

公司研究/季报点评

2020年10月31日

通信/通信设备制造 II

投资评级：增持（维持评级）

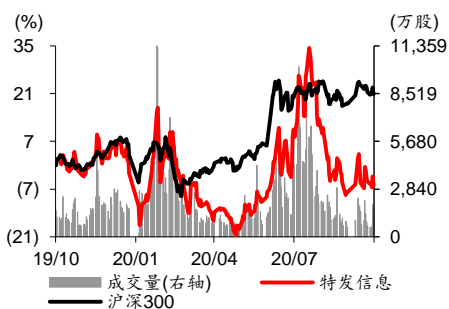
当前价格(元): 9.90
目标价格(元): 13.89

王林 SAC No. S0570518120002
研究员 wanglin014712@htsc.com
付东 SAC No. S0570519080003
研究员 fudong@htsc.com
余熠 SAC No. S0570520090002
研究员 SFC No. BNC535
0755-82776409
yuyi@htsc.com

相关研究

- 1《特发信息(000070 SZ,增持): 利润符合预期, “新基建”业务加速》2020.08
- 2《特发信息(000070 SZ,增持): “新基建”业务扬帆起航》2020.08
- 3《特发信息(000070 SZ,增持): “新基建”带来新机遇》2020.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

弹载产品驱动军工业务稳步增长

特发信息(000070)

Q3 净利符合预期, 军工信息化+新基建业务有望带来新增长点

公司发布 2020 年三季度报告, Q3 单季实现营收 7.85 亿元(YoY- 14.32%); 实现归母净利润 0.25 亿元 (YoY-11.05%), 位于业绩预告中位偏上 (归母净利润预告区间为 0.22~0.27 亿元), 符合预期。公司在军工信息化、智慧城市、数据中心等领域业务进展顺利, 明年有望迎来业绩释放期。中长期来看, 国防军工信息化水平提升、5G 网络建设以及云计算渗透率提升将驱动公司主营业务向好。我们预计公司 2020~2022 年 EPS 分别为 0.11/0.39/0.50 元, 维持“增持”评级。

弹载产品中标新型号, 军工信息化业务稳步增长

受军工客户需求驱动, 前三季度公司军工电子配套业务订单稳步增长, 弹载计算机产品中标新型号。公司弹载计算机产品应用于具备制导能力的飞弹, 包括空空弹, 巡航弹, 防空导弹, 战略导弹等国防空军装备。同时, 公司新产品研发进展顺利, 2020 年上半年成都傅立叶研制的测控地面站数据链系统已完成样机试制并进行了设计鉴定, 同时推出多通道卫星通信信号解调器; 神州飞航已发布高性能 VPX 通用平台等多款新品, 并实现了神州飞航数据采集产品在重大型号配套的再次突破。

中标深圳市鹏城云脑项目, 智慧城市项目预计四季度建设完工使用

公司在“新基建”背景下, 进一步完善 5G、数据中心、智慧城市等领域的战略布局。据公司 10 月 29 日公告, 特发信息成为深圳市鹏城云脑 II 扩展型项目信息化工程第一阶段项目供应商, 中标金额为 28.18 亿元, 公司新基建业务再下一城。此外, 公司智慧城市创展基地项目有序建设中, 公司预计将于四季度建设完工投入使用。数据中心方面, 特发信息 9 月 8 日公告与深圳市基础设施投资基金签署战略合作协议, 就数据中心等新基建领域构建战略合作关系, 双方将设立合资公司在数据中心领域进行投资运作。

Q3 毛利率同比提升, 在建工程较年初增长 61.64%

公司 Q3 综合毛利率为 21.99%, 同比提升 3.89pct。Q3 销售费用率同比下降 0.49pct 至 3.13%。公司加大研发投入备战新基建及军工信息化业务, Q3 研发费用率同比上升 1.85pct 至 7.11%。由于智慧城市项目建设投入, 截至 2020 年三季度末, 公司在建工程较年初提升 61.64%至 2.82 亿元。

维持“增持”评级

我们看好公司在军工信息化及新基建业务的长期成长能力。我们维持盈利预测不变, 预计公司 2020~2022 年 EPS 分别为 0.11/0.39/0.50 元, 基于分部估值法(具体测算见第二页), 我们认为公司 2021 年合理估值为 113.40 亿元, 对应目标价 13.89 元 (前值 13.79 元), 维持“增持”评级。

风险提示: 光纤光缆行业竞争加剧, 导致盈利能力下滑; 受制于一线城市能耗指标收缩, 数据中心业务拓展受到限制。

公司基本资料

| | |
|---------------|------------|
| 总股本 (百万股) | 816.56 |
| 流通 A 股 (百万股) | 795.22 |
| 52 周内股价区间 (元) | 8.44-14.16 |
| 总市值 (百万元) | 8,084 |
| 总资产 (百万元) | 9,722 |
| 每股净资产 (元) | 3.60 |

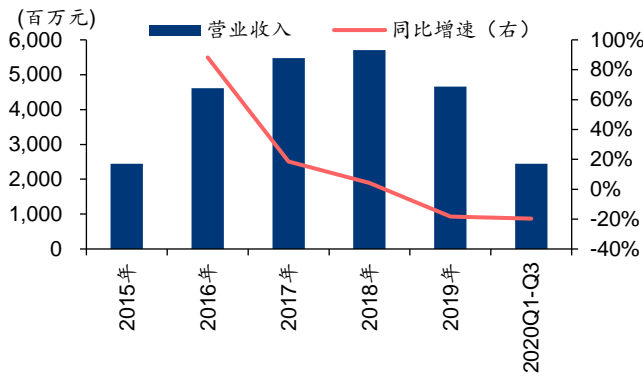
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

| 会计年度 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|--------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 5,706 | 4,656 | 4,355 | 5,252 | 6,373 |
| +/-% | 4.26 | (18.40) | (6.47) | 20.61 | 21.33 |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 275.65 | 323.18 | 90.68 | 322.32 | 408.81 |
| +/-% | 3.78 | 17.24 | (71.94) | 255.47 | 26.83 |
| EPS (元, 最新摊薄) | 0.34 | 0.40 | 0.11 | 0.39 | 0.50 |
| PE (倍) | 29.33 | 25.01 | 89.15 | 25.08 | 19.77 |

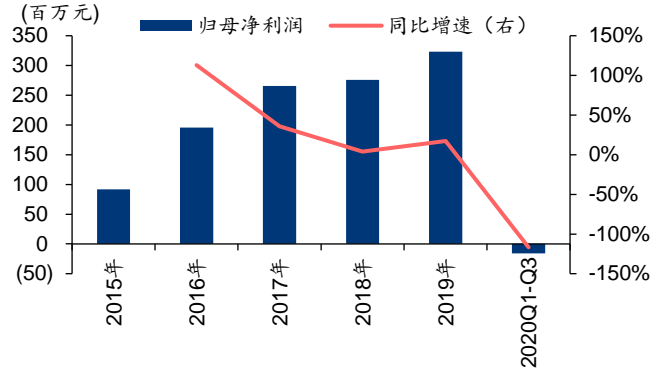
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 公司营收及增速



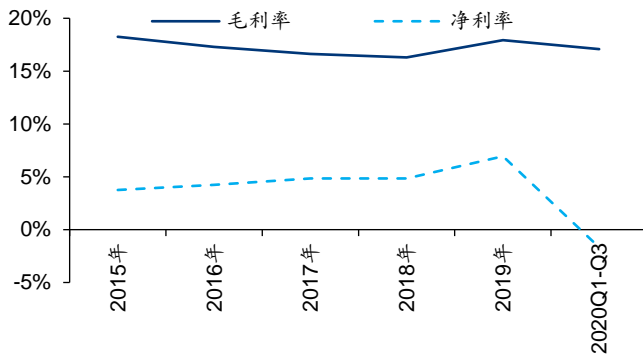
资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表2: 公司归母净利润及增速



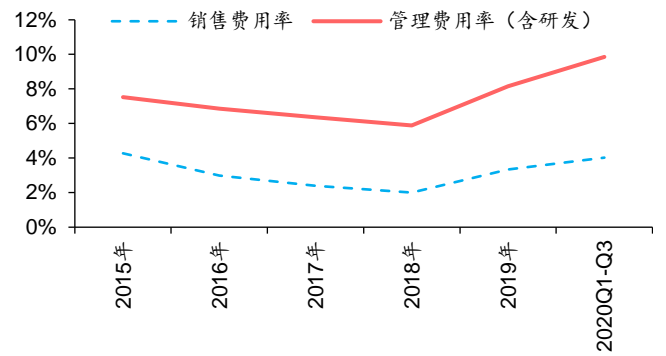
资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表3: 公司毛利率及净利率



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

图表4: 公司费用率



资料来源: 公司财报, 华泰证券研究所

军工业务长期受益于军工信息化水平提升

受军工客户需求驱动, 前三季度公司军工电子配套业务订单稳步增长, 弹载计算机产品中招标新型号, 新产品研发进展顺利。公司主要通过子公司成都傅立叶和神州飞航拓展军工信息化领域布局, 客户主要为航空、航天等军工集团院校、研究所等。

图表5: 军工电子设备细分产品及用途介绍

| 细分产品 | 用途介绍 |
|----------|--|
| 军用航空通讯设备 | 军用航空通讯设备是航空系统的核心组成部分, 可以完成对战场无线电信号的收发及信息的提取与注入, 实现战场信息的实时交互共享, 经过标准化后在特定的网络进行战场信息共享, 有利于战场的统一指挥及战斗部队间的协调。此外还有配套检测设备, 主要用于外场保障维护使用。由于军用航空通讯设备核心产品装配在机舱内, 不能随意拆卸检查, 必须使用专用检测设备进行技战术指标检测。 |
| 弹载计算机 | 弹载计算机应用于具备制导能力的飞弹, 包括空空弹, 巡航弹, 防空导弹, 战略导弹等飞弹上面的各种控制计算机。公司已经参与研制成功多款重点型号弹载计算机, 产品即将投入量产。 |
| 数据记录仪 | 数据记录仪用于雷达、电子对抗系统、航电系统内的原始数据或者总线数据进行采集、处理后进行记录, 也可以用于外场、巡逻、侦察等空域波形数据进行数字信号处理并记录。广泛应用于现代的信息化军工装备。 |

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

成都傅立叶主要从事军用航空通讯设备、测控集成和卫星通信技术、数据记录仪和弹载计算机的研发、生产与销售, 产品主要围绕嵌入式高速数字信号处理技术为核心, 应用范围覆盖军用无线通信、飞控导航、雷达信号处理和电子对抗等领。2020年上半年成都傅立叶研制的测控地面站数据链系统已完成样机试制并进行了设计鉴定; 同时推出多通道卫星通信信号解调器, 除支持多种定制信号格式, 还能实现极高速率的卫星信号接收, 目前已实现销售。

神州飞航主要从事军用计算机、军用总线测试及仿真设备、信号处理及导航、工业自动化数据采集及测试平台的研制。神州飞航积极拓展产品类型，持续加大对新产品的研发投入，2020 年上半年已发布高性能 VPX 通用平台等多款新品，并实现了神州飞航数据采集产品在重大型号配套的再次突破。装备测试产品主要面向军工院所，目前拥有 500 多家合作客户，在弹载计算机和无人机飞控也具备较强的竞争优势。

图表6：公司军工信息化业务子公司、主要产品、应用领域及主要客户

| 子公司 | 主要产品 | 应用领域 | 主要客户 |
|-------|--|---|--------------------------|
| 成都傅立叶 | 军用航空通讯设备、测控集成和卫星通信技术、数据记录仪和弹载计算机 | 军用无线通信、飞控导航、雷达信号处理、电子对抗等 | 十大军工集团、军队（空军、火箭军等）、科研院所等 |
| 神州飞航 | 军用计算机、军用总线测试及仿真设备、信号处理及导航、工业自动化数据采集及测试平台 | 工业计算机及平台、通讯接口、数据采集、嵌入式系统、信号处理、飞控、加固计算机等 | 十大军工集团、军队、科研院所等 |

资料来源：公司财报，华泰证券研究所

我国近年国防开支整体投入规模不断增大，根据 SIPRI（斯德哥尔摩国际和平研究所）统计，2019 年我国国防支出总额达到了 2610 亿美元，仅次于美国的 7320 亿美元，位居全球第二。但从占比上来看，2019 年我国国防支出占 GDP 的比例仅为 1.9%，位居全球第 8，未来仍有较大成长空间。我们认为未来我国国防军费开支将保持持续增长趋势，而军工信息化领域作为国防装备发展的重要方向有望实现更快的增长，2020 年公司加速产品研发、定型和量产的进程，新产品研发进展顺利，我们认为在行业景气提升背景下，公司军工信息化业务未来有望实现较快增长。

估值分析

估值分析方面，我们采用分部估值法对标光纤光缆、光模块、军工信息化等行业公司估值。

1. 光纤光缆业务，对标公司包括：亨通光电、中天科技、长飞光纤、烽火通信。可比公司 2021 年 PE Wind 一致预期均值为 19.01x，我们预计公司 2020~2022 年光纤光缆净利润为 1.27/1.47/1.64 亿 (YoY -9.8%/16.1%/11.3%)，考虑到公司信息化业务布局带来的协同效应，给予公司光纤光缆业务 21 年 PE 20x，该项业务对应市值为 29.40 亿元。
2. 光传输业务，对标公司包括：中际旭创、新易盛、天孚通信、光迅科技。可比公司 2021 年 PE Wind 一致预期均值为 32.71x，我们预计公司 2020~2022 年光传输业务净利润为 -1.21/0.93/1.67 亿元 (YoY -180.3%/176.0%/80.3%)，考虑到公司信息化业务布局带来的协同效应，给予公司光传输业务 21 年 PE 估值 40x，对应市值为 37.20 亿元。
3. 电子设备（军工信息化）业务，对标公司包括：星网宇达、雷科防务、海格通信、中海达。可比公司 2021 年 PE Wind 一致预期为 37.06x，我们预计公司 2020~2022 年电子设备（军工信息化）业务净利润为 0.89/1.04/1.22 亿元 (YoY 16.4%/17.5%/17.3%)，考虑到公司信息化业务布局带来的协同效应，给予公司电子设备（军工信息化）业务 21 年 PE 45x，对应市值为 46.80 亿元。

综上，我们给予公司 2021 年 113.40 亿估值，对应目标价 13.89 元（前值 13.79 元），维持“增持”评级。

图表7: 可比公司估值 (20201030)

| 公司名称 | 公司代码 | 市值 (亿元) | EPS (元) | | | | PE | | | |
|------|-----------|---------|---------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| | | | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 特发信息 | 000070 CH | 80.84 | 0.40 | 0.11 | 0.39 | 0.50 | 25.01 | 89.15 | 25.08 | 19.77 |
| 长飞光纤 | 601869 CH | 221.31 | 1.06 | 0.96 | 1.08 | 1.43 | 27.46 | 30.43 | 26.86 | 20.32 |
| 亨通光电 | 600487 CH | 287.45 | 0.72 | 0.81 | 1.03 | 1.32 | 20.36 | 18.08 | 14.30 | 11.14 |
| 中天科技 | 600522 CH | 341.26 | 0.64 | 0.77 | 0.97 | 1.18 | 17.23 | 14.41 | 11.35 | 9.33 |
| 烽火通信 | 600498 CH | 279.08 | 0.84 | 0.78 | 1.00 | 1.22 | 28.11 | 30.45 | 23.52 | 19.41 |
| | | | | | | 均值 | 23.29 | 23.34 | 19.01 | 15.05 |
| 中际旭创 | 300308 CH | 342.32 | 0.72 | 1.21 | 1.64 | 2.06 | 65.69 | 39.06 | 28.77 | 22.93 |
| 新易盛 | 300502 CH | 211.79 | 0.90 | 1.35 | 1.90 | 2.45 | 66.11 | 44.18 | 31.36 | 24.32 |
| 光迅科技 | 002281 CH | 221.34 | 0.53 | 0.74 | 0.90 | 1.08 | 59.25 | 42.68 | 34.81 | 29.17 |
| 天孚通信 | 300394 CH | 119.78 | 0.84 | 1.40 | 1.85 | 2.41 | 70.48 | 42.34 | 31.95 | 24.53 |
| | | | | | | 均值 | 65.28 | 43.07 | 32.71 | 26.00 |
| 星网宇达 | 002829 CH | 66.78 | 0.08 | 0.84 | 1.19 | 1.49 | 512.50 | 48.90 | 34.59 | 27.48 |
| 雷科防务 | 002413 CH | 87.93 | 0.13 | 0.18 | 0.24 | 0.33 | 60.00 | 42.60 | 32.13 | 23.51 |
| 海格通信 | 002465 CH | 256.95 | 0.23 | 0.28 | 0.35 | 0.44 | 48.65 | 40.32 | 31.75 | 25.48 |
| 中海达 | 300177 CH | 81.23 | -0.23 | 0.15 | 0.25 | 0.32 | \ | 80.81 | 49.78 | 38.53 |
| | | | | | | 均值 | | 53.16 | 37.06 | 28.75 |

注: 可比公司预测数据来自于 Wind 一致预期

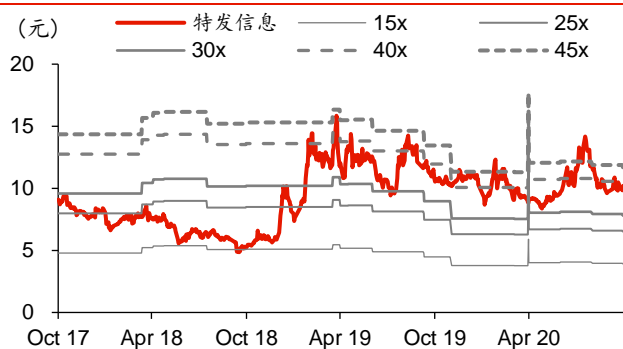
资料来源: Bloomberg, Wind, 华泰证券研究所

风险提示

光纤光缆行业竞争加剧, 导致盈利能力下滑; 受制于一线城市能耗指标收缩, 数据中心业务拓展受到限制。

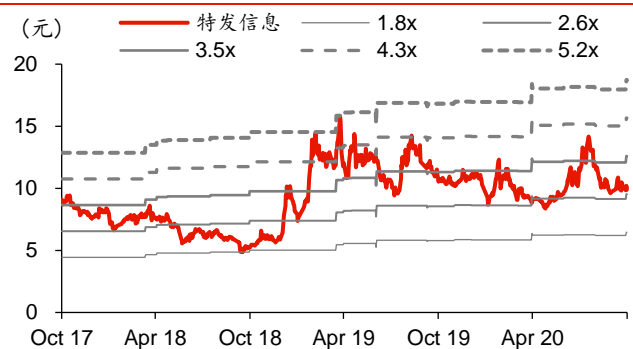
PE/PB - Bands

图表8: 特发信息历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表9: 特发信息历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

| 会计年度 (百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 流动资产 | 5,645 | 5,455 | 4,577 | 5,367 | 6,263 |
| 现金 | 959.22 | 834.67 | 549.19 | 525.24 | 637.26 |
| 应收账款 | 2,485 | 2,507 | 2,077 | 2,125 | 2,777 |
| 其他应收账款 | 78.67 | 115.84 | 66.09 | 153.34 | 112.88 |
| 预付账款 | 117.00 | 195.36 | 96.79 | 255.59 | 171.94 |
| 存货 | 1,718 | 1,555 | 1,542 | 2,062 | 2,318 |
| 其他流动资产 | 287.31 | 246.28 | 246.28 | 246.28 | 246.28 |
| 非流动资产 | 1,908 | 2,169 | 2,095 | 2,129 | 2,191 |
| 长期投资 | 83.30 | 81.57 | 80.25 | 79.12 | 77.90 |
| 固定投资 | 696.87 | 582.75 | 545.59 | 605.80 | 673.51 |
| 无形资产 | 139.95 | 155.06 | 160.84 | 157.01 | 156.28 |
| 其他非流动资产 | 987.67 | 1,350 | 1,308 | 1,288 | 1,283 |
| 资产总计 | 7,553 | 7,624 | 6,672 | 7,497 | 8,454 |
| 流动负债 | 4,275 | 3,904 | 2,951 | 3,490 | 4,060 |
| 短期借款 | 1,111 | 1,369 | 1,200 | 1,439 | 1,592 |
| 应付账款 | 1,164 | 941.52 | 1,125 | 1,279 | 1,643 |
| 其他流动负债 | 2,000 | 1,594 | 626.27 | 772.21 | 826.26 |
| 非流动负债 | 517.61 | 297.59 | 253.36 | 226.22 | 201.89 |
| 长期借款 | 473.61 | 160.62 | 116.39 | 89.25 | 64.92 |
| 其他非流动负债 | 44.01 | 136.97 | 136.97 | 136.97 | 136.97 |
| 负债合计 | 4,792 | 4,202 | 3,205 | 3,717 | 4,262 |
| 少数股东权益 | 444.10 | 508.12 | 519.30 | 555.47 | 600.53 |
| 股本 | 626.99 | 815.00 | 815.00 | 815.00 | 815.00 |
| 资本公积 | 738.85 | 921.90 | 921.90 | 921.90 | 921.90 |
| 留存公积 | 868.82 | 1,164 | 1,253 | 1,569 | 1,964 |
| 归属母公司股东权益 | 2,317 | 2,914 | 2,948 | 3,225 | 3,592 |
| 负债和股东权益 | 7,553 | 7,624 | 6,672 | 7,497 | 8,454 |

现金流量表

| 会计年度 (百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 经营活动现金 | (81.14) | (254.98) | 12.06 | (34.10) | 229.45 |
| 净利润 | 313.18 | 346.24 | 101.86 | 358.49 | 453.87 |
| 折旧摊销 | 118.45 | 129.06 | 91.03 | 102.53 | 113.34 |
| 财务费用 | 77.92 | 80.44 | 69.91 | 81.34 | 92.77 |
| 投资损失 | (1.22) | (1.60) | (1.41) | (1.51) | (1.46) |
| 营运资金变动 | (624.83) | (664.49) | (189.21) | (514.84) | (368.97) |
| 其他经营现金 | 35.36 | (144.63) | (60.11) | (60.11) | (60.11) |
| 投资活动现金 | (655.17) | (30.60) | 44.83 | (75.69) | (113.22) |
| 资本支出 | 192.42 | 137.32 | 18.02 | 138.43 | 176.02 |
| 长期投资 | 0.00 | 1.74 | 1.32 | 1.13 | 1.23 |
| 其他投资现金 | (462.75) | 104.99 | 61.52 | 61.62 | 61.57 |
| 筹资活动现金 | 811.79 | 150.34 | (342.37) | (153.09) | (156.87) |
| 短期借款 | 508.74 | 258.21 | (169.14) | 238.93 | 152.65 |
| 长期借款 | 325.11 | (312.99) | (44.23) | (27.15) | (24.33) |
| 普通股增加 | 0.00 | 188.01 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资本公积增加 | 0.00 | 183.05 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他筹资现金 | (22.06) | (165.93) | (129.01) | (364.87) | (285.19) |
| 现金净增加额 | 75.39 | (138.43) | (285.48) | (262.88) | (40.64) |

利润表

| 会计年度 (百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|---------|---------|----------|---------|---------|
| 营业收入 | 5,706 | 4,656 | 4,355 | 5,252 | 6,373 |
| 营业成本 | 4,776 | 3,821 | 3,616 | 4,207 | 5,113 |
| 营业税金及附加 | 24.14 | 25.60 | 22.42 | 27.15 | 31.94 |
| 营业费用 | 114.33 | 155.67 | 152.42 | 157.57 | 184.80 |
| 管理费用 | 105.77 | 128.74 | 126.29 | 131.31 | 140.20 |
| 财务费用 | 77.92 | 80.44 | 69.91 | 81.34 | 92.77 |
| 资产减值损失 | (59.38) | (86.20) | (108.87) | (68.28) | (76.47) |
| 公允价值变动收益 | 2.43 | 60.11 | 60.11 | 60.11 | 60.11 |
| 投资净收益 | 1.22 | 1.60 | 1.41 | 1.51 | 1.46 |
| 营业利润 | 355.31 | 410.10 | 116.19 | 407.88 | 516.14 |
| 营业外收入 | 1.16 | 28.64 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业外支出 | 3.22 | 43.18 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 353.24 | 395.55 | 116.19 | 407.88 | 516.14 |
| 所得税 | 40.06 | 49.31 | 14.33 | 49.39 | 62.26 |
| 净利润 | 313.18 | 346.24 | 101.86 | 358.49 | 453.87 |
| 少数股东损益 | 37.53 | 23.06 | 11.18 | 36.17 | 45.06 |
| 归属母公司净利润 | 275.65 | 323.18 | 90.68 | 322.32 | 408.81 |
| EBITDA | 514.38 | 563.76 | 244.37 | 548.70 | 672.17 |
| EPS (元, 基本) | 0.34 | 0.40 | 0.11 | 0.39 | 0.50 |

主要财务比率

| 会计年度 (%) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------|--------|---------|---------|--------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 4.26 | (18.40) | (6.47) | 20.61 | 21.33 |
| 营业利润 | 4.64 | 15.42 | (71.67) | 251.05 | 26.54 |
| 归属母公司净利润 | 3.78 | 17.24 | (71.94) | 255.47 | 26.83 |
| 获利能力 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 16.30 | 17.92 | 16.96 | 19.90 | 19.76 |
| 净利率 | 5.49 | 7.44 | 2.34 | 6.83 | 7.12 |
| ROE | 11.34 | 10.12 | 2.94 | 9.48 | 10.83 |
| ROIC | 13.75 | 12.85 | 4.39 | 10.95 | 12.39 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 63.45 | 55.11 | 48.03 | 49.58 | 50.42 |
| 净负债比率 (%) | 24.91 | 22.93 | 24.63 | 28.86 | 26.47 |
| 流动比率 | 1.32 | 1.40 | 1.55 | 1.54 | 1.54 |
| 速动比率 | 0.84 | 0.93 | 0.97 | 0.85 | 0.91 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.84 | 0.61 | 0.61 | 0.74 | 0.80 |
| 应收账款周转率 | 2.51 | 1.87 | 1.90 | 2.50 | 2.60 |
| 应付账款周转率 | 3.64 | 3.63 | 3.50 | 3.50 | 3.50 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.34 | 0.40 | 0.11 | 0.39 | 0.50 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | (0.10) | (0.31) | 0.01 | (0.04) | 0.28 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 2.74 | 3.55 | 3.59 | 3.93 | 4.38 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE (倍) | 29.33 | 25.01 | 89.15 | 25.08 | 19.77 |
| PB (倍) | 3.62 | 2.79 | 2.75 | 2.52 | 2.26 |
| EV_EBITDA (倍) | 17.88 | 16.50 | 38.39 | 17.60 | 14.46 |

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，王林、付东、余熠，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。本报告仅供本公司客户使用。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，本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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，本公司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。本公司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。

本公司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，本公司及其所属关联机构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。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。投资者应当考虑到本公司及/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本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

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》第571章所定义之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

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（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）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。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

- 分析师王林、付东、余熠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。声明中所提及的“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

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2020年华泰证券股份有限公司

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