

**事件：公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报。**2022 年，公司实现营收 130.8 亿元，同比增长 8.2%；归母净利润 5.35 亿元，同比增长 1.3%，扣非后归母净利润达 4.78 亿元，同比减少 2.4%。单季度看，2023Q1，公司实现营收 30.57 亿元，同比增长 1%、环比减少 1.7%；归母净利润 1 亿元，同比减少 7.4%、环比减少 26.6%；扣非归母净利润 0.9 亿元，同比减少 13.8%、环比减少 12.1%。

**22 年点评：数控刀片产量超过 1.3 亿片**

- 株钻公司数控刀片业务表现超预期。**2022 年，公司数控刀片产量超过 1.3 亿片，同比+19.27%，约占国内总产量的 23%。株钻公司盈利能力继续增强，22 年实现营收 20.23 亿元，同比+1.73%，净利润 2.76 亿元，同比+17.08%。
- 金洲公司 PCB 微钻业务净利润增长，显示较强韧性。**下游 3C 行业需求不振，PCB 微钻出货压力较大，金洲公司 22 年实现营收 11.02 亿元，同比-4.85%，但实现净利润 2.30 亿元，同比+4.23%，显示较强韧性。
- 光伏钨丝进展稍不及预期。**公司新增 100 亿米光伏用高强度细钨丝项目产线已于 2022 年 10 月投产，尚未满产，目前正在针对下游具体需求的提升进行持续的技术优化，随着关键技术瓶颈突破，我们预计二季度逐步释放产能。

**23Q1 点评：需求复苏缓慢，业绩稍不及预期**

- 毛利率：同比下滑 1.6pct，环比下滑 2.87pct，至 17.23%。**23Q1 钨价继续上涨，23Q1 钨精矿价格环比+7.05%，同比+1.29%，侵蚀部分毛利。叠加 23Q1 下游需求复苏进程缓慢，公司 23Q1 毛利率有所下滑。

**核心看点：数控刀片稳步扩产，光伏钨丝值得期待**

- 100 亿米光伏钨丝产能释放值得期待。**100 亿米光伏钨丝产线，预计 2023 年二季度逐步释放产能。光伏钨丝产品具有卓越的产品性能，目前从线径、线耗、强度、稳定性等多方面具有优势，能极大提升下游产品性能及经济性。
- 数控刀片与微钻持续扩产。**刀片方面，公司采取“小步快跑”策略，预计 2025 年公司可实现数控刀片产量 2 亿片，2021-2025 年 CAGR 达 16.39%。微钻方面，未来几年产量预计将持续增长，预计“十四五”末 PCB 微钻产量达到 7 亿支。
- 国企改革继续推进，助力业绩释放。**国企改革继续推进，公司完成国企改革三年行动任务，新增稀有新材公司作为职业经理人签约企业，激励政策得到进一步落实。22 年三费同比下降 1.38%，至 10.44 亿元，占营收比重同比下滑 0.77pct，至 7.98%。

**投资建议：**公司不断提升刀具及刀片产能，优化产品结构，叠加光伏钨丝项目发展前景广阔，公司盈利能力有望持续提升。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 6.81/8.51/10.34 亿元，对应现价的 PE 分别为 21/17/14 倍，维持“推荐”评级。

**风险提示：**项目不及预期；技术研发风险；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)	13,080	14,329	15,931	17,493
增长率 (%)	8.2	9.5	11.2	9.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	535	681	851	1,034
增长率 (%)	1.3	27.4	25.0	21.5
每股收益 (元)	0.50	0.63	0.79	0.96
PE	27	21	17	14
PB	2.7	2.4	2.1	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价)

**推荐**

**维持评级**

**当前价格：**

**13.30 元**



**分析师 邱祖学**

执业证书：S0100521120001

邮箱：qizuxue@mszq.com

**研究助理 孙二春**

执业证书：S0100121120036

邮箱：sunerchun@mszq.com

**相关研究**

- 中钨高新 (000657.SZ) 2022 年三季度报点评：汇兑收益助力 Q3 业绩环比回升，钨丝项目稳步推进-2022/10/27
- 中钨高新 (000657.SZ) 2022 年半年报点评：原料上涨拖累毛利率，光伏钨丝项目稳步推进-2022/08/25
- 中钨高新 (000657.SZ) 深度报告：数控刀具龙头，管理+产品双轮驱动-2022/06/01
- 中钨高新 (000657.SZ) 2021 年报及 22Q1 季报点评：创新赋能+产能释放，助推业绩增长-2022/05/02

# 目录

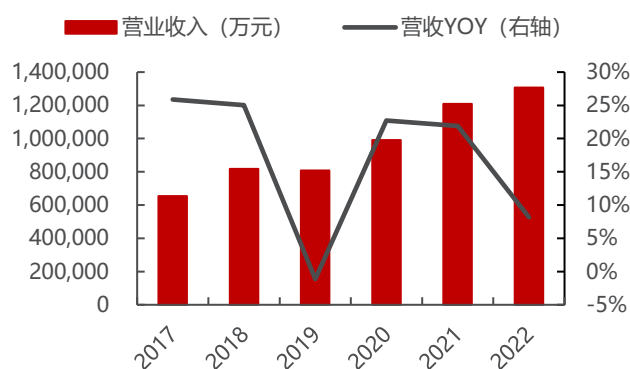
<b>1 事件：公司发布 2022 年年报及 2023 年一季度</b> .....	<b>3</b>
<b>2 点评：需求复苏缓慢，一季度业绩稍不及预期</b> .....	<b>4</b>
2.1 数控刀片产量超过 1.3 亿片 .....	4
2.2 需求复苏缓慢，业绩稍不及预期 .....	7
<b>3 核心看点：数控刀片稳步扩产，光伏钨丝值得期待</b> .....	<b>9</b>
3.1 光伏钨丝项目值得期待 .....	9
3.2 数控刀片与 PCB 微钻产能继续扩张.....	9
3.3 国企改革继续推进，助力业绩释放 .....	11
<b>4 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>12</b>
<b>5 风险提示</b> .....	<b>13</b>
<b>插图目录</b> .....	<b>15</b>
<b>表格目录</b> .....	<b>15</b>

# 1 事件：公司发布 2022 年年报及 2023 年一季报

**公司发布 2022 年报：**2022 年，公司实现营收 130.8 亿元，同比增长 8.2%；归母净利润 5.35 亿元，同比增长 1.3%，扣非后归母净利达 4.78 亿元，同比减少 2.4%。

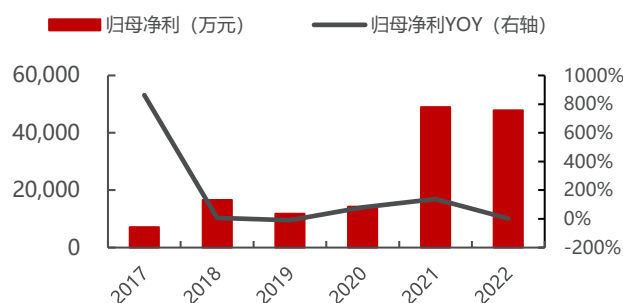
**分季度看，2023Q1，**公司实现营收 30.57 亿元，同比增长 1%、环比减少 1.7%；归母净利润 1 亿元，同比减少 7.4%、环比减少 26.6%；扣非归母净利 0.9 亿元，同比减少 13.8%、环比减少 12.1%。

图1：2022 年，公司实现营收 130.8 亿元



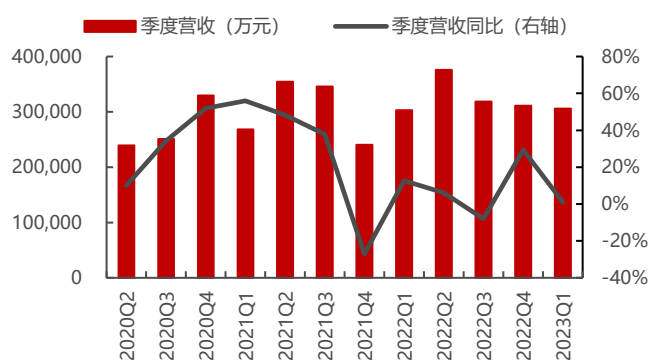
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2022 年，公司实现归母净利润 5.35 亿元



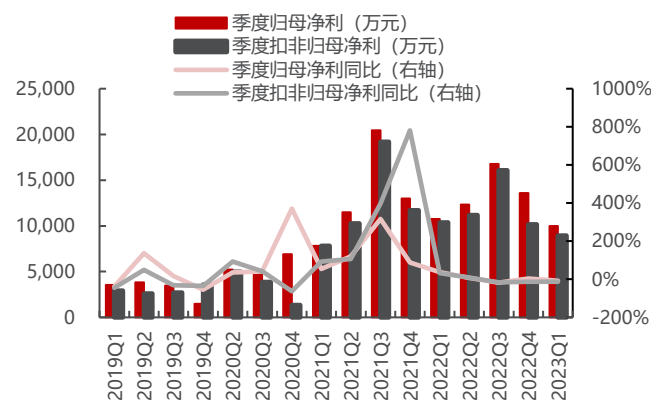
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2023Q1，公司实现营收 30.57 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2023Q1，公司实现归母净利润 1 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

## 2 点评：需求复苏缓慢，一季度业绩稍不及预期

### 2.1 数控刀片产量超过 1.3 亿片

**株钻公司数控刀片业务表现超预期。**2022 年，公司数控刀片产量超过 1.3 亿片，同比+19.27%，约占国内总产量的 23%。株钻公司盈利能力继续增强，22 年实现营收 20.23 亿元，同比+1.73%，净利润 2.76 亿元，同比+17.08%。

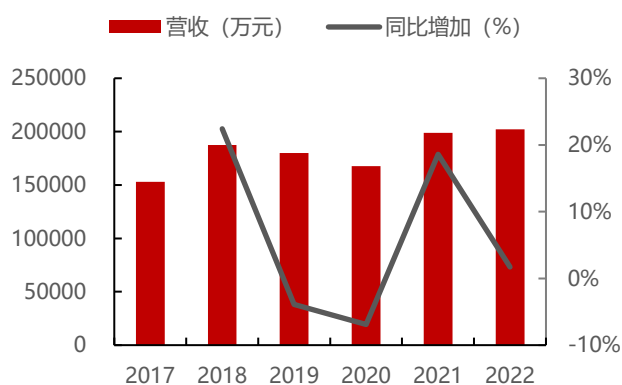
**金洲公司 PCB 微钻业务净利润增长，显示较强韧性。**下游 3C 行业需求不振，PCB 微钻出货压力较大，金洲公司 22 年实现营收 11.02 亿元，同比-4.85%，但实现净利润 2.30 亿元，同比+4.23%，显示较强的韧性。

**光伏钨丝进展稍稍不及预期。**公司新增 100 亿米光伏用高强度细钨丝项目产线已于 2022 年 10 月投产，尚未满产，目前正在针对下游具体需求的提升进行持续的技术优化，随着关键技术瓶颈突破，我们预计二季度逐步释放产能。

**自硬公司业绩大幅增长。**自硬公司 22 年实现营收 35.68 亿元，同比+17.44%，净利润 1.03 亿元，同比大幅增长 34.77%。一方面光伏钨丝贡献部分增量，另一方面投产的数控刀片贡献业绩。此外自硬公司硬面材料等业务向好。

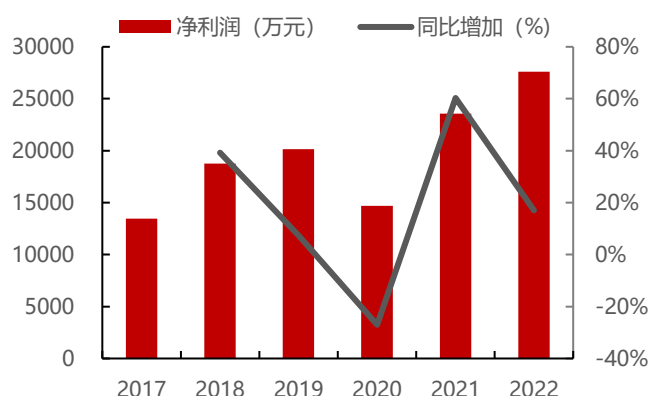
**原料价格上涨，毛利率下滑 1.83pct。**22 年钨精矿价格同比+12%，仲钨酸铵价格同比+12.51%，碳化钨粉市场价格同比+11.18%，下游传统产品价格传导不畅，导致毛利率下滑 1.83pct，至 17.53%。分业务看，切削刀具与工具毛利率微幅下滑 0.89pct，至 34.48%，韧性较强。

图5：株钻公司 2022 年营收同比+1.73%



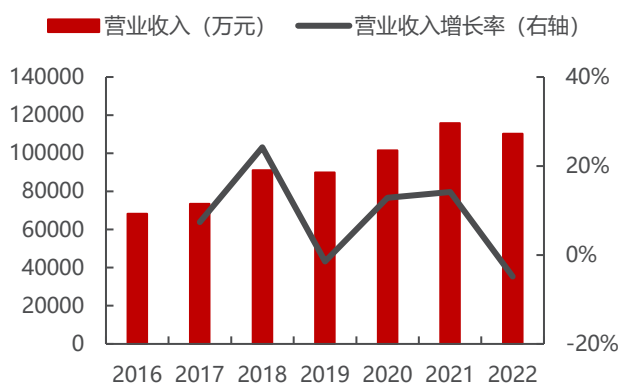
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：株钻公司 2022 年净利润同比+17.08%



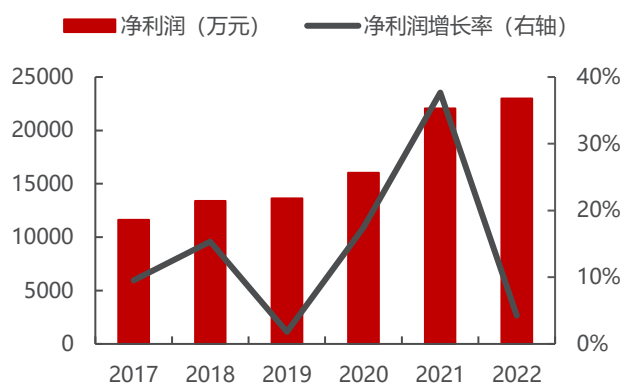
资料来源：wind，民生证券研究院

图7: 金洲公司 2022 年营收同比-4.85%



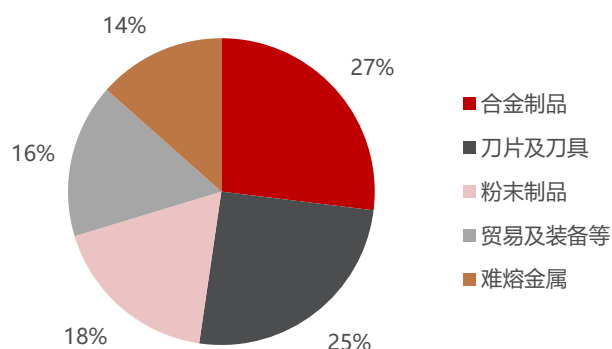
资料来源: wind, 民生证券研究院

图8: 金洲公司 2022 年净利润同比+4.23%



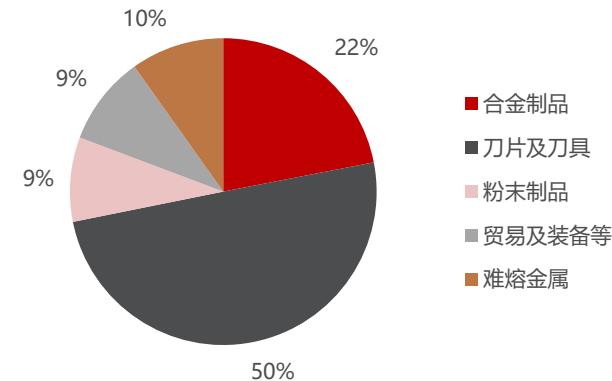
资料来源: wind, 民生证券研究院

图9: 公司 2022 年营收分布



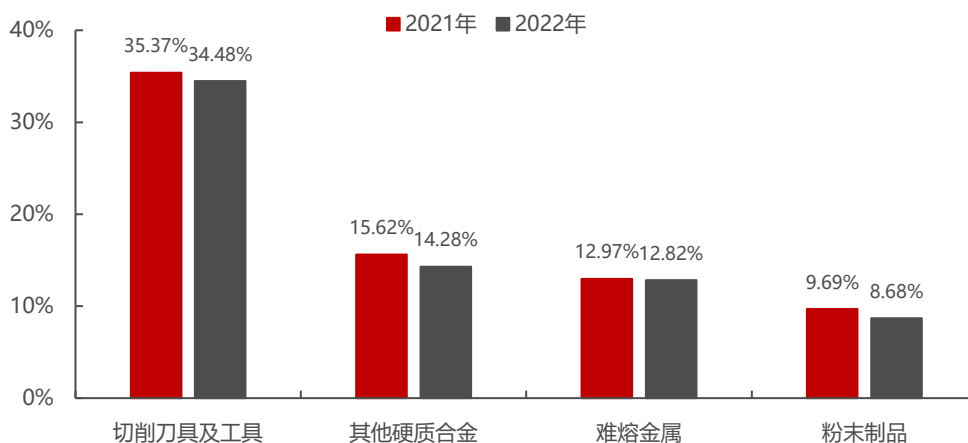
资料来源: wind, 民生证券研究院

图10: 公司 2022 年毛利分布

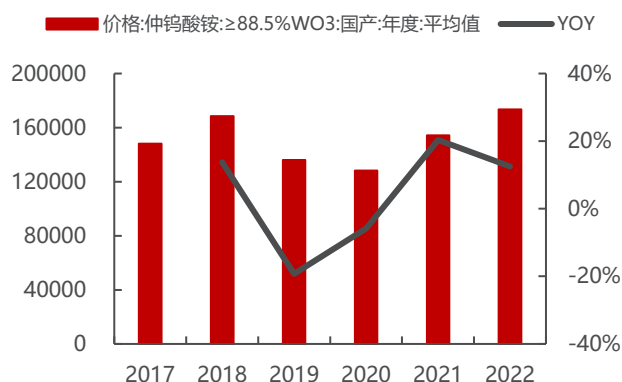


资料来源: wind, 民生证券研究院

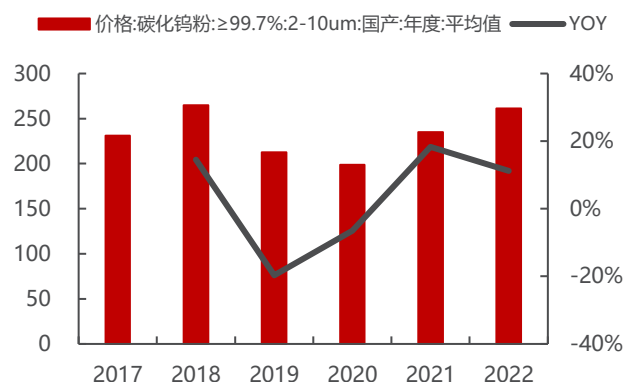
图11: 2022 年公司分业务毛利率情况 (单位: %)



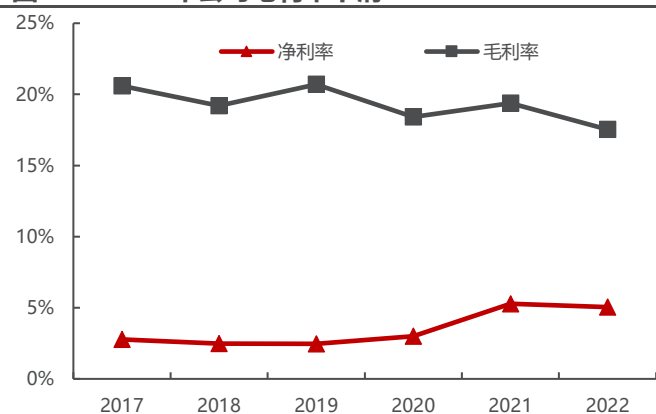
资料来源: wind, 民生证券研究院

**图12: 2022 年仲钨酸铵价格同比+12.51% (单位: 元/吨)**


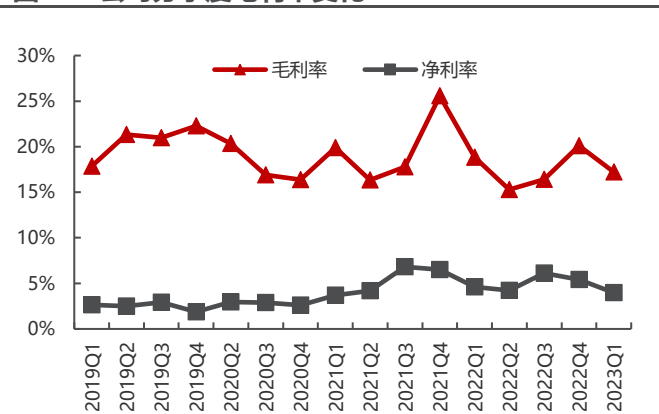
资料来源: wind, 民生证券研究院

**图13: 2022 年碳化钨粉价格同比+11.18% (单位: 元/公斤)**


资料来源: wind, 民生证券研究院

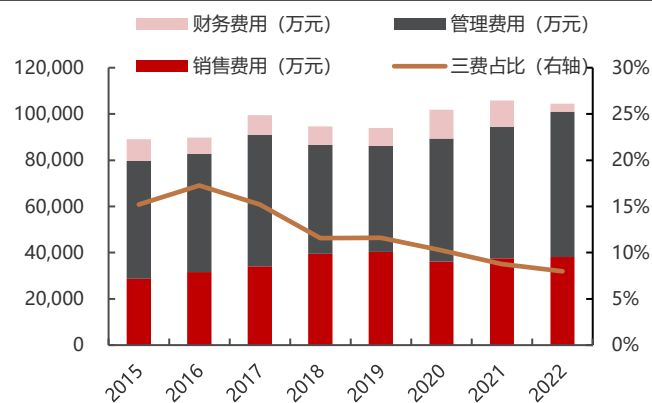
**图14: 2022 年公司毛利率下滑**


资料来源: wind, 民生证券研究院

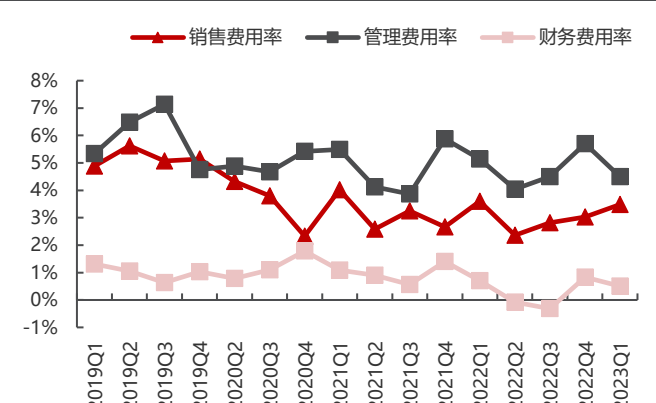
**图15: 公司分季度毛利率变化**


资料来源: wind, 民生证券研究院

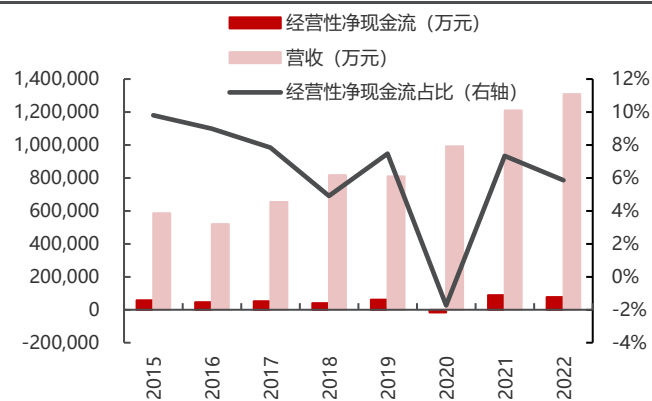
2022 年, 三费占营收比重下滑, 财务费用同比-70.02%。公司 2022 年三费同比下降 1.38%至 10.44 亿元, 占营收比重同比下滑 0.77pct, 为 7.98%。其中, 管理费用 62826 万元, 同比增加 5961 万元, 主要是股权激励费用同比增加 2947 万元, 安全生产费同比增加 474 万元, 资产折旧同比增加 486 万元。财务费用 3420 万元, 同比减少 7989 万元, 主要是本期汇率变动产生汇兑收益以及置换部分借款, 利息支出同比减少。

**图16: 2022 年公司三费占营收比重下滑**


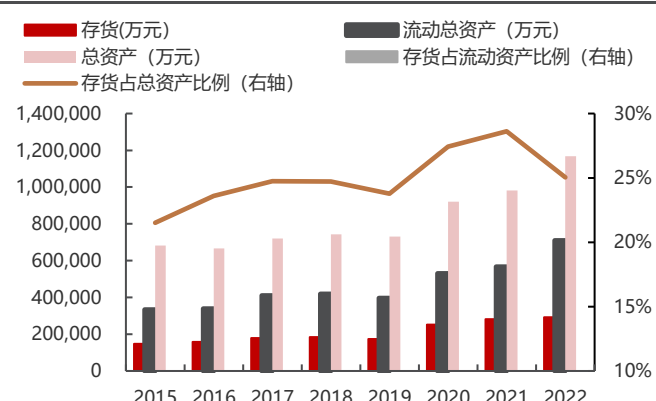
资料来源: wind, 民生证券研究院

**图17: 公司季度费用率变化**


资料来源: wind, 民生证券研究院

**图18: 2022 年公司经营性净现金流净流入 7.67 亿元**


资料来源: wind, 民生证券研究院

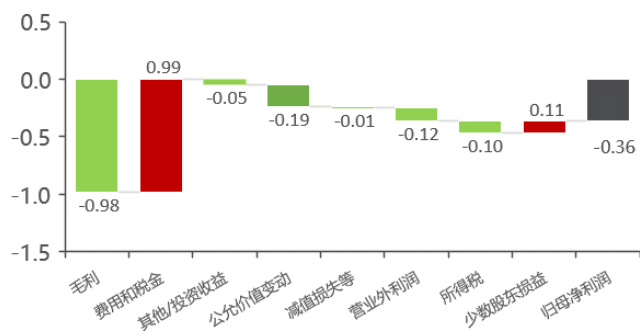
**图19: 2022 年公司存货增加**


资料来源: wind, 民生证券研究院

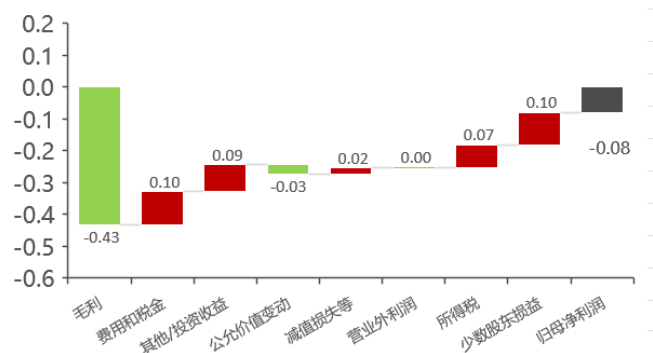
## 2.2 需求复苏缓慢，业绩稍不及预期

**2023Q1 vs 2022Q4: 2023Q1 归母净利润环比减少 0.36 亿元**，主要的增利点在于费用和税金 (+0.99 亿元)、少数股东损益 (0.11 亿元)；主要的减利点包括毛利 (-0.98 亿元)、公允价值变动 (-0.19 亿元)、营业外利润 (-0.12 亿元)、所得税 (-0.10 亿元)、其他/投资收益 (-0.05 亿元)、减值损失等 (-0.01 亿元)。

**2023Q1 vs 2022Q1: 2023Q1 归母净利润同比减少 0.08 亿元**，主要的增利点在于费用和税金 (+0.10 亿元)、其他/投资收益 (+0.09 亿元)、减值损失等 (+0.02 亿元)、所得税 (+0.07 亿元)、少数股东损益 (+0.10 亿元)；主要的减利点包括毛利 (-0.43 亿元)、公允价值变动 (-0.03 亿元)。

**图20: 2023Q1 业绩环比变化拆分 (单位: 亿元)**


资料来源: wind, 民生证券研究院

**图21: 2023Q1 业绩同比变化拆分 (单位: 亿元)**


资料来源: wind, 民生证券研究院

**23Q1 毛利率同比下滑 1.6pct, 环比下滑 2.87pct, 至 17.23%。** 主要是由  
 于钨价继续上涨, 23Q1 钨精矿价格环比+7.05%, 同比+1.29%, 侵蚀部分毛利。  
 叠加 23Q1 下游需求复苏进程缓慢, 公司 23Q1 毛利率有所下滑。



## 3 核心看点：数控刀片稳步扩产，光伏钨丝值得期待

### 3.1 光伏钨丝项目值得期待

公司将新增光伏钨丝产能 100 亿米/年。2022 年 2 月公司披露，旗下自硬公司自筹 9792 万元，建设年产 100 亿米光伏切割用高强度细钨丝生产线。钨丝因可拉伸至更细、强度高等优势，有望成为下一代的金刚石切割线母线，广泛用于光伏硅片切割。公司在细钨丝领域已经具有良好的技术积淀，拉丝工艺先进，此次 100 亿米项目扩产主要在于添加厂房、设备及人员，我们预计或将于 2023 年二季度逐步释放产能，二期 200 亿米也在规划中，钨丝需求旺盛，值得期待。

表1：钨丝在建项目

项目名称	预算数 (万元)	工程进度	资金来源
自硬公司新增年产 100 亿米细钨丝扩能改造项目	9,792	2022 年 3 月项目已启动，项目建设期为 9 个月，目前正在进行技术调试	自筹

资料来源：公司公告，民生证券研究院

### 3.2 数控刀片与 PCB 微钻产能继续扩张

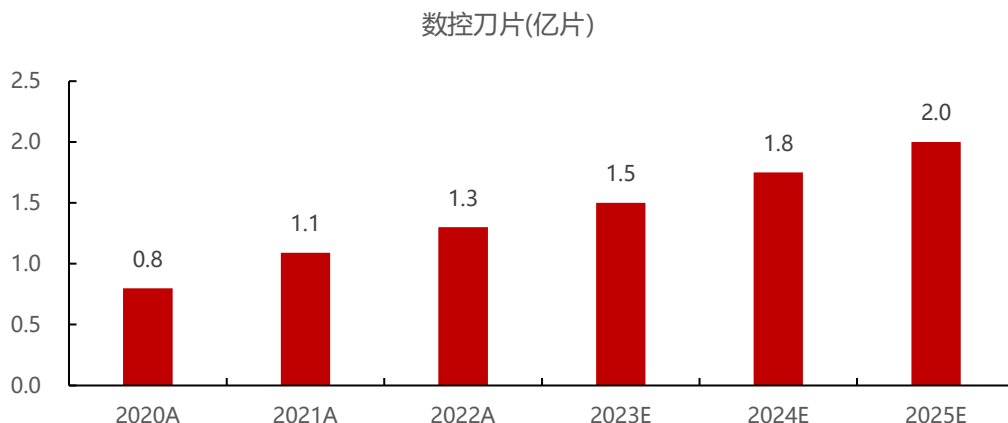
重点项目将陆续投产，2025 年数控刀片产量预计达 2 亿片，2021-2025 年 CAGR 达 16.39%。2022 年株钻 1000 万片高端数控刀片的产能释放，且主要应用于航空航天、医疗器械、汽车领域，加上自硬公司新增产能 1000 万片，公司数控刀片产能将持续攀升，公司预计 2023 年数控刀片产能 1.2-1.3 亿片。公司采取“小步快跑”策略，逐步小批量扩能高端刀具，预计 2025 年公司可实现数控刀片产量 2 亿片，2021-2025 年 CAGR 达 16.39%。

表2：公司数控刀片相关重要项目

项目	实施主体	产品及产能	投资 (亿元)	资金来源	开工时间	建设期	投产时间
精密工具产业园建设项目	株钻公司	2000 万片数控刀片	9.775	定增	2018 年 6 月	24 个月	2021 年 4 月
自硬公司数控刀片生产线建设项目	自硬子公司-成都长城切削刀具有限责任公司	1000 万片数控刀片	0.8983	自筹	2020 年四季度	10 个月	2021 年 11 月
高端制造用高精复合涂层切削刀具技改项目-新增 1000 万片数控刀片技术改造项目	株钻公司	1000 万片数控刀片	0.776	自筹	2022 年 3 月	9 个月	2022 年底
自硬公司数控刀片生产线扩能改造项目	自硬子公司-成都长城切削刀具有限责任公司	1000 万片数控刀片	0.9316	自筹	2022 年 3 月	9 个月	2022 年底

资料来源：公司公告，民生证券研究院

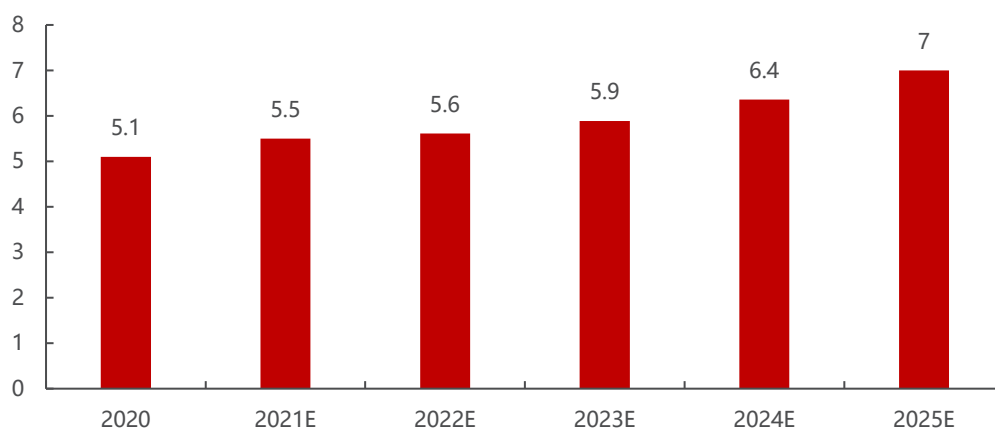
图22：2025年数控刀片产量预计可达2亿片（单位：亿片）



资料来源：wind，民生证券研究院预测

金洲公司微钻扩产稳步推进，PCB微钻市占率居全球前列，到“十四五”末产量预计达7亿支，2021-2025年复合增长率达6.21%。公司的扩产策略是小批量扩产，但是扩产的频率较高，2021年金洲公司微钻生产量约5.5亿支，“十四五”末产量预计达到7亿支。2023年4月公司发布公告，规划投资78,329万元新增微钻产能2亿支，项目建设期为4年，第5年达产。金洲公司在深圳、昆山和南昌建有生产基地，公司已制定符合市场的产能扩张计划，未来几年产量预计将持续增长。

图23：预计2025年金洲公司微钻产量达到7亿支（单位：亿支）



资料来源：wind，民生证券研究院预测

### 3.3 国企改革继续推进，助力业绩释放

**国企改革继续推进，助力业绩释放。**国企改革继续推进，公司完成国企改革三年行动任务，新增稀有新材公司作为职业经理人签约企业，激励政策得到进一步落实。22年三费同比下降1.38%至10.44亿元，占营收比重同比下滑0.77pct，为7.98%。

## 4 盈利预测与投资建议

公司不断提升刀具及刀片产能,优化产品结构,叠加光伏钨丝项目发展前景广阔,公司盈利能力有望持续提升。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 6.81/8.51/10.34 亿元,对应现价的 PE 分别为 21/17/14 倍,维持“推荐”评级。

## 5 风险提示

**1) 项目不及预期风险。**公司在建项目如果不能如期完成,或将影响产品产能释放,进而对业绩造成一定影响。

**2) 技术研发风险。**高端硬质合金技术研发投入成本高,能否取得理想的技术成果以及取得相应技术成果的时间都存在较大的不确定性;同时,同行业公司普遍重视研发投入,产品科研与技术水平的竞争更加激烈。

**3) 下游需求不及预期风险。**国内外疫情等因素可能导致全球经济复苏节奏缓慢,导致下游制造业需求领域放量不及预期,影响公司产品销量,从而影响业绩。

## 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	13,080	14,329	15,931	17,493
营业成本	10,787	11,671	12,807	13,924
营业税金及附加	82	86	96	105
销售费用	381	416	454	490
管理费用	628	645	709	770
研发费用	415	444	518	586
EBIT	773	1,117	1,380	1,644
财务费用	34	80	85	90
资产减值损失	-67	-78	-71	-69
投资收益	-26	-14	-16	-17
营业利润	709	944	1,205	1,465
营业外收支	25	12	4	4
利润总额	733	956	1,209	1,469
所得税	72	110	145	176
净利润	661	846	1,064	1,293
归属于母公司净利润	535	681	851	1,034
EBITDA	1,259	1,616	1,914	2,232

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	761	932	1,247	1,421
应收账款及票据	2,856	2,886	3,133	3,573
预付款项	85	144	164	176
存货	2,925	3,249	3,415	3,772
其他流动资产	469	567	632	673
流动资产合计	7,096	7,778	8,590	9,614
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3,402	3,883	4,307	4,851
无形资产	486	480	469	460
非流动资产合计	4,584	5,136	5,607	6,072
资产合计	11,679	12,914	14,197	15,686
短期借款	790	890	940	990
应付账款及票据	910	1,010	1,054	1,112
其他流动负债	2,261	2,270	2,323	2,366
流动负债合计	3,961	4,170	4,317	4,469
长期借款	1,130	1,280	1,330	1,355
其他长期负债	465	485	495	500
非流动负债合计	1,596	1,766	1,826	1,856
负债合计	5,557	5,936	6,142	6,324
股本	1,076	1,076	1,076	1,076
少数股东权益	735	900	1,113	1,371
股东权益合计	6,122	6,978	8,054	9,362
负债和股东权益合计	11,679	12,914	14,197	15,686

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
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	8.16	9.55	11.18	9.80
EBIT 增长率	-10.74	44.56	23.48	19.15
净利润增长率	1.32	27.42	24.98	21.53
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	17.53	18.55	19.61	20.40
净利润率	4.09	4.75	5.34	5.91
总资产收益率 ROA	4.58	5.27	6.00	6.60
净资产收益率 ROE	9.92	11.21	12.26	12.95
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.79	1.87	1.99	2.15
速动比率	1.01	1.03	1.14	1.25
现金比率	0.19	0.22	0.29	0.32
资产负债率 (%)	47.58	45.96	43.27	40.32
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	34.61	36.13	35.00	35.00
存货周转天数	95.70	96.00	95.00	94.00
总资产周转率	1.22	1.17	1.18	1.17
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.50	0.63	0.79	0.96
每股净资产	5.01	5.65	6.45	7.43
每股经营现金流	0.71	0.99	1.25	1.20
每股股利	0.13	0.00	0.00	0.00
<b>估值分析</b>				
PE	27	21	17	14
PB	2.7	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	10.76	8.27	6.82	5.77
股息收益率 (%)	0.98	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	661	846	1,064	1,293
折旧和摊销	486	499	534	588
营运资金变动	-541	-454	-446	-787
经营活动现金流	766	1,067	1,341	1,293
资本开支	-578	-1,057	-1,017	-1,066
投资	0	1	0	0
投资活动现金流	-601	-1,072	-1,033	-1,084
股权募资	11	0	0	0
债务募资	-81	272	110	80
筹资活动现金流	-451	176	6	-35
现金净流量	-205	172	314	174

## 插图目录

图 1: 2022 年, 公司实现营收 130.8 亿元.....	3
图 2: 2022 年, 公司实现归母净利润 5.35 亿元.....	3
图 3: 2023Q1, 公司实现营收 30.57 亿元.....	3
图 4: 2023Q1, 公司实现归母净利润 1 亿元.....	3
图 5: 株钻公司 2022 年营收同比+1.73%.....	4
图 6: 株钻公司 2022 年净利润同比+17.08%.....	4
图 7: 金洲公司 2022 年营收同比-4.85%.....	5
图 8: 金洲公司 2022 年净利润同比+4.23%.....	5
图 9: 公司 2022 年营收分布.....	5
图 10: 公司 2022 年毛利分布.....	5
图 11: 2022 年公司分业务毛利率情况 (单位: %).....	5
图 12: 2022 年仲钨酸铵价格同比+12.51% (单位: 元/吨).....	6
图 13: 2022 年碳化钨粉价格同比+11.18% (单位: 元/公斤).....	6
图 14: 2022 年公司毛利率下滑.....	6
图 15: 公司分季度毛利率变化.....	6
图 16: 2022 年公司三费占营收比重下滑.....	7
图 17: 公司季度费用率变化.....	7
图 18: 2022 年公司经营性净现金流净流入 7.67 亿元.....	7
图 19: 2022 年公司存货增加.....	7
图 20: 2023Q1 业绩环比变化拆分 (单位: 亿元).....	8
图 21: 2023Q1 业绩同比变化拆分 (单位: 亿元).....	8
图 22: 2025 年数控刀片产量预计可达 2 亿片 (单位: 亿片).....	10
图 23: 预计 2025 年金洲公司微钻产量达到 7 亿支 (单位: 亿支).....	10

## 表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 钨丝在建项目.....	9
表 2: 公司数控刀片相关重要项目.....	9
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