

产品结构优化, 吨毛利回升

2023 年 05 月 07 日

事件: 2023 年 4 月 24 日, 公司发布 2022 年报。2022 年, 公司实现营业收入 740 亿元, 同比增长 16.6%; 归母净利润 12.08 亿元, 同比增长 9.1%; 2022Q4 公司归母净利润 2.75 亿元, 同比增长 48.9%、环比减少 2.5%。2023 年 4 月 28 日, 公司发布 2023 年一季报, 2023Q1 公司实现营业收入 194.73 亿元, 同比增长 4.8%; 归母净利润 3.33 亿元, 同比增长 6.8%。业绩超我们预期。

2022 年公司在铜加工行业业绩持续增长, 并积极布局于新能源锂电行业。公司实现归母净利润 12.08 亿元。分产品看, 铜管/铜棒/铜排/铜箔分别占总营收的 55.4%、8.09%、2.57%、0.1%; 毛利占比为 76.29%、10.78%、1.05%、0.17%。受到铜价下跌的影响, 市场需求较弱, 导致铜管、铜棒和铜排的营收增长放缓。面对新能源锂电行业对锂电铜箔的高度需求, 公司开始生产锂电铜箔, 力求在 2027 年成为全球最大铜箔生产企业。

2022 年公司归母净利润取得历史最佳业绩, 主要得益于公司调整产品结构, 吨毛利大幅提升。量: 2022 年公司铜加工材合计产销量分别为 86.49/86.45 万吨, 同比分别减少 7.13%/5.38%, 主要是由于 2022 年整体需求较弱, 公司开展对销售订单的价值评价工作, 主动放弃部分低利润率订单, 持续优化客户结构。价: 单位售价同比提升 8.9%至 5.66 万元/吨, 使得公司铜加工行业在销量同比减少的情况下营收同比增加 3.09%, 公司单位毛利同比提升 21%至 3169 元/吨。毛利率同比仅提升 0.19pct 至 5.05%。**费用:** 得益于产销规模稳定, 汇兑收益增加, 研发费用口径调整等因素, 2022 年公司费用端基本同比持平。

核心看点: ①产线改造持续进行, 铜管产能不断扩张。公司将在 2024 年底前利用第五代连铸连轧工艺分批对旧生产线进行淘汰、改造和升级, 预计公司精密铜管生产能力 2024 年将增加至 131 万吨, 具备较大成长潜力。**②铜箔项目落地投产进度超预期。**铜箔项目已具备 4.5-9 μ m 铜箔的规模量产能力, 攻克了 3.5 μ m 铜箔生产技术, 蜂巢能源、多氟多、兰钧、鹏辉、安驰等客户实现批量供货。目前合计年产能达到 2.5 万吨, 一期剩下的 2.5 万吨将在 2023 年投产, 同时公司还成立了印尼子公司, 在印尼投资建设剩下的 10 万吨锂电铜箔产能, 一期 5 万吨预计于 2023-2025 年建成, 二期预计于 2025-2027 年建成。

投资建议: 随着竞争格局向好, 产品加工费回升, 公司产品吨盈利逐步上行, 叠加产能持续扩张, 公司产品量价齐升。同时公司切入铜箔赛道, 有望走出第二成长曲线。我们预计 2023-2025 年公司实现归母净利 16.36、22.68、30.64 亿元, EPS 分别为 0.82、1.14、1.54 元, 对应 5 月 5 日收盘价的 PE 为 15x、11x 和 8x, 维持“推荐”评级。

风险提示: 项目进展不及预期, 汇率波动风险, 下游需求不及预期等

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	74000	84730	101527	125767
增长率 (%)	16.6	14.5	19.8	23.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	1208	1636	2268	3064
增长率 (%)	9.1	35.4	38.7	35.1
每股收益 (元)	0.61	0.82	1.14	1.54
PE	20	15	11	8
PB	1.9	1.8	1.5	1.3

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2023 年 5 月 5 日收盘价)

推荐
维持评级
当前价格:
12.17 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.海亮股份 (002203.SZ) 2022 年半年报点评: 加工费水平回升, 铜箔放量打造新增长点-2022/08/30

2.海亮股份 (002203.SZ) 2021 年年报&2022 年一季报点评: 吨净利回升, “铜管+铜箔”双轮驱动-2022/05/07

目录

目录	2
1 事件：公司发布 2022 年年报&2023 年一季报	3
2 点评：单吨毛利持续回升，业绩稳健增长	5
2.1 2022 年度业绩：产销下滑不改利润增长，单吨毛利持续回升	5
2.2 2023Q1 业绩：归母净利润保持同环比增长趋势	8
2.3 公司传统铜加工产品产能持续扩张，同时布局铜箔打开成长空间	10
3 盈利预测与投资建议	12
4 风险提示	13
插图目录	15
表格目录	15

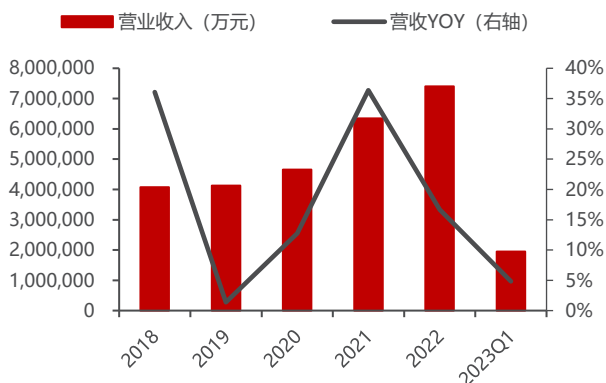
1 事件：公司发布 2022 年年报&2023 年一季报

2023 年 4 月 24 日，公司发布 2022 年年报。2022 年，公司实现营收 740 亿元，同比增长 16.6%；归母净利润 12.08 亿元，同比增长 9.1%；扣非归母净利润 11.22 亿元，同比增长 46.7%。

2022Q4，公司实现营收 165.51 亿元，同比增长 19.1%、环比减少 14.4%；归母净利润 2.75 亿元，同比增长 48.9%、环比减少 2.5%；扣非归母净利 4.13 亿元，同比增长 981.2%、环比增长 184.9%。

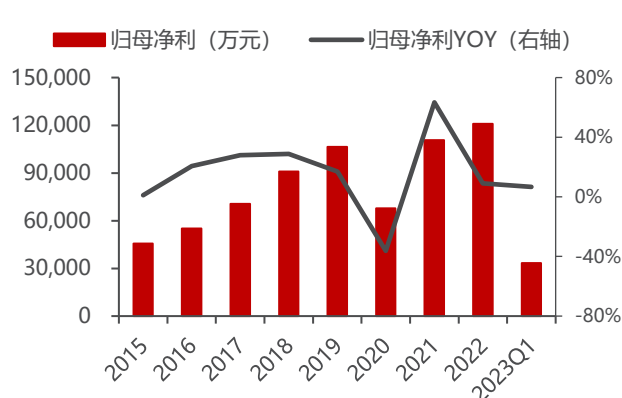
2023 年 4 月 28 日，公司发布 2023 年一季报。2023Q1，公司实现营收 194.73 亿元，同比增长 4.8%；归母净利润 3.33 亿元，同比增长 6.8%；扣非归母净利 3.25 亿元，同比增长 40.5%。业绩超我们预期。

图1：2022 年公司营收同比增长 16.6%



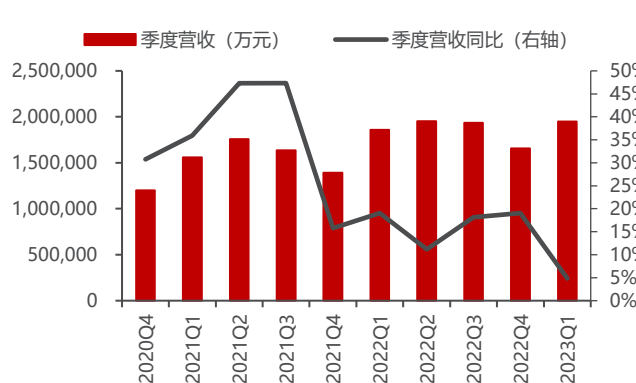
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2022 年公司归母净利润同比增长 9.1%



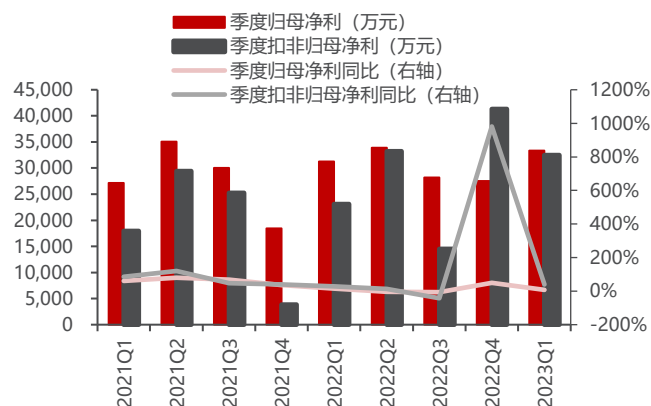
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2023Q1，公司营收同比增长 4.8%



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2023Q1，公司归母净利润同比增长 6.8%



资料来源：wind，民生证券研究院

公司调整 2025 年发展战略规划纲要，明确了未来三年（2023-2025 年）的产品销量目标。公司预计 2023-2025 年铜铝产品销量目标分别为 105、135、

178 万吨, 2023-2025 年 CAGR 为 30.2%。

表1: 2023-2025 年公司销量目标

项目	2023 年	2024 年	2025 年
铜管	72	88	108
铜棒	25	32	42
铜箔	3	8	15
铜排	4	5	10
铝管等	1	2	3
合计	105	135	178

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2 点评：单吨毛利持续回升，业绩稳健增长

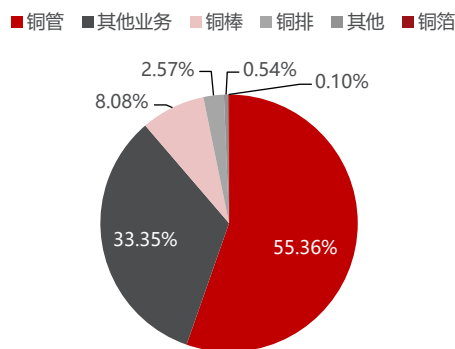
2.1 2022 年度业绩：产销下滑不改利润增长，单吨毛利持续回升

公司主要负责铜加工产品的研发、生产制造和销售。2022 年业绩稳健增长。2022 年，受到铜价下跌的影响，市场对铜的需求较弱，导致公司铜管、铜棒和铜排的营收增长放缓。2022 年，公司在铜管实现收入 409.65 亿元，占总营收的 55.4%，同比增长 6.08%；在铜棒实现收入 59.79 亿元，占总营收的 8.09%，同比下降 15.43%；在铜排实现收入 19.01 亿元，占总营收的 2.57%，同比增长 7.64%；在铜箔实现收入 3.99 亿元，占总营收的 0.1%，同比增长 100%。

公司积极开展对销售订单的价值评价工作，主动放弃部分低利润率订单，持续优化客户结构，在销量下降的情况下仍取得良好的业绩。产能方面，公司在铜加工行业总产量为 86.49 万吨，同比下降 7.13%。销量方面，公司在铜加工行业总销售量为 86.45 万吨，同比下降 5.38%。库存量为 5.23 万吨，同比增长 0.74%。

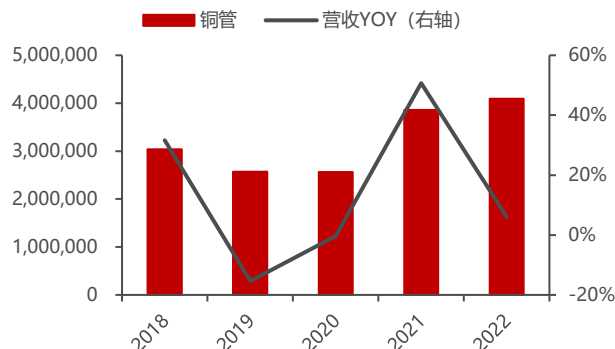
除此之外，公司积极布局于新能源锂电行业。面对新能源锂电行业扩产对电池的高度需求，公司将从今年开始逐步生产电子铜箔，提高市场份额。公司子公司海亮新材大力推进年产 15 万高性能铜箔材料（一期）的建设。

图5：2022 年公司主营业务收入占比



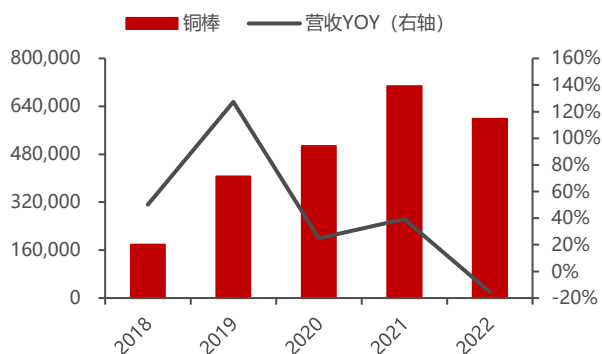
资料来源：wind，民生证券研究院
注：其他业务为贸易等

图6：铜管实现收入 409.65 亿元，同比增长 6.08%



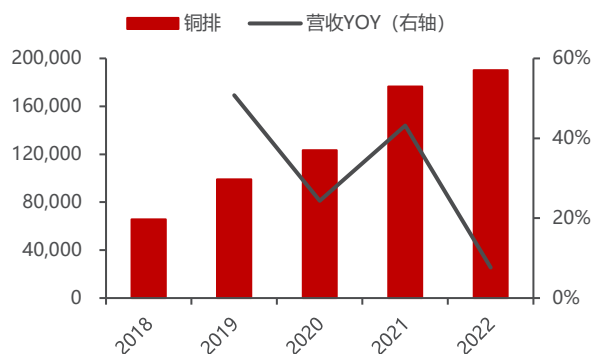
资料来源：wind，民生证券研究院

图7: 铜棒实现收入 59.79 亿元, 同比下降 15.43%



资料来源: wind, 民生证券研究院

图8: 铜排实现收入 19.01 亿元, 同比增长 7.64%



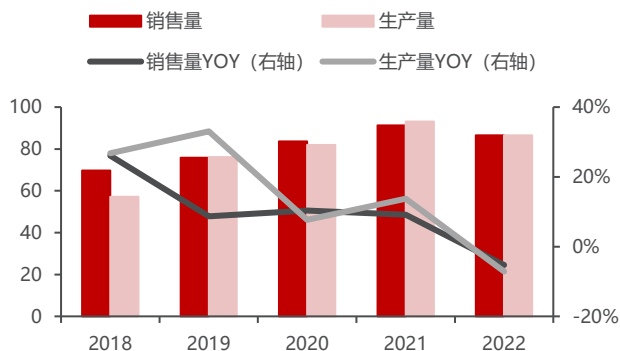
资料来源: wind, 民生证券研究院

2022 年公司取得优异业绩, 主要来自铜加工行业业绩的增长, 营收同比增长 3.09%至 489.19 亿元, 其毛利同比增长 14.23%至 27.4 亿元, 毛利率同比增长 0.55pct 至 5.6%。具体的:

量: 公司优化销售策略, 提高毛利。2022 年公司铜加工材合计产销量分别为 86.49/86.45 万吨, 同比分别减少 7.13%/5.38%, 主要是由于 2022 年整体需求较弱, 公司开展对销售订单的价值评价工作, 主动放弃部分低利润率订单, 持续优化客户结构。

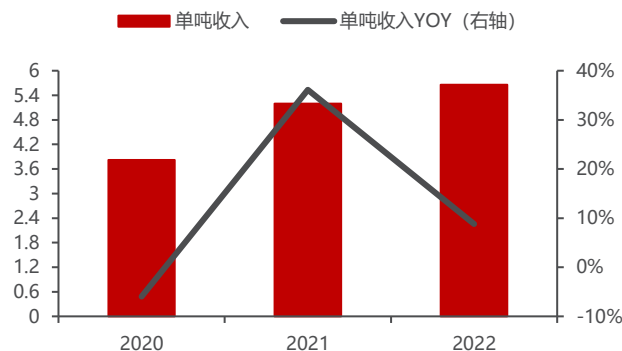
价格和成本: 公司铜加工行业在销量同比减少, 的情况下营收同比增加 3.09%, 单吨售价同比提升 8.9%至 5.66 万元/吨, 而单吨成本仅同比提升 8.3%至 5.34 万元/吨, 主要得益于产品结构调整, 公司单吨毛利同比提升 21%至 0.32 万元/吨, 同比提升 544 元/吨, 毛利率同比提升 0.55pct 至 5.6%。在铜加工行业下, 营收贡献最大的铜管在 2022 年毛利同比提升 37%至 23.67 亿元, 毛利占比为 76.29%。

图9: 2018-2022 年铜加工合计产销量 (万吨)



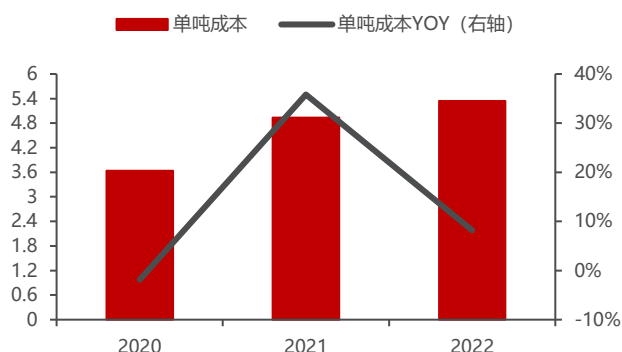
资料来源: wind, 民生证券研究院

图10: 单吨售价同比提升 8.9%至 5.66 万元/吨



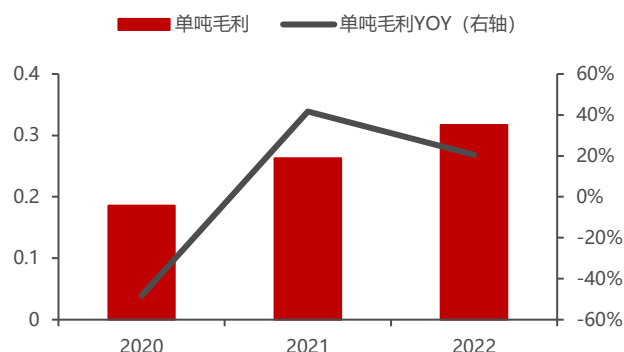
资料来源: wind, 民生证券研究院

图11: 单吨成本仅同比提升 8.3%至 5.34 万元/吨



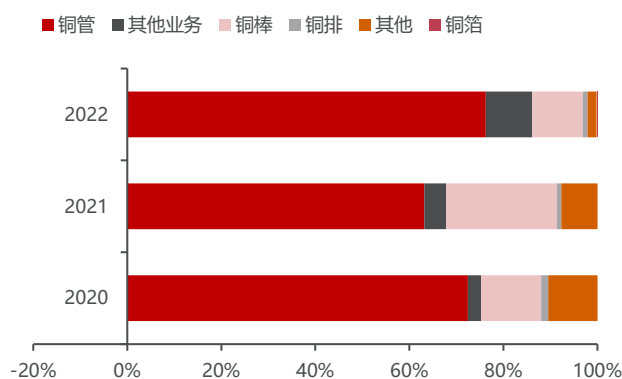
资料来源: wind, 民生证券研究院

图12: 单位毛利同比提升 21%至 0.32 万元/吨, 同比提升 544 元/吨



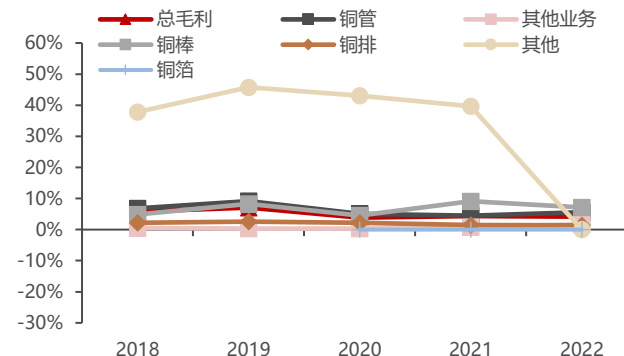
资料来源: wind, 民生证券研究院

图13: 2022 年铜管毛利占比为 76.29%



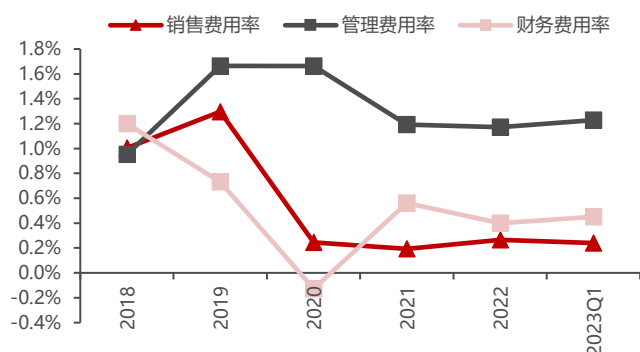
资料来源: wind, 民生证券研究院

图14: 2018-2022 年公司分产品毛利率情况

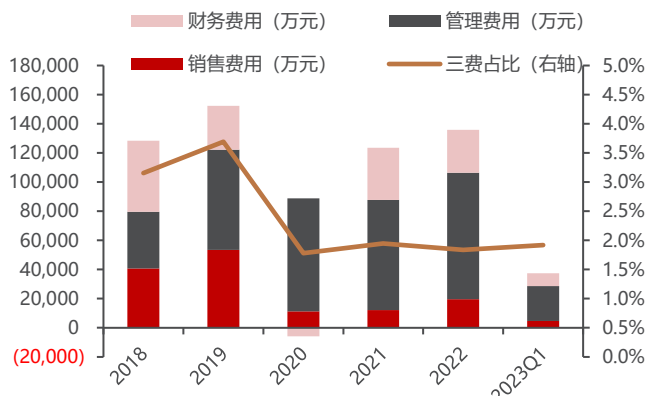


资料来源: wind, 民生证券研究院

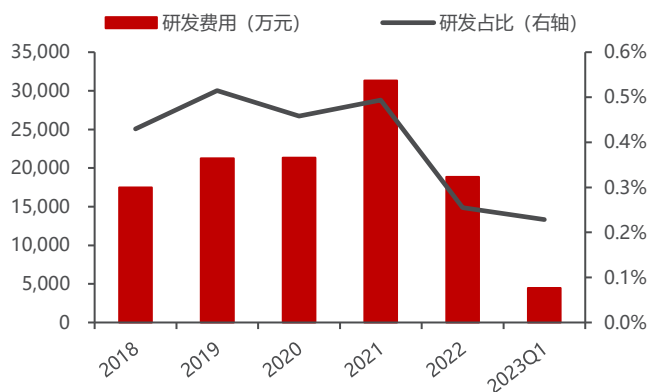
三费费用率与同期几乎持平, 得益于产销规模稳定, 汇兑收益增加, 研发费用口径调整等因素。2022 年销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 0.3%/1.2%/0.4%, 同比+0.1pct/-0.02pct/+0.2pct。销售费用/管理费用/财务费用分别为 1.970/8.67/2.95 亿元, 同比+60.57%/14.75%/-17.38%。三费占比下降 0.1pct。**研发费用:** 公司研发费用下降 39.86%至 1.88 亿元, 研发费用占比下降 0.24pct 至 0.25%。研发费用减少主要是公司根据最新会计准则对研发费用口径进行了调整, 研发过程中产出的产品销售计入了营收和营业成本, 由于这部分产品销售可能是亏损的, 因此调整之后研发费用相应减少。

图15: 2022 年费用率与同期几乎持平


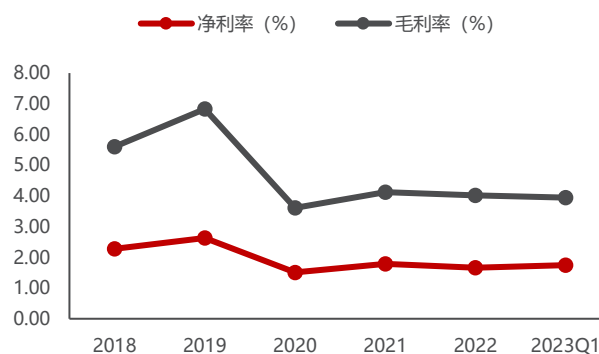
资料来源: wind, 民生证券研究院

图16: 2022 年三费占比下降 0.1pct


资料来源: wind, 民生证券研究院

图17: 2022 年公司研发费用下降 39.86%至 1.88 亿元, 研发费用占比下降 0.24pct 至 0.25%


资料来源: wind, 民生证券研究院

图18: 2022 年毛利率同比降低 0.1pct 至 4.02%


资料来源: wind, 民生证券研究院

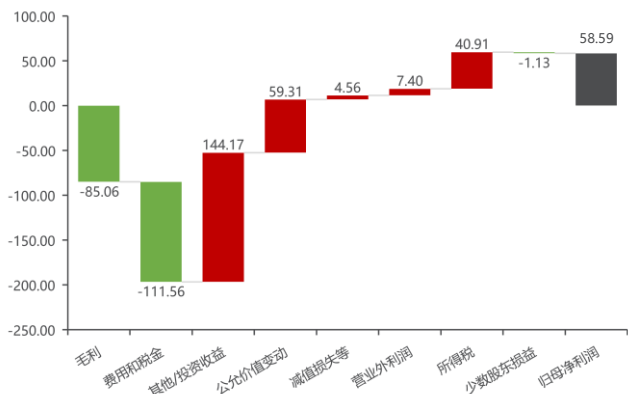
2.2 2023Q1 业绩: 归母净利润保持同环比增长趋势

2023Q1, 公司归母净利润为 3.33 亿元, 同比增加 2114 万元, 环比增加 5859 万元。分拆来看, 归母净利润的同比增长主要是由于毛利的增长。毛利的增长或主要因为公司优化客户结构, 减少毛利低的订单。同比看, 除了毛利增加 6809 万元之外, 其他增利点还有: 费用和税金 (+1255 万元)、其他/投资收益 (+4671 万元)、减值损失等 (929 万元); 主要的减利点在于公允价值变动 (-10384 万元)、营业外利润 (-107 万元)、所得税 (-527 万元) 和少数股东损益 (-531 万元) 等。

环比看, 毛利虽下降 8506 万元, 但得益于其他/投资收益的大幅上升 (+14417 万元), 归母净利润环比增长。其他增利点还有: 公允价值变动 (+5931 万元)、所得税 (+4091 万元)、减值损失 (+456 万元)、营业外利润 (+740 万元), 主要的减利点在于费用和税金 (-11156 万元)、少数股东损益 (-

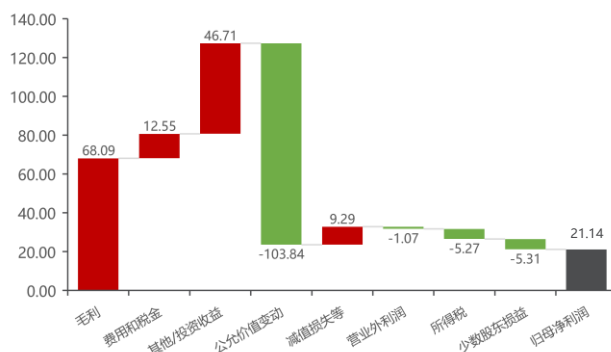
113 万元) 等。

图19: 2023Q1, 公司归母净利润环比增加 5859 万元 (单位: 百万元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图20: 2023Q1, 公司归母净利润同比增加 2114 万元 (单位: 百万元)

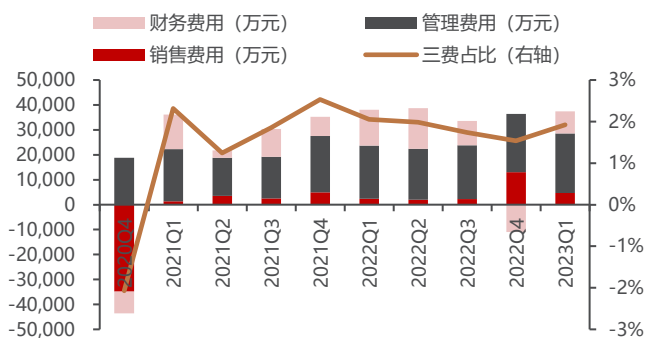


资料来源: wind, 民生证券研究院

2023Q1 公司三费环比下降 46.76%至 3.74 亿元, 研发费用环比下降 3.76% 至 4448 万元。2023Q1 公司销售费用率和管理费用率分别环比下降 0.5pct 和 0.2pct 至 0.2%和 1.2%, 财务费用率环比增长 1.1pct 至 0.5%。财务费用率的大幅上涨或主要是因为受到汇兑收益的影响。2023 年 Q1 研发费用率下降至 0.2%。

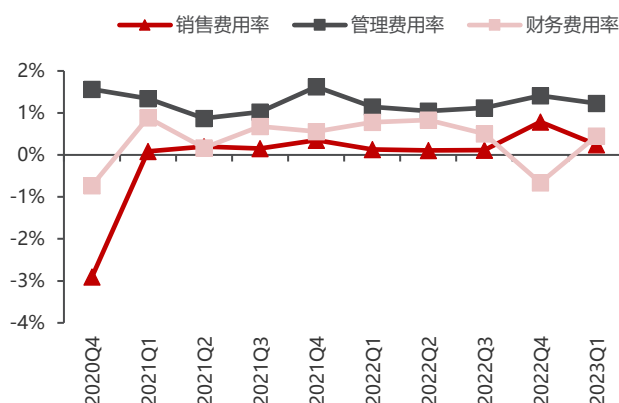
2023Q1 公司净利率环比上升 0.05pct 至 1.75%, 2023 年 Q1 毛利率下降 1.15pct 至 3.94%, 主要因为期间费用率呈下降趋势, 使得净利率上升。

图21: 2023Q1 公司三费占比

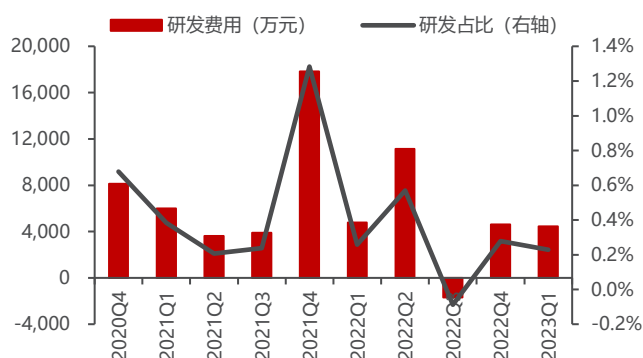


资料来源: wind, 民生证券研究院

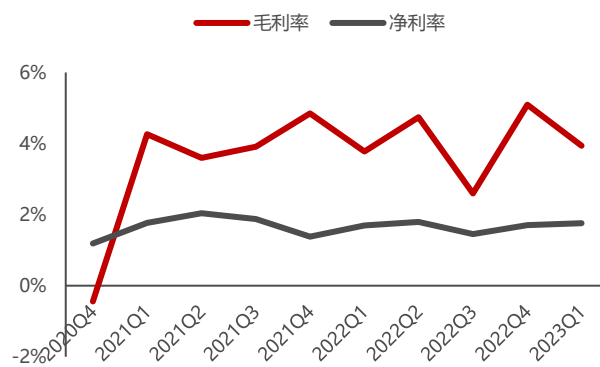
图22: 2023Q1 公司三费费用率



资料来源: wind, 民生证券研究院

图23: 2023Q1 公司研发费用


资料来源: wind, 民生证券研究院

图24: 2023Q1 公司毛利率和净利率


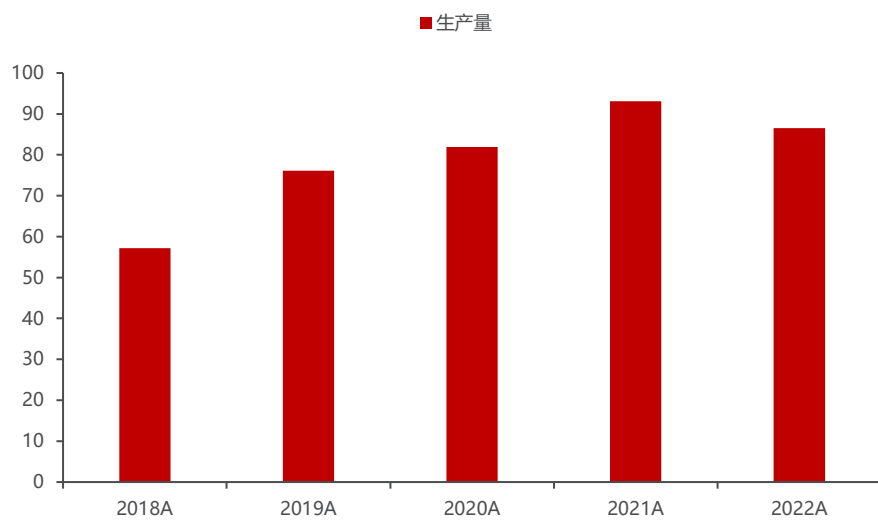
资料来源: wind, 民生证券研究院

2.3 公司传统铜加工产品产能持续扩张，同时布局铜箔打开成长空间

重点项目：公司扩展海外契机，提升市场份额。 1) 美国方面，2023 年，公司将对标美国当地知名铜管企业，以美国得州铜管项目投产为契机，大力拓展北美市场，快速提升公司市场份额。同时，公司还将投资人民币 3.4 亿元，在美国投资建设铜精密件和大口径铜水管生产线铜箔项目。2) 欧洲方面，2023 年，公司将加快 HME 生产装备和工艺技术改造，导入海亮精细化管理机制，对部分车间进行试点，提高生产运营效率，提升产品市场竞争力。3) 东南亚方面，2023 年，公司将不断提升铜管在印度、泰国等市场的的市场份额和品牌影响力。

产能规划：公司在产能方面具备较大成长潜力，2018-2022 年铜材 CAGR 达 11%。1) 公司利用第五代连铸连轧工艺分批对旧生产线进行淘汰、改造和升级，预计于 2024 年达成 131 万吨铜管产能；2) 公司全资子公司海亮新材开展年产 15 万吨高性能铜箔材料项目，累计投资总额达 24.9 亿元，其中一期项目投资 21 亿元，二期项目投资 3.9 亿元。现投产进度超出预期，目前合计年产能达到 2.5 万吨，一期剩下的 2.5 万吨将在今年投产。目前，公司已具备 4.5-9 μ m 铜箔的规模量产能力，攻克了 3.5 μ m 铜箔生产技术，实现为蜂巢能源、多氟多、兰钧、鹏辉、安驰等客户批量供货；3) 境外方面，公司进军东南亚市场，成立了印尼子公司，在印尼投资建设剩下的 10 万吨锂电铜箔产能，一期 5 万吨预计于 2023-2025 年建成，二期预计于 2025-2027 年建成；4) 公司在美国年产 6 万吨空调制冷管智能化生产线项目目前已具备 3 万吨铜管生产能力，项目二期的 3 万吨精密铜管生产线预计于 2023 年底前完成建设。

图25: 公司 2018-2022 年铜材产能 CAGR 达 11%



资料来源: wind, 民生证券研究院

3 盈利预测与投资建议

随着竞争格局向好，产品加工费回升，公司产品吨盈利逐步上行，叠加产能持续扩张，公司产品量价齐升。同时公司切入铜箔赛道，有望走出第二成长曲线。我们预计 2023-2025 年公司将实现归母净利 16.36、22.68、30.64 亿元，EPS 分别为 0.82、1.14、1.54 元，对应 5 月 5 日收盘价的 PE 为 15x、11x 和 8x，维持“推荐”评级。

4 风险提示

1) 项目进展不及预期。公司仍有较多在建项目，若项目进展不及预期，或将影响公司利润释放。

2) 汇率波动风险。公司产品部分销往海外，同时公司在海外也建设有工厂，盈利受到汇率波动影响，若汇率出现大幅波动，或将影响公司盈利能力。

3) 下游需求不及预期等。公司产品下游客户众多，若下游部分领域需求较弱，减少产品采购或寻求降低加工费，或将对公司盈利能力产生不利影响。

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	74000	84730	101527	125767
营业成本	70899	80924	96642	119426
营业税金及附加	108	138	160	198
销售费用	197	212	254	314
管理费用	867	1017	1218	1509
研发费用	188	195	234	289
EBIT	1867	2244	3018	4031
财务费用	295	470	530	598
资产减值损失	-21	0	0	0
投资收益	87	195	205	248
营业利润	1504	2057	2861	3872
营业外收支	1	20	19	16
利润总额	1505	2076	2880	3888
所得税	280	415	576	778
净利润	1225	1661	2304	3111
归属于母公司净利润	1208	1636	2268	3064
EBITDA	2301	2825	3706	4856

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	5096	2191	1737	621
应收账款及票据	4759	6640	7740	9427
预付款项	1064	1483	1695	2075
存货	6858	8902	10496	12790
其他流动资产	1543	1780	2079	2492
流动资产合计	19319	20996	23747	27405
长期股权投资	1946	2059	2173	2285
固定资产	3723	5765	7808	9818
无形资产	895	1001	1118	1236
非流动资产合计	14166	16722	19163	21475
资产合计	33486	37718	42910	48880
短期借款	5401	5026	6731	7560
应付账款及票据	4221	7110	7974	9609
其他流动负债	3792	4146	4456	4940
流动负债合计	13414	16282	19160	22109
长期借款	3595	3895	4195	4495
其他长期负债	3100	3100	3110	3120
非流动负债合计	6695	6995	7305	7615
负债合计	20109	23277	26465	29724
股本	1983	1986	1986	1986
少数股东权益	657	682	718	765
股东权益合计	13377	14441	16445	19156
负债和股东权益合计	33486	37718	42910	48880

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	16.65	14.50	19.82	23.88
EBIT 增长率	19.42	20.23	34.50	33.54
净利润增长率	9.13	35.40	38.66	35.06
盈利能力 (%)				
毛利率	4.19	4.49	4.81	5.04
净利润率	1.66	1.96	2.27	2.47
总资产收益率 ROA	3.61	4.34	5.29	6.27
净资产收益率 ROE	9.50	11.89	14.42	16.66
偿债能力				
流动比率	1.44	1.29	1.24	1.24
速动比率	0.85	0.65	0.60	0.57
现金比率	0.38	0.13	0.09	0.03
资产负债率 (%)	60.05	61.71	61.67	60.81
经营效率				
应收账款周转天数	23.16	27.71	27.04	26.62
存货周转天数	35.31	40.15	39.64	39.09
总资产周转率	2.21	2.25	2.37	2.57
每股指标 (元)				
每股收益	0.61	0.82	1.14	1.54
每股净资产	6.40	6.93	7.92	9.26
每股经营现金流	0.44	0.59	0.66	0.84
每股股利	0.08	0.10	0.15	0.20
估值分析				
PE	20	15	11	8
PB	1.9	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA	14.26	12.62	10.29	8.32
股息收益率 (%)	0.62	0.83	1.24	1.65

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1225	1661	2304	3111
折旧和摊销	435	581	688	825
营运资金变动	-1519	-1396	-2050	-2674
经营活动现金流	870	1181	1313	1664
资本开支	-2541	-3011	-2998	-3008
投资	40	-85	-91	-90
投资活动现金流	-2309	-2901	-2884	-2850
股权募资	0	3	0	0
债务募资	1013	-37	2015	1139
筹资活动现金流	1294	-785	1118	70
现金净流量	-30	-2905	-453	-1117

插图目录

图 1: 2022 年公司营收同比增长 16.6%	3
图 2: 2022 年公司归母净利润同比增长 9.1%	3
图 3: 2023Q1, 公司营收同比增长 4.8%	3
图 4: 2023Q1, 公司归母净利润同比增长 6.8%	3
图 5: 2022 年公司主营业务收入占比	5
图 6: 铜管实现收入 409.65 亿元, 同比增长 6.08%	5
图 7: 铜棒实现收入 59.79 亿元, 同比下降 15.43%	6
图 8: 铜排实现收入 19.01 亿元, 同比增长 7.64%	6
图 9: 2018-2022 年铜加工合计产销量 (万吨)	6
图 10: 单吨售价同比提升 8.9%至 5.66 万元/吨	6
图 11: 单吨成本仅同比提升 8.3%至 5.34 万元/吨	7
图 12: 单位毛利同比提升 21%至 0.32 万元/吨, 同比提升 544 元/吨	7
图 13: 2022 年铜管毛利占比为 76.29%	7
图 14: 2018-2022 年公司分产品毛利率情况	7
图 15: 2022 年费用率与同期几乎持平	8
图 16: 2022 年三费占比下降 0.1pct	8
图 17: 2022 年公司研发费用下降 39.86%至 1.88 亿元, 研发费用占比下降 0.24pct 至 0.25%	8
图 18: 2022 年毛利率同比降低 0.1pct 至 4.02%	8
图 19: 2023Q1, 公司归母净利润环比增加 5859 万元 (单位: 百万元)	9
图 20: 2023Q1, 公司归母净利润同比增加 2114 万元 (单位: 百万元)	9
图 21: 2023Q1 公司三费占比	9
图 22: 2023Q1 公司三费费用率	9
图 23: 2023Q1 公司研发费用	10
图 24: 2023Q1 公司毛利率和净利率	10
图 25: 公司 2018-2022 年铜材产能 CAGR 达 11%	11

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 2023-2025 年公司销量目标	4
公司财务报表数据预测汇总	14

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。	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