

阵列技术 Array Technologies (ARRY US)

盈利增长复苏的估值水平具有吸引力；差异化的美国太阳能名称

观点聚焦 Investment Focus

维持优于大市 Maintain OUTPERFORM

评级	优于大市 OUTPERFORM
现价	14.14 美元
目标价	22.00 美元
市值	21.4 亿美元
日交易额 (3 个月均值)	8956 万美元
已发行股份	151.29mn
自由流通股 (%)	98%
1 年股价最高最低值	26.32-12.98 美元

注：现价 US\$14.14 为 1 Mar 2024 收盘价



资料来源：Factset

	1 个月	3 个月	第 12 个月
绝对值	4.1%	-5.2%	-24.5%
绝对值 (美元)	4.1%	-5.2%	-24.5%
相对 S&P 500	-0.6%	-17.0%	-54.6%

(百万美元)	Dec-23A	Dec-24E	Dec-25E	Dec-26E
营业收入	1,577	1,340	1,742	2,178
(+/-)	-4%	-15%	30%	25%
净利润	137	122	189	245
(+/-)	2997%	-11%	55%	30%
摊薄每股收益 (US\$)	1.12	1.12	1.45	2.08
毛利率	26.4%	25.0%	24.0%	24.0%
净资产收益率	44.6%	20.8%	30.3%	9.6%
市盈率	13	13	10	7

资料来源：公司信息, HTI

价格目标为 22 美元/股，上涨空间近 60%

我们认为阵列技术公司在太阳能价值链中提供差异化产品，我们看到强劲的需求展望。公司已重新设定增长预期，部分项目延迟。公司指导今年到 2025 年收入逐步改善，我们预测公司将实现 24% 的 FY24-26E 盈利增长。由于该股交易价格为 12.6x 2024 财年 E P/E，我们认为市场尚未充分认识到该公司的中期增长前景，我们重申我们的优于大市展望。

点评

FY24 指引远低于一致预期；重申利润展望：公司提供新的 FY24 营收指引为 12.5-14 亿美元，较一致预期的 18.9 亿美元（指引 2024 年上半年营收“低谷”为 1.35-1.45 亿美元）下降 10-20%，经调息税折摊前利润为 2.85-3.15 亿美元，较一致预期的 3.41 亿美元（经调息税折摊前利润为 1.0-1.25 美元/股，较一致预期的 1.29 美元/股）基本持平或增长 10%。公司预计毛利率指引为 30% 左右（重申之前 25% 的指引，不包括任何 IRA 福利），公司承认由于商品投入成本降低导致 ASP 下降（“低两位数”下降），并表示订单簿是后端装载，2024 年下半年和 2025 年营收加权。公司美国/国际的分成比例为 75/25，预计 2024 年上半年美国营收分成较低，下半年较高。

《减少通货膨胀法案》（IRA）福利：公司表示，其本地含量为 80% 或更高，并预计今年将进一步获得 45 倍的税收优惠（至少有 4100 万美元的延迟福利，这被纳入其低 30% 的利润率指引），但承认结构紧固件需要一些明确性，今年可能会进一步获得 IRA 福利。

项目持续延误：公司表示“2024 年上半年项目延误仍在继续，因为某些客户表示存在许可/互连挑战、更长的融出资金时间表和供应链限制（对于长交货期项目）。”公司还受益于《减少通货膨胀法案》（IRA）的不明确性，也延误了项目。

经盈利和 PT 调整：我们平均将 24-26 财年的盈利预期下调了 9%，主要是因为我们预计营收将被略微提高的利润率所抵消。我们已经将价格目标下调至 2024 年 12 月末的 22 美元/股，提供了近 60% 的上行空间（从 2024 年 12 月末的 25 美元/股），并维持我们的优于大市评级。相对于全球同行的平均水平（15.6x），Array 的股价为 12.6x 2024E P/E，与 Nextracker 相比处于折价状态。

风险提示：1. 行业供应链中断，2. 竞争加剧，3. 太阳能需求减少，4. 替代品竞争，5. 客户适应性，6. 执行风险

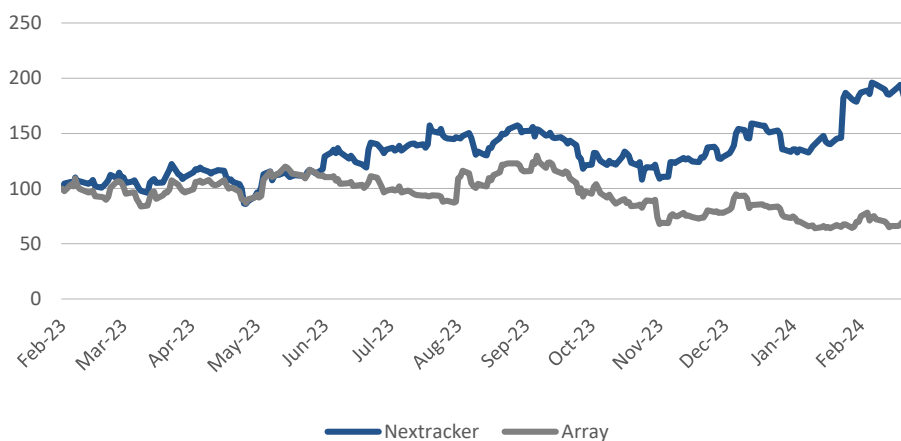
Scott Darling
Scott.darling@htisec.com

Axel Leven
Axel.leven@htisec.com

本周图表

今年迄今，Array 的表现不及 Nextracker

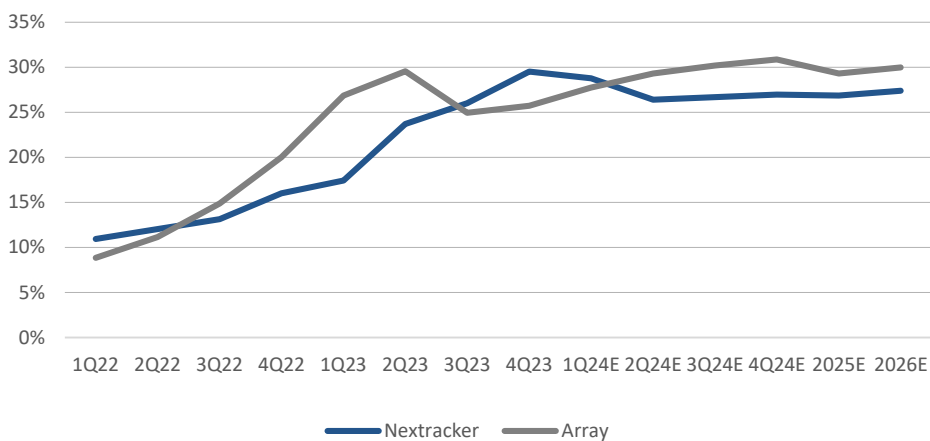
图 1：阵列技术公司和 Nextracker 的股价表现



资料来源：彭博社，海通国际研究。图表显示了阵列技术公司和 Nextracker 的股价表现，从 2023 年 2 月 9 日 NXT IPO 日期到 2024 年年初。重新调整为 2023 年 2 月 1 日=100

图 2：阵列技术公司和 Nextracker 毛利率展望

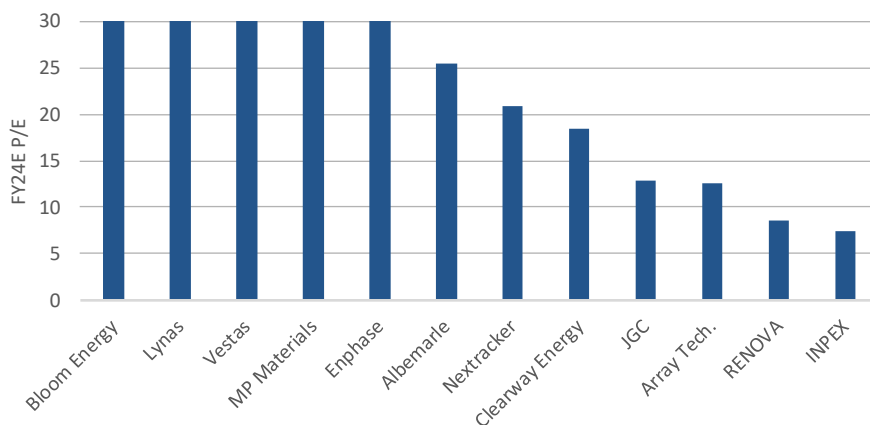
Array 的毛利率展望可能超过 Nextracker



资料来源：彭博社，海通国际研究。图表显示了阵列技术公司和 Nextracker 的毛利率随时间变化。

图 3：海通国际全球新能源覆盖估值水平

在我们看来，Array 的估值水平似乎没有反映其中期盈利增长



资料来源：彭博社，海通国际研究，图表为海通国际研究全球新能源估值水平，布鲁姆能源、Lynas、维斯塔斯、MP Materials、Enphase FY24E P/E>30x。

财务分析与估值水平

我们根据阵列技术公司近期业绩和指引调整了盈利预测。我们预测的主要变化包括：

营收下调和利润率变化：我们下调了 24-26 财年的营收预测，平均每年降低 28%，以反映公司的指引，这主要是由于持续的项目延迟，我们仍预测中期将继续。然而，我们略微提高了公司指引的利润率展望，以及新产品创新的前景，预计在中期内将能够保持 25%左右的利润率范围，不包括 IRA 福利。我们不包括公司在其 2023 年第四季度财报电话会议上提到的扭矩管部件的 IRA 福利，但将等待公司关于结构紧固件的进一步福利的指引，参见阵列技术公司 (ARRY US)：盈利超预期，但 FY24 指引远低于项目延误的共识。

盈利和 PT 下调：我们下调 2024-2026 财年平均盈利预测 9%，主要由于公司指引的营收假设略有下调，我们下调 2024 财年末的 22 美元/股价格目标（2024 财年末价格为 25 美元/股），维持优于大市评级。

我们最新的财务和运营预测详见下文。

阵列技术公司盈利预测变化

损益账户 (百万美元)	旧			新			% 变动		
	Dec-24	Dec-25	Dec-26	Dec-24	Dec-25	Dec-26	Dec-24	Dec-25	Dec-26
净营收	1,991	2,403	2,840	1,340	1,742	2,178	-33%	-27%	-23%
营业成本	1,533	1,850	2,158	1,005	1,324	1,655	-34%	-28%	-23%
毛利	458	553	682	335	418	523	-27%	-24%	-23%
息税折摊前利润	316	394	509	238	302	389	-25%	-23%	-24%
息税前利润	261	357	454	183	266	336	-30%	-25%	-26%
调整后税后利润	193	248	335	170	220	317	-12%	-11%	-6%
经调每股收益 (元)	1.27	1.63	2.20	1.12	1.45	2.08	-11%	-11%	-5%

资料来源：公司数据，海通国际测算

阵列技术公司收益表摘要

损益表 (美元'000)	Dec-23A	Dec-24E	Dec-25E	Dec-26E	Dec-27E	Dec-28E
净营收	1,576,551	1,340,068	1,742,089	2,177,611	2,613,133	3,005,103
营业成本	1,161,000	1,005,051	1,323,988	1,654,984	1,985,981	2,283,878
毛利	415,551	335,017	418,101	522,627	627,152	721,225
SG&A	159,535	93,805	113,236	130,657	143,722	150,255
息税折摊前利润	268,950	238,248	301,902	389,006	480,466	568,006
折旧	54,826	55,257	36,036	53,068	50,258	48,498
息税前利润	214,124	182,992	265,866	335,938	430,208	519,508
利息支出	-35,899	-29,301	-28,179	-28,063	-27,946	-27,831
税前利润	177,157	152,623	236,619	306,807	401,193	490,609
税收费用/抵免	39,917	30,525	47,324	61,361	80,239	98,122
普通股股东净收入	85,549	62,384	123,679	45,446	295,955	367,487
Adj. 净收入	170,382	170,368	220,121	316,696	368,688	437,016
录得 EPS (\$)	0.57	0.41	0.82	0.30	1.96	2.43
经调每股收益 (元)	1.12	1.12	1.45	2.08	2.43	2.88

资料来源：公司数据，海通国际测算

阵列技术公司资产负债表摘要

资产负债表 (美元'000)	Dec-23A	Dec-24E	Dec-25E	Dec-26E	Dec-27E	Dec-28E
现金	249,080	480,224	570,085	720,197	939,335	1,236,548
其它流动资产	583,201	499,657	653,321	816,651	979,981	1,126,978
流动负债	314,219	302,066	340,218	379,611	419,005	454,991
固定资产净额	40,717	40,717	40,717	40,717	40,717	40,717
其他非流动资产	801,857	754,232	726,309	682,693	643,720	608,720
其他非流动负债	99,594	99,594	99,594	99,594	99,594	99,594
资产所用资本	1,043,848	928,219	1,021,632	1,109,921	1,204,505	1,291,058
普通股股东资金	610,508	725,380	904,215	1,139,201	1,449,695	1,831,723
短期债务	21,472	8,257	6,453	6,454	6,455	6,456
长期债务	660,948	674,805	681,048	684,463	687,689	689,428
从债务中使用的资本	1,043,848	928,219	1,021,632	1,109,921	1,204,505	1,291,058

资料来源：公司数据，海通国际测算

阵列技术公司现金流汇总

流量表 (美元'000)	Dec-23A	Dec-24E	Dec-25E	Dec-26E	Dec-27E	Dec-28E
净收入 (优先股股息和增值前)	137,240	122,098	189,295	245,446	320,955	392,487
调整后的折旧、折耗及摊销	54,826	55,257	36,036	53,068	50,258	48,498
递延税项	-8,862	0	0	0	0	0
利息、折旧及摊销前收入	183,204	177,355	225,331	298,514	371,213	440,985
营运资金变动	7,510	77,398	-113,640	-124,858	-125,011	-113,538
经营现金流	231,955	280,447	137,055	198,986	271,497	352,709
资本支出	-16,989	-10,721	-13,937	-17,421	-20,905	-24,041
优先股股息	51,691	59,714	65,616	200,000	25,000	25,000
经营性现金流净额	163,275	210,012	57,502	-18,435	225,592	303,668
现金剩余 (赤字) 净额	185,366	254,311	332,305	431,619	473,101	506,933

资料来源：公司数据，海通国际测算

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

重要披露

本研究报告由海通国际证券集团 (HTIRL)、海通证券印度私人有限公司 (HSIPL)、海通国际日本 K.K.公司研究团队 (HTIJK) 的全球品牌名称分发。 (“HTIJK”)、海通国际证券有限公司 (“HTISCL”) 以及海通国际证券集团内的任何其他成员 (“HTISG”)，均获授权在各自的司法管辖区内从事证券活动。

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，Scott Darling，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。本人 Scott Darling，兹证明 (i) 本研究报告中表达的观点准确反映了本人对本研究中提及的任何或所有标的公司或上市公司的个人观点，以及 (ii) 本人（包括本人家庭成员）在所讨论的标的公司证券或证券中没有直接或间接的经济利益。本人及本人所熟悉的家人，在本次调研报告发布后的 3 个交易日内，不会买卖与本人所审阅的上市公司相关的任何证券。

我，Axel Leven，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。本人 Axel Leven，兹证明 (i) 本研究报告中表达的观点准确反映了本人对本研究中提及的任何或所有标的公司或上市公司的个人观点，以及 (ii) 本人（包括本人家庭成员）在所讨论的标的公司证券或证券中没有直接或间接的经济利益。本人及本人所熟悉的家人，在本次调研报告发布后的 3 个交易日内，不会买卖与本人所审阅的上市公司相关的任何证券。

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

海通国际及其部分关联公司可能从事投资银行业务，和/或担任本研究报告中的做市商或持有某些股票或公司的自营头寸。就本研究报告而言，以下是与该等关系有关的披露事项（由于以下披露不能确保及时性和完整性，如需及时和全面的信息，请发送电子邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）。

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 - TOPIX, 韩国 - KOSPI, 台湾 - TAIEX, 印度 - Nifty100, 美国 - SP500; 其他所有中国概念股 - MSCI China.

评级定义（自 2020 年 7 月 1 日起）：

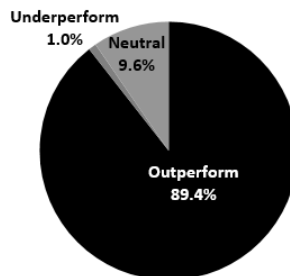
海通国际采用优于大市、中性、弱于大市的相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的股票，投资者应仔细阅读海通国际研究中所使用的所有评级的定义，此外，由于海通国际研究中包含了更完整的分析师观点信息，投资者应仔细阅读海通国际研究，而不是仅从评级中推断内容。无论如何，不应将评级（或研究）作为投资建议使用或依赖，投资者买卖股票的决定应取决于个人情况（如投资者现有的持仓）和其他对价。

分析师股票评级

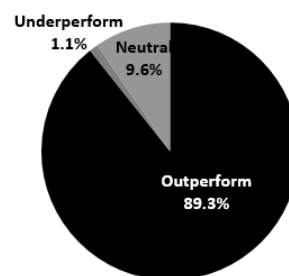
优于大市：未来 12-18 个月内该股票的总回报预计将超过其相对基准

评级分布 Rating Distribution

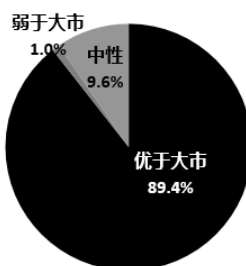
Most Recent Full Quarter



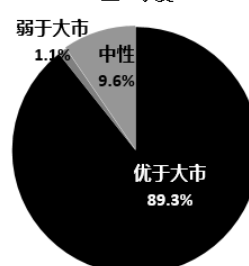
Prior Full Quarter



最新季度



上一季度



指数的回报，如下所示。

中性：该股票未来 12-18 个月的总回报预计将与其相关基准指数的回报一致，如下所示。仅出于 FINRA/NYSE 评级分布规则的目的，我们的中性评级属于持有评级类别。

弱于大势：未来 12-18 个月内该股票的总回报预计将低于其相对基准指数的回报，如下所示。

各股票上市地区的基准如下：日本-东证指数、韩国-KOSPI、台湾-TAIEX、印度-Nifty100、美国-SP500；对于所有其他中国概念股-MSCI 中国。

截至 2023 年 12 月 31 日海通国际股票研究评级分布

	优于大势	中性 (持有)	弱于大势
海通国际股票研究覆盖率	89.4%	9.6%	1.0%
投资银行客户*	3.9%	5.1%	5.6%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大势，中性和落后大势评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本-TOPIX, 韩国-KOSPI, 台湾-TAIEX, 印度-Nifty100; 其他所有中国概念股- MSCI China.

海通国际公司研究评级分布，截至 2023 年 12 月 31 日

优于大势 中性 弱于大势

(持有)

海通国际公司研究覆盖率 89.4% 9.6% 1.0%

IB 客户* 3.9% 5.1% 5.6%

*投资银行业务各评级类别客户占比。

以上分布中买入、中性、卖出分别对应我们目前对优于大势、中性、弱于大势的评级。

仅出于 FINRA/NYSE 评级分布规则的目的，我们的中性评级属于持有评级类别。请注意，上表中未包括具有 NR 指定的股票。

以前的评级系统定义（截至 2020 年 6 月 30 日）：

买入：该股票未来 12-18 个月的总回报预计将超过其相对基准指数的回报，如下所示。

中性：该股票未来 12-18 个月的总回报预计将与其相关基准指数的回报一致，如下所示。仅出于 FINRA/NYSE 评级分布规则的目的，我们的中性评级属于持有评级类别。

卖出：未来 12-18 个月内该股票的总回报预计将低于其相对基准指数的回报，如下所示。

每只股票上市地区的基准如下：日本-东证指数、韩国-KOSPI、台湾-TAIEX、印度-Nifty100；对于所有其他中国概念股-MSCI 中国。

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

海通国际非评级研究：海通国际发布定量、筛选或短篇报告，可能根据估值水平和其他指标对股票进行排名，或可能根据可能的估值倍数建议价格。此类排名或建议价格并非旨在提供股票评级或靶点价格或基本价值，仅供参考。

海通国际 A 股覆盖：海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券（600837.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

海通国际覆盖 A 股：海通国际可能覆盖和评级上海和深圳的港股通计划的 A 股。海通证券（HS；600837 CH），总部位于上海的海通国际证券的最终母公司，覆盖和发布这些相同的 A 股的研究报告，以在中国大陆分发。但由于港股通采用的评级体系与海通证券不同，因此同一 A 股股票在海通国际和港股通的评级可能存在差异。

海通国际优质 100 A 股（Q100）指数：海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

海通国际质量 100 A 股（Q100）指数：海通国际 Q100 指数是量化产品，由海通证券上海分公司覆盖的 100 只 A 股中质量最高的股票组成。这些股票经过基于质量的筛选过程，结合海通证券 A 股团队自下而上的研究，仔细挑选。Q100 成分股每季度进行一次审查。

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款: 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前, 请务必仔细阅读本条款并同意本声明:

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成, 本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户, 收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断, 盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明, 本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现, 过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有, 本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权, 任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的, 不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等, 否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的, 由用户承担相应的赔偿责任, 盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定, 而盟浪网站平台载明的其他协议内容 (如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务 (含认证) 协议》《盟浪网隐私政策》等) 有约定的, 则按其他协议的约定执行; 若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的, 则以本免责声明约定为准。

诺必行 FIN-ESG 数据服务免责声明: 请您仔细阅读以下条款, 确认您同意并接受这些条款, 然后使用诺必行 FIN-ESG 数据服务。

- FIN-ESG 数据**由赛思数据科技股份有限公司 (简称赛思数据) 基于合法公开信息进行评估得出, 赛思数据不对信息的准确性和完整性负责, 评估结果仅供参考, 不为任何个人或机构的投资建议, 不作为购买、出售或持有任何相关金融产品的依据。我们不对任何个人或机构因使用 SusallWave FIN-ESG 数据而造成的任何直接或间接损失承担任何责任。
- SusallWave** 不会将收件人视为接收这些数据的客户。在使用数据时, 收件人应根据您的实际个人状况做出您自己的独立判断。数据内容仅反映我们在发布当日的判断。我们有权在不通知的情况下更新和修改数据以及发布包含不一致内容或不同结论的其他数据。除非明确说明, 否则数据 (例如财务业绩数据) 仅代表过去的表现, 过去的表现不能被视为对未来回报的预测。
- 本资料版权属于全联数据, 我们依法保留一切权利, 未经本公司事先书面许可, 任何个人或机构不得将本资料用于任何盈利目的。此外, 任何个人或机构均不得对本软件进行修改、复制、翻译、汇编、重新编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标和说明等行为, 如因上述行为导致本软件或任何第三方的损失, 用户应承担相应的赔偿责任, 本软件不承担任何责任。
- 如果本免责声明中未包含任何条款, 但我们在官网 (如: SusallWave 官网用户注册协议、SusallWave 官网用户服务 (含认证) 协议、Susallwave 官网隐私政策) 中已写明, 则应根据其他协议执行。如果本免责声明与其他协议有任何差异, 则应以本免责声明为准。

重要免责声明:

非印度证券的研究报告: 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”) 的协助下发行, HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌, 经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期, 如有更改, 恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容, 本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区, 本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价, 则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易, 包括设计金融衍生工具的, 有产生重大风险的可能性, 因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况, 如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问, 以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失, HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师除外, HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员, 均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com, 查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息: 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格, 并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

重要免责声明

有关非印度证券的研究报告: 该研究报告由海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发布, 海通国际研究有限公司 (“HTISGL”) 的全资子公司, 并为香港《证券及期货条例》(第 571 章)

的目的，在海通国际（日本）K.K.的协助下，从事第 4 类受规管活动（证券咨询）的持牌公司。（“HTIUKK”），是海通国际研究有限公司的全资子公司，并由日本关东财务局监管为投资顾问。

关于印度证券的研究报告：该研究报告由海通证券印度私人有限公司（“HSIPL”）发布，该公司是一家印度公司，也是一家印度证券交易委员会（“SEBI”）注册的股票经纪人、商业银行和研究分析师，除其他外，生产和分销涵盖 BSE Limited（“BSE”）和印度国家证券交易所（“NSE”）上市实体的研究报告（统称为“印度交易所”）。海通国际证券集团于 2016 年 12 月 22 日收购并成为海通证券集团的一部分。

所有研究报告均以海通国际的名义在全球范围内进行品牌推广，并由海通国际证券有限公司（“HTISCL”）和/或 HTISG 在各自司法管辖区内的任何其他成员批准分发。

本研究报告所载的资料及意见均来源于被认为可靠的、可信的来源，但 HTIRL、HTISCL、HSIPL、HTIUKK 或 HTISG 内的任何其他成员均不就其准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证，本研究报告中的所有意见均截至本研究报告发布之日，如有更改，恕不另行通知。本研究报告仅供参考，任何公司或其证券的描述并不完整，本研究报告不应被明确或暗示地解释为购买或出售证券的要约。本研究报告中提及的证券可能在某些司法管辖区内没有资格购买或出售。若某投资产品以投资者的本国货币以外的货币计价，汇率变动可能对投资产生不利影响。过往表现并不一定代表未来结果。某些交易（包括衍生工具交易）会带来重大风险，并不适合所有投资者。您亦应铭记本研究报告并非为阁下量身订造。分析师并未考虑您的独特财务情况，例如您的财务状况和风险偏好，因此您必须在投资前分析并（如适用）咨询您自己的法律、税务、会计、财务和其他专业顾问，以评估建议是否适合您。HTISG 及其任何董事、雇员或代理人对因使用本研究报告所载资料而直接或间接造成的任何损失概不承担任何责任。

海通国际及我们的关联公司、高级职员、董事和雇员（不包括负责本文件内容的分析师）将不时持有本研究报告中提及的证券或衍生品（如有）的长期或短期头寸、担任委托人、买卖或进行买卖。海通国际销售、交易等专业人士可能会向客户及海通国际内部相关公司提供口头或书面的市场评论或交易策略，反映的观点可能与本研究报告中的观点相左。海通国际的投资决策可能与本研究报告中的建议或观点相左。海通国际没有义务确保将此类其他交易决策、想法或建议提请本研究报告的任何接收者注意。

有关 HTI 为防止和避免与研究相关的利益冲突而制定的组织和行政安排的更多信息，请参阅 HTI 的官方网站 www.equities.htisec.com。

非美国分析师披露：本研究报告封面所列海通国际分析师未在 FINRA 注册或获得研究分析师资格，不受美国 FINRA 规则 2241 对研究标的公司进行沟通、公开露面、研究分析师交易证券的限制。

分发和地区通知：

除非下文另有规定，否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项：海通国际证券股份有限公司（“HTISCL”）负责分发该研究报告，HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动（从事证券交易）的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）（以下简称“SFO”）所界定的要约邀请，证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项：本研究报告由 HTIRL、HSIPL 或 HTIUKK 编写。HTIRL、HSIPL、HTIUKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司，均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年“美国证券交易法”第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」（“Major U.S. Institutional Investor”）和「机构投资者」（“U.S. Institutional Investors”）。在向美国机构投资者分发研究报告时，Haitong International Securities (USA) Inc.（“HTI USA”）将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者，希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易，只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173，电话（212）351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission（“SEC”）注册的经纪商，也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc.（“FINRA”）的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告，也不负责其中包含的分析。在任何情况下，收到本研究报告的任何美国投资者，不得直接与分析师直接联系，也不得通过 HSIPL、HTIRL 或 HTIUKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL、HTIRL 或 HTIUKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格，因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流，公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具（包括 ADR）可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册，或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响，可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系：

海通国际证券（美国）有限公司

麦迪逊大道 340 号 12 楼

纽约州纽约市 10173

联系人电话：(212) 351 6050

分发和区域通知

除下文另有说明外，任何希望讨论本研究报告或对海通国际研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者须知：本研究报告由海通国际证券有限公司（“HTISCL”）分发，该公司是香港持牌法团，可于香港从事第 1 类受规管活动（证券交易）。本研究报告并不构成招揽或要约，亦不构成对任何人士的证券或其他金融产品的邀请。本研究报告仅提供予《证券及期货条例》所界定的“专业投资者”。本研究报告未经过中国证券监督管理委员会许可，不得为任何目的翻版、复制、刊登、发表或引用本研究报告的任何部分。

美国投资者须知：如上所述，本研究报告由 HTIRL、HSIPL 或 HTIUKK 编制。HTIRL、HSIPL、HTIUKK 或任何非美国 HTISG 关联公司均未在美国注册，因此不受美国关于研究报告编制和研究分析师独立性的规则约束。本研究报告根据美国《1934 年证券交易法》第 15a-6 条豁免注册提供给“美国机构投资者”和“美国个人投资者”，修订版。在向“美国机构投资者”分发研究报告时，HTI USA 将对报告内容承担责任。任何希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖交易的美国接收人，应仅通过位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA 的海通国际证券（美国）有限公司（“HTI USA”）进行；电话（212）351 6050。HTI USA 是一家在美国注册的经纪商，美国证券交易委员会（“SEC”）和金融业监管局（“FINRA”）的成员。海通国际美国对本研究报告的编制或其中包含的分析不承担任何责任。在任何情况下，本研究报告的任何美国接收者均不得直接联系分析师，也不得直接通过 HSIPL、HTIRL 或海通国际（香港）有限公司进行任何交易，以购买或出售证券或相关金融工具。本研究报告中出现的 HSIPL、HTIRL 或 HTIUKK 分析师未在

FINRA 注册或获得研究分析师资格，因此可能不受 FINRA 规则 2241 对与上市公司进行沟通、公开露面和与研究分析师账户持有的交易证券的限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具（包括 ADR）可能存在一定风险。非美国上市公司的证券可能未在美国注册，或不受美国法规约束。此类非美国证券或相关金融工具的信息可能有限。外国公司可能不受审计和报告标准以及监管要求的影响，这些标准和要求与美国境内生效的标准和要求相当。本研究报告中讨论的任何证券或相关金融工具的任何投资或收入的价值，以美元以外的货币计价，受汇率波动的影响，可能会对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生积极或不利影响。所有美国收件人的查询应直接发送至：

海通国际证券（美国）有限公司

麦迪逊大道 340 号 12 楼

纽约州纽约市 10173

收件人：销售台（212）351 6050

中华人民共和国的通知事项：在中华人民共和国（下称“中国”，就本报告目的而言，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾）只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何权益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项：在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施，该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) 的规定得到「国际交易商豁免」(“International Dealer Exemption”) 的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」(“Accredited Investor”)，或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」(“Permitted Investor”)。

新加坡投资者的通知事项：本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [公司注册编号 201311400G] 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》(第 110 章) (“FAA”) 定义的豁免财务顾问，可 (a) 提供关于证券、集体投资计划的部分，交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》(第 289 章) 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系：

海通国际证券（新加坡）有限公司

50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623

电话: (65) 6536 1920

日本投资者的通知事项：本研究报告由海通国际证券有限公司所发布，旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构（根据日本金融机构和交易法（“FIEL”）第 61（1）条，第 17-11（1）条的执行及相关条款）。

英国及欧盟投资者的通知事项：本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布，本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项：Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会（以下简称“ASIC”）公司（废除及过度性）文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究，该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取：www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制，该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项：本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布，包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”)（统称为「印度交易所」）研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意，SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用，未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有：海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

“在中国进行生产和经

营活动”。本研究报告不构成在中国出售或认购证券的公开要约。此外，未经中国政府所有事先批准或许可（无论是法定还是其他），任何中国法人或自然人均不得直接或间接购买任何证券或其中的任何实权益。拥有此研究的人士必须遵守这些限制。

加拿大投资者须知：本研究报告在任何情况下均不应被解释为在加拿大任何司法管辖区内出售证券的要约或购买证券的要约。在加拿大境内，任何提供或出售本文所述证券的行为，都必须符合加拿大相关证券监管机构对提交招股说明书的要求，并且只能由海通国际证券（美国）有限公司（Haitong International Securities (USA) Inc.）进行，该公司是根据《国家证券法》第 31-103 条《注册要求、豁免和持续注册义务》（“NI 31-103”），在阿尔伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省，依赖“国际交易商豁免”的交易商。本研究报告并非也不应在任何情况下被解释为加拿大任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发售。加拿大任何证券委员会或类似监管机构均未审查或以任何方式通过本研究报告、本研究报告所载信息或本研究报告所述证券的价值，任何相反的陈述均属犯罪。在收到本研究报告后，每位加拿大收件人将被视为已声明投资者为“合格投资者”，如《国家证券法》第 45-106 号第 1.1 节所定义，或在安大略省，如适用，《证券法》（安大略省）第 73.3 (1) 节所定义，以及“许可客户”，如《国家证券法》第 31-103 号第 1.1 节所定义。

新加坡投资者注意：本研究报告由海通国际证券（新加坡）有限公司（“HTISSPL”）在新加坡提供或通过 HTISSPL 提供【Co Reg No 201311400G.HTISSPL 是《财务顾问法》（Cap.110）（“FAA”）向（a）就证券、集体投资计划中的单位、交易所交易衍生品合约和场外衍生品合约提供建议，以及（b）就证券、交易所交易衍生品合约和场外衍生品合约发布或颁布研究分析或研究报告。本研究报告仅向《证券及期货条例》（第 289 章）第 4A 条所指的机构投资者提供。本研究报告的接收方应通过以下详细信息联系 HTISSPL，就研究报告中出现或与之相关的任何事项进行联系：

海通国际证券（新加坡）有限公司。

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

电话：(65) 6536 1920

日本投资者须知：本研究报告由海通国际证券有限公司分发，并拟分发给从事投资管理的金融服务提供者或注册金融机构（定义见《日本金融工具和交易法》（“FIEL”）第 61 (1) 条、《FIEL》第 17-11 (1) 条及有关条款）。

英国及欧盟投资者须知：本研究报告由海通国际证券有限公司分发。本研究报告仅供在投资相关事宜上具有专业经验的人士阅读。任何人士，如欲接收本研究报告，或欲引用本研究报告，只可向专业人士或向本公司报告。没有投资相关专业经验的人士不应依赖本研究报告。海通国际证券有限公司的关联公司可能拥有超过本研究报告所述实体总发行股本 0.5% 的净多头或空头金融权益。请注意，任何英文报告可能以前曾以中文或其他语言发表。

澳大利亚投资者须知：本研究报告由海通国际证券（新加坡）有限公司、海通国际证券有限公司、海通国际证券（英国）有限公司在澳大利亚分销，根据 ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396，豁免这些 HTISG 实体根据 2001 年《公司法》就其提供的金融服务持有澳大利亚金融服务许可证的要求。澳大利亚的批发客户。可在以下官网 www.legislation.gov.au 获得 ASIC 类命令的副本。海通国际证券（新加坡）有限公司、海通国际证券有限公司和海通国际证券（英国）有限公司提供的金融服务受外国法律和监管要求监管，这些法律和监管要求不同于适用于澳大利亚的法律。

印度投资者须知：本研究报告由海通证券印度私人有限公司（“HSIPL”）分发，该公司是一家印度公司，也是一家印度证券交易委员会（“SEBI”）注册的股票经纪人、商业银行和研究分析师，除其他外，还生产和分发涵盖 BSE Limited（“BSE”）和印度国家证券交易所（“NSE”）上市实体的研究报告（统称为“印度交易所”）。

单位名称：海通证券印度私人有限公司

SEBI 研究分析师注册号：INH000002590

地址：1203A, 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话：+91 22 43156800 传真：+91 22 2 4216327

合规官和申诉官的详细信息：Prasanna Chandwaskar: 电话：+91 22 43156803; 电子邮件 ID: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意，SEBI 授予的注册和 NISM 的认证绝不保证中介人的表现或为投资者的回报提供任何保证。”

本研究报告仅供接收方使用，未经 HTISG 授权签字人书面同意，不得复制或重新分发。

版权所有：海通国际证券集团有限公司 2019. 保留一切权利。

[Http://equities.htisec.com/x/legal.html](http://equities.htisec.com/x/legal.html)

Array Technologies - ARRY US



- 1. 18 Jul 2023 OUTPERFORM at 19.62 target 28.0.
- 2. 9 Aug 2023 OUTPERFORM at 22.18 target 28.0.
- 3. 8 Nov 2023 OUTPERFORM at 18.13 target 28.0.
- 4. 16 Nov 2023 OUTPERFORM at 15.6 target 25.0.
- 5. 27 Feb 2024 OUTPERFORM at 13.4 target 25.0.
- 6. 28 Feb 2024 OUTPERFORM at 13.4 target 25.0.

资料来源：公司数据彭博社，海通国际测算