

中芯国际-H (981 HK, 持有, 目标价: HK\$14.00)

买入

持有

卖出

下调至“持有”评级；下调目标价至 14.00 港元

目标价: HK\$14.00 当前股价: HK\$15.04

股价上行/下行空间 -7%

52 周最高/最低价 (HK\$) 25.75/13.88

市值 (US\$mn) 63,454

当前发行数量(百万股) 7,926

三个月平均日交易额 (US\$mn) 69

流通盘占比 (%) 80

主要股东 (%)

大唐控股 20

国家集成电路产业投资基金 10

金 2

华夏基金 2

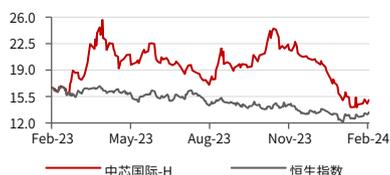
按 2024 年 2 月 21 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	持有	买入	↓
目标价 (HK\$)	14.00	18.00	-22%
2024E EPS (US\$)	0.04	0.04	0%
2025E EPS (US\$)	0.06	0.06	0%
2026E EPS (US\$)	0.06	N/A	N/A

股价表现



资料来源: FactSet

华兴证券(香港)对比市场预测(差幅%)

	2024E	2025E
营收 (US\$mn)	6,970 (-1%)	8,295 (-4%)
EPS (US\$)	0.06 (-37%)	0.11 (-47%)

注: 所示市场预测来源于彭博。正差幅 = 华兴证券(香港)预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴证券(香港)预测低于市场预测。

- 中国成熟制程产能供应过剩的问题更多局限在中国, 因为中国供应链和世界其他地区有所割离。
- 中芯国际将持续扩产置于盈利能力之上令其中期 ROE 水平仅为低个位数; 由合资晶圆厂开展相对先进制程的业务令公司无法享有全部利润。
- 下调至“持有”评级, 下调目标价至 14.00 港元 (基于 0.7 倍 2024 年 P/BV)。

此港股通报告之英文版本于 2024 年 2 月 22 日上午 6 时由华兴证券(香港)发布。中文版由华兴证券的王一鸣(证券分析师登记编号: S1680521050001)审核。如果您想进一步讨论本报告所述观点, 请与您在华兴证券的销售代表联系。

世界其他地区有望免受中国成熟制程供应过剩的影响: 格芯自 2023 年以来一直对扩产持谨慎态度(资本开支同比下滑 41%至 18 亿美元; 管理层指引 2024 年资本开支将会连续第二年同比下滑至 7 亿美元); 其台湾成熟制程晶圆代工厂同行表示今年也会紧随其后, 将资本开支限制在已获得客户承诺/厂房建设的项目上。中国晶圆代工厂同行则保持大胆的扩产计划: 中芯国际预计 2024 年资本开支将同比去年创纪录的 74.7 亿美元水平持平; 华虹计划在三年内建设完成第二座 12 英寸晶圆厂(规划产能 8.3 万片/月)。不同的资本开支态度反映了海外厂商扩产更多由供应/需求驱动, 而中国同行则担心出口管制进一步收紧, 影响关键设备的采购。我们依旧认为全面禁止向中国出口成熟制程半导体设备的可能性不大; 美国还有其他手段(例如关税)来限制中国制造的产品销往海外, 而不会让海外半导体设备供应商的业务面临风险。同样明显的是, 中芯国际/华虹未来的机会正在被限制在国内; “中国产能供应中国需求”的理念意味着国内产能过剩的影响不一定会蔓延到世界其他地区; 国内初创公司在特色工艺的准备情况也不确定。

我们认为中芯国际的多年扩张计划仍在稳步推进, 公司目前更倾向于 N22-28 制程扩产, 以避免 12 英寸/8 英寸更成熟制程节点的竞争。因为在这些更成熟制程的领域, 其他国内同业(如合肥的晶合集成[688249 CH, 未覆盖]及广州的粤芯半导体[未上市])也具备相关产能并且在持续扩张。根据中芯国际, N22-28 制程产能扩张将在位于各地的超大型晶圆厂开展, 其中中芯西青(位于天津; 全资所有)和中芯东方(位于上海临港; 持股 70.35%)晶圆厂将支持公司在模拟、功率和汽车等应用的代工。鉴于中芯京城(位于北京; 持股 51%)是集团多年扩张计划下最早实现设备进厂的一处(2H23 量产), 它将作为“晶圆母厂”, 能够为主要工艺平台提供后备支持。这三家超大规模晶圆厂的计划月产能最高达 10 万片 12 英寸等效晶圆(即合计 30 万片/月)。

下调至“持有”评级; 下调目标价至 14.00 港元: 我们的新目标价较原先的 18.00 港元有所下调, 基于 0.7 倍 2024 年 P/BV (此前为 0.9 倍), 以反映公司重视扩产多于盈利能力令回报率/利润增长大幅下降。我们预测中芯国际的中期净资产收益率仅为低个位数水平, 而其 2024-26 年每股收益复合年增长率为 25% (新目标价对应 1.8 倍 PEG)。中芯国际 N28 及更先进制程(区别于国内大部分竞争力较弱的同行)的业务由合资晶圆厂开展, 这意味着公司将无法享受全部利润。我们将中芯国际-H 下调至“持有”评级。上/下行风险: 中美紧张关系缓和/加剧; 良率改善快/慢于预期; 订单进展好于/不及预期。

研究团队

吴恩浩, CFA

香港证监会中央编号: AFI898

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (US\$mn)	7,273	6,322	6,885	7,937	8,737
每股收益 (US\$)	0.23	0.11	0.04	0.06	0.06
市盈率 (x)	9.5	22.2	47.6	33.8	30.6
市净率 (x)	0.9	1.0	0.7	0.7	0.7
股本回报率 (%)	9.5	4.5	1.6	2.2	2.3

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。

盈利预测调整

我们在本篇报告中维持对 2024/25 年的预测，并引入 2026 年业绩预测。

图表 1: 中芯国际—1Q24 华兴香港预测 vs 彭博一致预测

	1Q24E		差异		彭博1Q24预测 (百万美元)	差异		4Q23 (百万美元)	季环比变化 (%)	1Q24指引
	华兴香港预测 (调整后)	华兴香港预测 (调整前)	(%)	(百万美元)		(%)	(百万美元)			
销售收入	1,681.5	1,681.5	0	0	1,690.8	(1)	1,678.3	0	- 销售收入: 环比持平至环比增长2%	
毛利润	185.1	185.1	0	0	200.1	(7)	275.0	(33)		
毛利率 (%)	11.0	11.0			11.8		16.4		- 毛利率: 9-11%	
营业利润	(36.9)	(36.9)	n.m.	0	(25.4)	n.m.	107.3	n.m.		
利润率 (%)	(2.2)	(2.2)			(1.5)		6.4			
净利润	92.4	92.4	0	0	85.5	8	174.7	(47)		
利润率 (%)	5.5	5.5			5.1		10.4			
每股收益 (美元)	0.012	0.012	0	0	0.014	(17)	0.022	(47)		

- 2024年销售收入增速约为中单位数，预计不低于公司所服务市场的增速
 - 2024年资本开支预计与2023年的74.7亿美元大致持平
 - 2024年折旧与摊销预计同比增加30%

资料来源: 公司公告, 彭博一致预测, 华兴证券 (香港) 预测

图表 2: 中芯国际—盈利预测调整

	调整后						调整前					变动				
	1Q24E (百万美元)	2Q24E (百万美元)	3Q24E (百万美元)	2024E (百万美元)	2025E (百万美元)	2026E (百万美元)	1Q24E (百万美元)	2Q24E (百万美元)	3Q24E (百万美元)	2024E (百万美元)	2025E (百万美元)	1Q24E (%)	2Q24E (%)	3Q24E (%)	2024E (%)	2025E (%)
销售收入	1,681.5	1,638.0	1,732.7	6,885.4	7,936.8	8,737.2	1,681.5	1,638.0	1,732.7	6,885.4	7,936.8	0	0	0	0	0
毛利润	185.1	130.2	187.1	727.0	1,025.6	1,238.9	185.1	130.2	187.1	727.0	1,025.6	0	0	0	0	0
毛利率 (%)	11.0	7.9	10.8	10.6	12.9	14.2	11.0	7.9	10.8	10.6	12.9					
营业利润	(36.9)	(82.3)	(39.3)	(168.0)	0.1	111.9	(36.9)	(82.3)	(39.3)	(168.0)	0.1	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	0
利润率 (%)	(2.2)	(5.0)	(2.3)	(2.4)	0.0	1.3	(2.2)	(5.0)	(2.3)	(2.4)	0.0					
净利润	92.4	76.8	69.3	320.8	452.3	498.7	92.4	76.8	69.3	320.8	452.3	0	0	0	0	0
利润率 (%)	5.5	4.7	4.0	4.7	5.7	5.7	5.5	4.7	4.0	4.7	5.7					
每股收益 (美元)	0.012	0.010	0.009	0.040	0.057	0.063	0.012	0.010	0.009	0.040	0.057	0	0	0	0	0

资料来源: 公司公告, 彭博一致预测, 华兴证券 (香港) 预测

估值

我们将中芯国际-H 股下调至“持有”评级，目标价从 18.00 港元下调至 14.00 港元：我们的新目标价基于 0.7 倍的 2024 年 P/BV（之前为 0.9 倍的 2024 年 P/BV），以反映公司因更注重扩产而非盈利能力可能使回报率/利润增长大幅下降。我们将中芯国际-H 下调至“持有”评级，因为公司重视扩产胜过盈利能力会危及回报率和估值倍数。我们注意到中芯国际 N28 及更先进的制程（区别于国内大部分竞争力较弱的同行）的业务由合资晶圆厂开展，这也意味着公司将无法享受全部利润。

图表 3: 中芯国际 H 股较中芯国际 A 股的股价折让



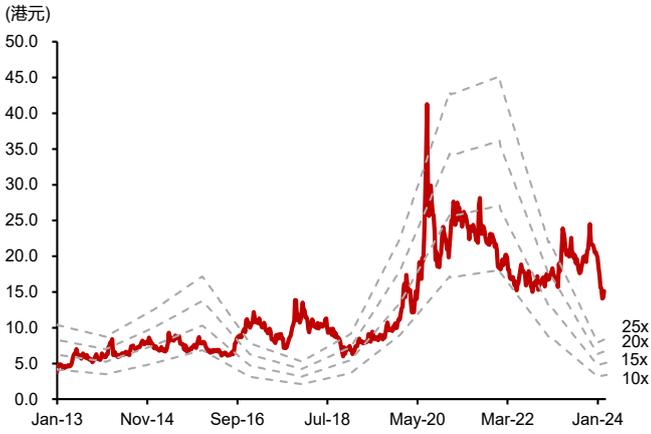
资料来源：Wind，华兴证券（香港）

图表 4: 中芯国际 H 股—一致预期对比

我们与一致预测的差异		市场建议	
目标价 (%)	(23)	买入	15
2024 年每股收益 (%)	(37)	持有	8
2025 年每股收益 (%)	(47)	卖出	5
2026 年每股收益 (%)	(56)		

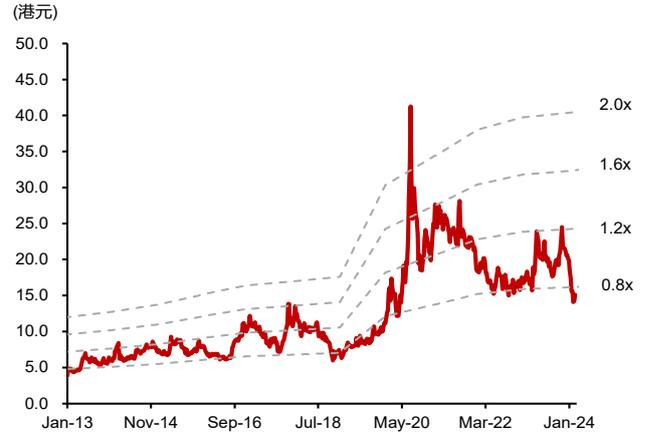
资料来源：彭博一致预测，华兴证券（香港）预测

图表 5: 中芯国际 H 股—12 月期动态 P/E



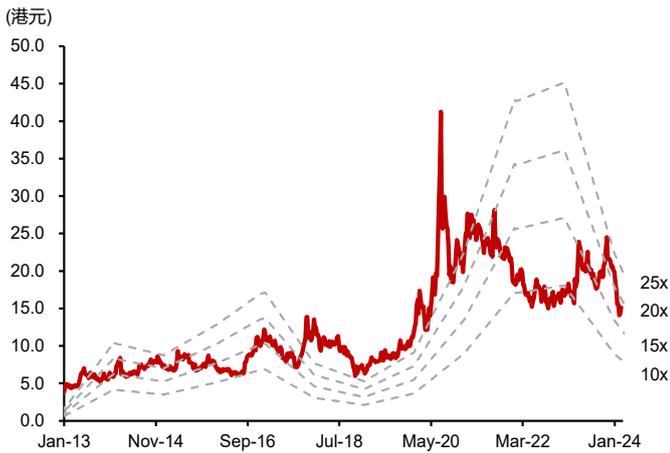
资料来源: 公司公告, 彭博, 华兴证券 (香港) 预测

图表 6: 中芯国际 H 股—12 月期动态 P/BV



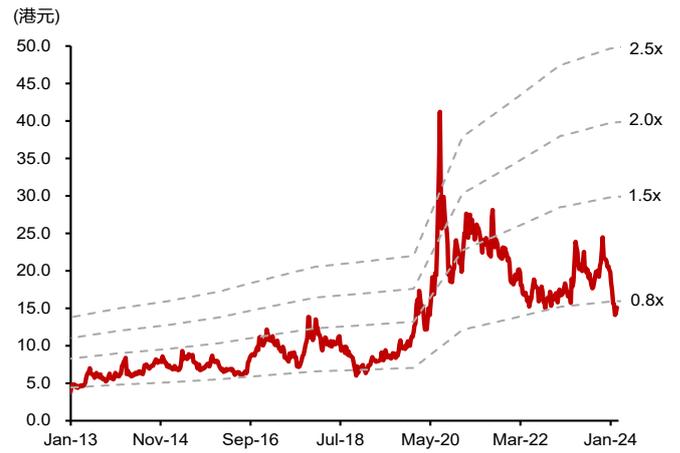
资料来源: 公司公告, 彭博, 华兴证券 (香港) 预测

图表 7: 中芯国际 H 股—12 月期静态 P/E



资料来源: 公司公告, 彭博

图表 8: 中芯国际 H 股—12 月期静态 P/BV



资料来源: 公司公告, 彭博

风险提示

下行风险

- **中美政治关系紧张加剧。**如果中美政治关系趋紧及/或美国加大对中国公司技术使用的禁令，则中芯国际可能无法扩大产能，导致营收受损（订单减少）和利润率下降（产能利用率可能会下降）。
- **良率提升慢于预期。**对中芯国际而言，良率提升一旦慢于预期，则可能使利润率承压，影响盈利表现。
- **订单进展不及预期。**订单进展不及预期可能会影响中芯国际的营收水平并对我们的目标价构成下行风险。

上行风险

- **中美政治紧张关系缓和。**如果中美政治关系趋缓及/或美国放松对中国公司技术使用的禁令，则中芯国际可能会扩大产能，带来营收增长（订单更多）和利润率提升（产能利用率可能会提升）。
- **良率提升快于预期。**对中芯国际而言，良率提升快于预期可能会提高利润率和盈利能力。
- **订单进展优于预期。**订单进展优于预期可能会提升中芯国际的营收水平，对我们的目标价构成上行风险。

图表 9: 中芯国际—损益表

(百万美元)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E	2026E
营收	1,462.3	1,560.4	1,620.6	1,678.3	1,681.5	1,638.0	1,732.7	1,833.2	6,321.6	6,885.4	7,936.8	8,737.2
主营业务成本	(1,157.6)	(1,243.9)	(1,299.0)	(1,403.3)	(1,496.3)	(1,507.8)	(1,545.6)	(1,608.6)	(5,103.8)	(6,158.3)	(6,911.1)	(7,498.3)
毛利润	304.7	316.5	321.6	275.0	185.1	130.2	187.1	224.7	1,217.7	727.0	1,025.6	1,238.9
经营费用	(221.4)	(236.7)	(234.2)	(167.7)	(222.0)	(212.5)	(226.3)	(234.1)	(860.0)	(895.0)	(1,025.5)	(1,127.1)
息税前利润	83.3	79.8	87.4	107.3	(36.9)	(82.3)	(39.3)	(9.5)	357.7	(168.0)	0.1	111.9
净利息收入	135.3	144.2	133.6	114.0	95.9	134.6	114.7	105.9	527.2	451.1	362.7	285.3
其他净收入	57.3	271.7	(53.2)	26.7	25.2	24.6	26.0	27.5	302.5	103.3	119.1	131.1
税前利润	275.9	495.7	167.8	248.0	84.3	76.9	101.4	123.9	1,187.4	386.4	481.9	528.2
税费/(税收抵免)	8.8	31.6	11.4	10.7	6.3	5.8	7.6	9.3	(62.5)	(29.0)	(36.1)	(39.6)
净利润	231.1	402.8	94.0	174.7	92.4	76.8	69.3	82.3	902.5	320.8	452.3	498.7
每股收益 (美元)	0.029	0.051	0.012	0.022	0.012	0.010	0.009	0.010	0.114	0.040	0.057	0.063
关键假设 (千片)												
产能 (8英寸等效)	2,197	2,263	2,387	2,416	2,408	2,504	2,615	2,706	9,263	10,232	11,340	12,149
出货量	1,252	1,403	1,537	1,675	1,674	1,652	1,765	1,867	5,867	6,958	8,205	9,055
利润率 (%)												
毛利率 (%)	20.8	20.3	19.8	16.4	11.0	7.9	10.8	12.3	19.3	10.6	12.9	14.2
营业利润率	5.7	5.1	5.4	6.4	(2.2)	(5.0)	(2.3)	(0.5)	5.7	(2.4)	0.0	1.3
息税折旧摊销前利润率	38.3	38.9	37.4	42.3	36.8	37.9	38.3	39.6	39.3	38.2	40.0	42.4
净利率	15.8	25.8	5.8	10.4	5.5	4.7	4.0	4.5	14.3	4.7	5.7	5.7
环比增长 (%)												
营收	(9.8)	6.7	3.9	3.6	0.2	(2.6)	5.8	5.8	(13.1)	8.9	15.3	10.1
毛利润	(41.3)	3.9	1.6	(14.5)	(32.7)	(29.7)	43.7	20.1	(55.9)	(40.3)	41.1	20.8
息税前利润	(70.5)	(4.2)	9.5	22.8	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	(80.5)	n.m.	n.m.	n.m.
净利润	(40.1)	74.3	(76.7)	85.9	(47.1)	(16.8)	(9.9)	18.9	(50.4)	(64.5)	41.0	10.2
每股收益 (美元)	(40.0)	74.2	(76.7)	85.8	(47.1)	(16.8)	(9.9)	18.9	(50.5)	(64.5)	41.0	10.2

资料来源：公司公告，华兴证券（香港）预测

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(US\$mn)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	6,322	6,885	7,937	8,737
营业成本	(5,104)	(6,158)	(6,911)	(7,498)
毛利润	1,218	727	1,026	1,239
管理及销售费用	(1,226)	(1,246)	(1,398)	(1,539)
其中: 研发支出	(707)	(769)	(873)	(965)
其中: 市场营销支出	(518)	(477)	(525)	(574)
其中: 管理支出	0	0	0	0
息税前利润	358	(168)	0	112
息税折旧及摊销前利润	2,481	2,629	3,174	3,705
利息收入	737	655	580	522
利息支出	(209)	(204)	(218)	(236)
税前利润	1,187	386	482	528
所得税	(63)	(29)	(36)	(40)
净利润	903	321	452	499
基本每股收益 (US\$)	0.11	0.04	0.06	0.06

资产负债表

(US\$mn)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	13,635	14,006	13,696	13,410
货币资金	6,437	5,660	3,638	2,794
应收账款	1,170	1,305	1,564	1,650
存货	2,736	2,897	3,448	3,636
其他流动资产	3,292	4,143	5,046	5,330
非流动资产	34,152	33,842	37,168	39,075
固定资产	23,945	23,635	26,961	28,867
无形资产	0	0	0	0
商誉	0	0	0	0
其他	0	0	0	0
资产	47,787	47,848	50,864	52,485
流动负债	7,602	8,717	9,992	10,075
短期借款	1,216	1,651	1,754	1,867
预收账款	0	0	0	0
应付账款	6,385	6,994	8,150	8,116
长期借款	8,335	6,322	7,018	7,467
非流动负债	1,005	1,005	1,005	1,005
负债	16,942	16,045	18,016	18,548
股份	32	32	32	32
资本公积	14,117	14,117	14,117	14,117
未分配利润	5,680	6,001	6,453	6,952
归属于母公司所有者权益	20,116	20,437	20,889	21,388
少数股东权益	10,730	11,366	11,960	12,550
负债及所有者权益	47,787	47,848	50,864	52,485

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源: 公司公告, 华兴证券(香港)预测

现金流量表

(US\$mn)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	903	321	452	499
折旧摊销	2,124	2,797	3,174	3,593
利息 (收入) / 支出	0	0	0	0
其他非现金科目	0	0	0	0
其他	222	37	(7)	(10)
营运资本变动	2,309	(466)	(542)	(587)
经营活动产生的现金流量	5,557	2,688	3,078	3,495
资本支出	(7,213)	(2,487)	(6,500)	(5,500)
收购及投资	0	0	0	0
处置固定资产及投资	(1,889)	0	0	0
其他	0	0	0	0
投资活动产生的现金流量	(9,102)	(2,487)	(6,500)	(5,500)
股利支出	0	0	0	0
债务筹集 (偿还)	1,564	(1,579)	800	561
发行 (回购) 股份	982	637	593	590
其他	(320)	(37)	7	10
筹资活动产生的现金流量	2,226	(979)	1,400	1,161
现金及现金等价物净增加额	(1,319)	(777)	(2,022)	(844)
自由现金流	(1,656)	202	(3,422)	(2,005)

关键假设

	2023A	2024E	2025E	2026E
产能 (千 ⁸ 寸等效)	9,263	10,232	11,340	12,149
出货 (千 ⁸ 寸等效)	5,867	6,958	8,205	9,055

财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
YoY (%)				
营业收入	(13.1)	8.9	15.3	10.1
毛利润	(55.9)	(40.3)	41.1	20.8
息税折旧及摊销前利润	(28.5)	6.0	20.7	16.7
净利润	(50.4)	(64.5)	41.0	10.2
稀释每股调整收益	(50.5)	(64.5)	41.0	10.2
盈利率 (%)				
毛利率	19.3	10.6	12.9	14.2
息税折旧摊销前利润率	39.3	38.2	40.0	42.4
息税前利润率	5.7	(2.4)	0.0	1.3
净利率	14.3	4.7	5.7	5.7
净资产收益率	4.5	1.6	2.2	2.3
总资产收益率	1.9	0.7	0.9	1.0
流动资产比率 (x)				
流动比率	1.8	1.6	1.4	1.3
速动比率	1.4	1.3	1.0	1.0
估值比率 (x)				
市盈率	22.2	47.6	33.8	30.6
市净率	1.0	0.7	0.7	0.7
市销率	2.4	2.2	1.9	1.7

附录

分析师声明

本人吴思浩（CFA 持证人）兹此证明，本报告所表述的任何观点均准确地反映了本人个人对本报告所提及证券或发行人的观点。此外，本人报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均未及不会与本报告中所述的具体建议或观点直接或间接相关。

重要信息披露

香港分发的法律实体披露

华兴证券（香港）有限公司（“华兴证券（香港）”）获证券及期货事务监察委员会发牌从事证券交易、就证券提供意见及就机构融资提供意见的受规管活动。华兴证券（香港）的地址为香港九龙柯士甸道西 1 号环球贸易广场 81 楼 8107-08 室。本报告在香港由华兴证券（香港）负责分发。

在香港分发：本报告仅为业务涉及以主事人或代理人身份购买、出售或持有证券的专业投资者（定义见《香港证券及期货条例》（香港法例第 571 章））撰写。专业投资者以外的任何人士并非本报告的预期披露对象，亦不应依赖本报告。有关本报告的所有相关事宜及疑问，香港的专业投资者请直接联系华兴证券（香港）。

以下内容由华兴证券（香港）根据《证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》（“证监会操守准则”）第 16 段的规定披露，下文以粗体字显示的术语与证监会操守准则第 16 段所定义者具有相同含义。您可登陆 www.sfc.hk 查阅证监会操守准则全文：
<https://www.sfc.hk/en/>。

分析师利益冲突

就撰写本报告的分析师而言，其报酬受多种因素影响，包括分析的质量和准确性、内部/客户反馈及公司的整体收入（包括投资银行业务的收入）。本报告的分析师不会从特定投资银行交易的收入中获取报酬。

公司特定监管披露

在未来 3 个月，华兴资本预计因提供投资银行服务而从下列公司收取或有意向从该等公司收取报酬：联华电子（2303 TT），中芯国际-H（981 HK），华虹半导体（1347 HK），中芯国际-A（688981 CH），世界先进（5347 TT）

根据美国政府发布的《第 14032 号行政命令》（“行政命令”），以下证券（“受制裁证券”）适用如下限制：禁止（其中包括）美国主体（定义见行政命令）买入或卖出受制裁证券，除非有关交易仅为在行政命令指定的期限内撤回对该等受限制证券的投资。请您在作出投资决策时，考虑自身在所适用的规则下须遵循的义务。本报告不包含任何法律或合规意见，且报告中的任何内容不应被解读或解释为鼓励、赞成或促成对任何受制裁证券的投资或交易：中芯国际-A（688981 CH），中芯国际-H（981 HK）

华兴资本将其股票评级分为“买入”、“持有”及“卖出”。详情请见下文“股票评级和释义”及“行业评级及释义”。

股票评级和释义：公司评级：“买入”、“持有”和“卖出”评级的时间跨度为刊发初次覆盖评级或后续评级/标的公司发布目标价变动报告起的 12-18 个月。以下为 2019 年 12 月 31 日更新的评级释义：

买入--标的公司股价的预期回报有望在初次覆盖评级或后续评级变动报告刊发日期起的上述指定期限内优于标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）。

持有--标的公司的股价预期不会在上述指定期限较标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）出现较大增幅或降幅。

卖出--标公司股价的预期回报可能在初次覆盖评级或后续评级变动报告刊发日期起的上述指定期限逊于标的公司主要上市交易所代表性的基准市场指数（如美国上市股票的标普 500 指数）。

暂未评级--华兴资本由于缺乏足够的基本面支撑或由于法律、监管或政策原因已暂停标的公司股票的评级及目标价（如适用）。过往评级及目标价（如适用）不应再加以依赖。“未评级”不代表推荐意见或评级。

未覆盖--华兴资本尚未就其刊发研究报告的公司。

板块评级和释义：根据情况给予所覆盖板块“增持”、“中性”或“减持”评级，评级期间为报告刊发日期起 12-18 个月。截至 2019 年 1 月 19 日，各类评级的含义如下：

增持--预期板块表现将优于相关市场。**中性**--预期板块表现将持平相关市场。**减持**--预期板块表现将逊于相关市场。

一般披露

本报告仅供机构投资者及认可投资者使用。如您并非本报告的预期接收者，务请即刻通知并将本报告直接交还华兴资本。

除了与华兴资本有关的披露，本报告的内容基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们概不保证本报告所含信息的准确性、完整性或新近度，华兴资本亦没有责任更新本报告所含观点或其它信息。本报告中的信息、观点、估算或预测均截至本报告的发表日期，且可能在未经事先通知的情况下而予以调整。我们会适时地更新我们刊发的研究报告，但各种监管规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，大部分文件将视情况不定期刊发。

我们已与研究范围内相当多的公司建立起投资银行及其他业务关系。

我们的销售人员、交易员及其他专业人员可能会向我们的客户及自营交易部提供与本报告中的观点截然相反的口头的市场评论或交易策略。我们的资产管理部门和投资业务部门可能会作出与本报告中的建议或表达的观点不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已与包括华兴资本销售人员及交易员在内的我们的客户不时地展开讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的股权证券的市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师已发布的股票目标价预期相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于本报告描述的覆盖范围内股票的回报潜力。

我们及我们的联属机构、高级职员、董事和雇员，不包括本报告中署名的分析师，可能不时地在本报告所提及的证券或衍生工具（如有）中持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的主事人，或买卖上述证券或衍生工具。

第三方演讲嘉宾（包括华兴资本的其他部门人员）在华兴资本组织的会议上所阐述的观点不一定反映研究团队的观点，也并非华兴资本的正式观点。

本报告提及的任何第三方（包括销售人员、交易员及其他专业人员或彼等的家庭成员）可能会在报告提及的产品中持有头寸，与本报告署名分析师的观点不一致。

本报告不构成任何证券或相关金融工具的出售要约或购买要约邀请。本报告中所讨论的证券及相关金融工具可能不具备在所有司法管辖区及/或面向所有类型的投资者分发或出售的资格。本报告仅供参考，不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）寻求专家的意见，包括税务意见。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会出现波动。过往业绩对未来表现不具指导意义，无法保证未来回报，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或这些投资带来的收入产生不良影响。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。投资者应当参阅从华兴资本销售代表处取得的或通过访问 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 获取的当前期权披露文件。

对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。所有研究报告均以电子出版物的形式刊登在我们的内部客户网站上并向所有客户同步提供。华兴资本不会将所有研究内容再次分发至客户或第三方整合者，也不会对第三方整合者再次分发我方研究报告的行为负责。有关某特定证券的研究报告、模型或其它数据，请联络您在华兴资本的销售代表。

未经华兴资本书面同意，不得重印或以任何形式再次分发本报告的任何部分。华兴资本明确禁止通过互联网或以其他方式再次分发本报告，且不对第三方的再次分发行行为承担责任。

© 2023.华兴资本.

华兴资本保留所有权利。未经华兴资本事先书面许可，不得出售、翻印或再次分发本报告或本报告的任何部分。

【转发声明】

本中文授权转发证券研究报告（以下简称“本报告”）对应的英文版本证券研究报告（以下简称“英文报告”）是由华兴证券（香港）有限公司（以下简称“华兴证券（香港）”）分析师以英文撰写并在香港发布，本报告是由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”或“华兴证券”）依据《证券基金经营机构使用香港机构证券投资咨询服务暂行规定》的有关要求，将转发许可范围内的英文报告翻译成中文在内地发布。本公司已与华兴证券（香港）就授权转发此类报告之事达成协议，并根据《证券基金经营机构使用香港机构证券投资咨询服务暂行规定》相关要求报送中国证券监督管理委员会派出机构备案。本公司并无义务在转发许可范围内转发华兴证券（香港）发表的全部英文报告。

本公司已告知华兴证券（香港）分析师关于审慎使用陈述性事实信息的相关要求，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证，该等信息并未考虑到本报告接收人的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供其参考之用，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅供本公司的特定授权客户使用，本公司对依法授权转发证券研究报告的内容和转发行为仅对本公司授权客户负责。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制或转载本报告的全部或部分，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【审核声明】

本报告发布前已经过本公司证券分析师审核。负责审核的华兴证券分析师就本报告确认，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，确认以勤勉的职业态度，独立、客观地进行审核，并未因审核本报告得到直接或间接补偿。

【特别声明】

华兴证券（香港）有限公司（以下简称“华兴证券（香港）”）为华兴证券有限公司的关联方，其持有华兴证券有限公司控股股东华兴金融服务（香港）有限公司 100% 的股权，为华兴证券有限公司的间接控股股东。

注意：本中文授权转发证券研究报告（以下简称“本报告”）中，并未包含本公司转发机制未覆盖个股投资分析意见的相关内容（如适用），以及受华兴证券（香港）有关授权协议约束无法转发的 ESG Scorecard 内容。同时，本报告未包含华兴证券（香港）分析师撰写的原英文版本证券研究报告（以下简称“英文报告”）附录中关于在香港以外地区合法发布英文报告所需披露的分析师声明、法律实体情况、特定国家及地区的情况、评级及投资银行服务的分布情况、目标公司过往的评级、股价、目标价等内容，并且本报告与英文报告中由系统自动生成的数据可能存在不一致。此外，由于本报告转发过程中可能存在一定延时，华兴证券（香港）可能已发布关于原英文报告更新版本的研究材料（根据相关法律法规，该等研究材料尚待翻译成中文并定稿）。

关于本次转发的中文报告，您可向华兴证券有限公司咨询以获取更多信息。

公司地址：上海市虹口区东大名路 1089 号北外滩来福士东塔 2301。

联系电话：400-156-8888