四类管控机制：战略规划、风控合规、人力资源和企业文化。我们认为公司有望基于航空产业链覆盖和全面金融服务能力的优势，深化产融结合、融融结合，同时利用金融科技赋能提升核心竞争力，实现可持续的高质量发展。

## 三大平台助力构建综合产业金融服务，实现公司价值提升

中航资本通过部署三大业务板块，全方位实现公司的价值提升：1) 产业投资依托雄厚的产业背景提供优质发展资源，深刻的产业洞察助力快速发展，旗下中航资本产业投资、航空产业投资20年净利润分别达6549万元、2459万元，同比增速分别为74%、2%；2) 产业链供应链金融聚焦主业，深化产融结合推动集团发展，同时运用科技赋能，打造轻资产模式提升服务效率；3) 综合金融推进多业务条线协同融合，通过一体化解决方案带来价值提升。其中，租赁、信托、证券业务2020年净利润分别为19.7、19.8、6.5亿元，同比增速分别为15%、2%、52%。

## 产融协同效应不断显现，维持“增持”评级

“十四五”规划有助于推动公司抓住战略发展的宝贵时间窗口，自上而下贯彻新的发展理念，助力航空强国建设。公司拥有较为齐全的金融牌照，产融结合、融融结合持续深化，协同效应逐步释放。我们预计公司2021-23年EPS0.41/0.44/0.48元(21-22年前值为0.41/0.49元)，对应PE为10.08x、9.28x、8.67x。可比上市金控2021年平均PE估值(朝阳永续一致预期)为10.03x，考虑到公司战略引领发展、顺周期的租赁业务前景较为广阔、全面布局的金融牌照推动产融结合成效显现，给予一定的估值溢价，给予2021年PE预期11.7x，对应目标价4.80元(前值为5.40元)，维持增持评级。

风险提示：信托转型不及预期、产融结合进程不及预期、资产减值风险。

## 经营预测指标与估值

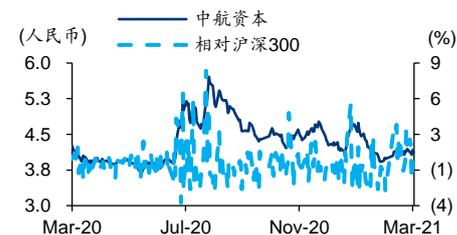
会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(人民币百万)	18,032	18,341	20,261	22,360	24,075
+/-%	30.04	1.71	10.47	10.36	7.67
归属母公司净利润(人民币百万)	3,064	3,274	3,659	3,959	4,241
+/-%	(3.24)	6.87	11.75	8.21	7.11
EPS(人民币,最新摊薄)	0.35	0.37	0.41	0.44	0.48
ROE(%)	10.79	9.92	8.76	8.73	8.67
PE(倍)	11.77	11.14	10.08	9.28	8.67
PB(倍)	1.24	0.93	0.85	0.79	0.73
EV EBITDA(倍)	5.04	3.60	4.17	4.77	5.43

资料来源：公司公告、华泰研究预测

## 基本数据

目标价(人民币)	4.80
收盘价(人民币 截至3月12日)	4.12
市值(人民币百万)	36,750
6个月平均日成交额(人民币百万)	185.51
52周价格范围(人民币)	3.71-5.71
BVPS(人民币)	4.47

## 股价走势图

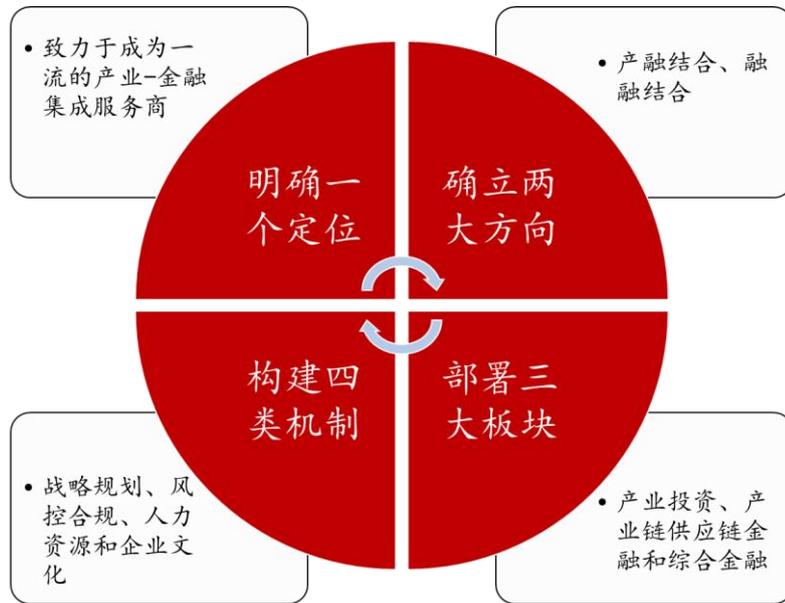


资料来源：Wind

## “十四五”规划引领成长，扬帆远航正当时

中航“十四五”规划引领发展，构建覆盖航空全产业链和企业全生命周期的产业金融服务。“十四五”是我国进入新发展阶段和构建新发展格局的重要战略机遇期，中航资本积极把握自身发展关键时期，制定《中航资本“十四五”及2035年中长期发展规划》（以下简称“规划”），以推动实现高质量发展。规划以“航空报国、航空强国”为使命，贯彻“军民融合、产业融合”的两融战略，主要包括“1234”四大要点，其中：1) 明确一个定位：立足航空产业，运用科技赋能，致力于成为一流的产业-金融集成服务商；2) 确立两大业务方向：一是发展产业金融——开展产业投资和产业链供应链金融，即产融结合；二是发展综合金融——运用多元金融工具提供金融整合服务，即融融结合；3) 部署三大业务板块：分别为产业投资、产业链供应链金融和综合金融；4) 构建四类管控机制：具体包括战略规划、风控合规、人力资源和企业文化。

图表1：中航资本“1234”规划要点一览



资料来源：公司公告，华泰研究

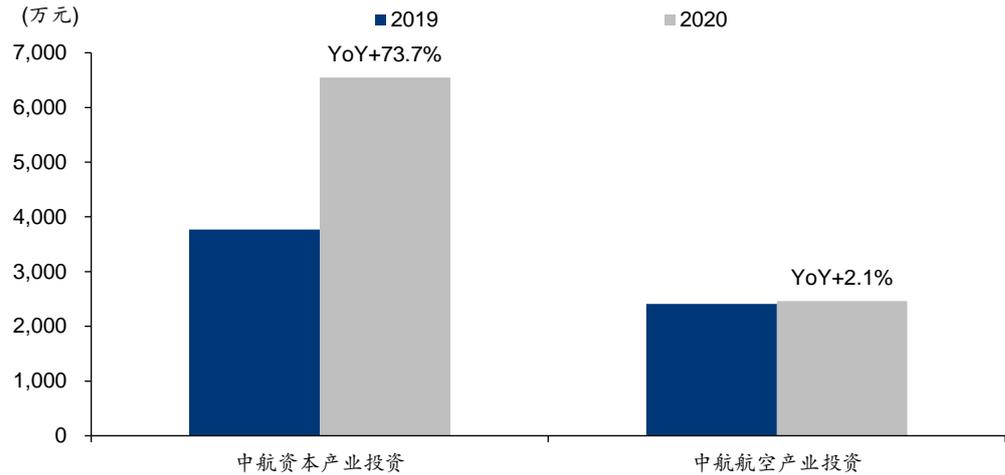
三大平台助力构建综合产业及金融服务供应商，全方位实现公司的价值提升。中航资本通过部署产业投资、产业链供应链金融和综合金融三大业务板块，打造集成化与多元化的金融服务，以融促产，运用科技赋能，全方位实现公司的价值提升。1) 产业投资平台通过设立的产投公司与产投基金聚集投资战略新兴产业领域和航空产业领域，依托产业研究优势与航空工业集团内部需求获取业务增量。2) 综合金融平台促进公司各业务板块协同发展，集合金融全牌照的差异化优势，打造一体化金融服务，提升服务维度与深度。3) 产业链供应链金融平台更好的满足产业链企业的融资需求、优化供应链效率，并有望借助中航金网络的服务平台推动业务发展。我们认为，三大业务平台将成为公司发展的核心动能，持续深化产融结合，推动业务发展。

### 产业投资：依托雄厚资源，洞察产业发展

雄厚产业背景提供优质发展资源，深刻的产业洞察助力快速发展。一方面，航空工业集团下辖100余家成员单位、23家上市公司，庞大的产业集团网络叠加军工行业的高景气度催生了规模可观的投融资需求，也为中航资本产业投资平台提供了强劲的可持续发展力。中航资本积极探索并发展公司的产业直投、私募基金投资等业务，坚持强调航空主业的发展，不断加强业务与资源的聚焦，将战略资源延伸到战略方向，严控非主业发展；更加强核心能力，集中资源加强产业投研等核心能力建设，依托雄厚的产业背景逐步建立起研究驱动的投资模式，使产业投资的布局更加精细化与专业化，实现稳定的投资收益加成。目前公司的产投布局持续深化，预计与集团的业务联系将更为紧密。

另一方面，依托于“军工+央企”的背景，公司的产业投资集中于航空工业与实体产业，并向更多的新兴产业延展，巩固差异化优势的同时探索新的战略发展方向。利用产融结合优势，中航资本积极参与航空工业重大并购、重组，同时加大对新材料、新技术、新能源领域的投资：投资中航锂电，中航激光成形制造有限公司等。中航资本于2019年分别对所设立的新兴产业投资和航空产业投资公司各增资9亿元人民币，2020年两家公司净利润分别达6549万元、2459万元，同比增速分别为74%、2%；根据官网披露，2016-2020年期间完成直投集团公司合肥江航等股权和基金项目11个，累计投资金额超过40亿元；中航资本在军工产业领域的投资与研究优势，已形成深刻产业洞察，助力产投业务快速发展。

**图表2： 中航新兴产业投资及航空产业投资净利润表现**



资料来源：公司公告，华泰研究

### 产业链供应链金融：聚焦主业，科技赋能

**聚焦主业，深化产融结合推动集团发展。**中航资本持续聚焦主业，根据集团企业扩大生产、技术改革、转型升级等实际需要，通过多元金融工具，提供一站式的产业链供应链解决方案。1) 根据官网披露，2016-2020年期间，中航租赁累计提供了超过80亿元的产品促销及融资服务，直接为集团内成员单位的存量资产盘活、制造技术更新以及产能结构优化提供支持；2) 中航产投通过股权直投方式参股合肥江航混改，中航证券保荐其科创板IPO项目，助力江航装备成为具有标杆示范意义的军工混改企业；3) 中航安盟为集团提供车险、财产险、健康险、意外险等在内的综合保险服务，并加快推出了一批面向航空系统单位及员工的定制化保险产品 and 保险服务；4) 中航期货为中航钢贸提供期货行情路演、策略交流，定期报告等支持。其中，江航装备的成功上市为国家军工企业混合所有制改革试点和资本运作一站式服务提供了可借鉴的范本，“投资+保荐”的模式有望进一步推广；预计中航资本的产业链供应链金融服务将迎合集团内部的需求做大做强，不断推动公司发展。

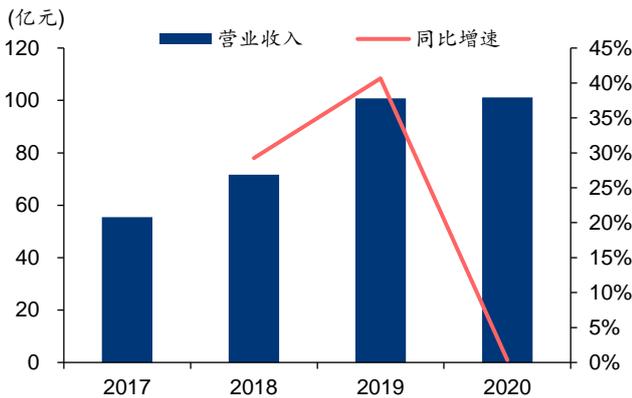
**科技赋能，打造轻资产模式提升服务效率。**中航资本借助金融科技的赋能，深入探索产业链供应链在不同场景中的应用，提供涵盖传统供应链升级改造、新一代信息技术与制造业深度融合的智能供应链及绿色供应链的更加多样化、智能化的投融资服务。公司推动发展供应链金融服务平台中航金网络，更好的服务于供应链上下游企业，建立高效的产业生态圈，为集团企业匹配更加有针对性的一站式服务；同时打造轻资产模式，一端对接供应链公司、一端对接银行，使资金运转更加灵活，提升服务效率。

### 综合金融：经营稳中向好，协同融合发展

**金融全牌照促进“融融结合”，一体化解决方案带来价值提升。**中航资本拥有较为全面的金融牌照，综合金融平台的优势在于可以结合各业务板块的多元金融工具，为企业客户提供全生命周期的金融整合服务，提高服务深度与维度，以“质”带动“量”。综合金融平台的设立将进一步赋能各板块的特色业务，在强监管下凸显集团的全牌照优势，实现一体化解决方案带来的价值提升和成本降低。

**租赁：业务表现较优，依托区域优势提升国际实力。**中航租赁 2020 营业收入 101 亿元，YoY+0.3%；净利润 19.7 亿元，YoY+15.4%，保持较高质量发展态势。公司已从国内第一家服务于国产民机的融资租赁公司成长为国内目前最大的国产民机融资租赁服务商之一。公司不断发挥融资租赁对集团主业的强有力支持和助推作用，实现金融服务与航空全产业链发展的良性循环。2020 年 11 月，公司首次运用物联网技术+区块链技术赋能分布式设备融资租赁业务，持续深化公司金融科技创新与产融结合战略。与此同时，公司已通过日趋完善的航空租赁项目海外平台，依托地区政策优势推进跨境业务，增强了公司参与国际航空市场竞争的综合实力；根据官网披露，截至 2021 年 1 月 29 日，公司航空租赁业务在权威机构 Flight Global 全球排名第 18 位，国际品牌形象进一步树立。预计公司将依托本土市场影响力与口碑继续扩大海外业务，获取新的利润增长极。

图表3：中航租赁营业收入变化



资料来源：公司公告，华泰研究

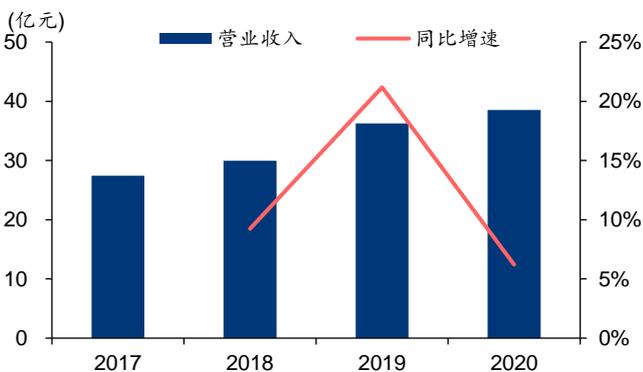
图表4：中航租赁净利润变化



资料来源：公司公告，华泰研究

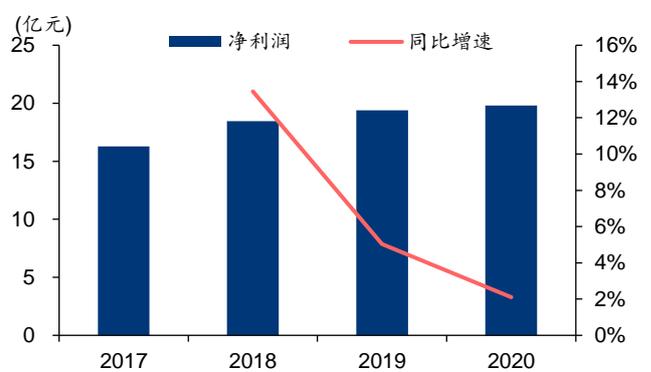
**信托：贯彻三大战略，持续推动主动管理转型。**中航信托 2020 年实现营业收入 38.5 亿元，YoY+6.2%；净利润 19.8 亿元，YoY+2.1%，公司在受新冠疫情冲击与监管趋严等因素影响下依然实现正增长，体现出较强的经营能力。2020 年末公司信托资产 6665 亿元，同比基本持平，其中结构上集合信托占比不断提升。公司持续推动主动管理转型，其中 2020 年新增项目中主动管理型信托规模占比达 96%，同比提升 12pct，业务结构不断优化。公司贯彻“私募投行战略驱动”+“资产管理策略驱动”+“财富管理服务驱动”三大战略，落实专业化转型以提升公司核心竞争力。我们认为公司有望持续提升行业地位，在监管引导行业逐步转型的背景下实现高质量发展。

图表5：中航信托营业收入变化



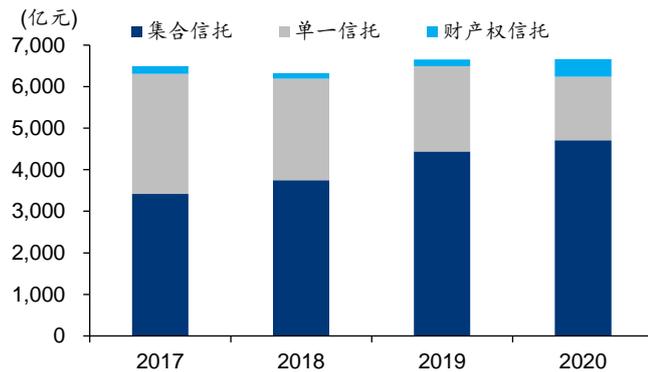
资料来源：公司公告，华泰研究

图表6：中航信托净利润变化



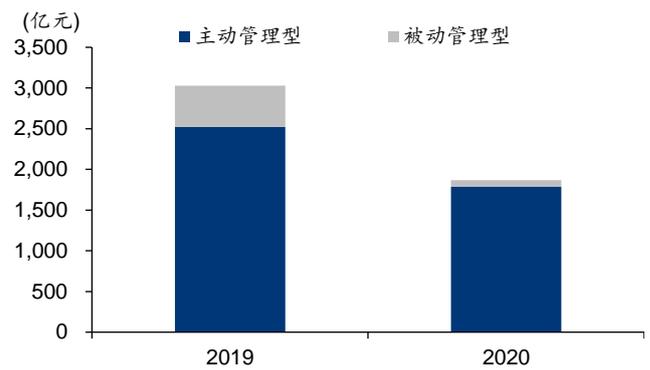
资料来源：公司公告，华泰研究

图表7：中航信托资产结构



资料来源：公司公告，华泰研究

图表8：中航信托新增信托类项目的类型结构



资料来源：公司公告，华泰研究

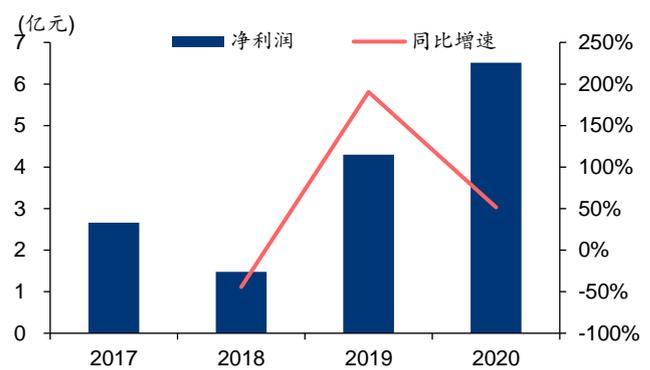
**证券：受益于资本市场活跃，业绩表现亮眼。**中航证券2020年营业收入20.6亿元，YoY+26%；净利润6.5亿元，YoY+52%，系受益于资本市场改革深化、权益市场景气度提升，公司投行业务、经纪业务收入大幅提升所致。公司证券业务与军工产业同频共振，持续推进差异化优势。作为中国军工央企集团所属唯一证券公司，中航证券所打造的“军工+央企”特色化投资银行业务已建立起差异化优势，不断获取业务增量。此外，我们预计处于景气度上行阶段的军工产业将会为公司发展带来更多红利。

图表9：中航证券营业收入变化



资料来源：公司公告，华泰研究

图表10：中航证券净利润变化



资料来源：公司公告，华泰研究

**战略规划领衔，自上而下贯彻，高质量发展可期。**我们认为，中航“十四五”规划是在新时期、新发展阶段内深刻认识和把握新的规律和特点的举措，有助于推动公司抓住战略发展的宝贵时间窗口，自上而下贯彻新的发展理念，助力航空强国建设，积极服务央企和实体经济。我们认为公司有望基于航空产业链覆盖和全面金融服务能力的优势，深化产融结合、融融结合，同时利用金融科技赋能提升核心竞争力，实现可持续的高质量发展。

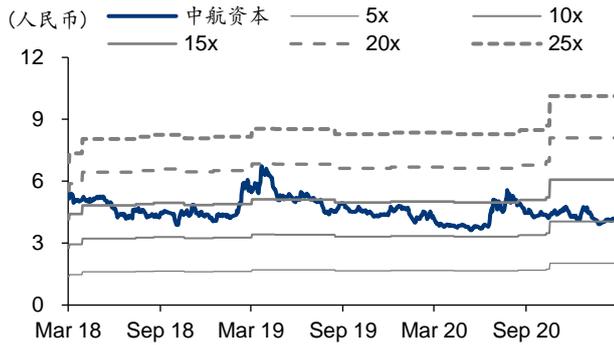
图表11：中航资本可比公司估值

代码	公司名称	一致预期 PE (2021E)
600643 CH	爱建集团	7.67
600390 CH	五矿资本	8.32
000617 CH	中油资本	9.55
000987 CH	越秀金控	14.61
<b>平均值</b>		<b>10.03</b>

注：数据来源于朝阳永续一致预期，截至3月12日

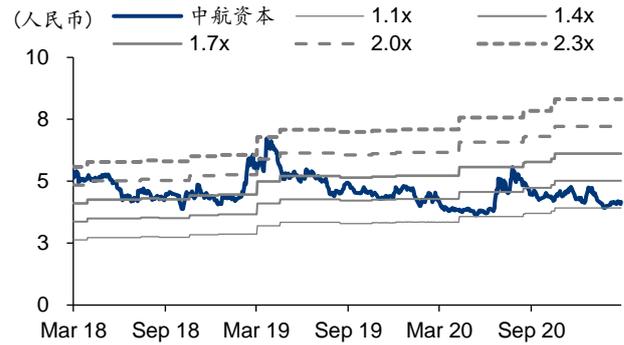
资料来源：朝阳永续，华泰研究

图表12: 中航资本 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表13: 中航资本 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表14: 报告中提及公司一览

公司名称	彭博代码	公司名称	彭博代码
航空工业集团	(未上市)	中航证券	(未上市)
中航锂电	(未上市)	中航安盟	(未上市)
中航激光成形制造	(未上市)	中航期货	(未上市)
中航新兴产业投资	(未上市)	中航钢贸	(未上市)
中航航空产业投资公司	(未上市)	中航金网络	(未上市)
合肥江航	(688586 CH)	中航信托	(未上市)
中航租赁	(未上市)		

资料来源: Bloomberg, 华泰研究

## 风险提示

- 1、信托转型不及预期。公司信托主动管理转型不及预期，信托资产风险高于预期；
- 2、产融结合进程不及预期。公司战略落地不及预期，综合金融效应不及预期；
- 3、资产减值风险。公司资产质量低于预期，资产减值对利润造成冲击。

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	201,899	184,735	260,404	294,236	332,625
现金	86,629	110,932	134,779	159,817	186,108
应收账款	283.78	238.57	262.43	280.80	306.07
其他应收账款	576.41	544.31	598.75	640.66	698.32
预付账款	69.34	64.50	70.95	75.91	82.74
存货	9.41	7.08	7.79	8.33	9.08
其他流动资产	114,332	72,948	124,685	133,413	145,420
<b>非流动资产</b>	139,716	154,460	169,907	181,800	198,162
长期投资	3,754	4,322	4,755	5,087	5,545
固定投资	13,776	17,972	19,769	21,152	23,056
无形资产	60.30	89.69	98.66	105.56	115.06
其他非流动资产	122,126	172,477	145,285	155,455	169,445
<b>资产总计</b>	341,615	379,595	430,310	476,036	530,787
<b>流动负债</b>	195,303	218,814	250,356	279,009	313,421
短期借款	32,160	27,303	30,951	34,240	38,178
应付账款	325.60	190.12	215.52	238.42	265.84
其他流动负债	162,817	191,321	219,190	244,530	274,976
<b>非流动负债</b>	98,136	97,664	109,801	120,825	133,941
长期借款	39,588	46,002	52,147	57,689	64,324
其他非流动负债	58,548	51,662	57,654	63,137	69,618
<b>负债合计</b>	293,439	316,478	360,158	399,835	447,362
少数股东权益	18,294	23,265	26,373	29,176	32,531
股本	8,976	8,920	8,920	8,920	8,920
资本公积	6,251	6,050	6,858	7,587	8,459
留存公积	11,812	13,977	15,844	17,528	19,544
归属母公司股东权益	29,883	39,852	43,723	46,969	50,837
<b>负债和股东权益</b>	341,615	379,595	430,254	475,980	530,730

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金</b>	(4,950)	10,034	10,536	11,063	11,616
净利润	4,724	5,258	5,896	6,380	6,834
折旧摊销	973.36	1,141	1,198	1,258	1,321
财务费用	1,317	1,389	1,621	2,012	2,167
投资损失	(2,078)	(2,795)	(2,700)	(3,000)	(3,000)
营运资金变动	(11,172)	2,765	2,903	3,048	3,201
其他经营现金	1,287	2,276	1,617	1,363	1,093
<b>投资活动现金</b>	(9,980)	14,764	15,502	16,277	17,091
资本支出	1,851	2,658	2,790	2,930	3,076
长期投资	(18,990)	2,781	2,920	3,066	3,219
其他投资现金	10,861	14,641	15,373	16,141	16,948
<b>筹资活动现金</b>	14,604	(651.23)	(683.79)	(717.98)	(753.88)
短期借款	(1,971)	(4,856)	3,648	3,289	3,938
长期借款	14,130	1,293	9,838	8,870	10,621
普通股增加	0.00	(56.36)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	(201.19)	808.24	728.73	872.55
其他筹资现金	2,446	3,169	(14,978)	(13,606)	(16,185)
现金净增加额	(298.15)	23,846	25,039	26,291	27,605

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
<b>营业收入</b>	18,032	18,341	20,261	22,360	24,075
营业成本	5,756	5,237	5,673	6,261	6,741
营业税金及附加	239.13	159.37	202.61	447.21	481.49
营业费用	1,913	1,995	2,026	2,460	2,648
管理费用	1,476	1,754	2,026	2,012	2,167
财务费用	1,317	1,389	1,621	2,012	2,167
资产减值损失	1,491	2,192	1,740	1,740	1,740
公允价值变动收益	122.35	(194.85)	150.00	160.00	176.00
投资净收益	2,078	2,795	2,700	3,000	3,000
<b>营业利润</b>	6,340	6,818	7,638	8,402	9,119
营业外收入	90.19	28.39	30.00	30.00	30.00
营业外支出	18.78	16.80	10.00	10.00	10.00
<b>利润总额</b>	6,411	6,829	7,658	8,422	9,139
所得税	1,687	1,560	1,761	2,021	2,285
<b>净利润</b>	4,724	5,258	5,896	6,380	6,834
少数股东损益	1,660	1,995	2,238	2,421	2,594
归属母公司净利润	3,064	3,274	3,659	3,959	4,241
EBITDA	12,689	12,825	14,663	16,293	17,375
EPS (人民币, 基本)	0.35	0.37	0.41	0.44	0.48

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	30.04	1.71	10.47	10.36	7.67
营业利润	19.16	7.54	12.03	10.00	8.54
归属母公司净利润	(3.24)	6.87	11.75	8.21	7.11
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	44.87	49.30	51.28	51.12	51.27
净利率	45.24	50.91	50.64	49.81	49.40
ROE	10.79	9.92	8.76	8.73	8.67
ROIC	3.52	7.32	8.27	8.37	8.19
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	85.90	83.37	83.70	83.99	84.28
净负债比率 (%)	146.85	76.90	287.33	280.38	277.90
流动比率	1.03	0.84	1.04	1.05	1.06
流动比率	0.65	0.66	0.69	0.72	0.73
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.06	0.05	0.05	0.05	0.05
应收账款周转率	48.25	70.22	80.88	82.32	82.04
应付账款周转率	12.45	20.31	27.97	27.59	26.74
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.35	0.37	0.41	0.44	0.48
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.55)	1.12	1.17	1.23	1.29
每股净资产(最新摊薄)	3.33	4.44	4.87	5.23	5.66
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	11.77	11.14	10.08	9.28	8.67
PB (倍)	1.24	0.93	0.85	0.79	0.73
EV EBITDA (倍)	5.04	3.60	4.17	4.77	5.43

## 免责声明

### 分析师声明

本人,陶圣禹、沈娟,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

- 分析师陶圣禹、沈娟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