

成本端上升业绩承压，电车用磁材占比大幅提升

2023 年 04 月 06 日

► **2023 年 3 月 31 日，公司发布 2022 年年报。**2022 年，公司实现营收 71.65 亿元，同比增长 75.6%；归母净利润 7.03 亿元，同比增长 55.1%；扣非归母净利润 6.82 亿元，同比增长 61.2%。2022Q4，公司实现营收 19.52 亿元，同比增长 68%、环比增长 2.2%；归母净利润 0.16 亿元，同比减少 84.3%、环比减少 92.8%；扣非归母净利润 0.12 亿元，同比减少 87.4%、环比减少 94.4%。业绩位于业绩预告下限。

► **2022 年产品量价齐升，归母净利润创上市以来最好成绩。**归母净利润增长主要得益于毛利同比增长 2.44 亿元，费用和税金同比减少，增利 0.34 亿元。①**价：**2022 年公司产品平均售价同比增加 43.6%至 50.52 万元/吨，主要得益于产品结构调整以及稀土价格提升。②**量：**2022 年公司钕铁硼成品销量同比增加 12.4%至 12041 吨，产量同比增长 23.8%至 12786 吨，产销量的增长主要得益于包头工厂一期项目 6 月满产贡献增量，其中使用晶界渗透技术的产品达到 9965 吨，占比达 77.94%，同比增长 64.3%。③**利润：**尽管售价大幅增长，但由于原料价格也有同步上行，2022 年单吨成本同比增长 55%，因此单吨毛利同比仅增长 0.13 万元/吨至 7.63 万元/吨。④**费用：**得益于募集资金在二三季度人民币贬值过程中获得的汇兑收益，公司 2022 年财务费用同比减少 2.35 亿元。

► **分季度来看：2022Q4 归母净利环比下降 2.07 亿元，主要原因是毛利环比减少 1 亿元（产量环比持平，成本环比上升），以及费用和税金同比增加 9080 万元。**①**价：**2022Q4 公司产品平均售价增加至 47.7 万元/吨（以产量计算），相比于 2022Q3 均价增加 0.3 万元/吨。②**量：**2022Q4 公司钕铁硼成品产量同比增加 31.92%，环比减少 0.7%至 3265 吨，产量环比略有下降主要是因为受疫情影响，产能利用率未能开满。③**利：**Q4 营业成本环比增加 2.3 亿元，单吨成本环比上涨 7.13 万元，导致 Q4 毛利率环比下降 5.45pct，同比下降 11.56pct 至 9.76%。④**费用端：**年底集中计提研发费用使得研发费用环比增长 3598 万元，此外 Q4 由于汇兑收益减少，使得利息支出等费用项目成为财务费用的主要内容，因此财务费用环比增加 5172 万元，费用端增加拖累 Q4 盈利。

► **投资建议：**公司包头基地一期项目 8000 吨高性能磁材项目，已于 22 年 6 月底已完全达产，截至 2022 年底公司已具备年产 2.3 万吨毛坯的生产能力。远期 2025 年公司规划毛坯产能由当前的 2.3 万吨增加至 4 万吨（增量为包头 1.2 万吨，宁波 3000 吨，赣州 2000 吨），成长空间广阔。我们预计 2023/2024/2025 年分别实现归母净利润 8.48/10.86/13.46 亿元，同比分别增加 20.7%/28.0%/24.0%，EPS 分别为 1.01/1.30/1.61 元/股。对应 4 月 6 日收盘价的 PE 分别为 29/22/18X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**稀土价格下跌，项目投产进度不及预期，行业竞争加剧的风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	7165	9541	12393	15392
增长率（%）	75.6	33.2	29.9	24.2
归属母公司股东净利润（百万元）	703	848	1086	1346
增长率（%）	55.1	20.7	28.0	24.0
每股收益（元）	0.84	1.01	1.30	1.61
PE	34	29	22	18
PB	3.6	3.3	3.0	2.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 6 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

28.90 元


分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理 张弋清

执业证书：S0100121120057

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

相关研究

1.金力永磁 (300748.SZ) 2022 年半年报点评：量价齐升创历史最佳业绩，成长逻辑不断兑现-2022/08/25

2.金力永磁 (300748.SH) 2021 年年报点评：量价齐升推动利润释放，产能扩张未来业绩可期-2022/04/07

目录

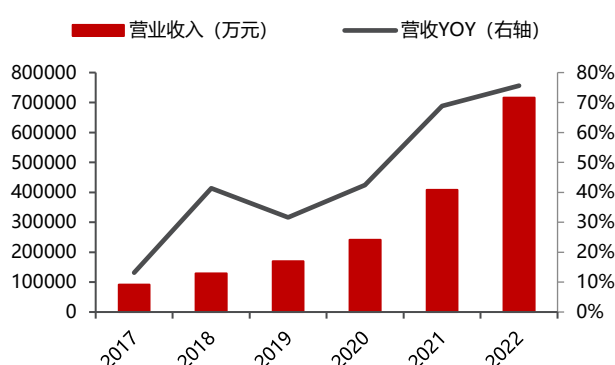
1 事件：公司发布 2022 年年报	3
2 点评：2022 年归母净利创新高，成本抬升致 Q4 业绩承压	4
2.1 2022 年度业绩：量价齐升业绩刷新上市以来新高.....	4
2.2 2022Q4 业绩：成本上升致净利润同比环比大幅下降.....	7
2.3 公司产能进一步提升，远期磁材产能将达 4 万吨.....	9
3 盈利预测与投资建议	10
4 风险提示	11
插图目录	13
表格目录	13

1 事件：公司发布 2022 年年报

公司发布 2022 年年报。2022 年,公司实现营收 71.65 亿元,同比增长 75.6%;归母净利润 7.03 亿元,同比增长 55.1%;扣非归母净利 6.82 亿元,同比增长 61.2%。

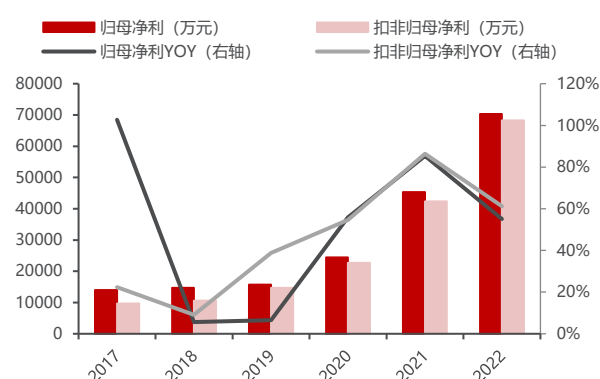
单季度来看, 2022Q4, 公司实现营收 19.52 亿元, 同比增长 68%、环比增长 2.2%; 归母净利润 0.16 亿元, 同比减少 84.3%、环比减少 92.8%; 扣非归母净利 0.12 亿元, 同比减少 87.4%、环比减少 94.4%。业绩位于业绩预告下限。

图1：2022 年, 公司营收同比增加 75.6%



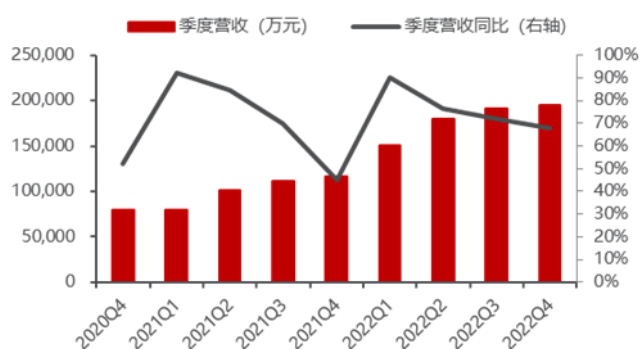
资料来源：wind, 民生证券研究院

图2：2022 年, 公司归母净利润同比增加 55.1%



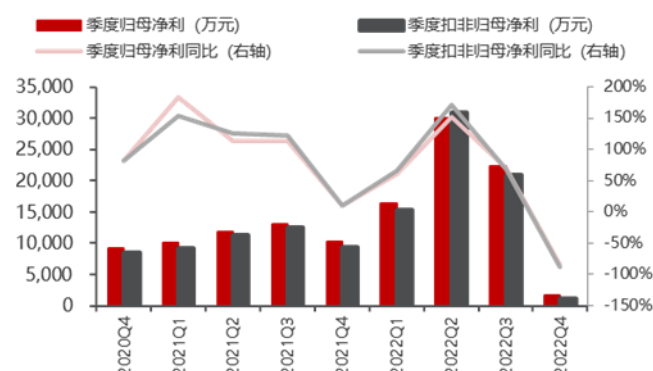
资料来源：wind, 民生证券研究院

图3：2022Q4, 公司营收同比增加 68%



资料来源：wind, 民生证券研究院

图4：2022Q4, 公司归母净利润同比减少 84.3%



资料来源：wind, 民生证券研究院

2 点评：2022 年归母净利创新高，成本抬升致 Q4 业绩承压

2.1 2022 年度业绩：量价齐升业绩刷新上市以来新高

2022 年公司实现营收 71.65 亿元，同比增长 75.6%，其中钕铁硼磁钢的营收为 60.83 亿元，分板块来看：

公司在新能源汽车及汽车零部件领域实现收入 28.89 亿元，同比增长 174.97%，2022 年公司新能源汽车驱动电机磁钢产品销售量可装配新能源乘用车约 286 万辆，全球市场占有率约 28%。公司客户覆盖全球前十大新能源汽车生产商，是比亚迪、特斯拉等新能源汽车驱动电机的磁钢供应商。

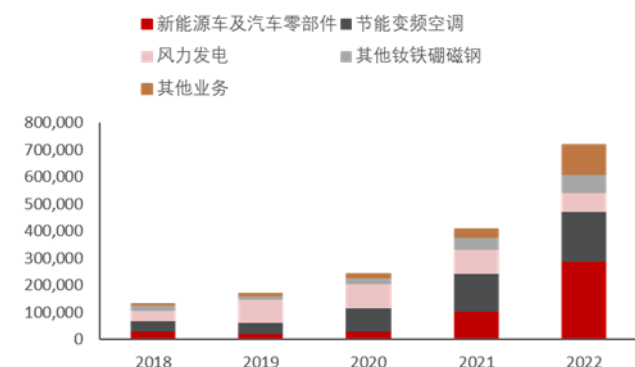
公司在节能变频空调领域实现收入 18.32 亿元，同比增长 30.86%，2022 年公司节能变频空调磁钢产品销售量可装配变频空调压缩机约 5,028 万台。公司客户覆盖全球变频空调压缩机前十大生产商中的八家，是美的、格力等知名品牌的重要磁钢供应商。

公司在风力发电领域实现收入达 7.18 亿元，2022 年公司风电磁钢产品销售量可装配风机的装机容量约 8.29GW。公司客户覆盖全球前五大风电整机厂商中的四家，包括金风科技、西门子-歌美飒等。

公司在机器人及工业伺服电机领域实现收入达 2.53 亿元，同比增长 145.17%。主要客户包括博世力士乐等；公司在 3C 领域实现收入达 1.96 亿元，同比增长 22.33%。

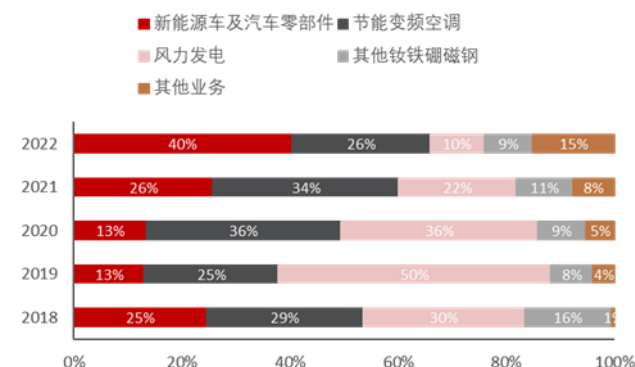
除了聚焦以上五大核心领域，公司还积极布局轨道交通等新能源及节能环保领域。2022 年 8 月，世界首条永磁磁浮轨道交通系统工程试验线——“红轨”在赣州市兴国县顺利建成，该试验线的磁浮空轨车辆“兴国号”所用磁钢由公司参与供应。

图5：2022 年，钕铁硼磁钢板块营收为 60.83 亿元（单位：万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图6：2022 年，新能源车及汽车零部件营收占比为 40%



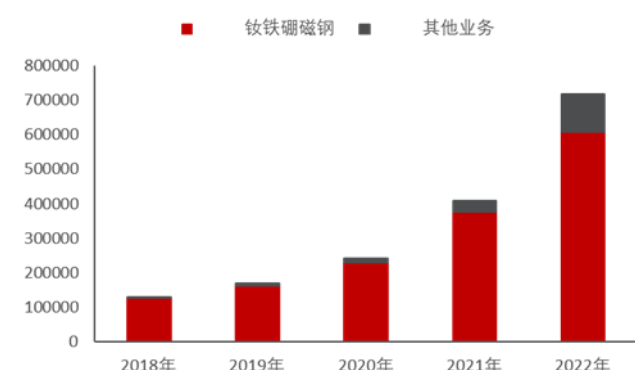
资料来源：wind，民生证券研究院

2022 年公司取得优异业绩,主要来自钕铁硼磁钢业务的增长,其营收同比增长 61.5%至 60.83 亿元,营收占比为 85%,毛利同比增长 14.3%至 9.18 亿元,毛利占比为 79.2%。

量: 产品产销量同比增长。2022 年 6 月,公司包头生产基地一期 8000 吨“高性能稀土永磁材料基地项目”达产,为市场开拓提供了产能保障。截至 2022 年底,公司烧结钕铁硼永磁材料毛坯产能为 2.3 万吨;钕铁硼磁钢成品产量为 12786 吨,同比增长 23.8%,销量约为 12041 吨,同比增长 12.4%。2022 年,公司使用晶界渗透技术生产 9965 吨高性能稀土永磁材料产品,同比增长 64.33%,占同期公司产品总产量的 77.94%,较上年同期提高了 19 个百分点,其中超高牌号产品约为 6124 吨,占同期公司产品总产量的 47.90%。

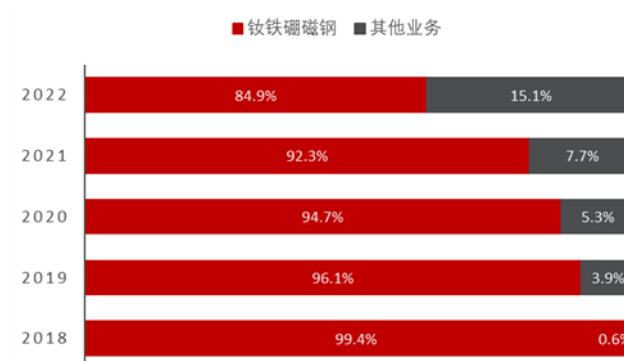
价格与成本: 价格和成本均上涨, 单吨毛利同比去年略有增长。由于原料稀土价格上涨, 2022 年公司钕铁硼磁材成品的单吨销售成本上涨 55.0%至 42.9 万元/吨。同时由于钕铁硼行业一般采取成本加成的定价方式, 因此公司产品的售价也同比增长 43.6%至 50.5 万元/吨, 单价的绝对额涨幅与成本涨幅基本持平, 因此, 2022 年公司钕铁硼磁钢单吨毛利同比小幅上升 1.7%至 7.63 万元/吨。

图7: 2018-2022 年公司分产品营收 (单位: 万元)



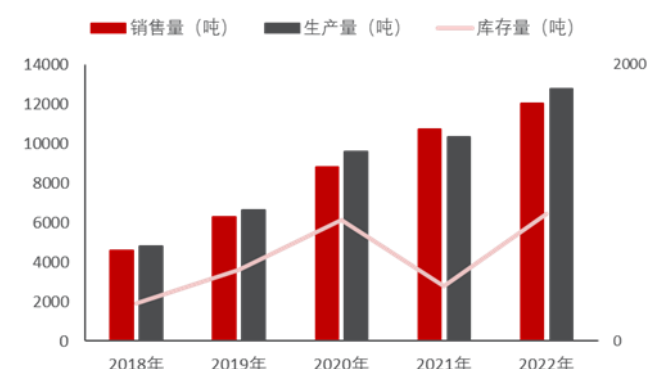
资料来源: wind, 民生证券研究院

图8: 2022 年, 公司钕铁硼磁钢营收占比为 85%



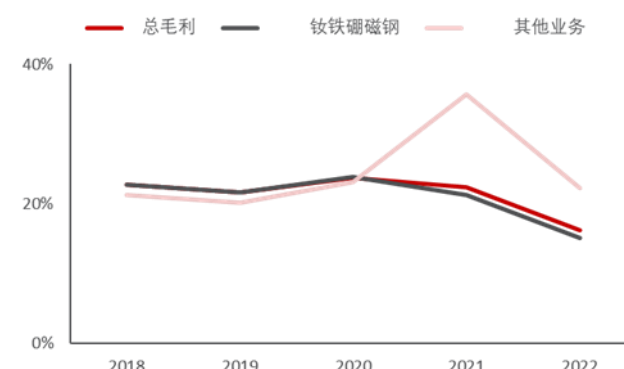
资料来源: wind, 民生证券研究院

图9: 2018-2022 年烧结钕铁硼磁钢产销量及库存



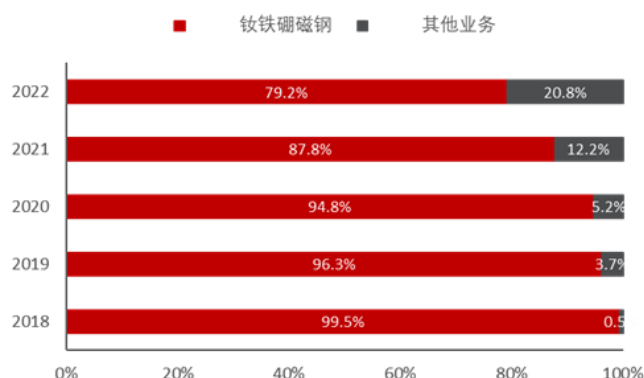
资料来源: wind, 民生证券研究院

图10: 2022 年公司整体毛利率为 16.18%



资料来源: wind, 民生证券研究院

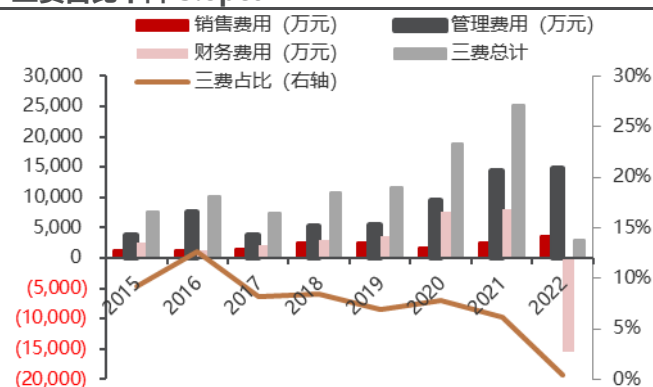
图11：2022 年钕铁硼磁钢毛利占比达到 79.2%



资料来源：wind，民生证券研究院

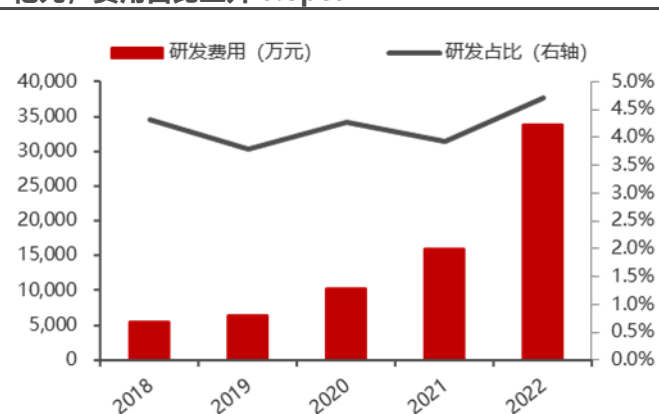
2022 年公司净利率下降 1.29pct 至 9.83%，净利率的下降主要来自于公司期间毛利率的下降和研发费用的上涨。1) **毛利率**：2022 年营业成本中直接材料成本增长较快，以及包头工厂投产初期处于产能爬坡阶段，产品产量以及产能利用率提升的过程中产品单位制造成本偏高，拉低了公司整体毛利率与水平，进一步导致公司净利率下降。2) **研发费用**：2022 年，公司研发费用 3.4 亿元，同比增长 110.71%，占营业收入的比例为 4.71%。研发费用的提升主要因为公司加大研发投入所致，其中，第四季度研发费用约 1.16 亿元，较前三季度均值增加约 4,300 万元。公司具备行业领先的晶界渗透技术。一方面，公司通过配方优化降低乃至消除高性能钕铁硼永磁材料生产过程中的中重稀土的添加，帮助风电行业的客户降低其生产成本。另一方面，在新能源汽车及节能变频空调等领域，公司采用晶界渗透技术不断开发出高牌号产品，并根据客户需求实现大规模生产交付，在大幅减少中重稀土用量的同时而维持磁材产品的高性能。

图12：2022 年，公司三费同比下降 88%至 0.30 亿元，三费占比下降 5.8pct



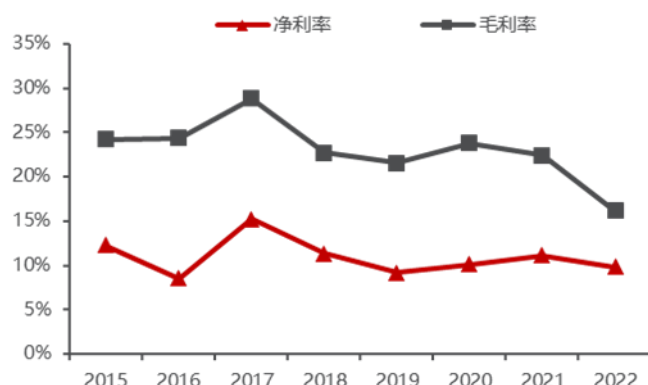
资料来源：wind，民生证券研究院

图13：2022 年，公司研发费用同比增长 110.7%至 3.4 亿元，费用占比上升 0.8pct



资料来源：wind，民生证券研究院

图14：2022 年，公司净利率同比下降 1.29pct 至 9.83%

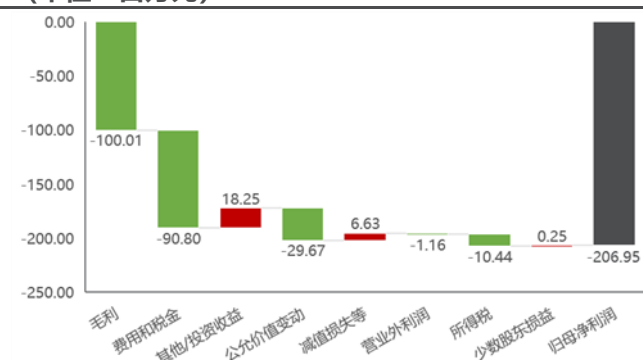


资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 2022Q4 业绩：成本上升致净利润同比环比大幅下降

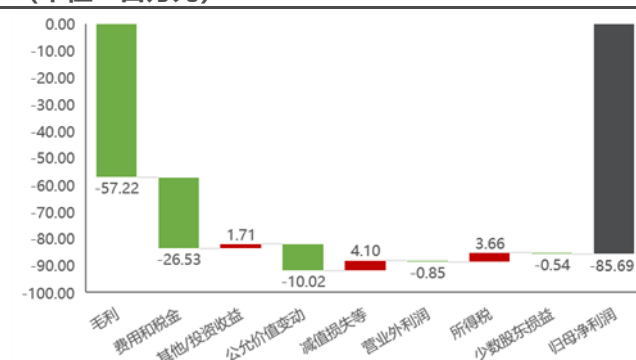
2022Q4，公司归母净利润为 1695 万元，同比减少 8569 万元，环比减少 20694 万元，分拆来看，归母净利润的减少主要是受毛利的影响。2022 年前两季度稀土原材料市场价格处于高位，第三、四季度价格相对回落。由于公司采用以销定产的模式，需要保持一定的稀土原材料库存，而从原材料投入、产品生产到最终的销售收入确认，有一定的时间周期，导致第四季度产品库存成本偏高，叠加四季度疫情、产能爬坡影响，钕铁硼磁材毛利下降。同比的其他减利点还有：费用和税金（-2653 万）、公允价值变动（-1002 万元）、营业外利润（-85 万元），少数股东权益（-54 万元）；增利点则有：主要由汇兑收益带来的额外利息收入（+7132 万元）、其他/投资收益（+171 万元）、减值损失（+410 万元）、所得税（+366 万元）等。

图15：2022Q4，公司归母净利润环比减少 2.07 亿元（单位：百万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图16：2022Q4，公司归母净利润同比减少 8569 万元（单位：百万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

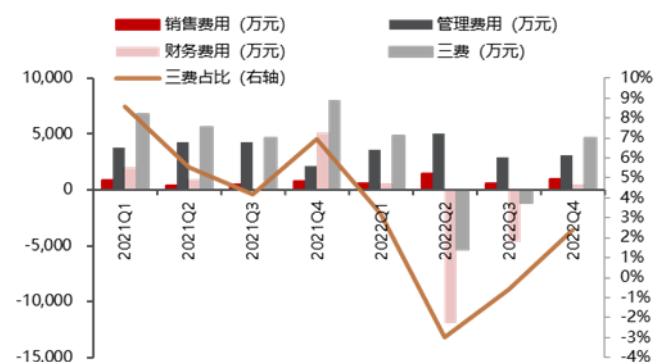
2022Q4 公司三费环比增长 504%至 4632 万元，2022Q4 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别环比+0.2pct、+0.1pct 和+2.7pct，至 0.5%、1.6%

和 0.3%。2022 年公司全年实现汇兑收益约 1.83 亿元，主要是在前三季度取得，Q4 由于汇兑收益减少，使得利息支出等费用项目成为财务费用的主要内容，因此 Q4 财务费用较前三季度均值增加约 5,800 万元。

2022 年 Q4 研发费用为 11639 万元。 Q4 研发费用较前三季度均值增加约 4,300 万元。研发费用的增长是因为公司不断持续投入科研，提高产品质量和技术工艺水平，截止至 2022 年末，公司已拥有专利 60 件，其中授权发明专利 28 件，授权实用新型专利 32 件，2022 年内新增发明专利授权 5 件，新增 13 件受理发明专利。

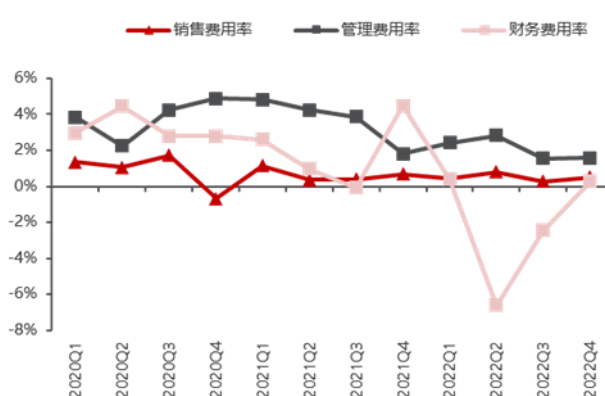
2022Q4 公司净利率下降 10.87pct 至 0.86%。 主要由于营业成本与期间费用率的上升，使得净利率下降。

图17：2022Q4，公司三费占比为 2.4%



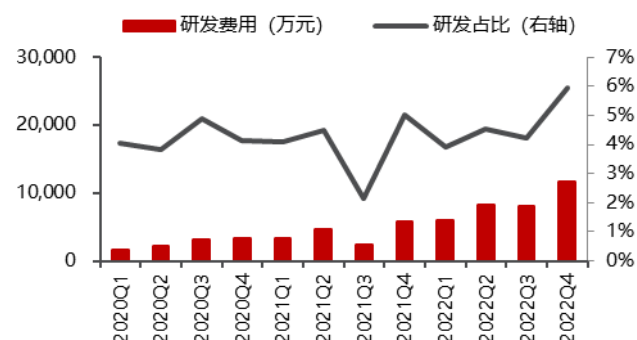
资料来源：wind，民生证券研究院

图18：2022Q4，公司财务费用率为 0.3%



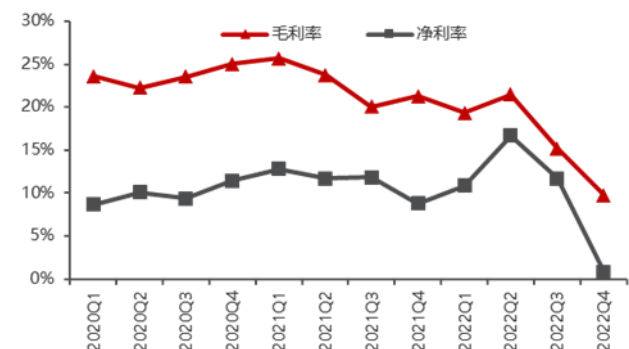
资料来源：wind，民生证券研究院

图19：2022Q4，公司研发费用为 1.16 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图20：2022Q4，公司净利率为 0.86%



资料来源：wind，民生证券研究院

2.3 公司产能进一步提升，远期磁材产能将达 4 万吨

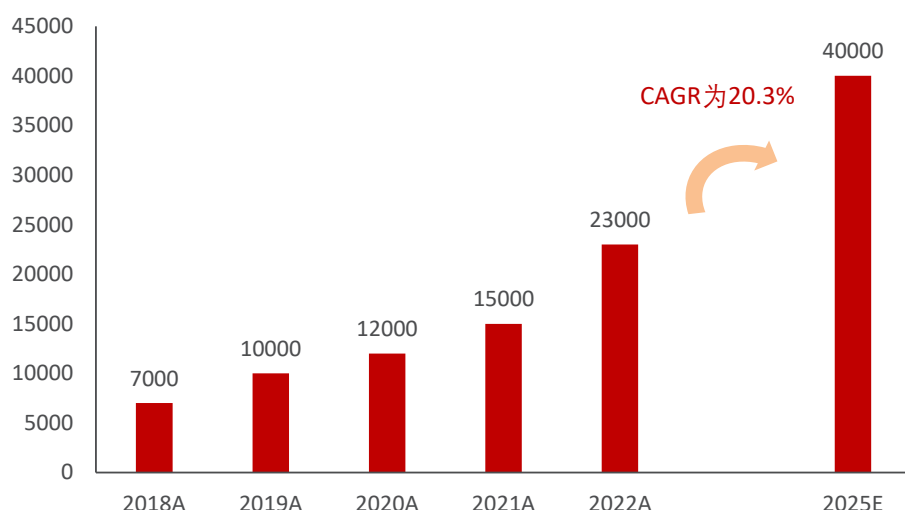
高性能钕铁硼磁材产品方面，1) 公司在包头投资建设的“高性能稀土永磁材料基地项目”在 2021 年底竣工，该项目已于 2022 年 6 月达产，形成 8,000 吨/年的高性能稀土永磁材料生产能力。另外，年产 12,000 吨的包头二期项目也于 2022 年开工。2) 宁波“年产 3,000 吨高端磁材及 1 亿台套组件项目”项目已经开工建设，预计 2023 年可以建成投产。3) 公司还规划了赣州投资建设年产 2000 吨高效节能电机用磁材基地项目。

稀土原材料供应方面，公司与包括南方稀土集团、北方稀土集团在内的重要稀土原材料供应商建立了稳定的合作关系，从而保证原材料的供应，和未来产能的释放。

远期产能规划：目前高性能钕铁硼磁材受益于下游新能源汽车、风电、工业电机等领域的蓬勃发展拉动需求，磁材产销两旺，未来随着宁波项目、包头二期项目、赣州本部项目的逐步投产，公司计划于“十四五”末达到 40000 吨高性能钕铁硼永磁材料的产能，其中赣州 17000 吨/年，包头 20000 吨/年，宁波 3000 吨/年，2022-2025 年的产能 CAGR 将达到 20.3%。

此外，公司的海外布局也值得期待。公司还在墨西哥投资建设“废旧磁钢综合利用项目”，布局城市矿山，项目达产后形成年处理 5000 吨废旧磁钢综合利用及配套年产 3000 吨高端磁材产品的生产能力。

图21：2022-2025 年，公司规划钕铁硼磁材产能 CAGR 达到 20.3% (单位：吨)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

3 盈利预测与投资建议

公司包头基地一期项目 8000 吨高性能磁材项目, 已于 22 年 6 月底已完全达产, 截至 2022 年底公司已具备年产 2.3 万吨毛坯的生产能力。远期 2025 年公司规划毛坯产能由当前的 2.3 万吨增加至 4 万吨 (增量为包头 1.2 万吨, 宁波 3000 吨, 赣州 2000 吨), 成长空间广阔。我们预计 2023/2024/2025 年分别实现归母净利润 8.48/10.86/13.46 亿元, 同比分别增加 20.7%/28.0%/24.0%, EPS 分别为 1.01/1.30/1.61 元/股。对应 4 月 6 日收盘价的 PE 分别为 29/22/18X, 维持“推荐”评级。

4 风险提示

1) 稀土价格下跌。公司高性能钕铁硼永磁材料业务所需的主要原材料为钕、镨钕、铽和镝铁等稀土金属及稀土合金。在生产过程中，公司存在库存收益，若稀土价格大幅下跌，或造成较大的库存损失，影响公司的盈利。

2) 项目投产进度不及预期。如果在项目建设及投产过程中，宏观经济环境、产业发展趋势等因素发生重大不利变化，将可能导致项目周期延长或者实施效果低于预期，给公司已定点项目未来订单交付带来不利影响，无法达到预期收益。

3) 行业竞争加剧的风险。随着国内钕铁硼永磁材料生产厂家的产量不断增加，高性能钕铁硼永磁材料行业的竞争也日益加剧，公司面临因行业竞争加剧而导致盈利能力下降、客户流失和新客户获取成本提高等不利影响，存在行业竞争加剧的风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	7165	9541	12393	15392
营业成本	6006	7922	10290	12772
营业税金及附加	25	33	43	53
销售费用	36	48	62	78
管理费用	148	191	248	308
研发费用	337	448	582	723
EBIT	635	927	1205	1504
财务费用	-154	2	20	35
资产减值损失	-10	0	0	0
投资收益	-11	0	0	0
营业利润	769	925	1184	1468
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	767	925	1184	1468
所得税	62	74	95	117
净利润	705	851	1089	1350
归属于母公司净利润	703	848	1086	1346
EBITDA	748	1044	1362	1703

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4130	3863	3649	3864
应收账款及票据	2741	3609	4688	5822
预付款项	37	127	164	204
存货	1931	2171	2678	3149
其他流动资产	288	350	400	454
流动资产合计	9127	10120	11579	13493
长期股权投资	5	5	5	5
固定资产	1312	1622	1863	2104
无形资产	218	218	218	218
非流动资产合计	2093	2439	2698	2957
资产合计	11220	12559	14278	16450
短期借款	945	1145	1345	1545
应付账款及票据	2603	2822	3665	4549
其他流动负债	562	756	585	724
流动负债合计	4111	4723	5595	6819
长期借款	200	400	550	650
其他长期负债	121	121	121	121
非流动负债合计	321	521	671	771
负债合计	4433	5245	6266	7589
股本	838	838	838	838
少数股东权益	3	5	9	13
股东权益合计	6788	7314	8012	8861
负债和股东权益合计	11220	12559	14278	16450

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	75.61	33.16	29.89	24.20
EBIT 增长率	10.30	45.99	29.93	24.85
净利润增长率	55.09	20.69	28.04	23.98
盈利能力 (%)				
毛利率	16.18	16.97	16.97	17.02
净利率	9.81	8.89	8.76	8.75
总资产收益率 ROA	6.26	6.75	7.61	8.18
净资产收益率 ROE	10.36	11.60	13.57	15.22
偿债能力				
流动比率	2.22	2.14	2.07	1.98
速动比率	1.73	1.65	1.55	1.48
现金比率	1.00	0.82	0.65	0.57
资产负债率 (%)	39.51	41.76	43.88	46.13
经营效率				
应收账款周转天数	111.67	111.35	111.35	111.35
存货周转天数	117.36	100.00	95.00	90.00
总资产周转率	0.83	0.80	0.92	1.00
每股指标 (元)				
每股收益	0.84	1.01	1.30	1.61
每股净资产	8.10	8.72	9.55	10.56
每股经营现金流	0.37	0.21	0.73	1.14
每股股利	0.26	0.47	0.60	0.74
估值分析				
PE	34	29	22	18
PB	3.6	3.3	3.0	2.7
EV/EBITDA	28.83	21.28	16.50	13.25
股息收益率 (%)	0.90	1.62	2.07	2.57

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	705	851	1089	1350
折旧和摊销	112	117	158	199
营运资金变动	-486	-847	-698	-675
经营活动现金流	310	172	616	955
资本开支	-582	-460	-414	-455
投资	-173	0	0	0
投资活动现金流	-754	-460	-414	-455
股权募资	3450	0	0	0
债务募资	-591	400	45	300
筹资活动现金流	2436	21	-416	-284
现金净流量	2145	-267	-215	215

插图目录

图 1: 2022 年, 公司营收同比增加 75.6%	3
图 2: 2022 年, 公司归母净利润同比增加 55.1%	3
图 3: 2022Q4, 公司营收同比增加 68%	3
图 4: 2022Q4, 公司归母净利润同比减少 84.3%	3
图 5: 2022 年, 钕铁硼磁钢板块营收为 60.83 亿元 (单位: 万元)	4
图 6: 2022 年, 新能源车及汽车零部件营收占比为 40%	4
图 7: 2018-2022 年公司分产品营收 (单位: 万元)	5
图 8: 2022 年, 公司钕铁硼磁钢营收占比为 85%	5
图 9: 2018-2022 年烧结钕铁硼磁钢产销量及库存	5
图 10: 2022 年公司整体毛利率为 16.18%	5
图 11: 2022 年钕铁硼磁钢毛利占比达到 79.2%	6
图 12: 2022 年, 公司三费同比下降 88% 至 0.30 亿元, 三费占比下降 5.8pct	6
图 13: 2022 年, 公司研发费用同比增长 110.7% 至 3.4 亿元, 费用占比上升 0.8pct	6
图 14: 2022 年, 公司净利率同比下降 1.29pct 至 9.83%	7
图 15: 2022Q4, 公司归母净利润环比减少 2.07 亿元 (单位: 百万元)	7
图 16: 2022Q4, 公司归母净利润同比减少 8569 万元 (单位: 百万元)	7
图 17: 2022Q4, 公司三费占比为 2.4%	8
图 18: 2022Q4, 公司财务费用率为 0.3%	8
图 19: 2022Q4, 公司研发费用为 1.16 亿元	8
图 20: 2022Q4, 公司净利率为 0.86%	8
图 21: 2022-2025 年, 公司规划钕铁硼磁材产能 CAGR 达到 20.3% (单位: 吨)	9

表格目录

盈利预测与财务指标	1
公司财务报表数据预测汇总	12

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026