

# 价格下滑影响盈利；逆周期资源扩张

华泰研究

季报点评

2022年10月23日 | 中国内地/中国香港

贵金属

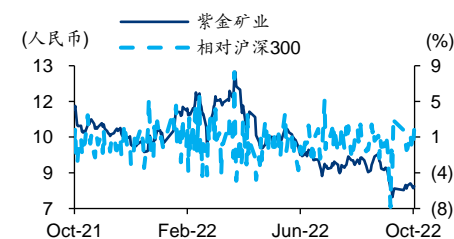
	2899 HK	601899 CH
投资评级:	买入(维持)	买入(维持)
目标价:	港币: 15.30	人民币: 21.00

研究员	王帅
SAC No. S0570520110001	bruce.wang@htsc.com
SFC No. AOH868	+(86) 21 2897 2099

## 基本数据

(港币/人民币)	2899 HK	601899 CH
目标价	15.30	21.00
收盘价(截至10月21日)	7.73	7.93
市值(百万)	203,526	208,791
6个月平均日成交额(百万)	268.24	2,136
52周价格范围	7.18-14.18	7.48-12.74
BVPS	3.20	3.20

## 股价走势图



资料来源: Wind

## 铜金产量释放显著，但金属价格拖累业绩表现

紫金矿业发布2022年三季度业绩公告:公司前三季度实现归母净利润166.7亿元,同比增长47.5%;单季度3Q22实现归母净利润40.4亿元,环比及同比分别下滑38.0%/13.2%。3Q22业绩下滑受主要产品价格下滑影响。在公司主要铜金项目持续释放产量的同时,公司的“两湖一矿”锂资源项目以及近期收购的黄金及钼矿项目或将为紫金未来发展提升空间、拓宽领域。维持紫金矿业A股及H股的“买入”评级,目标价21元(25.2x 22E EPS)/15.3港币(15x 22E EPS)。2022-24年EPS为0.84/0.97/1.04元。

## 价格及成本不利影响导致主产品毛利收缩

公司3Q22主要产品均实现不同程度的产销量提升:矿产金产/销量环比提升0.1%/3.0%至14.0/15.9吨;矿产铜产/销量环比提升2.7%/5.0%至22.2/19.2万吨,其中卡莫阿在二期投产后持续爬产,权益产量环比提升11.0%至3.9万吨;矿产锌产/销量环比2.1%/7.0%。3Q22受大宗商品价格趋弱以及俄乌冲突造成的能源和运输等成本的上移,公司矿产金售价/成本环比下滑5.7%/上涨7.8%;矿产铜售价/成本下滑21.6%/上涨4.9%;矿产锌售价/成本下滑12.1%/上涨9.5%。价格及成本的不利影响导致金铜锌板块毛利率环比分别收缩7.0/12.0/11.5个百分点至44.5%/52.7%/42.0%。

## 传统板块持续增长，新能源金属蓄力待发

随着卡莫阿以及巨龙铜矿等重大项目的持续扩产,公司在铜金板块仍具备较大的产量增长潜力,公司预计将在今年底对未来三年生产规划进行展望更新。同时紫金积极延伸布局新能源领域,于今年上半年完成了“两湖一矿”的锂资产收购,即阿根廷3Q盐湖、西藏拉果错盐湖以及湖南道县湘源锂多金属矿,共拥有超1000万吨的锂当量资源。公司碳酸锂产能远景规划15万吨/年,其中3Q一期(2万吨/年)和西藏拉果错一期(2万吨/年)预计2023年投产。

## 逆周期加速扩张资源储量，未来增长空间可期

在大宗商品市场处于低迷的阶段,紫金矿业近期频频出手进行逆周期资产收购。10月以来公司已进行了对两项黄金以及一项钼矿资产的收购,即山东海域金矿30%权益(预计2025年投产,权益产量5-6吨),苏里南Rosebel金矿(在产矿,此前稳定年产量约10吨)以及安徽沙坪沟钼矿84%股权(亚洲最大钼矿,建设周期4.5年,达产后年均钼精矿含钼产量2.72万吨)。公司拟发行100亿元可转债用于上述项目的开发建设。各项资源储备的适机积累有望提升公司未来的增长空间,进一步提升其在全球矿业的竞争力。

风险提示:产量扩张慢于预期;海外衰退影响下商品价格低于预期。

## 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)	171,501	225,102	252,311	265,929	273,802
+/-%	26.01	31.25	12.09	5.40	2.96
归属母公司净利润(人民币百万)	6,509	15,673	22,122	25,597	27,378
+/-%	51.93	140.80	41.15	15.71	6.96
EPS(人民币,最新摊薄)	0.25	0.60	0.84	0.97	1.04
ROE(%)	12.08	24.57	27.84	26.40	23.72
PE(倍)	32.08	13.32	9.44	8.16	7.63
PB(倍)	3.69	2.94	2.38	1.97	1.67
EV EBITDA(倍)	14.54	8.70	6.73	5.72	5.26

资料来源:公司公告、华泰研究预测

图表1: 主要经营及财务数据

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22
<b>经营数据</b>							
<b>销量</b>							
矿产金 (吨)	10,793	10,448	11,345	13,076	13,726	15,399	15,867
矿产铜 (千吨)	119,227	118,583	138,236	152,640	174,297	182,865	192,064
矿产锌 (千吨)	95,708	101,918	86,728	114,907	105,720	95,041	101,649
<b>平均销售价格</b>							
矿产金 (元/克)	350	354	348	344	350	369	348
矿产铜 (元/吨)	49,898	56,571	53,406	54,301	55,348	54,952	43,075
矿产锌 (元/吨)	12,497	14,079	14,251	15,465	17,285	16,696	14,668
<b>单吨毛利润</b>							
矿产金 (元/克)	171	168	179	188	177	190	155
矿产铜 (元/吨)	31,503	38,044	36,119	35,705	37,043	35,537	22,703
矿产锌 (元/吨)	6,259	6,825	6,462	7,368	10,222	8,925	6,160
<b>财务数据 (百万元)</b>							
<b>收入</b>	<b>47,502</b>	<b>62,361</b>	<b>59,112</b>	<b>56,127</b>	<b>64,771</b>	<b>67,687</b>	<b>71,734</b>
销售成本	(40,396)	(53,561)	(50,041)	(46,535)	(53,553)	(56,207)	(62,580)
营业税金及附加	(778)	(813)	(830)	(1,039)	(958)	(1,118)	(1,000)
毛利润	6,328	7,987	8,242	8,553	10,259	10,362	9,154
毛利率 (%)	13.3	12.8	13.9	15.2	15.8	15.3	12.8
销售及分销成本	(117)	(103)	(109)	(83)	(146)	(159)	(186)
管理费用	(1,266)	(1,220)	(1,289)	(1,534)	(1,444)	(1,446)	(1,520)
研究费用	(130)	(187)	(183)	(270)	(177)	(266)	(356)
公允价值变动及减值损失	(78)	427	(89)	(512)	(32)	(92)	(400)
其他收入 (支出)	76	81	72	114	111	133	132
<b>经营利润</b>	<b>4,813</b>	<b>6,986</b>	<b>6,643</b>	<b>6,268</b>	<b>8,571</b>	<b>8,532</b>	<b>5,824</b>
经营毛利率 (%)	10.1	11.2	11.2	11.2	13.2	12.6	8.1
财务成本净额	(433)	(319)	(355)	(390)	(338)	(179)	(374)
投资收益	70	517	722	383	727	1,404	986
其他开支	(100)	(65)	(39)	92	(49)	(98)	(129)
税前利润	4,351	7,119	6,971	6,353	8,911	9,659	6,307
税费开支	(934)	(1,625)	(1,349)	(1,286)	(1,496)	(1,644)	(1,049)
少数股东权益	(906)	(1,356)	(969)	(696)	(1,291)	(1,509)	(1,220)
<b>净利润</b>	<b>2,511</b>	<b>4,138</b>	<b>4,653</b>	<b>4,370</b>	<b>6,124</b>	<b>6,506</b>	<b>4,037</b>
同比 (%)	141.4	199.6	116.3	125.7	143.9	57.2	-13.2
净利率 (%)	5.3	6.6	7.9	7.8	9.5	9.6	5.6

资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表2: 可比公司估值

公司名称	股票代码	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	6,021	5.3	5.5	0.4	0.4	9.2	9.1
紫金矿业 - H*	2899 HK	28,012	8.4	7.3	2.1	1.7	7.3	6.4
五矿资源*	1208 HK	1,849	25.8	19.4	5.2	4.1	28.8	24.5
洛阳钼业 - H*	3993 HK	11,799	7.1	5.1	1.2	1.0	6.5	5.2
中国铝业 - H*	2600 HK	8,801	5.5	5.3	0.6	0.6	6.6	6.6
俄铝	486 HK	6,445	2.7	2.7	0.5	0.4	3.9	4.8
<b>加权平均</b>			<b>6.9</b>	<b>6.0</b>	<b>1.4</b>	<b>1.2</b>	<b>7.0</b>	<b>6.3</b>
<b>A 股</b>								
江西铜业 - A	600362 CH	6,021	9.4	12.5	0.7	0.7	7.6	8.7
紫金矿业 - A*	601899 CH	28,012	9.4	8.2	2.4	2.0	6.7	5.7
中国铝业 - A*	601600 CH	8,801	9.6	9.3	1.1	1.0	6.6	6.6
洛阳钼业 - A	603993 CH	11,799	12.6	10.9	1.8	1.8	6.2	5.5
天山铝业	002532 CH	4,372	7.3	6.3	1.3	1.1	7.3	6.7
云南铝业	000807 CH	4,422	6.4	5.5	1.5	1.2	4.8	4.2
<b>加权平均</b>			<b>9.3</b>	<b>8.6</b>	<b>1.8</b>	<b>1.6</b>	<b>6.6</b>	<b>6.2</b>
<b>海外股</b>								
必和必拓	BHP AU	122,645	5.7	8.5	2.4	2.5	3.0	4.1
南方铜业	SCCO US	36,451	16.8	16.2	4.8	4.6	8.5	8.9
嘉能可	GLEN LN	70,799	3.6	5.3	1.4	1.4	2.7	3.7
力拓	RIO US	88,252	5.9	7.5	1.6	1.6	3.5	4.1
淡水河谷	Vale US	65,662	4.2	5.2	1.7	1.4	3.2	3.5
泰克资源	TECK US	17,544	4.9	7.2	0.9	0.8	3.0	3.7
英美集团	AAL LN	36,586	5.7	6.7	1.2	1.1	3.1	3.3
FMG 集团	FMG AU	32,111	5.2	7.6	1.8	1.8	3.1	4.2
巴里克黄金	GOLD US	25,638	16.7	16.0	1.1	1.1	6.0	5.5
Newmont Mining	NEM US	32,652	19.5	20.2	1.5	1.5	6.9	6.7
Newcrest	NCM AU	9,484	10.6	13.0	0.8	0.8	5.4	5.1
美国铝业	AA US	7,001	7.0	8.4	1.3	1.1	3.8	4.3
Norsk Hydro	NHYDY US	11,773	5.8	8.4	1.2	1.2	3.3	4.2
Norilsk Nickel	MNOD LI	-	-	-	-	-	4.1	4.5
<b>加权平均</b>			<b>7.4</b>	<b>8.9</b>	<b>1.9</b>	<b>1.8</b>	<b>3.9</b>	<b>4.5</b>

注: 数据截至 2022/10/21, 带\*公司为华泰预测, 其他公司为 Bloomberg 一致预测  
 资料来源: Bloomberg, 华泰研究预测

图表3: 可比公司市场表现

公司名称	股票代码	总市值 (USD mn)	价格收益表现 (%)					1y 相对收益 (%)	
			1w	1m	3m	1y	ytd	vs. Index	
<b>恒生指数</b>			<b>(2.3)</b>	<b>(2.3)</b>	<b>(2.3)</b>	<b>(2.3)</b>	<b>(2.3)</b>	-	
江西铜业 - H	358 HK	6,021	(1.0)	(4.3)	(1.9)	(31.2)	(15.2)	(28.9)	
紫金矿业 - H	2899 HK	28,012	1.0	(9.3)	(7.6)	(24.2)	(4.6)	(21.9)	
五矿资源	1208 HK	1,849	(16.2)	(14.0)	(30.4)	(51.8)	(24.2)	(49.5)	
洛阳钼业 - H	3993 HK	11,799	(0.4)	(18.0)	(25.2)	(43.9)	(25.0)	(41.7)	
中国铝业 - H	2600 HK	8,801	0.3	(12.2)	(4.6)	(48.3)	(32.2)	(46.1)	
俄铝	486 HK	6,445	9.3	(6.1)	8.0	(54.7)	(47.9)	(52.4)	
<b>上证指数</b>			<b>(1.1)</b>	<b>(1.1)</b>	<b>(1.1)</b>	<b>(1.1)</b>	<b>(1.1)</b>	<b>1.2</b>	
江西铜业 - A	600362 CH	6,021	(0.9)	(4.0)	(8.4)	(37.8)	(28.6)	(35.5)	
紫金矿业 - A	601899 CH	28,012	0.1	(9.8)	(10.7)	(29.3)	(17.5)	(27.0)	
中国铝业 - A	601600 CH	8,801	(2.1)	(8.1)	(10.2)	(41.7)	(32.0)	(39.4)	
洛阳钼业 - A	603993 CH	11,799	(1.2)	(12.9)	(21.5)	(34.0)	(22.5)	(31.8)	
天山铝业	002532 CH	4,372	(2.0)	(21.4)	(0.4)	(24.7)	(14.3)	(22.4)	
云南铝业	000807 CH	4,422	(3.4)	(9.0)	(3.9)	(31.9)	(16.7)	(29.6)	
<b>标普 500</b>			<b>(0.1)</b>	<b>(4.9)</b>	<b>(7.4)</b>	<b>(19.2)</b>	<b>(23.1)</b>	<b>(16.9)</b>	
必和必拓	BHP AU	122,645	0.2	(4.5)	8.6	19.4	15.3	21.7	
南方铜业	SCCO US	36,451	(3.0)	2.5	5.6	(13.1)	(8.5)	(10.8)	
嘉能可	GLEN LN	70,799	0.4	2.8	20.2	26.8	31.1	29.1	
力拓	RIO US	88,252	(5.2)	(0.5)	3.9	(1.8)	0.6	0.5	
淡水河谷	Vale US	65,662	0.8	5.5	24.1	22.2	21.5	24.5	
泰克资源	TECK US	17,544	(1.0)	5.1	30.3	32.7	32.4	35.0	
英美集团	AAL LN	36,586	1.3	(2.6)	6.5	(7.3)	(10.5)	(5.0)	
FMG 集团	FMG AU	32,111	(0.3)	(6.9)	(2.5)	22.4	(4.0)	24.7	
巴里克黄金	GOLD US	25,638	(0.8)	(0.8)	1.7	(12.3)	(10.9)	(10.0)	
Newmont Mining	NEM US	32,652	(0.9)	(1.1)	(14.8)	(15.6)	(22.5)	(13.3)	
Newcrest	NCM AU	9,484	(1.4)	(4.4)	(11.8)	(34.0)	(30.5)	(31.7)	
美国铝业	AA US	7,001	(4.5)	(8.1)	(7.5)	(15.7)	(25.5)	(13.5)	
Norsk Hydro	NHYDY US	11,773	(3.1)	(1.2)	9.0	(13.2)	(9.6)	(10.9)	
Norilsk Nickel	MNOD LI	-	0.3	2.9	6.9	(93.2)	(92.6)	(90.9)	

注: 数据截至 2022/10/21

资料来源: Bloomberg, 华泰研究

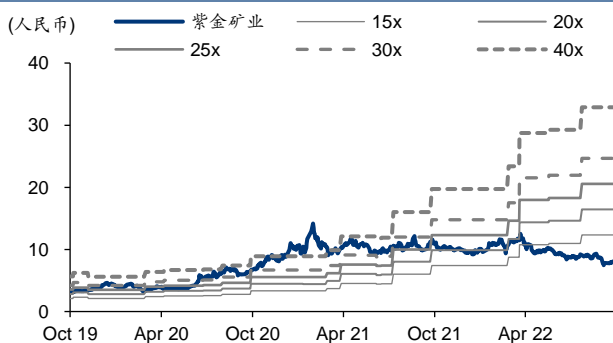
## 估值方法

我们给予紫金矿业目标价 15.3 港币/21 元, 基于 15 倍/25.2 倍 2022 年预测 EPS (2022-24 年 EPS 为 0.84/0.97/1.04 元)。目标倍数与公司自 2010 年以来的历史 PE 均值一致。我们剔除 2010 年之前的年份以避免极端 PE 值影响。

## 风险提示

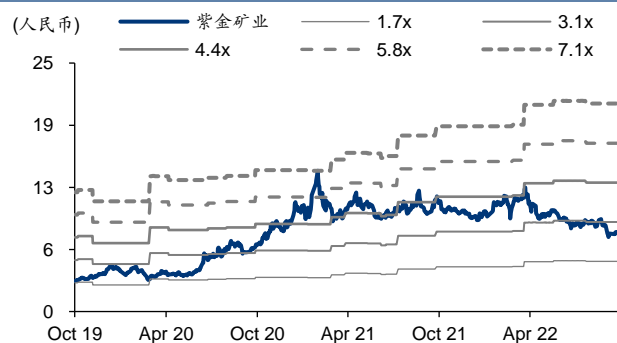
产量扩张慢于预期; 海外衰退影响下商品价格低于预期。

图表4: 紫金矿业 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表5: 紫金矿业 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)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	39,262	47,064	60,968	80,598	99,128
现金	11,955	14,222	27,264	45,684	63,989
应收账款	1,141	2,445	1,575	2,662	1,700
其他应收账款	1,195	1,386	1,507	1,542	1,597
预付账款	1,410	1,782	1,796	1,976	1,908
存货	18,064	19,309	20,906	20,814	22,013
其他流动资产	5,496	7,920	7,920	7,920	7,920
<b>非流动资产</b>	143,051	161,530	170,859	179,620	187,813
长期投资	7,355	9,628	11,320	13,011	14,703
固定投资	48,546	55,597	60,234	64,303	67,805
无形资产	46,760	47,531	50,531	53,531	56,531
其他非流动资产	40,389	48,774	48,774	48,774	48,774
<b>资产总计</b>	182,313	208,595	231,827	260,218	286,940
<b>流动负债</b>	47,036	50,302	49,390	50,825	49,775
短期借款	29,650	27,699	27,699	27,699	27,699
应付账款	5,543	7,442	6,530	7,965	6,915
其他流动负债	11,842	15,161	15,161	15,161	15,161
<b>非流动负债</b>	60,681	65,395	65,309	65,568	65,437
长期借款	29,083	36,127	36,127	36,127	36,127
其他非流动负债	31,598	29,268	29,183	29,442	29,310
<b>负债合计</b>	107,717	115,698	114,700	116,394	115,212
少数股东权益	18,058	21,863	29,237	37,769	46,895
股本	2,538	2,633	2,633	2,633	2,633
资本公积	18,610	25,206	25,206	25,206	25,206
留存公积	3,971	12,616	16,856	18,165	18,778
归属母公司股东权益	56,539	71,034	87,890	106,055	124,833
<b>负债和股东权益</b>	182,313	208,595	231,827	260,218	286,940

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金</b>	14,268	26,072	32,542	39,367	39,747
净利润	6,509	15,673	22,122	25,597	27,378
折旧摊销	7,506	8,264	5,363	5,931	6,499
财务费用	(1,784)	(1,496)	(1,149)	(772.72)	289.35
投资损失	0.00	1,692	1,692	1,692	1,692
营运资金变动	(2,596)	(1,212)	(1,773)	224.91	(1,275)
其他经营现金	4,635	3,152	6,288	6,695	5,164
<b>投资活动现金</b>	(29,174)	(23,765)	(13,086)	(12,741)	(13,131)
资本支出	(37,953)	(14,865)	(13,000)	(13,000)	(13,000)
长期投资	(431.05)	(581.16)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	9,209	(8,319)	(85.60)	259.01	(131.40)
<b>筹资活动现金</b>	20,928	23.32	(6,415)	(8,205)	(8,311)
短期借款	9,020	(1,951)	0.00	0.00	0.00
长期借款	15,257	7,044	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	95.28	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(80.34)	6,596	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(3,268)	(11,761)	(6,415)	(8,205)	(8,311)
现金净增加额	6,022	2,331	13,042	18,421	18,304

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)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	171,501	225,102	252,311	265,929	273,802
营业成本	(153,570)	(193,811)	(208,546)	(216,352)	(222,096)
营业税金及附加	(2,499)	(3,460)	(3,785)	(3,989)	(4,107)
营业费用	(427.68)	(412.27)	(462.11)	(487.05)	(501.47)
管理费用	(3,846)	(5,309)	(5,562)	(5,862)	(6,036)
财务费用	(1,784)	(1,496)	(1,149)	(772.72)	289.35
资产减值损失	(357.11)	(598.02)	(350.00)	(350.00)	(350.00)
公允价值变动收益	(582.51)	(770.66)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(522.07)	1,692	1,692	1,692	1,692
<b>营业利润</b>	13,546	24,891	37,062	42,549	44,490
营业外收入	138.76	178.09	178.09	178.09	178.09
营业外支出	2,561	(80.52)	(428.30)	(804.28)	(1,866)
<b>利润总额</b>	10,846	24,794	37,312	43,175	46,178
所得税	(2,388)	(5,194)	(7,817)	(9,045)	(9,674)
<b>净利润</b>	8,458	19,600	29,496	34,130	36,504
少数股东损益	1,949	3,927	7,374	8,532	9,126
归属母公司净利润	6,509	15,673	22,122	25,597	27,378
EBITDA	20,136	34,554	43,824	49,878	52,387
EPS (人民币, 基本)	0.25	0.60	0.84	0.97	1.04

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	26.01	31.25	12.09	5.40	2.96
营业利润	56.16	83.75	48.90	14.80	4.56
归属母公司净利润	51.93	140.80	41.15	15.71	6.96
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	10.46	13.90	17.35	18.64	18.88
净利率	3.80	6.96	8.77	9.63	10.00
ROE	12.08	24.57	27.84	26.40	23.72
ROIC	0.08	0.13	0.17	0.19	0.18
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	0.59	0.55	0.49	0.45	0.40
净负债比率 (%)	82.74	69.83	41.60	17.11	(0.13)
流动比率	0.83	0.94	1.23	1.59	1.99
速动比率	0.45	0.55	0.81	1.18	1.55
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.12	1.15	1.15	1.08	1.00
应收账款周转率	71.18	66.41	66.41	66.41	66.41
应付账款周转率	30.95	29.85	29.85	29.85	29.85
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.25	0.60	0.84	0.97	1.04
每股经营现金流(最新摊薄)	0.54	0.99	1.24	1.50	1.51
每股净资产(最新摊薄)	2.15	2.70	3.34	4.03	4.74
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	32.08	13.32	9.44	8.16	7.63
PB (倍)	3.69	2.94	2.38	1.97	1.67
EV EBITDA (倍)	14.54	8.70	6.73	5.72	5.26

## 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。
- 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。
- 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

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

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