

业绩阶段性承压，深耕光伏电站业务实现优势辐射

2023年05月20日

► **公司业绩阶段性承压，逆转态势初显。** 22年公司实现营收31.96亿元，同比-15.16%，实现归母净利润2.09亿元，同比-36.06%，实现扣非归母净利润1.81亿元，同比-42.94%。分季度看，22年Q4公司实现营收6.88亿元，同比-24.46%，环比-30.67%，实现归母净利-0.89亿元，同比-1418.75%，环比-145.16%。23年Q1公司实现营收8.18亿元，同比+42.72%，环比+18.88%；归母净利润0.24亿元，同比+140.52%，环比+127.19%，初步显露逆转态势。

► **聚焦光伏发电业务，并网量稳步提升。** 22年公司光伏电站开发运营转让业务实现收入27.33亿元，同比-4.73%，占比为85.49%；光伏电站EPC业务实现收入1.95亿元，同比-52.64%，占比为13.18%。盈利能力方面，公司22年毛利率/净利率为48.28%/7.06%，同比+6.65/-3.18Pcts，净利率的下滑主要是由于新增装机量均为平价项目，整体电价呈下降趋势；23年Q1毛利率40.10%，同比下降0.17Pcts，净利率为3.26%，同比提升12.99Pcts。22年全年公司运营集中式与分布式电站装机容量分别为2508.73/1087.78MW，同比+23.90%/+31.22%，发电量分别为29.86/8.76亿千瓦时，同比+11.10%/12.71%。

► **光伏发电三足并行，辐射相关优势领域。** 公司专注于光伏电站开发运营转让和光伏电站EPC业务。**光伏发电业务：**公司持续发力集中式光伏，巩固工商业分布式光伏领域的龙头优势，并正式启动户用分布式光伏孵化快速抢占市场，三足并行。2022年在三个领域分别实现新增装机391/184/75MW；项目开发方面，合计获取集中式光伏项目开发指标3390MW，完成工商业分布式签约量452MW、户用分布式签约量435MW。**综合能源服务：**逐步剥离低盈利代维项目；在全国多点布局开展储能业务，获取网侧储能备案项目7个，容量合计3860MWh；获取用户侧储能备案项目2个，容量合计23MWh；实现售电业务独立经营，全年售电签约电量129.8亿千瓦时，签约客户3877户。**其他业务：**公司设有专门的光伏+氢解决方案事业部，目前已与全球在制氢方面技术领先的客户达成全方位合作，提供可再生氢能的定制化解决方案；公司运用大数据挖掘分析技术，实现工业企业能耗数据的监测采集，帮助企业精确掌握碳排放量。

► **投资建议：**我们预计公司2023-2025年营业收入为46.30/56.17/69.64亿元，归母净利为4.78/6.24/9.92亿元，对应现价PE为35X/27X/17X。公司为光伏发电环节领军企业，集中式与分布式齐头并进，有望受益于光伏行业的高增速，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**上游原材料波动的风险、项目建设进度不及预期、行业竞争加剧风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3196	4630	5617	6964
增长率(%)	-15.2	44.9	21.3	24.0
归属母公司股东净利润(百万元)	209	478	624	992
增长率(%)	-36.1	128.4	30.7	58.9
每股收益(元)	0.06	0.13	0.17	0.28
PE	81	35	27	17
PB	1.4	1.1	1.0	1.0

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为2023年5月19日收盘价)

推荐

首次评级

当前价格:

4.75元



分析师 邓永康

执业证书: S0100521100006

电话: 021-60876734

邮箱: dengyongkang@mszq.com



分析师 严家源

执业证书: S0100521100007

电话: 021-60876734

邮箱: yanjiayuan@mszq.com

分析师 郭彦辰

执业证书: S0100522070002

电话: 021-60876734

邮箱: guoyanchen@mszq.com

分析师 朱碧野

执业证书: S0100522120001

电话: 021-60876734

邮箱: zhubiye@mszq.com

研究助理 林誉韬

执业证书: S0100122060013

电话: 021-60876734

邮箱: linyutao@mszq.com

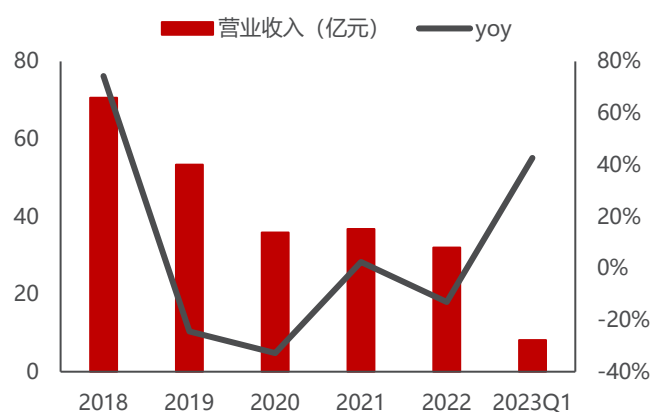
目录

1 公司业绩阶段性承压，逆转态势初显	3
2 聚焦光伏发电业务，并网量稳步提升	4
3 光伏发电三足并行，辐射相关优势领域	6
4 盈利预测与投资建议	9
4.1 盈利预测假设与业务拆分.....	9
4.2 相对估值.....	9
4.3 投资建议.....	10
5 风险提示	11
插图目录	13
表格目录	13

1 公司业绩阶段性承压，逆转态势初显

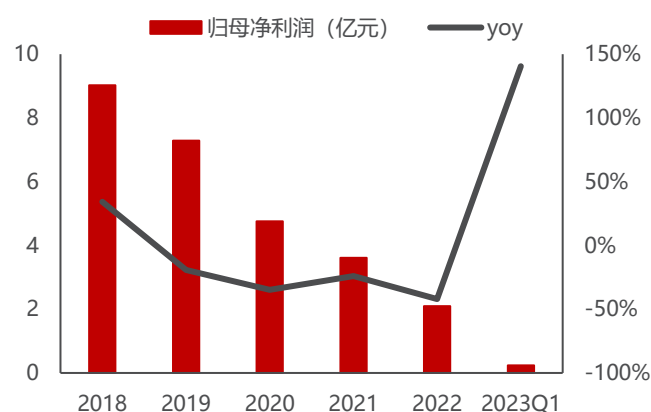
2023年4月29日，公司发布2022年年度报告，全年公司实现营收31.96亿元，同比-15.16%，实现归母净利润2.09亿元，同比-36.06%，实现扣非归母净利润1.81亿元，同比-42.94%。分季度看，22年Q4公司实现营收6.88亿元，同比-24.46%，环比-30.67%，实现归母净利-0.89亿元，同比-1418.75%，环比-145.16%。23年Q1公司实现营收8.18亿元，同比+42.72%，环比+18.88%；归母净利润0.24亿元，同比+140.52%，环比+127.19%。总体来看，公司收入连年回落，但跌幅有所减小，最新数据已初步显露逆转态势，2022年收入下滑主要系报告期内组件价格持续高位，公司持续推进“精工程”战略，EPC业务产值有所降低所致；净利润下跌主要受公司光伏电站开发运营转让业务毛利下降、电站资产交易及政府补助减少等因素综合影响。

图1：2018-2023Q1 公司营收（亿元）及增速



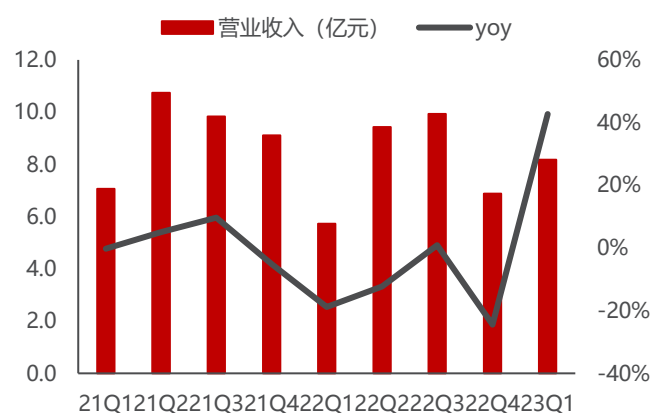
资料来源：ifinD，民生证券研究院

图2：2018-2023Q1 公司归母净利润（亿元）及增速



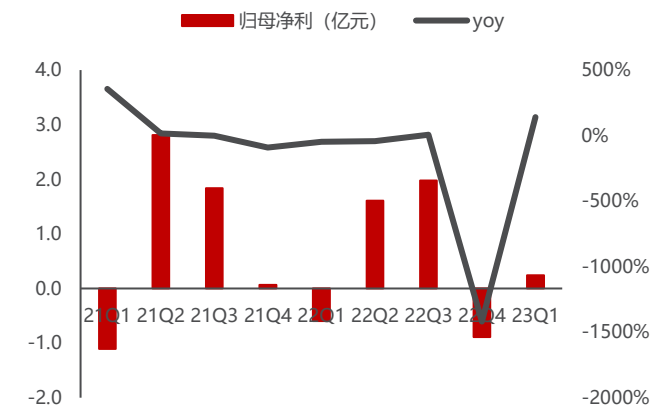
资料来源：ifinD，民生证券研究院

图3：21Q1-23Q1 公司营收（亿元）及增速



资料来源：ifinD，民生证券研究院

图4：21Q1-23Q1 公司归母净利润（亿元）及增速



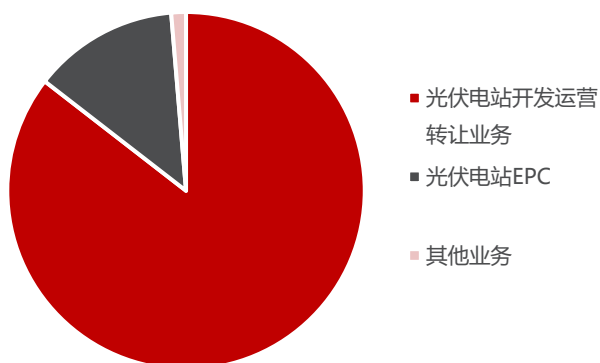
资料来源：ifinD，民生证券研究院

2 聚焦光伏发电业务，并网量稳步提升

按照行业分类，2022 年公司主要收入来自于光伏电站开发运营转让业务，实现收入 27.33 亿元，同比-4.73%，占比为 85.49%；光伏电站 EPC 业务实现收入 1.95 亿元，同比-52.64%，占比为 13.18%；其他业务实现收入 0.41 亿元，同比+380.28%，占比为 1.29%。

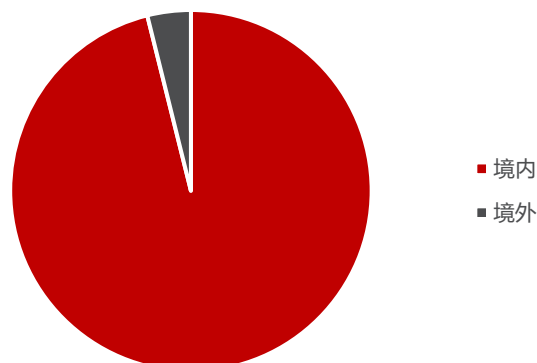
按照区域分类，2022 年境内业务实现收入 30.71 亿元，同比-15.92%；境外业务实现收入 1.24 亿元，同比+9.33%。

图5：公司 22 年营收占比（按行业）



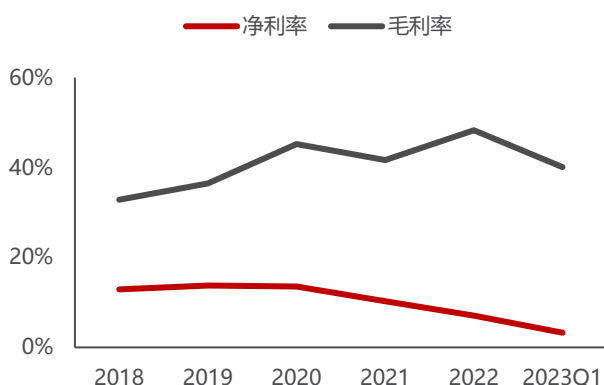
资料来源：ifinD，民生证券研究院

图6：公司 22 年营收占比（按区域）

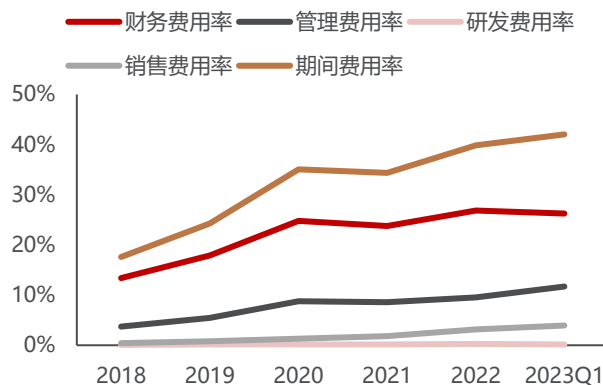


资料来源：ifinD，民生证券研究院

盈利能力维稳，期间费用率小幅提升。公司 22 年毛利率/净利率为 48.28%/7.06%，同比+6.65/-3.18Pcts，净利率的下滑主要是由于新增装机量均为平价项目，整体电价呈下降趋势，目前公司正在加快新项目建设进度，提升并网发电量，同时进一步控制项目建设成本及融资成本，以应对平均电价下降带来的负面影响；22 年公司期间费用率为 39.88%，同比+5.53Pcts，其中财务费用率、管理费用率、研发费用率与销售费用率分别为 26.86%/9.56%/0.27%/3.19%，增加了 3.10/0.99/0.08/1.36Pcts。23 年 Q1 公司毛利率/净利率为 40.10%/3.26，同比-0.17/+12.99Pcts，公司期间费用率为 42.04%，其中财务费用率、管理费用率、研发费用率与销售费用率分别为 26.25%/11.71%/0.15%/3.94%，期间费用率的提升主要来源于装机规模上涨带来的管理与销售费用的提升。

图7：公司 2018-2023Q1 年毛利率与净利率


资料来源：ifinD，民生证券研究院

图8：公司 2018-2023Q1 年期间费用率


资料来源：ifinD，民生证券研究院

平价时代转型阵痛，运营能力提升未来可期。光伏初步进入平价时代，度电成本逐渐下行，为应对整体电价下降趋势带来的负面影响，公司着力加快新项目建设进度，提升并网发电量，同时进一步控制项目建设成本及融资成本。公司项目遍及国内六大区域，并向境外延展，22 年全年公司运营集中式与分布式电站装机容量分别为 2508.73/1087.78MW，同比 +23.90%/+31.22%，发电量分别为 29.86/8.76 亿千瓦时，同比+11.10%/12.71%。随公司“精工程”战略的不断推进，运营、管理能力逐步提升，有望在平价时代过渡期的阵痛中找到新的利润增长点。

表1：公司光伏电站累计运营情况

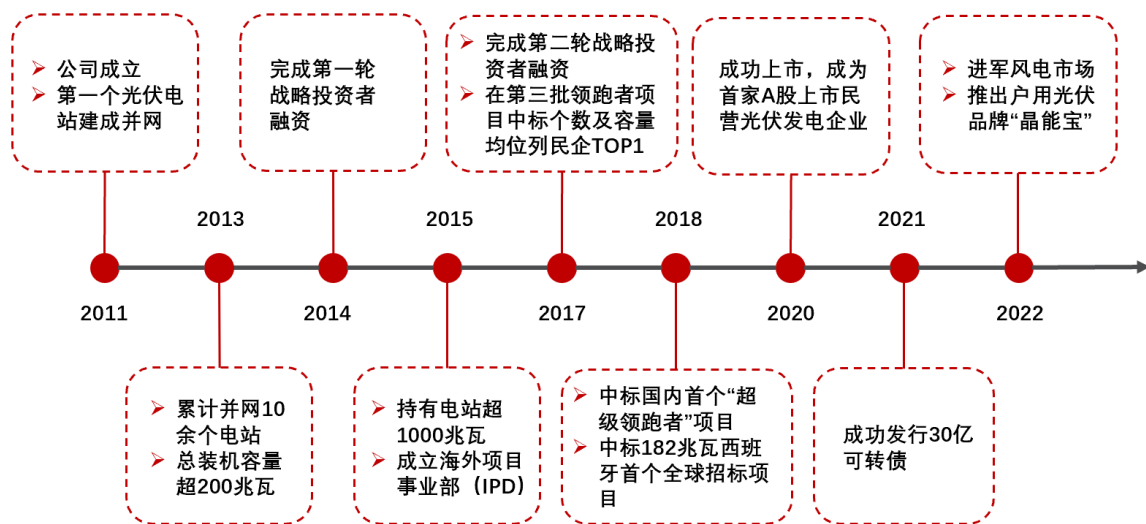
	2022	2021	同比
集中式电站装机容量 (MW)	2,508.73	2,024.75	23.90%
集中式电站发电量 (万千瓦时)	298,585.59	268,754.20	11.10%
分布式电站装机容量 (MW)	1,087.78	829.00	31.22%
分布式电站发电量 (万千瓦时)	87,617.00	77,734.04	12.71%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

3 光伏发电三足并行，辐射相关优势领域

深耕光伏电站业务多年，电站布局广泛。公司前身上饶晶科工程成立于 2011 年，于 2020 年成为首家 A 股上市民营光伏发电企业。公司主营业务覆盖光伏电站的开发、投资、建设、运营、管理和转让及光伏电站 EPC，同时涉及相关优势领域，拥有设计、施工等多项资质，具备光伏电站一体化解决方案的能力。2022 年公司揽获包括“2022 年度影响力品牌-光伏电站开发商”、“2022 优质光伏 EPC 企业”、“年度分布式光伏系统十大品牌”、“年度光伏电站运维十大品牌”等多项重要荣誉，行业品牌知名度较好。目前，公司已在全国二十多个省份拥有包括大型地面式、屋顶分布式、渔光互补型、农光互补型等多类型光伏电站，主要集中于需求稳健、电价较高的华东、华北地区，并逐步向海外延伸。

图9：公司发展历程



资料来源：公司官网，民生证券研究院整理

光伏发电业务：三足并行发力，全方位构筑光伏电站领域优势壁垒。在光伏行业三分天下的新格局下，公司持续发力集中式光伏，巩固工商业分布式光伏领域的龙头优势，并正式启动户用分布式光伏孵化快速抢占市场，三足并行。截至 22 年末，公司自持电站总装机容量约 3.6GW，同比增长 22%，其中全年新增装机量约 649MW；发电量约 38.6 亿千瓦时，同比增长 5%。

集中式光伏方面，2022 年公司新增装机量约 391MW。同时，公司凭借位居行业前列的开发能力，22 年合计获取集中式光伏项目开发指标 3390MW，据光伏們统计数据，公司在 22 年各省光伏指标分配总额(不含大基地、分布式光伏项目)中位列第 12 位，位居民营企业第一，提前锁定中短期利润增量。

图10：公司集中式项目成功案例

成功案例



资料来源：公司官网，民生证券研究院

工商业分布式光伏方面，公司依托强大的光伏系统场景适应能力，乘行业与政策东风，2022年项目装机量新增约184MW，签约量同步实现跨越式增长，合计完成签约量452MW，同比增长207%。截至2022年10月，公司拥有分布式电站303座，累计并网容量超1GW，稳居国内光伏电站开发运营行业的前列。

户用分布式光伏方面，作为新兴业务，2022年公司达成装机量约75MW，创建了户用光伏品牌“晶能宝”，并提出了“户用光伏智能设计”方案，以自动化设计缩小庞杂工作量，有效解决整县户用分布式项目的瓶颈问题。22年全年户用光伏签约数量18110户，签约规模达435MW，成功建档9412户，建档规模达229MW，快速抢占市场，为后续发展奠基。

图11：22年并网的恒枫饮料分布式电站南宁项目鸟瞰



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图12：公司户用光伏品牌“晶能宝”商标



资料来源：公司官网，民生证券研究院

综合能源服务：剥离低盈利代维项目，着眼储能、售电业务新发展。 电站运维方面，公司由规模化代维逐步转向利润化代维及内维，剥离低盈利项目有助公司进行资源整合与合理分配。22 年公司在全国多点布局开展储能业务，其中网侧储能金塔 100MW/200MWh 项目已开工，用户侧储能海宁 10MW/20MWh 项目已并网。在项目开发上同样收获颇丰，获取网侧储能备案项目 7 个，容量合计 3860MWh；获取用户侧储能备案项目 2 个，容量合计 23MWh。售电业务方面，22 年公司实现独立经营，全年售电签约电量 129.8 亿千瓦时，同比增长 49%；交易电量 69.1 亿千瓦时，同比增长 44%；签约客户 3877 户，同比增长 95%，合作伙伴包括中国石油、中国烟草等 14 位各行业巨头。尽管目前体量尚小，新业务模式的推出落地有望为公司业绩提供新增量。

图13：公司储能项目



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图14：公司绿电交易合作伙伴



资料来源：公司官网，民生证券研究院

其他业务：制氢方面，公司设有专门的光伏+氢解决方案事业部，目前已与全球在制氢方面技术领先的客户达成全方位合作，为各类客户提供可再生能源制氢的定制化解决方案。减碳方面，公司将基于虚拟电厂运行策略和综合能源系统，运用大数据挖掘分析技术，实现工业企业能耗数据的监测采集，帮助企业精确掌握碳排放量，助力政府强化碳排放配额分配管理力度，建立科学合理的碳排放配额市场调节和抵消机制。

海外市场：充分调用全球资源整合能力，开拓海外市场打开成长空间。 公司充分利用全球资源整合能力，与法国电力集团 (EDF)、阿布扎比未来能源公司 (Masdar)、韩国电力公司(KEPCO)、法国道达尔(Total)、中国电力国际有限公司等多家全球能源巨头和大型财团开展过良好的业务合作。在欧洲、拉美、中东、亚太地区均有正在进展中的海外项目开发工作，陆续中标阿布扎比 2100MW、阿曼 500MW、沙特阿拉伯 300MW、西班牙 182.5MW 等海外大型光伏发电项目，成功打响品牌海外声誉。报告期内，海外电站并网发电规模 104.5MW，完成发电量 2.4 亿千瓦时，随公司知名度进一步打开，海外市场或成国内平价时代过渡期利润新增点。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

光伏发电：截至 2022 年底公司自持电站总装机容量约 3.6GW，未来公司将加快新项目建设进度，集中式与分布式并行，进一步拉动并网发电量，带动公司收入持续提升。预计公司光伏发电业务 23-25 年实现收入 36.86/46.25/59.22 亿元，毛利率为 53%/50%/50%。

光伏电站 EPC：22 年硅料价格持续走高，部分项目积压，导致公司 22 年光伏电站 EPC 业务收入有所下滑，目前硅料价格进入下行区间，我们预计 2023 年公司光伏电站 EPC 业务收入将回归之前水准，预计 23-25 年光伏电站 EPC 业务将实现收入 9.00/9.45/9.92 亿元，毛利率为 13%/12%/11%。

表2：公司业务拆分

单位：百万元	2022	2023E	2024E	2025E
光伏发电运营				
收入	2,732.72	3685.63	4625.02	5922.21
成本	1,267.26	1732.24	2294.01	2961.10
毛利	1,465.5	1953.38	2331.01	2961.10
毛利率	54%	53%	50%	50%
光伏电站 EPC				
收入	421.17	900.00	945.00	992.25
成本	361.56	783.00	831.60	883.10
毛利	59.6	117.00	113.40	109.15
毛利率	14%	13%	12%	11%
其他				
收入	42.60	44.73	46.97	49.31
成本	24.27	29.07	30.53	32.05
毛利	18.3	15.66	16.44	17.26
毛利率	43%	35%	35%	35%
合计				
收入	3,196.49	4630.36	5616.99	6963.77
成本	1,653.09	2544.32	3156.14	3876.26
毛利	1,543.4	2086.04	2460.85	3087.51
毛利率	48%	45%	44%	44%

资料来源：wind，民生证券研究院预测

4.2 相对估值

公司是行业领先的清洁能源供应商和服务商，深耕光伏发电行业发展多年，故选择同处于该行业的芯能科技、正泰电器与拓日新能作为可比公司，23 年行业平均 PE 为 34，与公司 23 年 PE 基本持平；行业平均 PB 为 2.97，高于公司 23 年

PB，考虑到公司为光伏发电与 EPC 领先企业，在手项目丰富，市占率有望持续提升，且目前光伏产业链价格处于下行区间，电站建设成本有望降低，所以公司估值仍有提升空间。

表3：可比公司 PE 数据对比

代码	公司	现价(元)	EPS			PE			PB		
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E
002218.SZ	拓日新能	4.93	0.07	0.11	0.14	73	46	35	1.60	1.62	1.57
603105.SH	芯能科技	15.11	0.38	0.52	0.66	40	29	23	4.25	3.87	3.41
003035.SZ	南网能源	6.19	0.15	0.22	0.33	41	28	19	3.41	3.43	2.98
平均值						51	34	26	3.08	2.97	2.65
601778.SH	晶科科技	4.75	0.06	0.13	0.17	81	35	27	1.37	1.07	1.03

资料来源：wind，民生证券研究院；注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2023 年 5 月 19 日

4.3 投资建议

我们预计公司 2023-2025 年营业收入为 46.30/56.17/69.64 亿元，归母净利润为 4.78/6.24/9.92 亿元，对应现价 PE 为 35X/27X/17X。公司为光伏发电环节领军企业，集中式与分布式齐头并进，有望受益于光伏行业的高增速，首次覆盖，给予“推荐”评级。

5 风险提示

1) 上游原材料波动的风险。若原材料价格大幅上涨,公司电站建设成本提升,可能导致电站开工延后或收益率不及预期,对公司盈利能力产生影响。

2) 项目建设进度不及预期。公司主营业务为光伏发电,若电站项目建设进度不及预期,可能影响公司的收入与利润规模。

3) 行业竞争加剧风险。目前光伏市场发展迅速,可能会吸引众多新进入者切入光伏赛道,从而导致行业竞争加剧,影响公司的收入与利润。

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	3196	4630	5617	6964
营业成本	1653	2544	3156	3876
营业税金及附加	44	56	67	84
销售费用	102	139	169	209
管理费用	306	486	590	731
研发费用	9	9	11	14
EBIT	1122	1373	1597	2017
财务费用	859	849	892	887
资产减值损失	-17	-21	-22	-25
投资收益	92	139	140	174
营业利润	339	642	823	1279
营业外收支	-51	-50	-50	-50
利润总额	289	592	773	1229
所得税	63	89	116	184
净利润	226	503	657	1044
归属于母公司净利润	209	478	624	992
EBITDA	2117	2431	2795	3362

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	6199	12858	9899	8976
应收账款及票据	4852	7009	8350	10352
预付款项	636	763	884	1008
存货	1408	2070	2140	2523
其他流动资产	1922	1877	2056	2299
流动资产合计	15019	24578	23329	25158
长期股权投资	830	969	1109	1284
固定资产	15653	16715	17700	18678
无形资产	158	158	157	156
非流动资产合计	22381	24404	26104	27831
资产合计	37400	48982	49433	52989
短期借款	1259	4259	4259	4259
应付账款及票据	5384	7319	9079	11151
其他流动负债	3430	3510	1397	1706
流动负债合计	10072	15088	14735	17115
长期借款	4969	7969	7969	7969
其他长期负债	9850	9956	10156	10356
非流动负债合计	14819	17924	18124	18324
负债合计	24891	33012	32859	35440
股本	2894	3571	3571	3571
少数股东权益	116	141	174	226
股东权益合计	12509	15969	16574	17549
负债和股东权益合计	37400	48982	49433	52989

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	-15.16	44.86	21.31	23.98
EBIT 增长率	-8.48	22.38	16.34	26.27
净利润增长率	-36.06	128.41	30.66	58.87
盈利能力 (%)				
毛利率	48.28	45.05	43.81	44.34
净利润率	6.55	10.32	11.12	14.25
总资产收益率 ROA	0.56	0.98	1.26	1.87
净资产收益率 ROE	1.69	3.02	3.81	5.73
偿债能力				
流动比率	1.49	1.63	1.58	1.47
速动比率	1.17	1.38	1.32	1.21
现金比率	0.62	0.85	0.67	0.52
资产负债率 (%)	66.55	67.40	66.47	66.88
经营效率				
应收账款周转天数	545.82	550.00	540.00	540.00
存货周转天数	310.98	300.00	250.00	240.00
总资产周转率	0.09	0.11	0.11	0.14
每股指标 (元)				
每股收益	0.06	0.13	0.17	0.28
每股净资产	3.47	4.43	4.59	4.85
每股经营现金流	0.50	0.41	0.83	0.78
每股股利	0.01	0.01	0.02	0.03
估值分析				
PE	81	35	27	17
PB	1.4	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	11.21	9.49	8.54	7.43
股息收益率 (%)	0.15	0.31	0.41	0.65

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	226	503	657	1044
折旧和摊销	996	1058	1198	1345
营运资金变动	-319	-774	202	-501
经营活动现金流	1791	1475	2968	2799
资本开支	-2518	-2494	-2557	-2697
投资	19	24	0	0
投资活动现金流	-2424	-2600	-2555	-2697
股权募资	0	2982	0	0
债务募资	3889	5601	-2372	0
筹资活动现金流	867	7784	-3372	-1025
现金净流量	254	6659	-2959	-924

插图目录

图 1: 2018-2023Q1 公司营收 (亿元) 及增速.....	3
图 2: 2018-2023Q1 公司归母净利 (亿元) 及增速	3
图 3: 21Q1-23Q1 公司营收 (亿元) 及增速.....	3
图 4: 21Q1-23Q1 公司归母净利 (亿元) 及增速	3
图 5: 公司 22 年营收占比 (按行业)	4
图 6: 公司 22 年营收占比 (按区域)	4
图 7: 公司 2018-2023Q1 年毛利率与净利率.....	5
图 8: 公司 2018-2023Q1 年期间费用率	5
图 9: 公司发展历程.....	6
图 10: 公司集中式项目成功案例.....	7
图 11: 22 年并网的恒枫饮料分布式电站南宁项目鸟瞰	7
图 12: 公司户用光伏品牌“晶能宝”商标.....	7
图 13: 公司储能项目	8
图 14: 公司绿电交易合作伙伴.....	8

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司光伏电站累计运营情况.....	5
表 2: 公司业务拆分	9
表 3: 可比公司 PE 数据对比.....	10
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