

## 铜钴价格下行拖累业绩，扩产项目稳步落地

2022 年 08 月 15 日

► **公司公布 2022 半年报：**2022 年 H1 公司实现营收 27.93 亿元，同比增长 34.28%；归母净利润 3.05 亿元，同比下降 14.22%；扣非归母净利 3.28 亿元，同比下降 16.23%。分季度看，2022Q2 公司实现营收 12.20 亿元，同比增长 16.86%、环比下降 22.46%；归母净利润 1.32 亿元，同比下降 48.57%、环比下降 24.25%；扣非归母净利 1.01 亿元，同比下降 42.75%、环比减少 55.30%。

► **铜价下行，管理费用提高，拖累上半年业绩。**公司钴产品定价以 MB 钴价为基准，Q2MB 钴均价环比上升 5.71%，LME 铜均价下跌 4.84%，铜产品售价承压；2022H1，公司因支付港股上市费用、扩产项目落地导致职工薪酬增加，管理费用达 1.27 亿元，同比+87.11%，拖累公司业绩。**分产品看：1) 营收贡献：**2022 年 H1，钴产品营收 15.02 亿元，同比+27.08%；铜产品营收为 12.82 亿元，同比+42.87%；**2) 毛利率：**2022 年 H1 钴产品毛利率为 33.63%，同比+0.79pcts；电解铜营业成本同比提高 67.71%，主要系上游矿石原材料涨价，电解铜产品毛利率为 20.35%，同比-11.8pcts。

► **扩产项目逐步落地，产能优势增强铜钴产品竞争力。**刚果子公司 6000 吨/年电解铜生产线切换项目 21 年底已投产；公司钴粉产品质量和性能优异，能满足不同客户的定制需求，国际竞争力较强。子公司安徽寒锐新增 2000 吨钴粉技改项目、寒锐金属新增 5000 吨/年氢氧化钴项目已分别在 2022 年 3 月和 6 月投产，公司已形成“钴粉 5000 吨+氢氧化钴 1 万吨+电解铜 4.1 万吨”年产能布局，产能优势将有效保障未来营收来源。

► **钴全产业链布局，新能源材料打开未来成长空间。**赣州寒锐 1 万吨/年钴新材料和 2.6 万吨/年三元前驱体一期工程已完成设备安装，目前已试生产，投产后将填补公司钴湿法冶炼深加工空缺，减少钴盐委外加工成本，打造全产业链布局，增强公司未来盈利能力。公司正在加速推进新能源上游资源（钴、镍和锂等金属）的收购并购、电池回收产线建设，公司目标是复制钴全产业链布局模式，力求打通新能源全产业链条，发挥一体化优势。

► **钴行业紧平衡格局支撑钴价。**需求端：钴在三元电池中不可或缺，随着下半年消费电子旺季来临和三元电池放量，钴需求量将持续增长。2) 供给端：2022 年嘉能可 Mutanda 复产、洛阳铝业产能投产增加供应端压力，但疫情反复冲击物流运输，新建项目进展低于预期，2022 年钴行业供需或仍将维持紧平衡。

► **盈利预测与投资建议：**公司扩产项目持续推进，积极布局产业链一体化和新能源，考虑到公司产品售价受铜钴价格影响，我们修正公司 2022/2023/2024 年的归母净利润至 7.62/9.44/10.40 亿元，对应 8 月 12 日收盘价的 PE 为 22X/18X/16X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**铜钴价格下跌，疫情影响生产经营，新建项目进展不及预期。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	4,350	5,504	6,774	7,506
增长率 (%)	93.0	26.5	23.1	10.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	663	762	944	1,040
增长率 (%)	98.3	14.9	24.0	10.2
每股收益 (元)	2.14	2.46	3.05	3.36
PE	25	22	18	16
PB	3.6	3.1	2.7	2.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 8 月 12 日收盘价）

### 推荐

维持评级

当前价格：

54.50 元



**分析师 邱祖学**

执业证书：S0100521120001

电话：021-80508866

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

**研究助理 张建业**

执业证书：S0100120080003

电话：010-85127604

邮箱：zhangjianye@mszq.com

### 相关研究

1.寒锐钴业 (300618.SZ) 2021 年年报点评：量价齐升驱动业绩，新增产能即将投放-2022/04/19

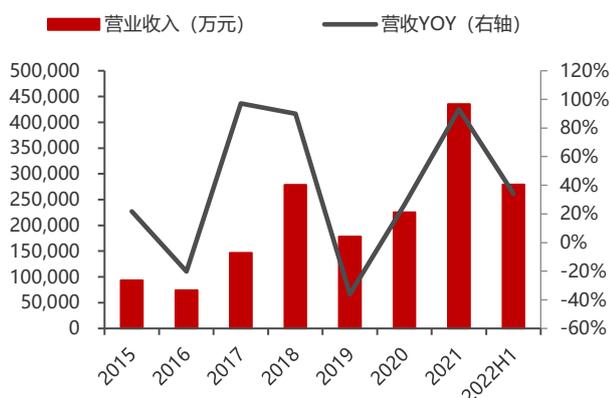
# 目录

1 Q2 业绩明显下滑，经营性现金流充足 .....	3
2 铜钴价格下行，拖累公司业绩 .....	6
3 钴产品项目投产，全产业链布局完成 .....	8
4 盈利预测与投资建议 .....	10
5 风险提示 .....	11
插图目录 .....	13
表格目录 .....	13

**公司公告 2022 年半年报:** 2022 年 H1, 公司实现营收 27.93 亿元, 同比增长 34.28%; 归母净利润 3.05 亿元, 同比下降 14.22%; 扣非归母净利润 3.28 亿元, 同比下降 16.23%。

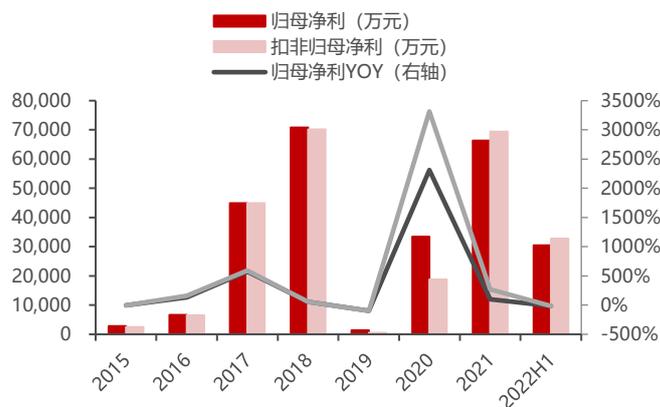
分季度看, 2022Q2 公司实现营收 12.20 亿元, 同比增长 16.86%、环比下降 22.46%; 归母净利润 1.32 亿元, 同比下降 48.57%、环比下降 24.25%; 扣非归母净利润 1.01 亿元, 同比下降 42.75%、环比下降 55.30%。

图1: 2022 年 H1, 公司实现营收 27.93 亿元



资料来源: wind, 民生证券研究院

图2: 2022 年 H1, 公司实现扣非归母净利润 3.28 亿元



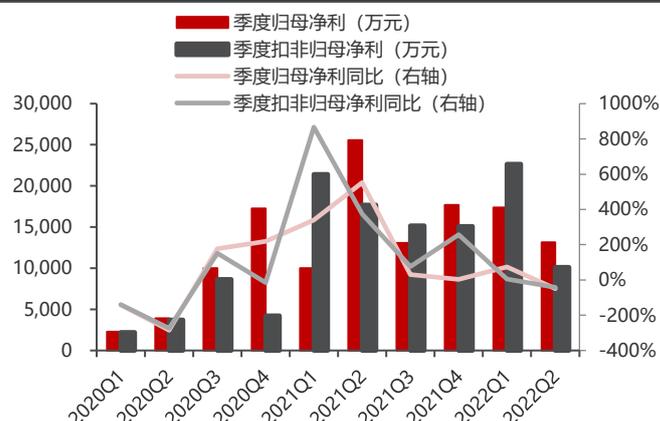
资料来源: wind, 民生证券研究院

图3: 2022 年 Q2, 公司实现营收 12.20 亿元



资料来源: wind, 民生证券研究院

图4: 2022Q2, 公司实现扣非归母净利润 1.01 亿元

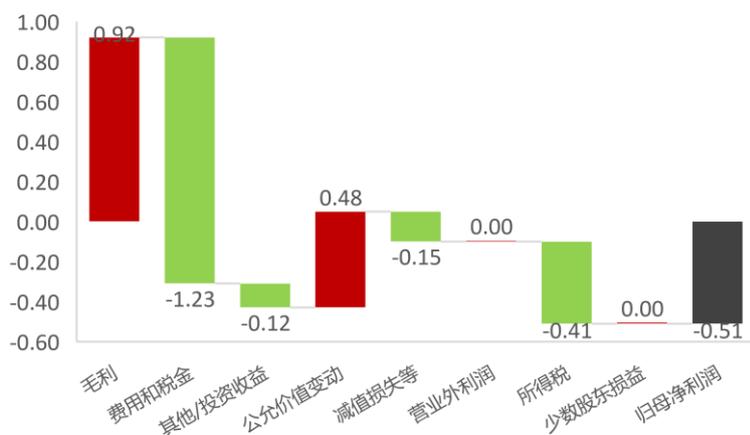


资料来源: wind, 民生证券研究院

## 1 Q2 业绩明显下滑, 经营性现金流充足

2022 年 H1 公司实现归母净利润 3.05 亿元, 同比减少 0.51 亿元, 主要是由于费用和税金提高 (-1.23 亿元)。其他减利点包括其他/投资收益 (-0.11 亿元)、减值损失等 (-0.05 亿元)、营业外利润 (-0.003 亿元) 和所得税 (-0.41 亿元); 主要增利点来自于毛利增加 (+0.92 亿元) 和公允价值变动 (+0.48 亿元)。

图5: 2022H1 公司业绩同比变化拆分 (单位: 亿元)

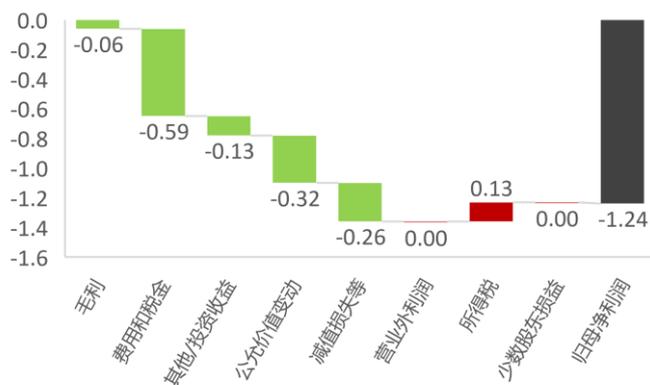


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

分季度同比来看, 2022Q2 归母净利润减少 1.24 亿元, 主要减利点是费用及税金增加 (-0.59 亿元), 其他减利点包括毛利降低 (-0.06 亿元), 公允价值变动 (-0.32 亿元), 其他/投资收益 (-0.12 亿元)、营业外利润 (-0.004 亿元); 主要增利点来自于所得税减少 (+0.13 亿元)。

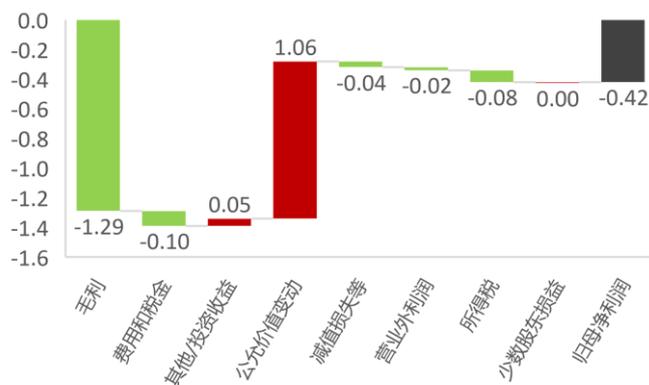
分季度环比来看, 2022Q2 归母净利润减少 0.42 亿元, 核心在于产品毛利大幅减少 1.29 亿元。其他减利点还来自于费用和税金 (-0.1 亿元)、营业外利润 (-0.02 亿元) 和所得税 (-0.08 亿元); 主要增利点来自公允价值变动 (+1.06 亿元), 其他增利点还有其他/投资收益 (+0.02 亿元)。

图6: 2022Q2 业绩同比变化拆分 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

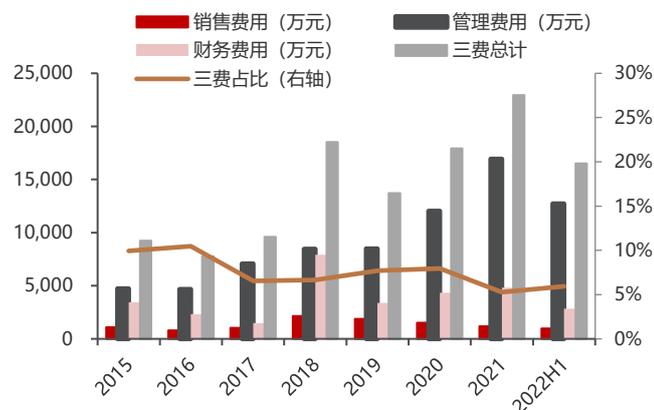
图7: 2022Q2 业绩环比变化拆分 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

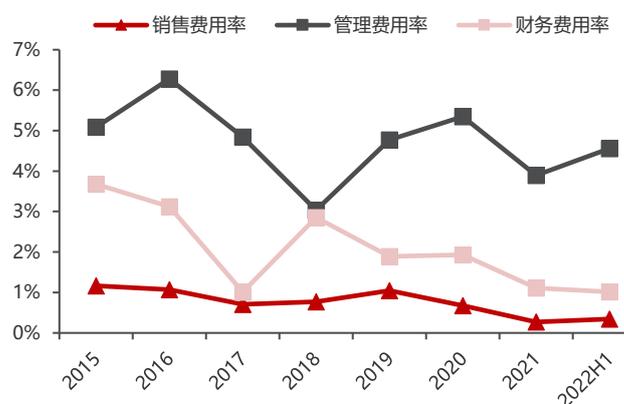
**三费占比呈下降趋势, 管理费用大幅提高。**从期间费用的变化看, 近年来公司经营管理水平不断提升, 三费占营收的比例整体减小, 由 2015 年的 9.93% 下降至 2022 年 H1 的 5.95%。其中, 管理费用在三费中占比最高, 增速较快, 2022 年 H1 公司管理费用达 1.27 亿元, 同比+87.11%, 主要原因是公司上半年支付港股上市费用、扩产项目落地导致职工薪酬增加; 销售和财务费用占比较小, 2022H1 销售费用率和财务费用率分别为 0.3% 和 1.0%。

图8: 管理费用在三费结构中占比最大



资料来源: wind, 民生证券研究院

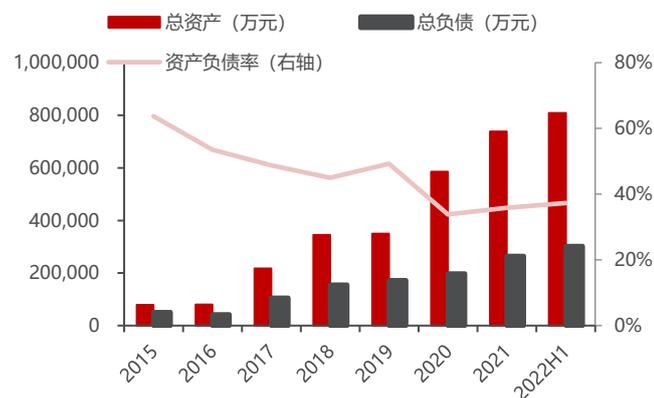
图9: 2019-2022H1 公司费用率



资料来源: wind, 民生证券研究院

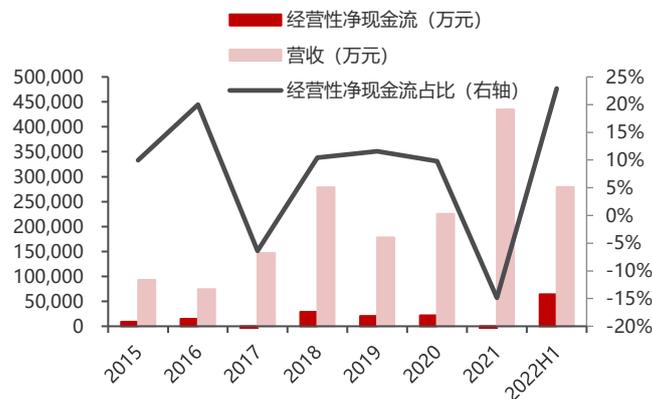
从资金能力的角度来看, 2022 年 H1 公司实现经营活动现金流量净额为 6.40 亿元, 同比+10.36 亿元, 增幅达 261.29%, 主要原因为上半年公司回款能力向好。其中, 投资活动现金流净额为-2.34 亿元, 同比减少 5.17 亿元, 主要是因为购买理财和理财赎回的时间差异所致。筹资活动现金流净额为 4.78 亿元, 同比增加 125.77%, 主要是由于 2022 年 H1 期间贷款增加。截至 2022 年 6 月 30 日, 公司账面现金(包括货币现金+交易性金融资产+其他流动资产)约为 22.15 亿元, 资产负债率仅为 37.34%。

图10: 2021 年末公司资产负债率为 35.88%



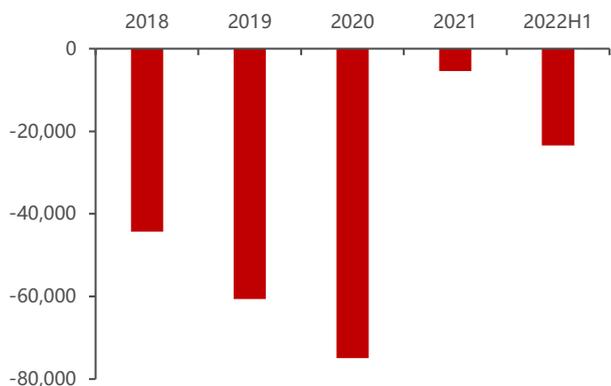
资料来源: wind, 民生证券研究院

图11: 公司经营活动净现金流



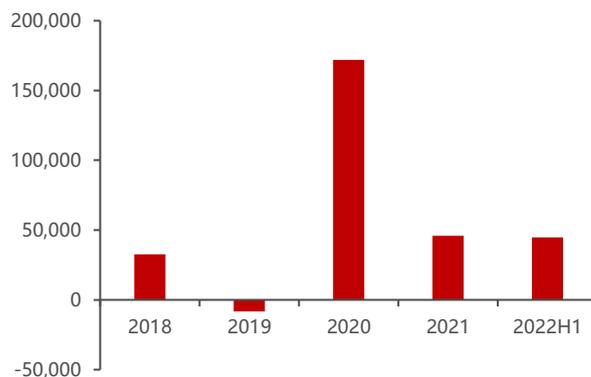
资料来源: wind, 民生证券研究院

图12: 投资活动现金流净额 (万元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图13: 筹资活动现金流净额 (万元)



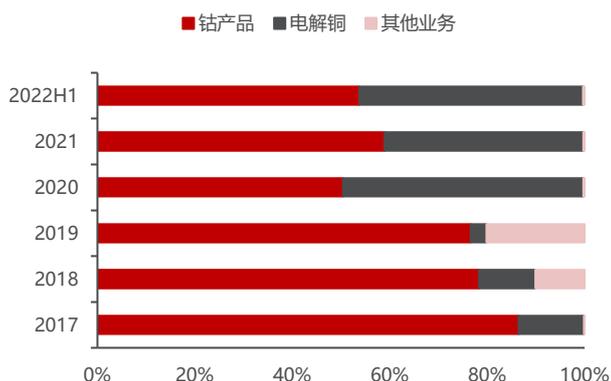
资料来源: wind, 民生证券研究院

## 2 铜钴价格下行, 拖累公司业绩

公司主营业务为有色金属冶炼及压延加工, 主要产品包括氢氧化钴、钴粉和电解铜。公司作为世界知名钴粉供货商, 已实现从钴矿石原材料的收购、采选, 到加工、冶炼, 直至最终生产出多样化钴产品的完整产业链布局。

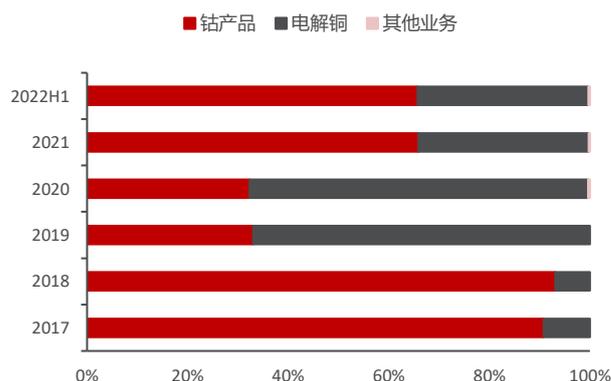
**分产品看: 钴产品仍为第一大收入来源。**2022年H1, 公司钴产品营收15.02亿元, 同比+27.08%, 营收占比53.8%; 铜产品营收为12.82亿元, 同比+42.87%, 营收占比45.9%。**钴产品毛利率稳定, 铜产品毛利率下滑11.8pcts。**1) 钴产品: 2022年H1毛利率33.63%, 同比增加0.79%, 毛利占比65.73%。2) 铜产品: 2022年H1毛利率20.35%, 同比减少11.80%, 毛利占比33.95%。

图14: 公司主营产品营收占比



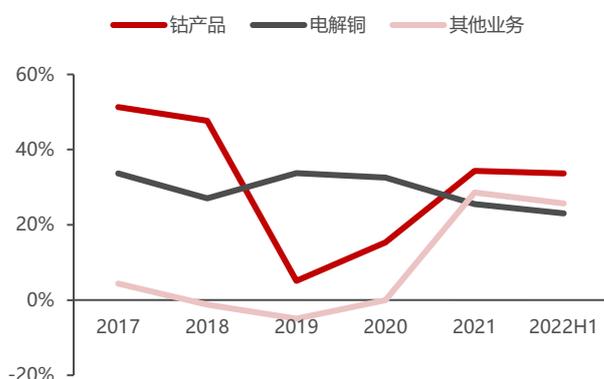
资料来源: wind, 民生证券研究院

图15: 公司主营产品毛利占比



资料来源: wind, 民生证券研究院

图16: 公司主营产品毛利率

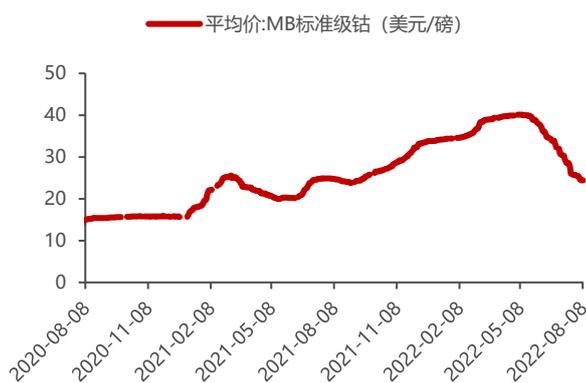


资料来源: wind, 民生证券研究院

**2022年Q2, 受美联储加息及国内疫情影响, 下游需求下滑, 钴均价增速放缓, 铜均价回落。2022H1, MB 钴半年度均价同比从 21.32 美元/磅提升至 37.08 美元/磅, 同比上涨 73.92%; LME 现货铜半年度均价从 9092.01 美元/吨增长至 9760.74 美元/吨, 增幅达 7.36%。分季度看, 2022年Q2, MB 钴季度均价从 36.05 美元/磅增至 38.11 美元/磅, 环比上升 5.71%; LME 现货铜季度均价从 9996.98 美元/吨降至 9512.68 美元/吨, 环比下降 4.84%。**

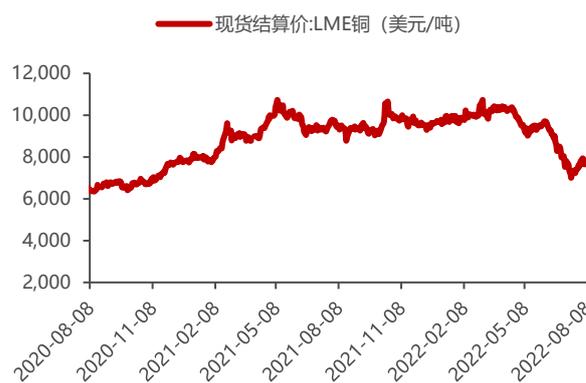
公司钴产品主要以伦敦金属导报(MB)的钴金属报价为基础, 结合市场供需情况, 按照市场化原则制定销售价格。电解铜为大宗商品, 拥有国际定价体系。2022年Q2 铜价格环比下降, 公司铜产品售价预计承压下滑, 拖累公司业绩。

图17: 2020年8月以来 MB 钴价走势



资料来源: wind, 民生证券研究院

图18: 2020年8月以来 LME 铜价走势



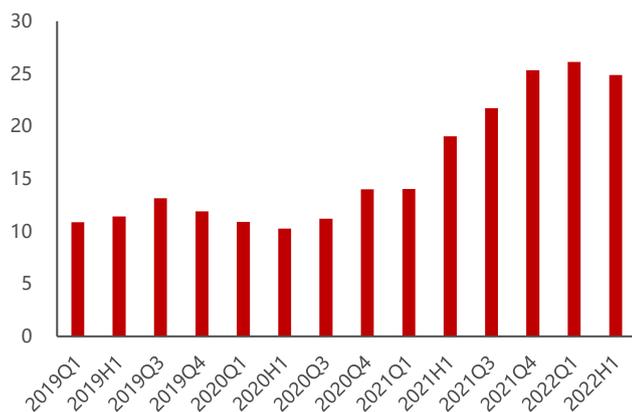
资料来源: wind, 民生证券研究院

由于占据存货价值主要部分的原材料和在产品价值下降, 2022年H1 公司存货价值量相比期初减少 0.45 亿元, 跌幅为 3.55%。具体来看, **1) 原材料和在产品:** 2022H1 占比达 77.44%, 账面价值由期初的 19.54 亿元降至 2022年H1 的 19.27 亿元, 跌幅 1.38%。公司原材料采购基本与生产量匹配, 库存维持在较稳定水平。**2) 产成品:** 账面价值由期初的 4.65 亿元增至 2022年H1 的 5.20 亿元, 增幅为 11.81%。产成品占存货价值的比重从 2021年H1 的 13.95%增至 20.88%,

主要是由于疫情导致运输不畅，部分商品未顺利售出。

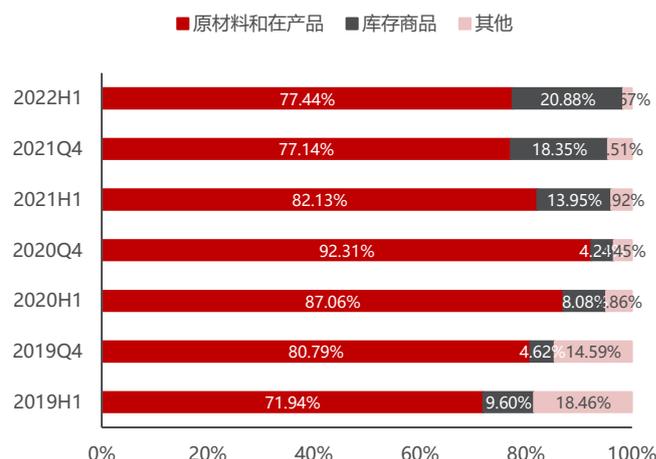
公司 2022 年 H1 资产减值损失为 0.29 亿元，主要是由于公司存货主要是矿石原材料，Q2 铜钴价格下行过程中，高价存货带来减值损失，暂时拖累业绩。随着下半年铜钴价格企稳，资产减值损失对公司盈利能力的影 响预计将减小。

图19: 公司存货价值量 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图20: 公司存货结构变化



资料来源: wind, 民生证券研究院

### 3 钴产品项目投产，全产业链布局完成

**钴行业紧平衡格局支撑钴价。** 1) **需求端:** 在全球双碳背景下，新能源车渗透率快速提升，钴在三元电池中不可或缺，随着下半年消费电子旺季来临和三元电池放量，钴需求量将持续增长。2) **供给端:** 2022 年嘉能可 Mutanda 复产预计复产，年产量约 1 万吨，洛阳钼业产能投产以及印尼湿法冶炼项目增加供应端压力，但受全球疫情冲击物流运输，新建项目进展低于预期及俄乌冲突干扰等因素的影响，2022 年钴行业供需或仍将维持紧平衡。

**钴全产业链布局，成本优势逐步凸显。** 1) **原材料端:** 子公司刚果迈特、寒锐金属负责刚果(金)矿石租赁开采、收购的铜钴矿石的采购。高品位钴精矿被直接出售。2) **生产、冶炼端:** 刚果子公司采选的低品位钴精矿冶炼成粗制氢氧化钴，运送至国内进一步加工。子公司赣州寒锐的 1 万金属吨/年钴新材料（主要包括硫酸钴、氯化钴、碳酸钴和四氧化三钴）和 2.6 万吨三元前驱体项目一期工程已开始试生产，将进一步丰富公司钴化合物产品种类，同时可填补公司钴湿法冶炼深加工的产业链空缺，减少钴盐委外加工成本；安徽寒锐主要负责将钴盐产品进一步加工为钴粉，是世界钴粉产品的主要供应商之一，2020 年公司国内和全球钴粉市占率分别达 30%和 14.8%，2021 年公司钴粉全球市占率排名前三，领先优势明显。随着钴产品的需求逐步增长，未来公司将受益于产业链一体化布局优势，增厚公司盈利水平。

**扩产项目稳步落地，盈利能力下半年有望反转。** 面对旺盛的新能源需求，公司灵活切换产线，推进扩产增效项目，铜钴产能进一步释放。6000 吨电解铜生产线

改建项目于 2021 年底投产，电解铜总产能提升至 41000 吨/年；5000 吨钴粉技改项目于 2022 年 3 月份投产，钴粉年产能由 3000 吨提升至 5000 吨；5000 吨氢氧化钴项目于 2022 年 6 月份投产，氢氧化钴年产能由 5000 吨提升至 10000 吨；10000t/a 金属量钴新材料及 26000t/a 三元前驱体项目一期工程已完成土建和设备安装，目前正在试生产。新项目的逐渐落地将进一步打开公司成长空间，提升未来持续盈利能力。

**积极切入新能源赛道，规划长远成长空间。**公司正在加速推进新能源上游材料（钴、镍和锂等金属）矿山资源的收购并购、电池回收产线建设及三元前驱体项目的建设，目标是实现上游原材料 100%自供，为下游的布局提供支持，力求在新能源领域打通资源开发、新能源材料制造、资源回收的产业链条，新能源业务布局有望进一步提升公司竞争能力，打开未来成长空间。

## 4 盈利预测与投资建议

公司扩产项目顺利投产，铜钴产能将继续释放。钴产业链一体化布局清晰，成本优势有望进一步凸显。公司积极寻找海外矿山资源，打造新能源业务增长点，盈利成长性较为明确。我们预计 2022/2023/2024 年公司将实现归母净利润 7.62/9.44/10.40 亿元，对应 8 月 12 日收盘价的 PE 为 22X/18X/16X，维持“推荐”评级。

## 5 风险提示

**1) 项目进展不及预期。**公司仍有新建项目在推进中，包括赣州寒锐的三元前驱体项目等，这些项目的推进仍需投入大量人力物力，可能会受疫情反复等突发情况影响导致项目进展不及预期，届时产量释放节奏将放缓，会对盈利产生影响。

**2) 金属价格下跌。**公司生产的产品为大宗商品，价格透明，铜、钴等金属价格波动会明显影响公司盈利，若宏观经济下滑，或供给大量释放导致金属价格下滑，会对公司盈利能力产生较大影响。

**3) 疫情影响生产经营。**近期国内多地疫情反弹，跨境运输受阻或成本抬升，国内冶炼加工环节可能延后，会对公司的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)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4,350	5,504	6,774	7,506
营业成本	3,013	3,985	5,002	5,557
营业税金及附加	142	165	203	225
销售费用	12	16	20	22
管理费用	169	220	270	300
研发费用	40	82	101	112
EBIT	952	1,052	1,211	1,327
财务费用	48	61	61	61
资产减值损失	0	-35	0	0
投资收益	26	33	41	45
营业利润	858	976	1,211	1,334
营业外收支	-5	1	0	0
利润总额	853	977	1,211	1,334
所得税	190	215	266	293
净利润	663	762	944	1,040
归属于母公司净利润	663	762	944	1,040
EBITDA	1,079	1,145	1,295	1,440

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,256	1,528	1,659	2,747
应收账款及票据	534	717	823	883
预付款项	85	80	100	111
存货	2,533	3,085	3,858	3,853
其他流动资产	672	508	661	640
流动资产合计	5,081	5,917	7,101	8,233
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,180	1,287	1,213	1,401
无形资产	86	86	86	86
非流动资产合计	2,298	2,260	2,225	2,153
资产合计	7,379	8,177	9,327	10,386
短期借款	1,218	1,218	1,218	1,218
应付账款及票据	760	1,228	1,491	1,591
其他流动负债	298	0	7	11
流动负债合计	2,276	2,446	2,715	2,820
长期借款	50	50	50	50
其他长期负债	321	321	321	321
非流动负债合计	371	371	371	371
负债合计	2,647	2,817	3,087	3,191
股本	310	310	310	310
少数股东权益	-2	-2	-2	-2
股东权益合计	4,731	5,360	6,240	7,195
负债和股东权益合计	7,379	8,177	9,327	10,386

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	93.00	26.54	23.08	10.80
EBIT 增长率	227.30	10.55	15.03	9.63
净利润增长率	98.25	14.85	23.97	10.17
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	30.73	27.60	26.15	25.96
净利润率	15.25	13.87	13.96	13.88
总资产收益率 ROA	8.99	9.31	10.12	10.02
净资产收益率 ROE	14.01	14.21	15.13	14.46
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.23	2.42	2.62	2.92
速动比率	1.01	1.06	1.10	1.46
现金比率	0.55	0.62	0.61	0.97
资产负债率 (%)	35.88	34.45	33.09	30.72
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	30.74	30.00	30.00	30.00
存货周转天数	234.99	255.85	251.53	250.22
总资产周转率	0.66	0.71	0.77	0.76
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.14	2.46	3.05	3.36
每股净资产	15.29	17.32	20.16	23.24
每股经营现金流	-2.09	1.71	0.79	3.90
每股股利	0.43	0.86	0.41	0.55
<b>估值分析</b>				
PE	25	22	18	16
PB	3.6	3.1	2.7	2.3
EV/EBITDA	15.65	14.51	12.72	10.69
股息收益率 (%)	0.79	1.58	0.75	1.01

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	663	762	944	1,040
折旧和摊销	127	93	85	113
营运资金变动	-1,616	-400	-784	60
经营活动现金流	-647	531	245	1,207
资本开支	-509	-38	-30	-18
投资	463	0	0	0
投资活动现金流	-55	-35	11	27
股权募资	0	0	0	0
债务募资	600	-30	0	0
筹资活动现金流	459	-224	-125	-146
现金净流量	-247	272	131	1,088

## 插图目录

图 1: 2022 年 H1, 公司实现营收 27.93 亿元.....	3
图 2: 2022 年 H1, 公司实现扣非归母净利润 3.28 亿元.....	3
图 3: 2022 年 Q2, 公司实现营收 12.20 亿元.....	3
图 4: 2022Q2, 公司实现扣非归母净利润 1.01 亿元.....	3
图 5: 2022H1 公司业绩同比变化拆分 (单位: 亿元).....	4
图 6: 2022Q2 业绩同比变化拆分 (单位: 亿元).....	4
图 7: 2022Q2 业绩环比变化拆分 (单位: 亿元).....	4
图 8: 管理费用在三费结构中占比最大.....	5
图 9: 2019-2022H1 公司费用率.....	5
图 10: 2021 年末公司资产负债率为 35.88%.....	5
图 11: 公司经营活动净现金流.....	5
图 12: 投资活动现金流净额 (万元).....	6
图 13: 筹资活动现金流净额 (万元).....	6
图 14: 公司主营产品营收占比.....	6
图 15: 公司主营产品毛利占比.....	6
图 16: 公司主营产品毛利率.....	7
图 17: 2020 年 8 月以来 MB 钴价走势.....	7
图 18: 2020 年 8 月以来 LME 铜价走势.....	7
图 19: 公司存货价值量 (单位: 亿元).....	8
图 20: 公司存货结构变化.....	8

## 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