

# 量价齐升但成本亦增，利润小幅收缩

华泰研究

2022年8月30日 | 中国香港

中报点评

基本金属及加工

投资评级(维持):

买入

目标价(港币):

11.30

研究员

王帅

SAC No. S0570520110001

bruce.wang@htsc.com

SFC No. AOH868

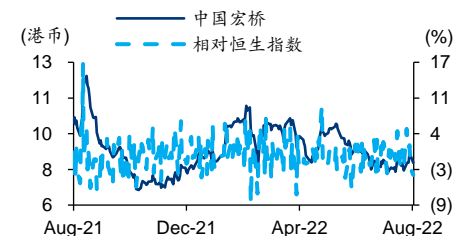
+(86) 21 2897 2099

[点击查看华泰证券研究团队介绍和观点](#)


## 基本数据

目标价(港币)	11.30
收盘价(港币 截至8月29日)	8.07
市值(港币百万)	75,326
6个月平均日成交额(港币百万)	178.95
52周价格范围(港币)	6.88-14.34
BVPS(人民币)	9.20

## 股价走势图



资料来源: S&amp;P

## 1H22 净利同比下滑 3.6%，成本上升抵消价格上升带来的利润扩张

中国宏桥 1H22 实现归母净利润 78.5 亿元，同比减少 3.6%，主要受原材料采购成本上涨以及少数股东权益增加影响。1H22 公司电解铝产量为 293.1 万吨，同比增长 4.6%。受益于产品价格以及销量的攀升，1H22 公司营业收入同比增长 31.0% 至 687.4 亿元；但受成本上涨影响，公司毛利润同比下滑 5.0% 至 149.6 亿元。基于海外经济衰退预期对铝价的压制以及由于能源紧缺导致的原材料成本上移，我们下调全年基准铝价预测值至 21,000 元/吨，同时上调了原料价格，下调 22/23/24 年盈利预测 38%/38%/34% 至 166.1/169.9/202.4 亿元。目标价从 13.4 港币下调至 11.3 港币 (1.0 倍 2022E BVPS，与公司 2017 年供给侧改革以来的历史 P/B 均值一致)。维持“买入”。

## 板块业绩分化，电解铝毛利下滑，氧化铝毛利改善

1H22 公司电解铝板块实现毛利 109.3 亿元，同比下滑 13.1%。1H22 公司电解铝销售价格同比提升 23.0%，但成本上涨更为显著。据我们测算，公司 1H22 电解铝单位成本上涨约 46.6%，导致电解铝板块毛利率下滑 11.1 个百分点至 21.7%。氧化铝业务方面，1H22 公司氧化铝销量同比增长 4.0%，平均售价同比提升 29.9%，单位成本据我们测算同比下降 2.5%，价格成本共同驱动氧化铝板块毛利同比增长 48.1%，毛利率同比改善 2.0 个百分点至 22.9%。综合来看，1H22 公司整体毛利率同比下降 8.2 个百分点至 21.8%。

## 供应扰动阶段性托底铝价，反弹幅度看需求恢复力度

今年二季度铝价在国内复产节奏加快以及需求端疲弱的双重压力下快速下滑，LME 铝价 2Q22 跌幅近 30%。但近期受国内四川等地限电以及海外能源紧缺影响，海内外电解铝厂停产消息频出。据 SMM 统计，四川省内 107 万吨电解铝产能基本全部停产；海外天然气价格近期再度攀升引发欧洲及北美地区电解铝厂陆续宣布削减或关停产能，涉及约 50 万吨产能，而自年初以来海外减产共计 146.5 万吨。在供应端扰动的背景下，铝价已出现触底反弹。但反弹的幅度取决于需求端的恢复力度，而在国内地产低迷以及全球经济放缓的背景下或难以出现非常强劲的需求复苏，我们预计反弹幅度有限。

风险提示：需求恢复力度不及我们预期；国内复产及新增产能超我们预期。

## 经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (人民币百万)	86,145	114,491	134,776	139,204	144,739
+/-%	2.33	32.91	17.72	3.28	3.98
归属母公司净利润 (人民币百万)	10,496	16,073	16,613	16,989	20,241
+/-%	72.20	53.14	3.36	2.26	19.14
EPS (人民币, 最新摊薄)	1.18	1.76	1.82	1.86	2.22
ROE (%)	15.62	21.08	19.40	18.00	19.34
PE (倍)	5.67	3.80	3.68	3.60	3.02
PB (倍)	0.84	0.75	0.68	0.62	0.55
EV EBITDA (倍)	4.34	2.84	2.38	2.24	1.41

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 主要调整

1378 HK 中国宏桥	前值	调整后	变化(%)						
目标价(港币)	13.4	11.3	(15.7)						
	2022E			2023E			2024E		
	前值	调整后	变化(%)	前值	调整后	变化(%)	前值	调整后	变化(%)
<b>假设</b>									
电解铝基准价格 (元/吨)	22,000	21,000	(4.5)	22,000	21,000	(4.5)	23,000	22,000	(4.3)
氧化铝基准价格 (元/吨)	2,808	3,088	10.0	2,808	3,088	10.0	2,808	3,088	10.0
原铝产量 (千吨)	6,000	6,000	0.0	6,300	6,300	0.0	6,300	6,300	0.0
<b>财务数据 (百万元)</b>									
营业收入	137,980	134,776	(2.3)	142,391	139,204	(2.2)	147,706	144,739	(2.0)
毛利润	46,032	33,047	(28.2)	46,485	33,509	(27.9)	51,105	38,593	(24.5)
净利润	26,970	16,613	(38.4)	27,387	16,989	(38.0)	30,580	20,241	(33.8)

注: 电解铝价格受海外衰退预期影响承压而下调, 同时原材料成本上涨影响利润

资料来源: 华泰研究预测

图表2: 主要经营及财务数据-半年度

	1H19	2H19	1H20	2H20	1H21	2H21	1H22
<b>分版块数据</b>							
<b>产量(千吨)</b>							
电解铝	2,860	2,784	2,741	2,881	2,801	2,832	2,931
铝加工品	389	241	301	321	369	303	362
<b>收入(百万元)</b>							
铝产品	34,895	36,101	33,177	38,862	44,136	52,701	57,548
电解铝	30,428	31,463	29,042	34,215	38,356	45,957	50,461
铝合金加工产品	4,466	4,638	4,134	4,647	5,779	6,745	7,087
氧化铝	6,157	6,364	6,391	7,095	7,921	9,046	10,706
蒸汽	378	284	370	249	424	263	484
<b>财务数据 (百万元)</b>							
营业收入	41,430	42,749	39,939	46,206	52,481	62,010	68,739
营业成本	(33,788)	(33,928)	(33,470)	(33,319)	(36,745)	(47,293)	(53,783)
毛利润	7,643	8,822	6,468	12,887	15,736	14,717	14,955
毛利率%	18.4	20.6	16.2	27.9	30.0	23.7	21.8
EBIT	7,675	7,835	5,533	12,071	14,430	13,496	13,200
EBIT margin %	18.5	18.3	13.9	26.1	27.5	21.8	19.2
税前利润	3,882	4,889	3,400	9,304	11,277	11,272	11,231
所得税	(1,100)	(1,216)	(596)	(1,664)	(2,853)	(2,852)	(2,545)
净利润	2,477	3,618	2,832	7,664	8,143	7,931	7,846

资料来源: 公司公告, 华泰研究

## 估值方法

我们 11.3 港币的目标价对应 1.0 倍 2022 年预测 BVPS, 与公司 2017 年 (供给侧改革开始实施) 以来的历史 PB 均值一致。(前目标价 13.4 港币, 1x 2022E PB)。

## 风险提示

需求恢复力度不及我们预期; 国内复产及新增产能超我们预期。

图3: 同行业公司估值对比

股票	公司代码	总市值 (USD mn)	PE (x)		PB (x)		EV/EBITDA (x)	
			2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
<b>H 股</b>								
江西铜业 - H*	358 HK	6,947	5.8	6.0	0.4	0.4	9.6	9.6
紫金矿业 - H*	2899 HK	34,306	9.8	8.5	2.5	2.0	8.0	7.1
五矿资源*	1208 HK	2,499	33.2	24.9	6.6	5.2	30.5	26.0
中国宏桥*	2600 HK	10,565	3.7	3.6	0.7	0.6	2.4	2.2
中国铝业 - H*	3993 HK	15,217	9.3	6.8	1.5	1.3	7.7	6.1
洛阳铜业 - H*	1378 HK	10,028	2.5	2.5	0.7	0.6	1.9	1.9
俄铝	486 HK	7,261	2.3	3.0	0.6	0.5	3.2	5.1
<b>加权平均</b>			<b>8.4</b>	<b>7.2</b>	<b>1.7</b>	<b>1.4</b>	<b>7.6</b>	<b>7.0</b>
<b>A 股</b>								
江西铜业 - A	600362 CH	6,947	10.6	12.0	0.8	0.8	8.2	8.8
紫金矿业 - A	601899 CH	34,306	10.5	9.7	2.7	2.3	8.1	7.6
中国铝业 - A*	601600 CH	10,565	10.9	10.7	1.3	1.1	7.0	7.0
洛阳铜业 - A	603993 CH	15,217	15.4	14.0	2.5	2.2	7.3	6.9
天山铝业	002532 CH	5,510	8.5	7.4	1.4	1.1	8.1	7.5
云南铝业	000807 CH	5,561	7.7	6.6	1.8	1.4	5.5	4.9
<b>加权平均</b>			<b>10.4</b>	<b>9.7</b>	<b>2.0</b>	<b>1.7</b>	<b>7.1</b>	<b>6.8</b>
<b>海外股</b>								
必和必拓	BHP AU	149,791	6.9	9.2	2.9	2.9	3.7	4.7
南方铜业	SCCO US	39,714	18.3	15.6	5.4	4.9	9.0	8.6
嘉能可	GLEN LN	76,448	4.1	6.3	1.5	1.5	3.0	4.1
力拓	RIO US	99,897	6.2	7.6	1.8	1.7	3.6	4.2
淡水河谷	Vale US	64,276	3.6	4.5	1.5	1.3	2.8	3.0
泰克资源	TECK US	19,304	5.1	8.1	1.0	0.9	3.1	4.0
英美集团	AAL LN	42,090	5.9	7.0	1.3	1.2	3.2	3.5
FMG 集团	FMG AU	42,256	6.5	8.1	2.3	2.2	4.2	4.9
巴里克黄金	GOLD US	27,414	15.4	14.7	1.1	1.1	5.8	5.4
Newmont Mining	NEM US	34,303	17.2	18.2	1.6	1.7	6.7	6.8
Newcrest	NCM AU	11,252	12.0	13.1	0.9	0.9	6.3	5.7
美国铝业	AA US	10,047	7.3	7.6	1.8	1.5	4.2	4.2
Norsk Hydro	NHYDY US	14,990	6.4	8.6	1.4	1.4	3.7	4.5
Norilsk Nickel	MNOD LI		-	-	-	-	4.7	5.2
<b>加权平均</b>			<b>7.7</b>	<b>9.0</b>	<b>2.1</b>	<b>2.1</b>	<b>4.1</b>	<b>4.7</b>

注: 数据截止 2022/8/29, \*公司为华泰预测, 其余公司为 Bloomberg 一致预测

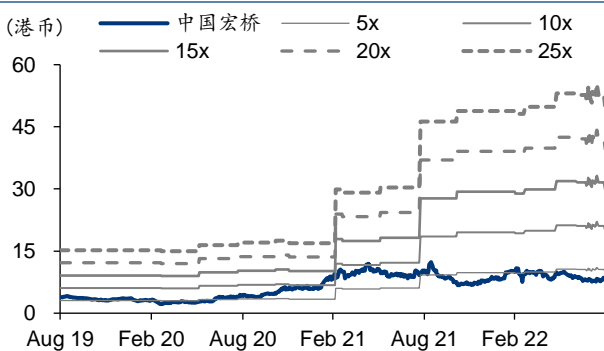
资料来源: Bloomberg, 华泰研究预测

图表4: 同行业公司市场表现对比

股票	公司代码	总市值 (USD mn)	价格收益变化 (%)					1y 相对指数表现(%)
			1w	1m	3m	1y	ytd	vs. Index
<b>恒生指数</b>			<b>1.9</b>	<b>(0.7)</b>	<b>(3.3)</b>	<b>(21.2)</b>	<b>(14.4)</b>	-
<b>H 股</b>								
江西铜业 - H	358 HK	6,911	5.0	5.1	(11.9)	(27.8)	(14.2)	(6.6)
紫金矿业 - H	2899 HK	33,841	4.2	3.1	(7.6)	(7.3)	3.2	13.9
五矿资源	1208 HK	2,444	2.7	(14.3)	(31.2)	(33.6)	(9.8)	(12.4)
中国宏桥	2600 HK	10,334	9.2	7.8	(9.6)	(39.4)	(28.4)	(18.2)
中国铝业 - H	3993 HK	15,616	3.0	(3.6)	2.0	(33.1)	(7.9)	(11.9)
洛阳钼业 - H	1378 HK	9,623	9.5	3.6	(10.2)	(18.2)	8.0	3.0
俄铝	486 HK	7,086	7.1	12.3	10.0	(29.8)	(50.7)	(8.6)
<b>加权平均</b>			<b>5.5</b>	<b>3.0</b>	<b>(6.0)</b>	<b>(21.3)</b>	<b>(8.3)</b>	
<b>上证指数</b>			<b>(1.1)</b>	<b>(0.4)</b>	<b>3.5</b>	<b>(8.0)</b>	<b>(11.0)</b>	<b>13.2</b>
<b>A 股</b>								
江西铜业 - A	600362 CH	6,911	0.3	(0.8)	(4.7)	(33.1)	(27.3)	(11.9)
紫金矿业 - A	601899 CH	33,841	2.8	1.2	(7.1)	(15.2)	(10.9)	6.0
中国铝业 - A	601600 CH	10,334	4.0	0.9	(7.5)	(38.1)	(28.0)	(16.9)
洛阳钼业 - A	603993 CH	15,616	(1.6)	(6.5)	8.4	(32.5)	(12.7)	(11.3)
天山铝业	002532 CH	5,894	(2.6)	24.0	15.3	(23.3)	(4.7)	(2.1)
云南铝业	000807 CH	5,490	5.1	10.6	(2.3)	(36.3)	(7.6)	(15.1)
<b>加权平均</b>			<b>1.7</b>	<b>1.7</b>	<b>(2.0)</b>	<b>(25.3)</b>	<b>(14.4)</b>	
<b>标普 500</b>			<b>(4.0)</b>	<b>3.5</b>	<b>(0.0)</b>	<b>(9.2)</b>	<b>(14.9)</b>	<b>12.0</b>
<b>海外股</b>								
必和必拓	BHP AU	145,781	4.1	11.6	(1.5)	14.2	15.8	35.4
南方铜业	SCCO US	36,869	6.1	6.8	(14.7)	(10.0)	(12.2)	11.2
嘉能可	GLEN LN	76,108	2.3	11.3	(9.9)	37.6	18.2	58.8
力拓	RIO US	98,693	1.5	5.5	(13.5)	(10.4)	(0.9)	10.8
淡水河谷	Vale US	61,026	4.4	7.5	(19.8)	(13.9)	4.7	7.3
泰克资源	TECK US	18,059	6.9	37.4	(13.6)	70.2	28.2	91.4
英美集团	AAL LN	41,435	2.7	7.7	(24.4)	(10.0)	(9.6)	11.2
FMG 集团	FMG AU	40,691	4.8	6.0	(2.2)	11.0	3.4	32.2
巴里克黄金	GOLD US	28,636	(3.7)	1.4	(25.0)	(18.5)	(17.4)	2.7
Newmont Mining	NEM US	34,779	(0.7)	(6.3)	(36.6)	(21.0)	(29.2)	0.2
Newcrest	NCM AU	11,543	(3.3)	(1.1)	(26.3)	(27.0)	(27.5)	(5.8)
美国铝业	AA US	9,045	9.5	19.1	(11.0)	35.8	(5.8)	57.0
Norsk Hydro	NHYDY US	14,152	5.2	18.8	(7.2)	16.7	(0.9)	37.8
Norilsk Nickel	MNOD LI	-	0.0	0.0	0.0	(93.7)	(93.5)	(72.5)
<b>加权平均</b>			<b>3.1</b>	<b>8.7</b>	<b>(12.7)</b>	<b>5.0</b>	<b>3.0</b>	

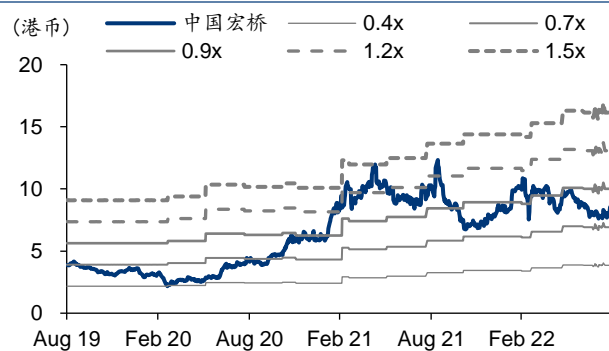
资料来源: Bloomberg, 华泰研究

图表5: 中国宏桥 PE-Bands



资料来源: S&amp;P、华泰研究

图表6: 中国宏桥 PB-Bands



资料来源: S&amp;P、华泰研究

## 盈利预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	86,145	114,491	134,776	139,204	144,739
销售成本	(66,789)	(84,038)	(101,729)	(105,694)	(106,145)
<b>毛利润</b>	<b>19,355</b>	<b>30,453</b>	<b>33,047</b>	<b>33,509</b>	<b>38,593</b>
销售及分销成本	(399.89)	(525.71)	(618.85)	(639.18)	(664.60)
管理费用	(4,052)	(5,708)	(6,720)	(6,940)	(7,216)
其他收入/支出	2,701	3,707	4,363	4,507	4,686
财务成本净额	(4,340)	(3,392)	(2,744)	(2,464)	(2,436)
应占联营公司利润及亏损	514.59	61.52	61.52	61.52	61.52
<b>税前利润</b>	<b>12,704</b>	<b>22,554</b>	<b>24,987</b>	<b>25,552</b>	<b>30,443</b>
税费开支	(2,260)	(5,705)	(6,320)	(6,464)	(7,701)
少数股东损益	(51.19)	775.46	2,053	2,100	2,502
<b>净利润</b>	<b>10,496</b>	<b>16,073</b>	<b>16,613</b>	<b>16,989</b>	<b>20,241</b>
折旧和摊销	(7,232)	(7,003)	(7,013)	(7,313)	(7,613)
EBITDA	24,276	32,949	34,743	35,329	40,492
EPS (人民币, 基本)	1.18	1.76	1.82	1.86	2.22

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
存货	19,718	22,705	33,811	24,908	31,113
应收账款和票据	19,462	18,053	26,649	19,522	28,485
现金及现金等价物	45,465	49,227	52,260	57,822	82,541
其他流动资产	12,789	13,543	12,168	14,281	13,091
<b>总流动资产</b>	<b>97,434</b>	<b>103,528</b>	<b>124,889</b>	<b>116,533</b>	<b>155,230</b>
固定资产	64,750	63,442	61,653	59,564	57,175
无形资产	27.43	32.60	27.65	22.70	17.75
其他长期资产	19,320	21,418	21,261	21,103	20,946
<b>总长期资产</b>	<b>84,097</b>	<b>84,892</b>	<b>82,941</b>	<b>80,690</b>	<b>78,138</b>
<b>总资产</b>	<b>181,531</b>	<b>188,421</b>	<b>207,830</b>	<b>197,222</b>	<b>233,369</b>
应付账款	25,483	30,215	48,908	27,427	49,233
短期借款	45,552	30,090	20,090	20,090	20,090
其他负债	2,317	2,761	2,761	2,761	2,761
<b>总流动负债</b>	<b>73,351</b>	<b>63,067</b>	<b>71,759</b>	<b>50,279</b>	<b>72,085</b>
长期债务	29,837	31,215	31,215	31,215	31,215
其他长期债务	1,541	1,701	1,701	1,701	1,701
<b>总长期负债</b>	<b>31,378</b>	<b>32,915</b>	<b>32,915</b>	<b>32,915</b>	<b>32,915</b>
股本	579.32	595.14	595.14	595.14	595.14
储备/其他项目	70,617	80,713	89,376	98,149	109,988
股东权益	71,196	81,308	89,971	98,744	110,583
少数股东权益	5,606	11,131	13,184	15,284	17,786
<b>总权益</b>	<b>76,802</b>	<b>92,439</b>	<b>103,156</b>	<b>114,028</b>	<b>128,369</b>

### 估值指标

会计年度 (倍)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	5.67	3.80	3.68	3.60	3.02
PB	0.84	0.75	0.68	0.62	0.55
EV EBITDA	4.34	2.84	2.38	2.24	1.41
股息率 (%)	9.87	12.34	12.75	13.04	15.53
自有现金流收益率 (%)	34.91	31.86	35.02	23.78	53.08

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
EBITDA	24,276	32,949	34,743	35,329	40,492
融资成本	4,340	3,392	2,744	2,464	2,436
营运资本变动	(5,077)	392.90	364.67	(7,562)	7,827
税费	(2,260)	(5,705)	(6,320)	(6,464)	(7,701)
其他	(3,500)	(2,276)	(2,805)	(2,525)	(2,498)
<b>经营活动现金流</b>	<b>17,779</b>	<b>28,753</b>	<b>28,726</b>	<b>21,242</b>	<b>40,557</b>
CAPEX	6,850	(5,772)	(5,000)	(5,000)	(5,000)
其他投资活动	(13,824)	(19,219)	0.00	0.00	0.00
<b>投资活动现金流</b>	<b>(6,974)</b>	<b>(24,991)</b>	<b>(5,000)</b>	<b>(5,000)</b>	<b>(5,000)</b>
债务增加量	40,558	0.00	(10,000)	0.00	0.00
权益增加量	20.23	15.82	0.00	0.00	0.00
派发股息	(2,666)	(6,187)	(7,949)	(8,216)	(8,402)
其他融资活动现金流	(45,042)	(3,392)	(2,744)	(2,464)	(2,436)
<b>融资活动现金流</b>	<b>(7,150)</b>	<b>0.00</b>	<b>(20,693)</b>	<b>(10,680)</b>	<b>(10,838)</b>
现金变动	3,655	3,762	3,033	5,562	24,719
年初现金	41,857	45,465	49,227	52,260	57,822
汇率波动影响	(47.06)	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>年末现金</b>	<b>45,465</b>	<b>49,227</b>	<b>52,260</b>	<b>57,822</b>	<b>82,541</b>

### 业绩指标

会计年度 (倍)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	2.33	32.91	17.72	3.28	3.98
毛利润	17.56	57.34	8.52	1.40	15.17
营业利润	13.50	58.63	7.69	1.21	16.30
净利润	72.20	53.14	3.36	2.26	19.14
EPS	66.24	49.05	3.36	2.26	19.14
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利润率	22.47	26.60	24.52	24.07	26.66
EBITDA	28.18	28.78	25.78	25.38	27.98
净利润率	12.18	14.04	12.33	12.20	13.98
ROE	15.62	21.08	19.40	18.00	19.34
ROA	5.81	8.69	8.39	8.39	9.40
<b>偿债能力 (倍)</b>					
净负债比率 (%)	42.03	14.85	(1.06)	(6.60)	(28.25)
流动比率	1.33	1.64	1.74	2.32	2.15
速动比率	1.06	1.28	1.27	1.82	1.72
<b>营运能力 (天)</b>					
总资产周转率 (次)	0.48	0.62	0.68	0.69	0.67
应收账款周转天数	74.91	58.98	59.70	59.70	59.70
应付账款周转天数	153.83	119.30	140.00	130.00	130.00
存货周转天数	112.02	90.87	100.00	100.00	95.00
现金转换周期	33.10	30.55	19.70	29.70	24.70
<b>每股指标 (人民币)</b>					
EPS	1.18	1.76	1.82	1.86	2.22
每股净资产	8.02	8.91	9.86	10.83	12.12

资料来源:公司公告、华泰研究预测

## 免责声明

### 分析师声明

本人, 王帅, 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。
- 中国宏桥（1378 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“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

- 分析师王帅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。
- 中国宏桥（1378 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 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2022年华泰证券股份有限公司