

业绩符合预期，低成本锂云母龙头持续放量

2023 年 03 月 21 日

► **事件：3 月 20 日公司发布 2022 年报。** (1) 2022 年公司实现营收 155.79 亿元，同比增加 116.39%；归母净利润 63.20 亿元，同比增加 612.42%；扣非归母净利润 61.76 亿元，同比增加 707.99%。(2) 2022Q4 公司实现营收 47.13 亿元，同比增加 106.96%，环比增加 5.86%；归母净利润 20.49 亿元，同比增长 508.56%，环比增加 2.10%；扣非归母净利 20.28 亿元，同比增加 549.37%、环比增加 3.23%。(3) 公司拟每 10 股派 50 元转增 3 股。

► **2022 年业绩分析：锂盐产线产能释放，特钢业务有所承压。** (1) 锂盐业务扩产顺利，迎来量价齐升，贡献利润的主要增量：1. 产能持续扩张：2022 年公司年产 2 万吨电池级碳酸锂项目实现全面达产，年产 300 万吨锂矿石技改扩建项目建成投产，化山瓷石矿采矿许可证证载生产规模已由 100 万吨/年变更为 300 万吨/年。2. 量价齐升业绩释放：2022 年公司实现碳酸锂销量 1.97 万吨，同比增长 75.47%；实现营业收入 87.38 亿元，同比增长 613.92%；归母净利润 59.63 亿元，同比增长 1169.80%，据此测算锂盐单吨税后净利润高达 30.27 万元，锂价高位、产能释放带动业绩大幅提升。(2) 特钢新材料业务承压但韧性凸显：2022 年公司特钢新材料业务经营承压，业绩虽有所下滑，但盈利能力仍维持稳定，实现营业收入 68.41 亿元，同比增长 14.49%；归母净利润 3.57 亿元，同比降低 14.60%。(3) 锂离子电池业务：项目全面投产，产品获得客户和市场认可。公司超宽温区超长寿命锂离子电池成功参与浙江省新型储能电网侧示范项目宁波朗辰新能源有限公司 50MW/100MWh 独立储能电站项目，目前第一批产品已成功供货。

► **2022Q4 业绩分析：环保事件影响有限，业绩仍然维持增长。** 1) 锂盐业务：Q4 公司锂盐贡献利润 19.3 亿元，实现销量约 5930 吨，环比下滑约 7.2%，主要受环保事件停产影响，据此测算单吨净利润高达约 32.5 万元。(2) 特钢业务：Q4 贡献约 1.17 亿元净利润，经营环比大幅改善，未来值得期待。

► **锂采选产能不断扩张，构成未来业绩增长的基石。** 据公司年报，公司旗下 180 万吨/年锂矿石高效选矿与综合利用项目已投产，产能利用率快速攀升；年产 300 万吨锂矿石技改扩建项目建成投产，化山瓷石矿采矿许可证证载生产规模已由 100 万吨/年变更为 300 万吨/年，为锂电新能源业务发展有效地提供了原材料保障，为未来产能扩建打下坚实基础。

► **投资建议：** 公司锂资源增储顺利完成，远期成长空间打开，另外公司特钢新材料业务盈利稳定，我们假设 2023-2025 年碳酸锂含税均价为 25/22/20 万元/吨，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 40.73/44.71/47.99 亿元，对应 3 月 20 日收盘价的 PE 为 9/8/7，维持“推荐”评级。

► **风险提示：** 需求不及预期，锂价大幅下跌及自身项目不及预期风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	15,579	13,478	14,629	15,691
增长率 (%)	116.4	-13.5	8.5	7.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	6,320	4,073	4,471	4,799
增长率 (%)	612.4	-35.5	9.8	7.3
每股收益 (元)	15.24	9.82	10.78	11.57
PE	6	9	8	7
PB	2.85	2.17	1.72	1.40

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 3 月 20 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

84.51 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

电话：021-80508866

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 张航

执业证书：S0100522080002

电话：13148188873

邮箱：zhanghang@mszq.com

相关研究

1. 永兴材料 (002756.SZ) 2022 年半年报点评：最佳单季度业绩，静待采选冶一体化产能扩张-2022/08/09

2. 永兴材料 (002756.SZ) 2021 年年报及 22 Q1 季报点评：特钢行业需求提振，锂业务增长逻辑清晰-2022/04/26

目录

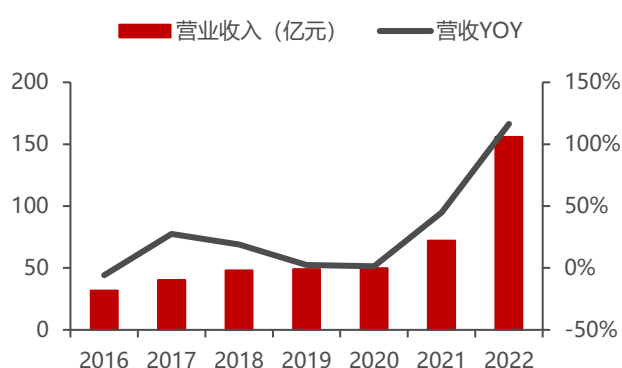
1 公司发布 2022 年报，创造历史最佳年度业绩	3
2 向管理要效益，期间费用率保持低位	4
3 锂盐业务量价齐升，特钢新材料业绩承压	6
3.1 产品角度：锂盐产品量价齐升，贡献主要业绩	6
3.2 子公司角度：锂电业务子公司业绩实现较大提升	8
4 锂资源增储顺利完成，远期成长空间打开	9
5 盈利预测与投资建议	11
6 风险提示	12
插图目录	14
表格目录	14

1 公司发布 2022 年报，创造历史最佳年度业绩

公司发布 2022 年年报：2022 年公司实现营收 155.79 亿元，同比增加 116.39%；归母净利润 63.20 亿元，同比增加 612.42%；扣非归母净利润 61.76 亿元，同比增加 707.99%。公司拟每 10 股派 50 元转增 3 股。

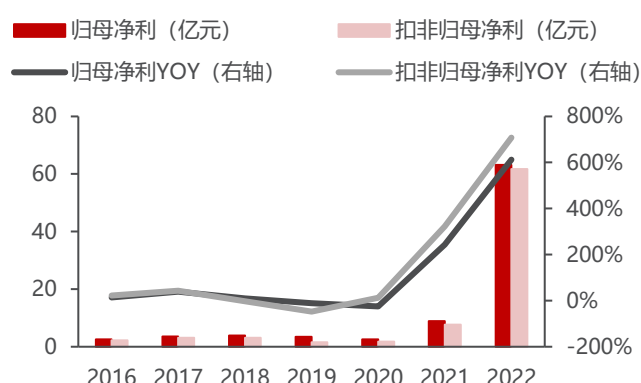
分季度来看，2022Q4，公司实现营收 47.13 亿元，同比增加 106.96%，环比增加 5.86%；归母净利润 20.49 亿元，同比增长 508.56%，环比增加 2.10%；扣非归母净利润 20.28 亿元，同比增加 549.37%，环比增加 3.23%。

图1：2022 年，公司实现营收 155.79 亿元



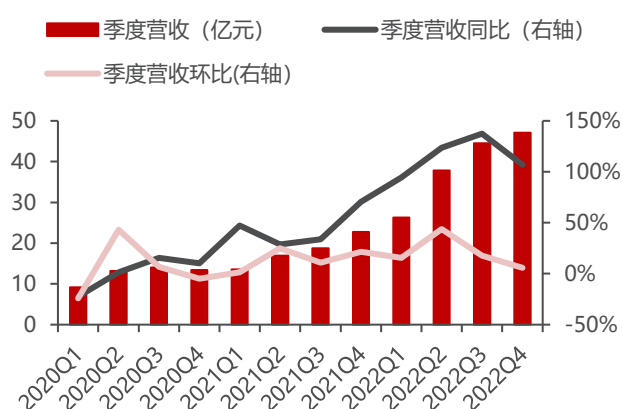
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2022 年，公司实现归母净利润 63.20 亿元



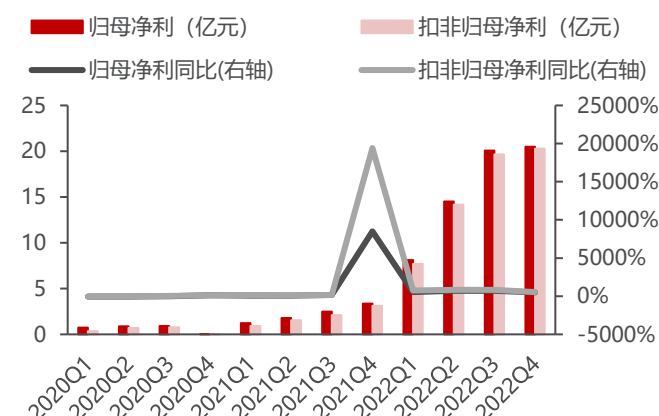
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2022Q4，公司实现营收 47.13 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2022Q4，公司实现归母净利润 20.49 亿元

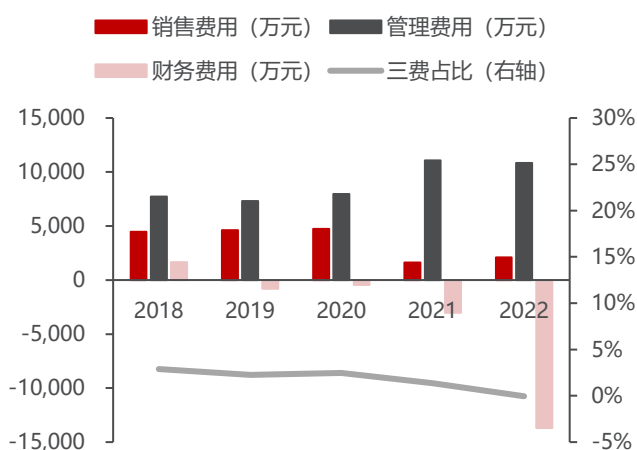


资料来源：wind，民生证券研究院

2 向管理要效益，期间费用率保持低位

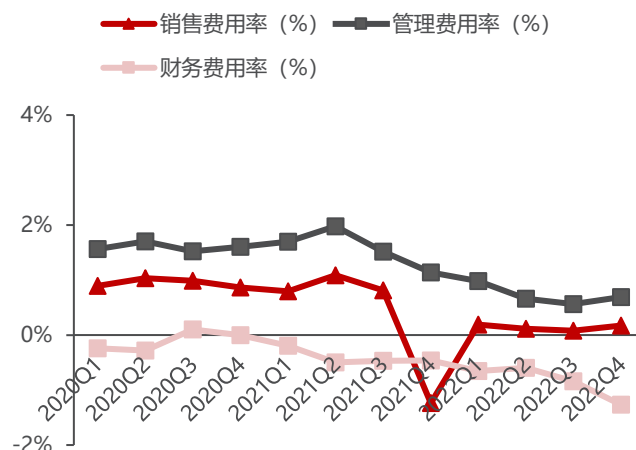
向管理要效益，公司三费占比保持下降趋势。公司坚持精细化管理，严控各环节费用支出，期间费用率由 2018 年的 2.89% 降低至 2022 年的-0.05%，以管理费用为主，保持下降趋势。**年度同比来看：**2022 年销售费用为 2106.21 万元，同比增加 29.42%；管理费用为 10845.57 万元，同比减少 2.19%；由于利息收入增加，财务费用由 2021 年的-3038.44 万元减少至-13710.43 万元。**分季度看，**2022Q4 期间费用合计-1903.21 万元，同比下降 621.90 万元，环比下降 1013.53 万元。其中分别同比变化+3639.55 万元/+652.46 万元/-4913.91 万元，环比变化+465.30 万元/+737.81 万元/-2216.63 万元。费用率方面，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.2%/0.7%/-1.3%。

图5：公司期间费用率保持下降趋势



资料来源：wind，民生证券研究院

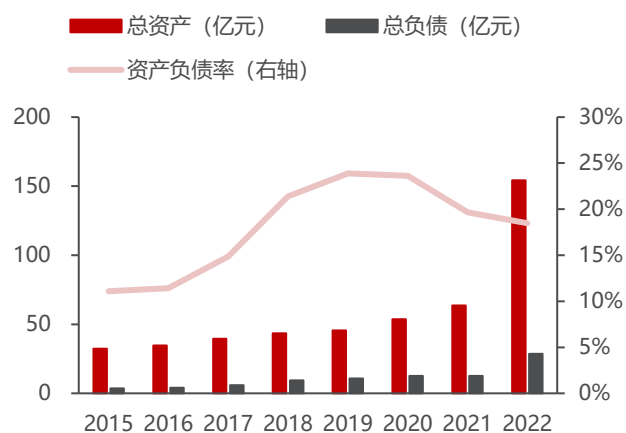
图6：公司费用率保持低位



资料来源：wind，民生证券研究院

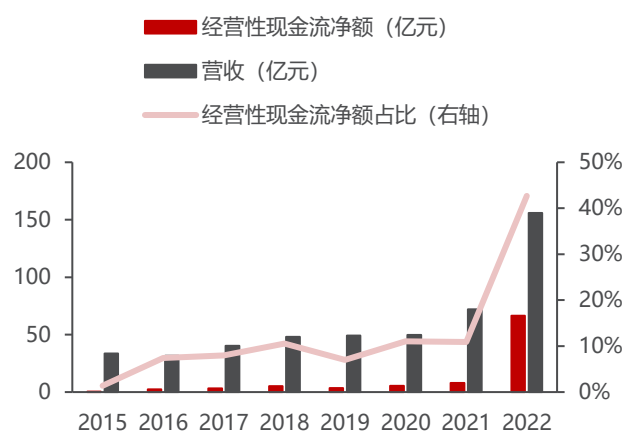
从资金能力的角度来看，2022 年公司实现经营活动现金净流入 66.49 亿元，与净利润相差不大，同比增加 58.63 亿元，主要是由于锂盐产品量价齐升带动净利润增加。公司资产负债率整体保持在较低水平，截至 2022 年 12 月 31 日，公司资产负债率为 18.48%，公司资金实力较强，为未来锂矿采选冶一体化产能扩张提供了资金保障。

图7：2022 年底公司资产负债率为 18.48%



资料来源：wind，民生证券研究院

图8：2022 年公司经营活动现金流净额快速提升



资料来源：wind，民生证券研究院

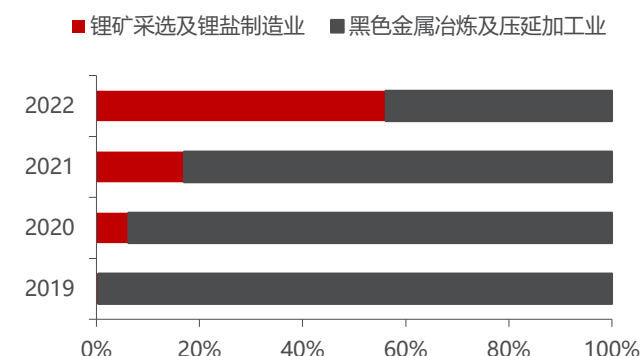
3 锂盐业务量价齐升，特钢新材料业绩承压

3.1 产品角度：锂盐产品量价齐升，贡献主要业绩

锂盐业务盈利能力增强，贡献主要营收和毛利。公司目前主营锂盐和特钢新材料双主业，2022 年，全球新能源汽车景气度持续，储能行业快速扩张，锂盐需求旺盛，公司抓住机遇实现碳酸锂产能释放，锂盐业绩实现较大提升。而特钢行业需求疲软，叠加全球通胀导致原材料价格上涨，公司特钢新材料业务业绩承压。从营收结构看，2022 年公司锂盐业务实现营收 87.38 亿元，同比增加 613.92%，营收贡献提升至 56.09%。

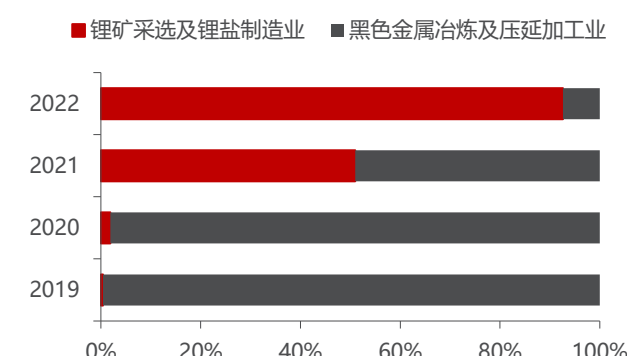
毛利方面，2022 年锂盐产品毛利率为 86.45%，同比增加 34.46pct，毛利占比提升至 92.64%。特钢新材料业务毛利率为 8.77%，同比下降 1.46pct，毛利贡献降至 7.36%。

图9：2022 年锂盐业务营收贡献达 56.09%



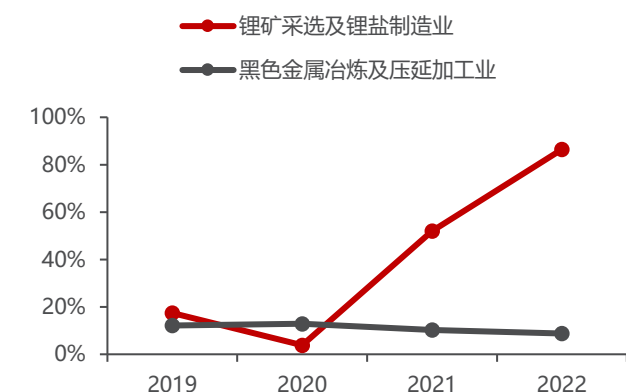
资料来源：wind，民生证券研究院

图10：2022 年锂盐业务毛利贡献达 92.64%



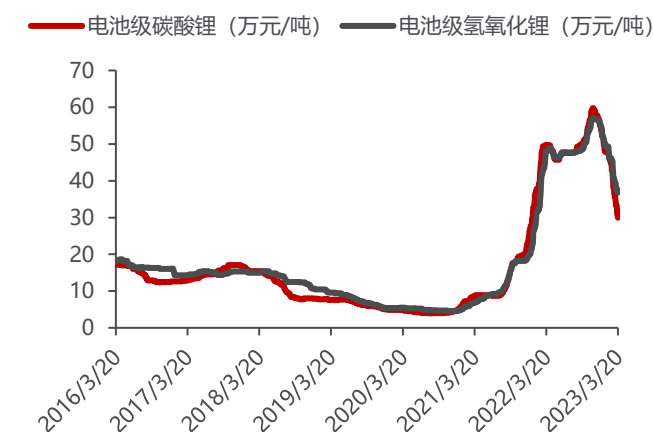
资料来源：wind，民生证券研究院

图11：2022 年锂盐业务毛利率达 86.45%



资料来源：wind，民生证券研究院

图12：2022 年锂价保持高位



资料来源：亚洲金属网，民生证券研究院

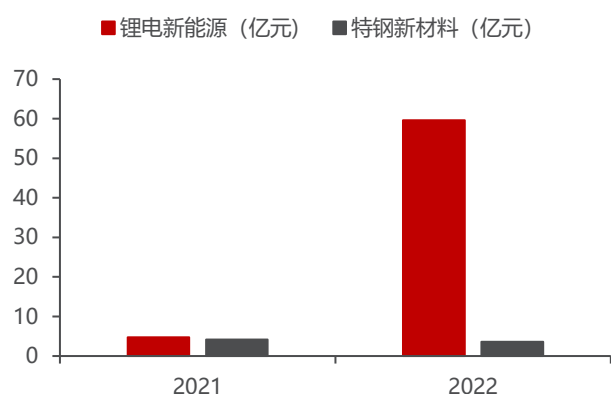
锂盐产品量价齐升，2022 年归母净利润贡献高达 94.35%。2022 年锂盐业务归母净利润达 59.63 亿元，同比增加 1169.75%，利润贡献高达 94.35%；特钢新材料业务归母净利润为 3.57 亿元，同比下降 14.48%。**1) 价：**根据亚洲金属网数据，2022 年电池级碳酸锂均价 48.64 万元/吨，同比增加 299.34%，电池级氢氧化锂均价 46.96 万元/吨，同比提高 295.62%，锂价保持高位，公司锂盐产品售价相应提高。**2) 量：**2022 年公司碳酸锂产销量都约 1.97 万吨，分别同比增加 73.38%和 75.47%，特钢新材料产品产销量分别为 30.73 万吨和 29.95 万吨，分别同比减少 2.22%和 4.52%。锂盐产品量价齐升带动业绩贡献快速提升。

表1：公司产品产销及库存量

行业分类	项目	单位	2019	2020	2021	2022	2022 同比
黑色金属冶炼及压延加工业	销量	吨	290091	291179	313640	299454	-4.52%
	产量	吨	296930	295490	314221	307254	-2.22%
	库存量	吨	4523	6629	5634	7019	24.58%
锂盐制造业	销量	吨	52	9612	11235	19715	75.47%
	产量	吨	969	8742	11387	19742	73.38%
	库存量	吨	917	46	198	255	13.87%

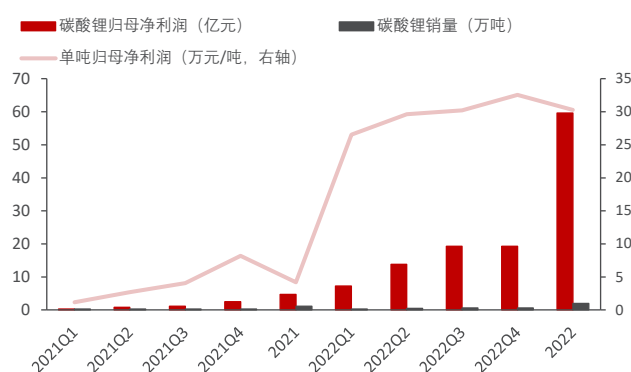
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图13：2022 年锂盐业务归母净利润达 59.63 亿元



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图14：2022 年公司碳酸锂单吨净利润达 30.27 万元



资料来源：公司公告，民生证券研究院

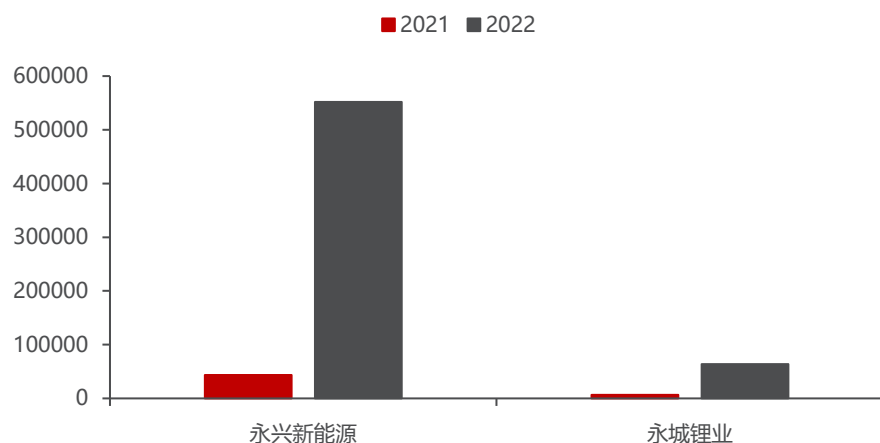
2022 年锂盐产品单吨净利润连续四季度环比增加，全年平均为 30.27 万元/吨。2022 年全年，公司碳酸锂销量合计 1.97 万吨，Q1-Q4 销量分别为 0.27 万吨 /0.47 万吨 /0.64 万吨 /0.59 万吨，分别同比增加 5.14%/62.88%/135.76%/92.73%，环比来看，2022Q4 由于受环保事件影响，销量小幅下滑 7.81%。从盈利能力看，2022 全年单吨净利润为 30.27 万元，分季度看，Q1-Q4 单吨净利润分别为 26.52 万元/29.63 万元/30.21 万元/32.56 万元，连续四季度保持环比增加。

3.2 子公司角度：锂电业务子公司业绩实现较大提升

锂矿采选冶一体化产能同步扩张，永兴新能源和永城锂业净利润快速提升。

2022 年，锂盐需求旺盛，公司 2 万吨电池级碳酸锂项目全面达产，180 万吨/年锂矿石选矿项目、300 万吨/年锂矿石技改扩建项目顺利投产，带动锂电业务子公司业绩实现较大幅度提升。永兴新能源和永城锂业分别实现净利润 55.17 亿元和 6.39 亿元，分别同比增长 1162.34%和 907.77%。

图15：主要子公司净利润（万元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

4 锂资源增储顺利完成，远期成长空间打开

深厚的技术积淀带来行业领先的云母提锂成本。依托于国内自有锂矿资源，公司搭建从采矿、选矿到碳酸锂深加工的一体化全产业链，原材料成本稳定，各环节生产成本可控；公司采用的工艺路线，实现锂云母资源的综合利用，在提锂过程中可以联产长石、超细长石及钽铌精矿等有经济效益的副产品，最大限度降低生产成本。公司采用的复合盐低温焙烧技术，固氟技术先进，固氟率高，大大减少设备腐蚀；采用的先成型后隧道窑焙烧工艺，温度控制更精准稳定，有利于锂的转化反应，大幅提升锂的浸出率；在焙烧过程中，调整优化燃烧工艺，配合 MVR 节能蒸发浓缩装置，实现了母液蒸发浓缩自产混合盐循环利用，使辅料成本大幅下降；在湿法冶炼碳酸锂过程中，改进沉锂工艺流程，一步法得到电池级碳酸锂，缩短了工艺流程，促进电池级碳酸锂综合成本进一步下降；公司根据自有矿产资源属性，自主研发了分段磨矿技术，有效增加选矿阶段锂云母收得率，并促进碳酸锂制备工序锂云母反应度，提高锂收得率。目前，公司拥有碳酸锂制备相关专利 32 项，其中发明专利 4 项，所采用的电池级高纯度碳酸锂生产工艺达到了成熟水平，拥有较强的技术优势，实现了从锂云母矿中高效、经济提取高纯度的电池级碳酸锂。

优质云母资源铸就深厚护城河。公司锂电新能源业务主要原材料为锂云母，公司旗下主要锂资源来源为化山瓷石矿和白水洞高岭土矿。2023 年 2 月 7 日公司发布《关于宜丰县花桥矿业有限公司取得矿产资源储量评审意见书的公告》，公司控股子公司花桥矿业拥有的化山瓷石矿矿权面积 1.8714 平方公里，根据最新的评估报告化山瓷石矿资源量获得大幅增加：（1）累计查明资源量：截止 2022 年 5 月 31 日，白市化山矿区采矿证范围内累计查明陶瓷土矿资源储量 492,252.13 千吨，其中，累计查明 $\text{Li}_2\text{O} \geq 0.20\%$ 陶瓷土矿矿石量 410,007.97 千吨， Li_2O 金属氧化物量 1,612,667 吨。（2）保有资源量：截止 2022 年 5 月 31 日，白市化山采矿权证范围内工业指标论证的露采境界内保有陶瓷土矿探明+控制+推断资源量 168,717.34 千吨，其中，白市化山采矿权证范围内工业指标论证的露采境界内保有 $\text{Li}_2\text{O} \geq 0.20\%$ 陶瓷土矿矿石量 159,086.61 千吨， Li_2O 金属氧化物量 623,194 吨， Li_2O 平均品位 0.39%。（3）伴生资源量：截止 2022 年 5 月 31 日，白市化山采矿权证范围内工业指标论证的露采境界内保有伴生铷金属氧化物量 259,311 吨， Rb_2O 平均品位 0.163%。同时公司的联营公司花锂矿业拥有白水洞高岭土矿矿权面积 0.7614 平方公里，累计查明控制的经济资源量矿石量 730.74 万吨，是公司锂云母和碳酸锂生产原材料的主要保障渠道。

表2：公司资源布局情况

矿山名称	持有公司	保有储量 (万吨)	品位	矿区面积 (平方公里)	持股比例
化山瓷白石	花桥矿业	15908.66	0.39%	1.87	70%
白水洞高岭土	花锂矿业	730.74	0.44%	0.76	45.85%

资料来源：公司公告、民生证券研究院

锂采选产能不断扩张，构成未来业绩增长的基石。据公司年报，公司旗下 180 万吨/年锂矿石高效选矿与综合利用项目已投产，产能利用率快速攀升；年产 300 万吨锂矿石技改扩建项目建成投产，化山瓷石矿采矿许可证证载生产规模已由 100 万吨/年变更为 300 万吨/年，为锂电新能源业务发展有效地提供了原材料保障，为未来产能扩建打下坚实基础。

下游独创性开拓锂离子电池业务，产品获得客户和市场认可。公司锂离子电池业务专注于超宽温区、超长寿命、超快充放电速度、超高功率电池的电芯、模组、电池 PACK 及系统的研发、生产和销售，目前主要产品为 21Ah 方形铝壳电池及其模组、PACK 与系统，可广泛应用于储能、电网调频/调峰及无功补偿、再生能源并网、新能源汽车、轨道交通、港口机械、极寒地区室外电源、工程机械、重型卡车、高功率装备等领域。公司超宽温区超长寿命锂离子电池一期项目生产顺畅，运行良好，产品质量稳定，实现全面投产；成功参与浙江省新型储能电网侧示范项目宁波朗辰新能源有限公司 50MW/100MWh 独立储能电站项目，承担该项目中 5MW/10MWh 钛酸锂预制舱及附属设备的设计、制造、供货，目前第一批次产品已成功供货，产品得到客户和市场的认可。

5 盈利预测与投资建议

公司锂资源增储顺利完成,同时与下游龙头电池厂深度绑定,远期成长空间打开,另外公司特钢新材料业务盈利稳定,我们假设 2023-2025 年碳酸锂含税均价为 25/22/20 万元/吨,预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 40.73/44.71/47.99 亿元,对应 3 月 20 日收盘价的 PE 为 9/8/7 维持“推荐”评级。

6 风险提示

1) 需求不及预期。公司未来产能大幅扩张，如果下游需求不及预期，公司产品销售将受到影响，公司业绩将会受到不利影响。

2) 锂价大幅下跌。公司盈利大部分来自于锂盐价格的高位，如果锂价格大幅下跌，则公司利润会大幅下降。

3) 自身项目不及预期。公司在建项目较多，如果产能不能按时投放，则公司未来成长性将会大幅下降，对公司盈利产生打击。

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	15,579	13,478	14,629	15,691
营业成本	7,425	8,091	8,781	9,479
营业税金及附加	174	148	161	173
销售费用	21	27	29	31
管理费用	108	135	146	157
研发费用	515	445	483	518
EBIT	7,527	4,632	5,028	5,333
财务费用	-137	-181	-256	-339
资产减值损失	-3	0	0	0
投资收益	8	13	15	16
营业利润	7,671	4,937	5,419	5,816
营业外收支	-7	-5	-5	-6
利润总额	7,664	4,932	5,413	5,811
所得税	1,164	750	823	883
净利润	6,499	4,182	4,591	4,928
归属于母公司净利润	6,320	4,073	4,471	4,799
EBITDA	7,736	4,803	5,221	5,554

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	9,027	12,793	16,944	21,290
应收账款及票据	165	295	308	280
预付款项	84	58	65	81
存货	991	1,030	1,119	1,227
其他流动资产	1,492	1,594	1,536	1,687
流动资产合计	11,759	15,770	19,971	24,565
长期股权投资	255	255	255	255
固定资产	2,923	2,919	3,055	3,327
无形资产	322	322	322	322
非流动资产合计	3,665	3,760	4,017	4,461
资产合计	15,423	19,530	23,989	29,026
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	1,117	1,106	1,181	1,332
其他流动负债	1,589	1,732	1,711	1,845
流动负债合计	2,706	2,838	2,892	3,177
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	145	145	145	145
非流动负债合计	145	145	145	145
负债合计	2,851	2,983	3,037	3,322
股本	415	415	415	415
少数股东权益	294	402	522	650
股东权益合计	12,573	16,547	20,951	25,705
负债和股东权益合计	15,423	19,530	23,989	29,026

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	116.39	-13.48	8.54	7.26
EBIT 增长率	693.48	-38.46	8.55	6.06
净利润增长率	612.42	-35.54	9.77	7.34
盈利能力 (%)				
毛利率	52.34	39.97	39.97	39.59
净利润率	41.72	31.03	31.38	31.40
总资产收益率 ROA	40.98	20.86	18.64	16.53
净资产收益率 ROE	51.47	25.23	21.89	19.16
偿债能力				
流动比率	4.35	5.56	6.90	7.73
速动比率	3.95	5.17	6.50	7.32
现金比率	3.34	4.51	5.86	6.70
资产负债率 (%)	18.48	15.27	12.66	11.44
经营效率				
应收账款周转天数	3.87	7.98	7.68	6.51
存货周转天数	48.71	46.47	46.53	47.24
总资产周转率	1.01	0.69	0.61	0.54
每股指标 (元)				
每股收益	15.24	9.82	10.78	11.57
每股净资产	29.61	38.93	49.26	60.42
每股经营现金流	16.03	10.20	11.51	12.47
每股股利	0.50	0.50	0.45	0.42
估值分析				
PE	6	9	8	7
PB	2.85	2.17	1.72	1.40
EV/EBITDA	3.36	4.63	3.47	2.48
股息收益率 (%)	0.59	0.59	0.53	0.50

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	6,499	4,182	4,591	4,928
折旧和摊销	210	170	192	221
营运资金变动	62	-113	4	37
经营活动现金流	6,649	4,228	4,775	5,172
资本开支	-464	-268	-451	-667
投资	86	0	0	0
投资活动现金流	-336	-255	-437	-652
股权募资	1,086	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	866	-207	-187	-174
现金净流量	7,186	3,766	4,151	4,346

插图目录

图 1: 2022 年, 公司实现营收 155.79 亿元	3
图 2: 2022 年, 公司实现归母净利润 63.20 亿元	3
图 3: 2022Q4, 公司实现营收 47.13 亿元	3
图 4: 2022Q4, 公司实现归母净利润 20.49 亿元	3
图 5: 公司期间费用率保持下降趋势	4
图 6: 公司费用率保持低位	4
图 7: 2022 年底公司资产负债率为 18.48%	5
图 8: 2022 年公司经营活动现金流净额快速提升	5
图 9: 2022 年锂盐业务营收贡献达 56.09%	6
图 10: 2022 年锂盐业务毛利贡献达 92.64%	6
图 11: 2022 年锂盐业务毛利率达 86.45%	6
图 12: 2022 年锂价保持高位	6
图 13: 2022 年锂盐业务归母净利润达 59.63 亿元	7
图 14: 2022 年公司碳酸锂单吨净利润达 30.27 万元	7
图 15: 主要子公司净利润 (万元)	8

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司产品产销及库存量	7
表 2: 公司资源布局情况	9
公司财务报表数据预测汇总	13

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