

## 下游需求疲弱销量受挫，新产品依然值得期待

2023 年 05 月 06 日

**事件概述：**2022 年，公司实现营收 7.47 亿元，同比减少 23.02%，归母净利润 1.53 亿元，同比减少 35.47%，扣非归母净利润为 1.51 亿元，同比减少 32.22%。**2022Q4** 实现营收 1.26 亿元，同比减少 51.82%，环比减少 0.4%，归母净利润 0.18 亿元，同比减少 70.01%，环比减少 46.46%，扣非归母净利润 0.23 亿元，同比减少 57.64%，环比减少 25.34%。**2023Q1** 实现营收 1.25 亿元，同比减少 50.72%，环比减少 0.79%，归母净利润 0.02 亿元，同比减少 95.81%，环比减少 90.08%，扣非归母净利润-0.10 亿元，同比减少 123.04%，环比减少 143.12%。

### 点评：下游需求疲弱销量受挫，高价库存产品拖累利润

**① 量：**2022 年，公司镍粉销量约 982.0 吨，同比减少 35.83%，铜粉销量约 55.2 吨，同比减少 58.80%，银粉销量约 6.5 吨，同比减少 3.29%；镍粉产量约 1341.5 吨，同比减少 7.58%，铜粉产量约 66.4 吨，同比减少 53.38%，银粉产量约 6.6 吨，同比减少 6.37%。由于消费电子需求疲软、产业链下游整体稼动率不足等因素影响，公司镍粉销量显著下滑；但公司在产量端下滑幅度不大，导致存货增加，2022 年报披露存货达 4.98 亿元，同比增加 107%。

**② 价：**2022 年公司毛利率为 36.77%，同比下降 1.56pct；**2022Q4** 毛利率为 39.90%，同比提升 4.82pct，环比下降 1.93pct；**2023Q1** 毛利率为 18.36%，同比下降 13.73pct，环比下降 21.54pct。2023Q1 公司毛利率下滑显著主要系当 2023Q1 镍价下行，公司产品报价基于“镍价+加工费”模式有所下降，产品生产成本考虑库存因素仍处高位，叠加产品结构调整导致毛利空间被压缩。

**核心看点：****镍粉：**电子行业需求有望逐步回暖带来销量回升，同时多规格的小粒径成品镍粉以及车规级镍粉等新品也有望在 23 年实现放量。**银包铜粉：**搭建 HJT 异质结电池用银包铜粉中试产线，推进产线自动化操作改造进程，优化产品制作过程中的均匀性与等量性，加快银包铜粉规模化进程，22 年销售已突破吨级，23 年放量趋势明确。**纳米硅粉：**公司全资子公司广新纳米与广迁电子以自有资金合资设立广豫储能，并竞拍取得土地使用权，正式建设硅碳负极用纳米级硅粉中试生产线项目。公司还与中科院宁波材料所合作组建“先进能源材料与储能器件研发中心”，共同探索碳包覆技术，加快推进锂电池负极材料用纳米硅粉的规模化量产进程。

**投资建议：**公司作为国内电子高端金属粉体材料龙头，受益于 MLCC 需求回暖，以及镍粉新品、银包铜粉和纳米硅粉起量，考虑到电子产业链回暖速度，我们调整 2023-2025 年归母净利润分别为 1.58/2.49/2.95 亿元，对应 2023 年 5 月 5 日收盘价的 PE 为 53/34/28 倍，维持“推荐”评级。

**风险提示：**下游需求不及预期，新品进展不及预期，原材料价格波动风险。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	747	1008	1378	1694
增长率 (%)	-23.0	35.0	36.7	23.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	153	158	249	295
增长率 (%)	-35.5	2.8	58.0	18.5
每股收益 (元)	0.59	0.60	0.95	1.13
PE	55	53	34	28
PB	5.0	4.6	4.1	3.7

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：**
**32.14 元**

**分析师 邱祖学**

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

**研究助理 李挺**

执业证书：S0100122090040

邮箱：liting@mszq.com

### 相关研究

1.博迁新材 (605376.SH) 深度报告：PVD 技术为基，“一体两翼”起飞-2023/02/15

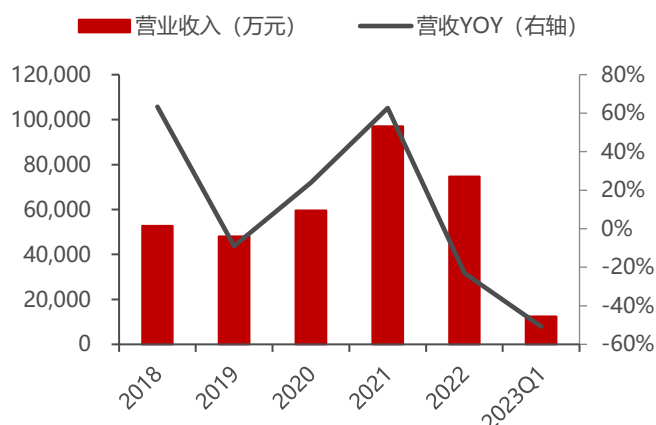
# 目录

<b>1 事件概述：公司公布 2022 年年报及 2023 年一季报</b>	<b>3</b>
<b>2 点评：下游需求疲弱销量受挫，产品结构调整影响利润</b>	<b>4</b>
2.1 需求疲软销量下滑，2022 营收净利显著下降	4
2.2 2023Q1 毛利下滑显著，拖累业绩	7
<b>3 核心看点：下游需求复苏趋势明确拐点已现，新品放量有望贡献增量业绩</b>	<b>10</b>
<b>4 盈利预测与投资建议</b>	<b>11</b>
<b>5 风险提示</b>	<b>12</b>
<b>插图目录</b>	<b>14</b>
<b>表格目录</b>	<b>14</b>

# 1 事件概述：公司公布 2022 年年报及 2023 年一季报

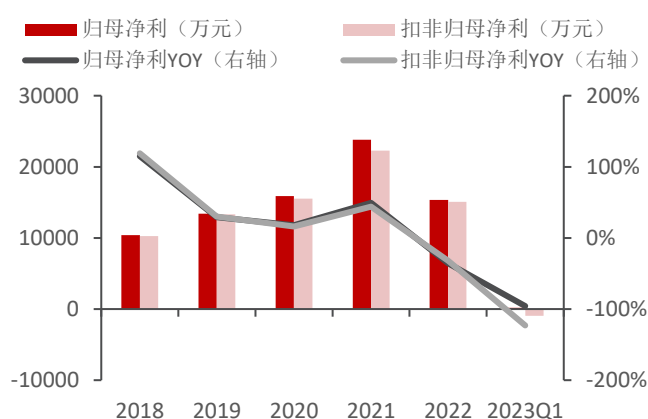
**公司发布 2022 年年报及 2023 一季报：**2022 年，公司实现营收 7.47 亿元，同比减少 23.02%，归母净利润 1.53 亿元，同比减少 35.47%，扣非归母净利润为 1.51 亿元，同比减少 32.22%。**2022Q4** 实现营收 1.26 亿元，同比减少 51.82%，环比减少 0.4%，归母净利润 0.18 亿元，同比减少 70.01%，环比减少 46.46%，扣非归母净利润 0.23 亿元，同比减少 57.64%，环比减少 25.34%。**2023Q1** 实现营收 1.25 亿元，同比减少 50.72%，环比减少 0.79%，归母净利润 0.02 亿元，同比减少 95.81%，环比减少 90.08%，扣非归母净利润-0.10 亿元，同比减少 123.04%，环比减少 143.12%。

图1：公司 2022 年度营收同比减少 23.02%



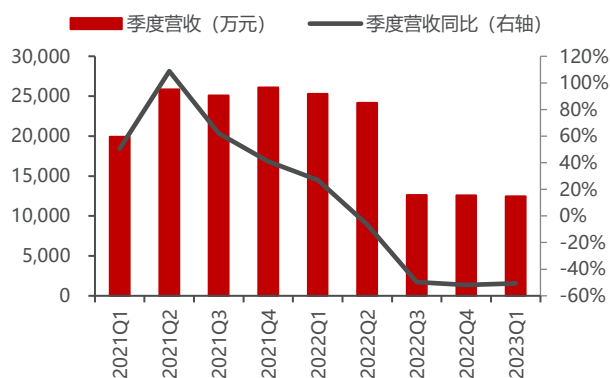
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：公司 2022 年度归母净利润同比减少 35.47%



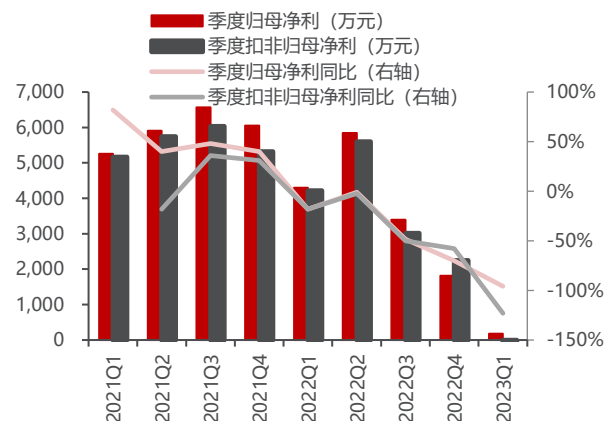
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：公司 2023Q1 营收同比减少 50.72%



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：公司 2023Q1 归母净利润同比减少 95.81%



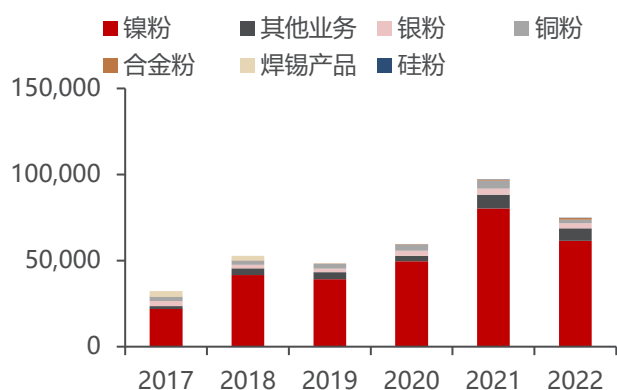
资料来源：wind，民生证券研究院

## 2 点评: 下游需求疲弱销量受挫, 产品结构调整影响利润

### 2.1 需求疲软销量下滑, 2022 营收净利显著下降

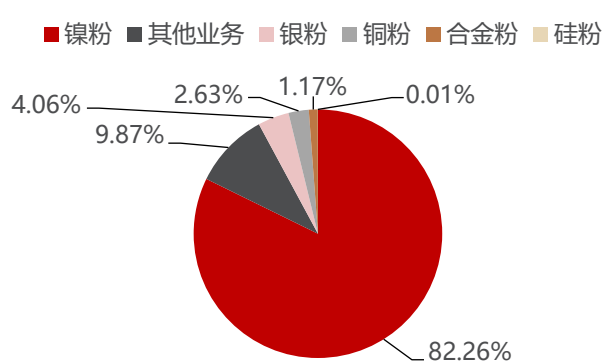
2022 年, 公司营收 7.47 亿元, 同比减少 23.02%。分产品来看, 镍粉收入 6.14 亿元, 同比减少 23.42%, 占比总营业收入 82.26%; 银粉收入 3029 万元, 同比减少 12.56%, 占比总营业收入 4.06%; 铜粉收入 1966 万元, 同比减少 57.57%, 占比总营业收入 2.63%; 合金粉收入 870 万元, 同比增加 72.74%, 占比总营业收入 1.17%; 硅粉收入 10.56 万元, 同比增长 189.32%, 占比总营业收入 0.01%。

图5: 2017-2022 公司分产品营收变化 (单位: 万元)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图6: 2022 年公司产品收入结构

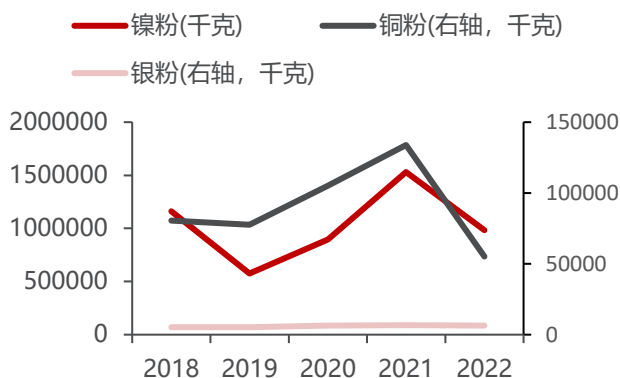


资料来源: Wind, 民生证券研究院

**量:** 2022 年, 公司镍粉销量约 982.0 吨, 同比减少 35.83%, 铜粉销量约 55.2 吨, 同比减少 58.80%, 银粉销量约 6.5 吨, 同比减少 3.29%; 镍粉产量约 1341.5 吨, 同比减少 7.58%, 铜粉产量约 66.4 吨, 同比减少 53.38%, 银粉产量约 6.6 吨, 同比减少 6.37%。由于消费电子需求疲软, 公司销量显著下滑, 但公司在产量端下滑幅度不大。

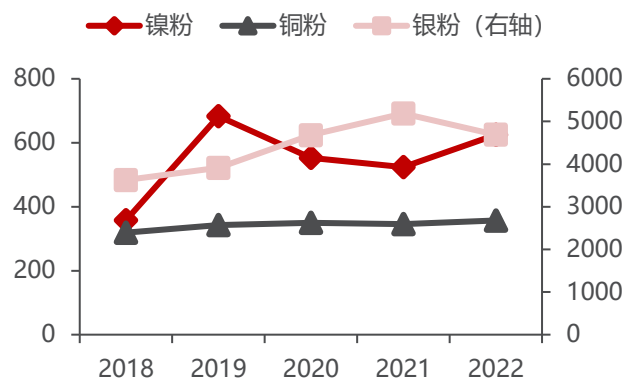
**价:** 2022 年镍粉平均价格为 625 元/千克, 同比增加 19.27%, 主要系镍价上涨以及产品结构调整所致; 铜粉平均价格 357 元/千克, 同比增加 3.2%; 银粉平均价格为 4689 元/千克, 同比降低 9.58%。

图7: 2022 年公司主要产品销量



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图8: 2022 年公司主要产品平均价格 (单位: 元/千克)



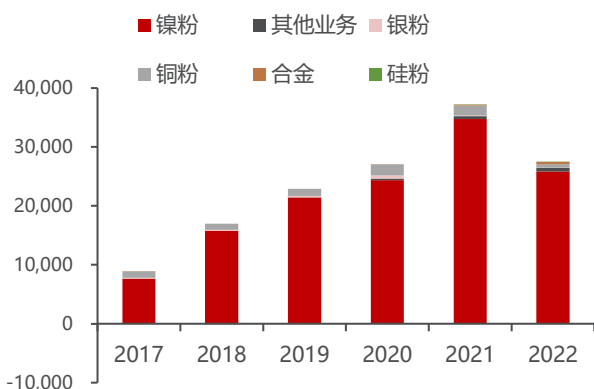
资料来源: Wind, 民生证券研究院

2022 年, 公司实现毛利 2.75 亿元, 同比减少 26.15%。其中, 镍粉毛利为 2.59 亿元, 同比减少 25.64%, 占比总毛利 94.17%; 铜粉毛利为 601 万元, 同比减少 63.47%, 占比总毛利 2.19%; 银粉毛利为 59 万元, 同比减少 48.25%, 占比总毛利 0.21%; 合金粉毛利为 384 万元, 同比增加 131.61%, 占比总毛利 1.4%。

2022 年, 公司毛利率减少 1.56pct 到 36.77%, 净利率减少 3.97pct 到 20.56%。分产品来看, 镍粉毛利率为 42.10%, 同比下降 1.25pct; 银粉毛利率为 1.93%, 同比减少 1.37pct; 铜粉毛利率为 30.56%, 同比下降 4.94pct; 合金粉毛利率为 44.14%, 同比增加 11.22pct; 硅粉毛利率 7.9%, 同比下降 0.55pct。

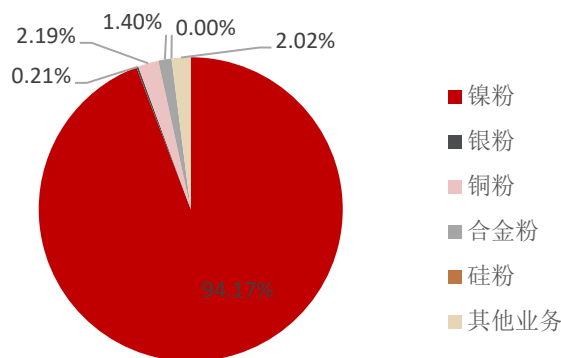
2023 年 Q1, 公司实现毛利 2289 万元, 同比减少 71.80%, 环比减少 54.35%。2023Q1 毛利率同比下降 13.73pct 到 18.36%, 净利率同比下降 21.78pct 到 1.44%。

图9: 2017-2022 年公司分产品毛利 (单位: 万元)



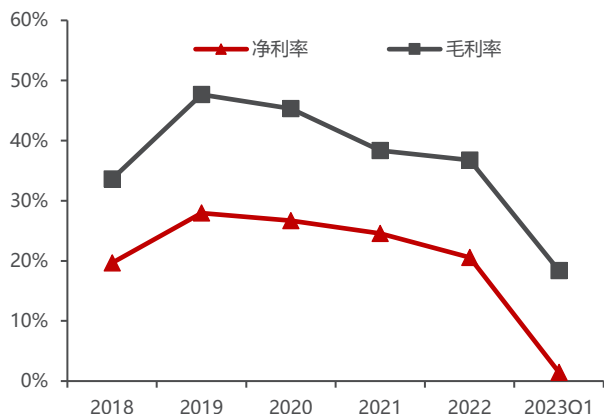
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图10: 2022 年公司产品毛利占比



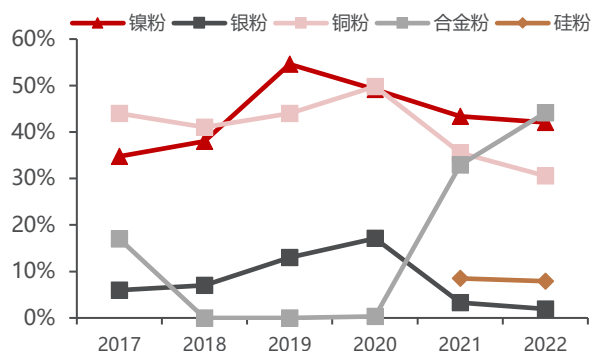
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图11: 2018-2022 公司毛利率及净利率变化



资料来源: Wind, 民生证券研究院

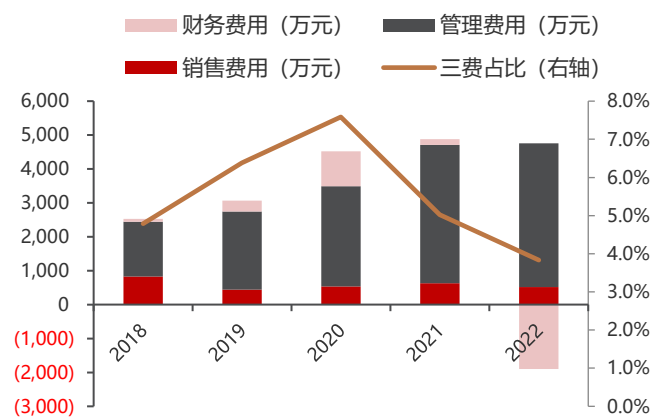
图12: 2017-2022 公司分产品毛利率变化



资料来源: Wind, 民生证券研究院

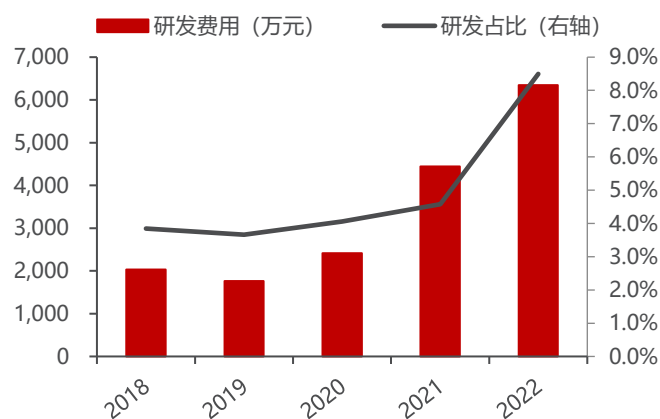
费用方面, 公司管理费用、销售费用、财务费用合计占营收比重有所下滑, 研发费用大幅增加。期间费用: 2022 年公司期间费用为 9203.80 万元, 期间费用率增加 2.72pct 到 12.33%, 其中销售费用同比下降 17.90%至 516.31 万元; 管理费用同比上升 4.06%至 4243.52 万元; 财务费用下降至-1898.00 万元, 主要系本年人民币兑美元持续贬值, 汇兑收益增加所致; 研发费用同比增加 42.78%到 6341.97 万元, 主要系本年为开发新产品及产线, 研发投入增加所致。

图13: 公司三费情况 (管理、销售、财务)



资料来源: wind, 民生证券研究院

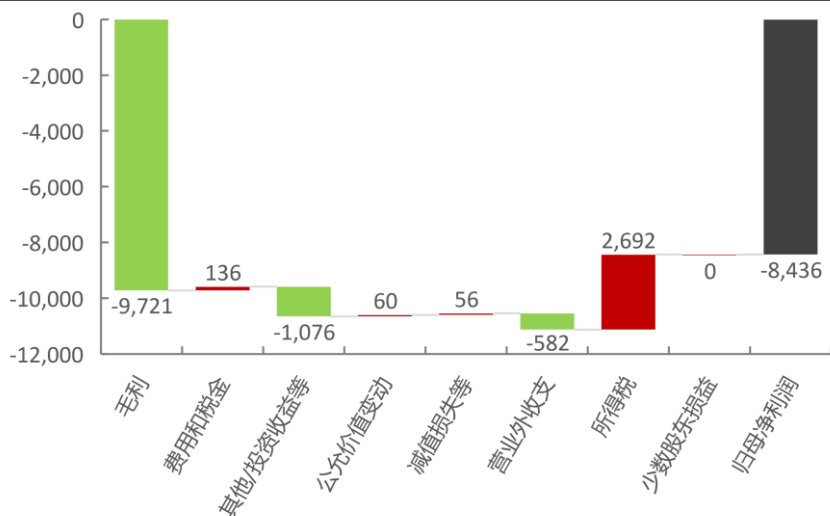
图14: 公司研发费用率情况



资料来源: wind, 民生证券研究院

综合来看, 2022 年业绩同比降低主要系毛利大幅降低。减利项主要来自毛利 (-9721 万元)、其他/投资收益等 (-1076 万元)、营业外收支 (-582 万元); 增利项主要来自费用和税金 (+136 万元)、公允价值变动 (+60 万元)、减值损失等 (+56 万元)、所得税 (+2692 万元)。

图15: 2022 年公司业绩同比变化拆分 (单位: 万元)



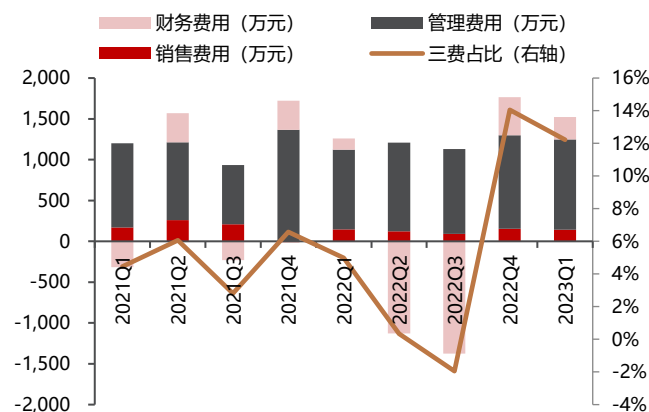
资料来源: wind, 民生证券研究院

## 2.2 2023Q1 毛利下滑显著, 拖累业绩

2022Q4, 公司期间费用率环比增加 15.22pct 至 26.75%, 其中销售费用率环比增加 0.50pct 到 1.23%, 管理费用率环比增加 0.87pct 到 9.10%, 财务费用率环比提升 14.63pct 到 3.72%, 研发费用率环比下降 0.78pct 至 12.70%。公司毛利率环比下降 1.93pct 至 39.90%, 净利率环比增加 12.44pct 至 14.46%。

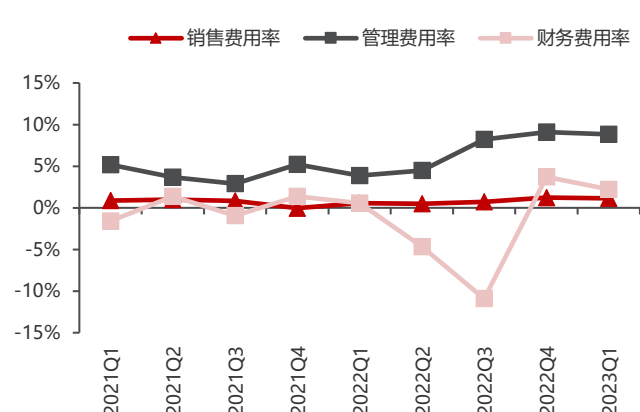
2023Q1, 公司期间费用率环比下降 0.45pct 至 26.30%, 其中销售费用率环比下降 0.07pct 到 1.16%, 管理费用率环比下降 0.25pct 到 8.85%, 财务费用率环比下降 1.50pct 到 2.22%, 研发费用率环比增加 1.37pct 至 14.07%。公司毛利率环比下降 21.54pct 至 18.36%, 净利率环比下降 13.02pct 至 1.44%。

图16: 公司分季度三费情况 (管理、销售、财务)

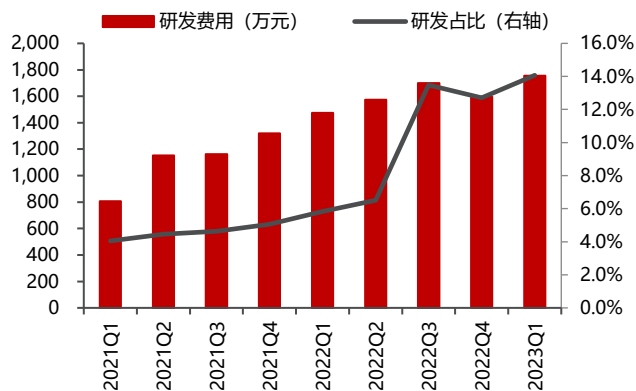


资料来源: wind, 民生证券研究院

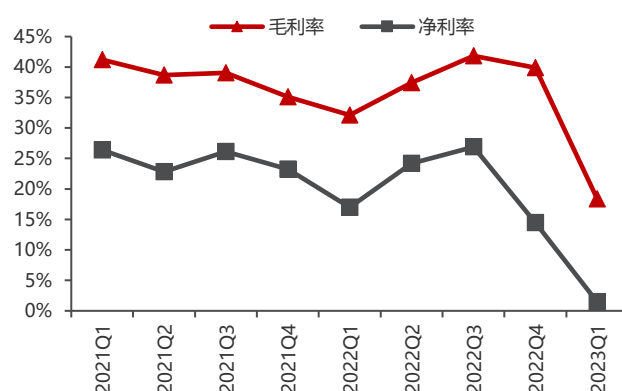
图17: 公司分季度三费费用率情况



资料来源: wind, 民生证券研究院

**图18: 公司分季度研发费用率情况**


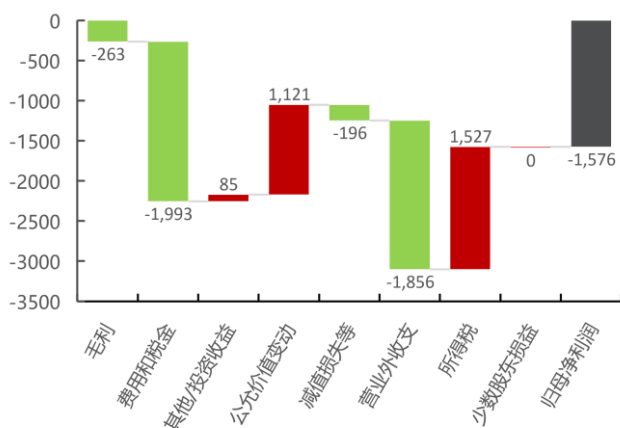
资料来源: wind, 民生证券研究院

**图19: 公司分季度毛利率与净利率情况**


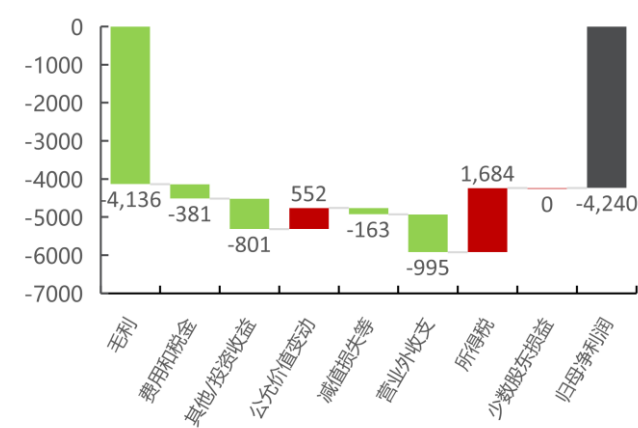
资料来源: wind, 民生证券研究院

**同比来看, 2022Q4 v.s. 2021Q4:** 2022Q4, 公司归母净利润同比减少70.01%。减利项主要在于毛利 (-4136 万元)、费用和税金 (-381 万元)、其他/投资收益等 (-801 万元)、减值损失等 (-163 万元)、营业外收支 (-995 万元); 增利项主要在于公允价值变动 (+552 万元)、所得税 (+1684 万元)。

**环比来看, 2022Q4 v.s. 2022Q3:** 2022Q4, 公司归母净利润环比下降46.46%。减利项主要来自毛利 (-263 万元)、费用和税金 (-1993 万元)、减值损失等 (-196 万元)、营业外收支 (-1856 万元); 增利项主要在于其他/投资收益等 (+85 万元)、公允价值变动 (+1121 万元)、所得税 (+1527 万元)。

**图20: 2022Q4 业绩环比变化拆分 (单位: 万元)**


资料来源: wind, 民生证券研究院

**图21: 2022Q4 业绩同比变化拆分 (单位: 万元)**


资料来源: wind, 民生证券研究院

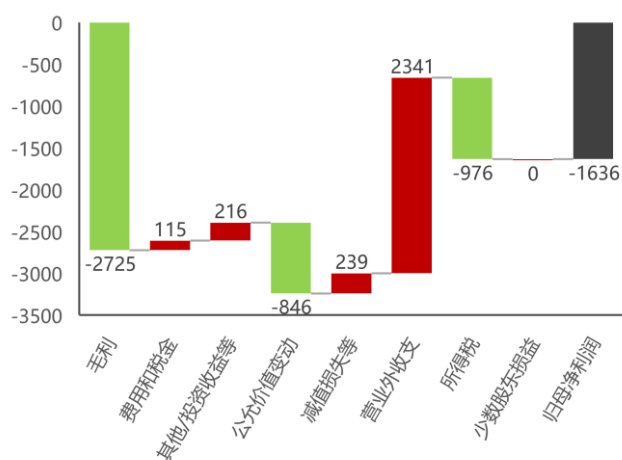
**同比来看, 2023Q1 v.s. 2022Q1:** 2023Q1, 公司归母净利润同比减少95.81%。减利项主要在于毛利 (-5830 万元)、费用和税金 (-596 万元)、公允价



值变动 (-205 万元); 增利项主要在于其他/投资收益等 (+252 万元)、减值损失等 (+406 万元)、营业外收支 (+1217 万元)、所得税 (+640 万元)。

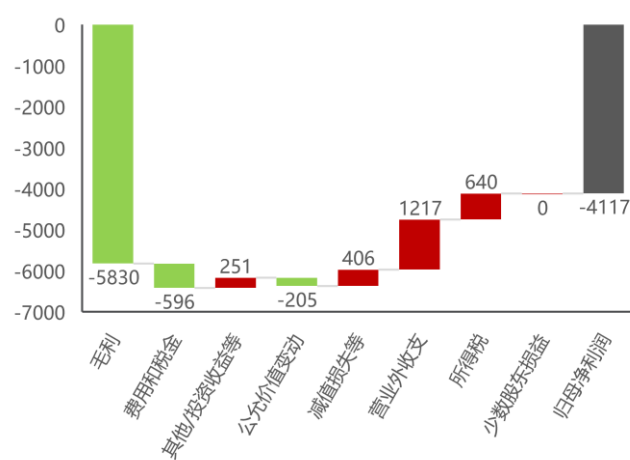
**环比来看, 2023Q1 v.s. 2022Q4:** 2023Q1, 公司归母净利润环比减少 90.08%。减利项主要在于毛利 (-2775 万元)、公允价值变动 (-846 万元)、所得税 (-976 万元); 增利项主要在于费用和税金 (+115 万元)、其他/投资收益等 (+217 万元)、减值损失等 (+239 万元)、营业外收支 (+2341 万元)。

图22: 2023Q1 业绩环比变化拆分 (单位: 万元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图23: 2023Q1 业绩同比变化拆分 (单位: 万元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

### 3 核心看点：下游需求复苏趋势明确拐点已现，新品放量有望贡献增量业绩

- 1) 镍粉：**公司“电子专用高端金属粉体材料生产基地建设及搬迁升级项目”与“年产 1200 吨超细纳米金属粉体材料项目”已基本完成建设工作，设备已达可生产状态，目前公司共计 168 条纳米金属粉体产线，其中镍粉 162 条，铜粉 4 条，银粉 2 条。电子下游需求复苏趋势明确，公司镍粉销售有望伴随行业回暖逐步恢复常态。同时公司积极推进客户端多规格小粒径成品镍粉和车规级 MLCC 镍粉的评价认证工作，2022 年小粒径成品镍粉已突破吨级以上销售，23 年车规级镍粉新品也有望放量。
- 2) 银包铜粉：**2022 年搭建 HJT 异质结电池用银包铜粉中试产线，推进产线自动化操作改造进程，优化产品制作过程中的均匀性与等量性，加快银包铜粉规模化生产工艺的持续改进速度，2022 年已突破吨级以上销售，2023 年有望实现放量。
- 3) 纳米硅粉：**公司为满足公司中长期发展战略和产能布局的需求，提升公司市场竞争能力，提前进行硅基负极产业布局。2022 年，公司全资子公司宁波广新纳米材料有限公司与宁波广迁电子材料有限公司以自有资金，合资设立江苏广豫储能材料有限公司，并竞拍取得土地使用权，正式建设硅碳负极用纳米级硅粉中试生产线项目。公司还借助平台优势，与中科院宁波材料所合作组建“先进能源材料与储能器件研发中心”，共同探索碳包覆技术，加快推进锂电池负极材料用纳米硅粉的规模化量产进程。2023 年，公司纳米硅粉业务也有望实现批量出货，业绩贡献节奏或超预期。

## 4 盈利预测与投资建议

公司作为国内电子高端金属粉体材料龙头，受益于 MLCC 需求回暖，以及小粒径成品镍粉和车规级镍粉新品、银包铜粉有望起量，叠加纳米硅粉业务进展节奏有望超预期，我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 1.58/2.49/2.95 亿元，对应 2023 年 5 月 5 日收盘价的 PE 为 53/34/28 倍，维持“推荐”评级。

## 5 风险提示

**1) 下游需求不及预期。**公司主要业务镍粉下游对应 MLCC 市场，受电子行业需求波动影响较大，电子行业需求复苏节奏若不及预期或对公司镍粉业务产生影响；公司主要业务银包铜粉下游对应 HJT 电池市场，HJT 电池渗透率提升节奏若不及预期或对公司银包铜业务产生影响。

**2) 原材料价格大幅波动风险。**公司产品的主要原材料为镍块、铜棒及银砂，其价格会随该金属品种的全球市场的价格波动而发生变化。公司主要原材料采购价格受大宗商品及相关商品期货价格的影响较大，价格波动可能对公司的生产成本造成较大影响。

**3) 新品研发不及预期。**公司布局银包铜粉和纳米硅粉业务处于刚刚起步和前期验证阶段，下游应用领域的持续需求尚不明朗，若银包铜方案和硅基负极材料技术路径验证情况不及预期，公司银包铜粉和纳米硅粉业务成长持续性或存在不确定性。

## 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	747	1008	1378	1694
营业成本	472	700	919	1145
营业税金及附加	5	6	8	10
销售费用	5	6	8	10
管理费用	42	50	69	85
研发费用	63	71	96	119
EBIT	164	186	292	344
财务费用	-19	5	5	5
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	-6	0	0	0
营业利润	178	181	286	339
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	177	181	286	339
所得税	23	24	37	44
净利润	153	158	249	295
归属于母公司净利润	153	158	249	295
EBITDA	230	270	399	465

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	307	271	289	339
应收账款及票据	228	257	351	431
预付款项	13	29	38	48
存货	498	515	676	842
其他流动资产	42	61	72	82
流动资产合计	1089	1132	1427	1742
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	831	994	972	960
无形资产	88	88	88	87
非流动资产合计	989	1147	1123	1110
资产合计	2078	2279	2550	2852
短期借款	220	220	220	220
应付账款及票据	83	129	170	212
其他流动负债	40	68	84	103
流动负债合计	343	417	474	535
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	45	49	49	49
非流动负债合计	45	49	49	49
负债合计	388	466	523	584
股本	262	262	262	262
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1689	1813	2028	2268
负债和股东权益合计	2078	2279	2550	2852

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	-23.02	34.96	36.73	22.96
EBIT 增长率	-41.46	13.61	56.72	18.10
净利润增长率	-35.47	2.76	57.98	18.51
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	36.77	30.57	33.27	32.43
净利润率	20.56	15.65	18.09	17.43
总资产收益率 ROA	7.39	6.92	9.77	10.35
净资产收益率 ROE	9.09	8.70	12.29	13.02
<b>偿债能力</b>				
流动比率	3.17	2.72	3.01	3.26
速动比率	1.61	1.35	1.45	1.54
现金比率	0.90	0.65	0.61	0.63
资产负债率 (%)	18.70	20.45	20.49	20.48
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	111.13	88.30	88.30	88.30
存货周转天数	384.99	268.48	268.48	268.48
总资产周转率	0.39	0.46	0.57	0.63
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.59	0.60	0.95	1.13
每股净资产	6.46	6.93	7.75	8.67
每股经营现金流	-0.21	0.93	0.57	0.84
每股股利	0.30	0.13	0.21	0.25
<b>估值分析</b>				
PE	55	53	34	28
PB	5.0	4.6	4.1	3.7
EV/EBITDA	36.24	31.10	20.97	17.87
股息收益率 (%)	0.93	0.41	0.65	0.77

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	153	158	249	295
折旧和摊销	66	83	107	121
营运资金变动	-278	-6	-215	-204
经营活动现金流	-54	244	150	221
资本开支	-229	-243	-80	-103
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-242	-239	-80	-103
股权募资	0	0	0	0
债务募资	100	0	-5	0
筹资活动现金流	46	-42	-52	-67
现金净流量	-247	-37	18	50

## 插图目录

图 1: 公司 2022 年度营收同比减少 23.02%.....	3
图 2: 公司 2022 年度归母净利润同比减少 35.47%.....	3
图 3: 公司 2023Q1 营收同比减少 50.72%.....	3
图 4: 公司 2023Q1 归母净利润同比减少 95.81%.....	3
图 5: 2017-2022 公司分产品营收变化 (单位: 万元).....	4
图 6: 2022 年公司产品收入结构.....	4
图 7: 2022 年公司主要产品销量.....	5
图 8: 2022 年公司主要产品平均价格 (单位: 元/千克).....	5
图 9: 2017-2022 公司分产品毛利 (单位: 万元).....	5
图 10: 2022 年公司产品毛利占比.....	5
图 11: 2018-2022 公司毛利率及净利率变化.....	6
图 12: 2017-2022 公司分产品毛利率变化.....	6
图 13: 公司三费情况 (管理、销售、财务).....	6
图 14: 公司研发费用率情况.....	6
图 15: 2022 年公司业绩同比变化拆分 (单位: 万元).....	7
图 16: 公司分季度三费情况 (管理、销售、财务).....	7
图 17: 公司分季度三费费用率情况.....	7
图 18: 公司分季度研发费用率情况.....	8
图 19: 公司分季度毛利率与净利率情况.....	8
图 20: 2022Q4 业绩环比变化拆分 (单位: 万元).....	8
图 21: 2022Q4 业绩同比变化拆分 (单位: 万元).....	8
图 22: 2023Q1 业绩环比变化拆分 (单位: 万元).....	9
图 23: 2023Q1 业绩同比变化拆分 (单位: 万元).....	9

## 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.....	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
	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