

➤ **事件**：公司4月22日发布2021年报，全年实现营收31.4亿元，YoY -20.3%；归母净利润1.8亿元，YoY +8.0%。4月28日发布2022年一季报，一季度实现营收2.4亿元，YoY +21.8%；归母净利润-0.79亿元（去年同期-0.47亿元）。**业绩表现略低于此前市场预期**。2020年公司执行新收入准则，重新确认部分系统集成业务收入，2021年该影响因素减少，营收同比下降。

➤ **季度间业绩波动较大；盈利能力整体提升**。单季度看，公司1Q21~1Q22分别实现：1) 营收1.9亿、5.0亿、6.3亿、18.2亿和2.4亿元，YoY +29.3%、-9.6%、+76.4%、-36.8%、+21.8%；2) 归母净利润-0.47亿、-0.10亿、0.23亿、2.18亿和-0.79亿元，YoY +22.9%、-126.3%、+145.1%、-11.3%、-66.9%。2021年整体毛利率19.8%，同比提升2.8ppt；净利率6.0%，同比提升1.6ppt。

➤ **聚焦主业创新驱动，夯实产业基础**。分产品看，公司2021年：1) 雷达及雷达配套：实现营收13.1亿元，YoY +16.0%，占总收入比41.6%，占比同比提升13.0ppt，主要为内销收入。毛利率同比降低5.6ppt至28.7%；2) 公共安全产品：受2020年新收入准则影响，实现营收8.2亿元，YoY -51.2%，占总收入比25.8%，占比同比减少16.7ppt。毛利率同比增加2.1ppt至9.2%；3) 电源产品：实现营收5.3亿元，YoY +9.7%。毛利率同比减少1.5ppt至18.1%；4) 机动保障装备实现营收3.1亿元，YoY -38.5%；5) 粮食仓储信息化改造实现营收1.8亿元，YoY +23.0%。公司在研产品部分取得阶段性成果，部分交付客户验收或试用。全年授权发明专利39件，发明专利占比首次超过50%。

➤ **费用管控能力有待加强，经营现金流净额增长**。2021年，公司：1) 期间费用率同比增加3.7ppt至15.1%。具体看，销售费用率3.9%，同比增加1.7ppt；管理费用率7.1%，同比增加1.6ppt；财务费用率1.8%，同比增加0.3ppt；研发费用率2.2%，同比增加0.2ppt；2) 经营活动净现金流-0.51亿元（去年同期-1.1亿元），系华耀电子以现金结算的应收款项减少所致。**截至1Q22末，公司：**3) 应收账款及票据18.5亿元，较年初减少8.2%；4) 预付款项0.87亿元，较年初增加75.5%；5) 存货19.7亿元，较年初增加14.5%；6) 合同负债2.7亿元，较年初增加14.3%。

➤ **投资建议**：公司立足电子装备、产业基础、网信体系三大板块。2022年4月21日，公司长期股权激励计划得到国资委原则性同意。我们预计公司2022~2024年归母净利润分别为2.23亿元、2.76亿元、3.55亿元，当前股价对应2022~2024年PE为27x/22x/17x。**我们考虑到公司完善的产品系列和股权激励对公司带来的治理变化，给予2022年30倍PE，2022年EPS为1.40元/股，对应目标价42.11元。首次覆盖，给予“推荐”评级。**

➤ **风险提示**：产品研制进展低于预期；产品生产交付不及预期等。

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3143	3738	4456	5339
增长率(%)	-20.3	18.9	19.2	19.8
归属母公司股东净利润(百万元)	184	223	276	355
增长率(%)	8.0	21.5	23.6	28.5
每股收益(元)	1.16	1.40	1.73	2.23
PE	33	27	22	17
PB	2.2	2.1	1.9	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2022年05月13日收盘价)

## 推荐

首次评级

当前价格：

37.87元

目标价：

42.11元



分析师：尹会伟

执业证号：S0100521120005

电话：010-85127667

邮箱：yinhuiwei@mszq.com

研究助理：孔厚融

执业证号：S0100122020003

电话：010-85127664

邮箱：konghourong@mszq.com

# 目录

<b>1 技术领先、资质齐全的雷达龙头</b> .....	<b>3</b>
1.1 立足三大板块，产品体系成熟.....	3
1.2 近三年利润率稳步提升.....	4
<b>2 华耀电子、博微长安为核心子公司</b> .....	<b>8</b>
<b>3 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>9</b>
<b>4 风险提示</b> .....	<b>10</b>
<b>插图目录</b> .....	<b>12</b>
<b>表格目录</b> .....	<b>12</b>

# 1 技术领先、资质齐全的雷达龙头

## 1.1 立足三大板块，产品体系成熟

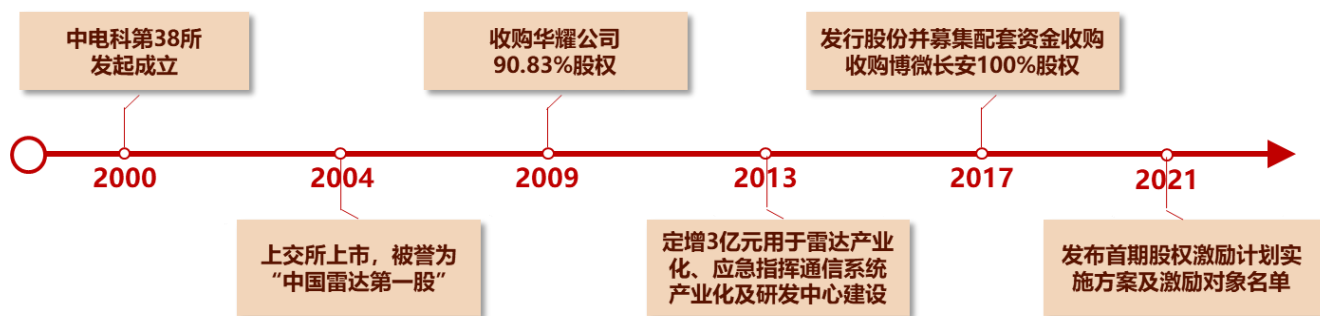
公司布局电子装备、产业基础、网信体系三大板块。公司主要从事气象雷达、空管雷达、低空监视雷达、特种车辆改装等电子装备业务；微波组件、电源等产业基础业务；安防、人防等网信体系业务。公司在雷达电子、智慧和能源产业等主营业务领域获得了较为齐全、级别较高的各类资质，气象雷达、航管雷达、平安城市安全操作系统等产品处于国内领先地位。

**1) 电子装备领域**，公司在气象雷达、空管雷达和低空监视雷达领域有较完整的产业布局，雷达产品包括测雨系列、测风系列、低空多功能、水面监视等，体制多样，波段齐全，市占率高，与气象局、民航等部门长期保持良好客户关系。

**2) 产业基础领域**，公司产品包括高精密微波电路板、高密度数字多层印制板、微波数字复合基板、有源/无源微波产品和微系统产品，覆盖星载、机载、船载、车载等，广泛应用于航天、微波通讯等领域。

**3) 网信体系领域**，公司具有整体解决方案的研发能力，在安防信息化领域聚焦平安城市、智慧监所、智慧交通等业务；在人防与应急信息化领域立足人民防空，面向应急管理等行业不断扩大机动指挥车和固定指挥所的市场份额。

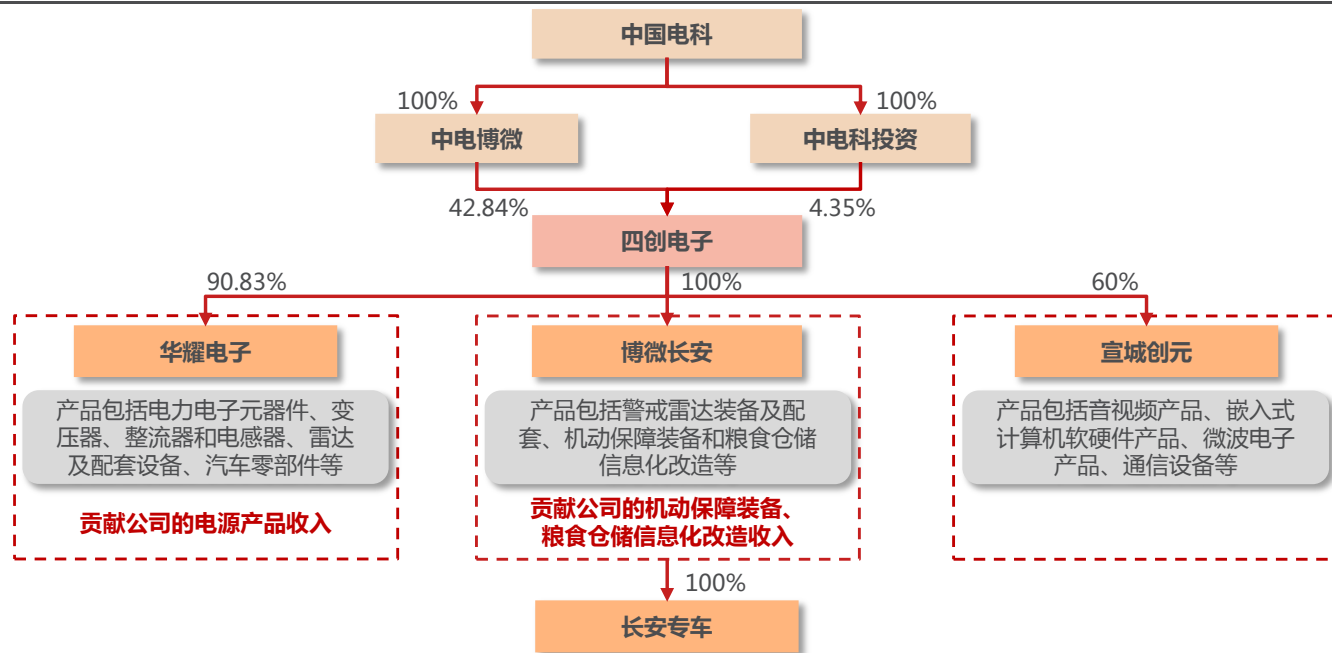
图 1：四创电子发展历程



资料来源：wind，民生证券研究院

**实控人为中国电科，控股股东为中电博微。**截至 2022 年一季度末，中电博微持有公司 42.84% 股份，为公司控股股东。中电博微成立于 2018 年 9 月，主营雷达探测、微波成像、通信与数据融合、侦查干扰与诱偏系统及其相关电子设备研制等，是中国电科的子集团。中电科集团是中央直接管理的国有重要骨干企业，拥有电子信息领域相对完备的科技创新体系，在电子装备、网信体系、产业基础、网络安全等领域占据技术主导地位，肩负着支撑科技自立自强、推进国防现代化、加快数字经济发展、服务社会民生的重要职责。

图 2：四创电子股权结构

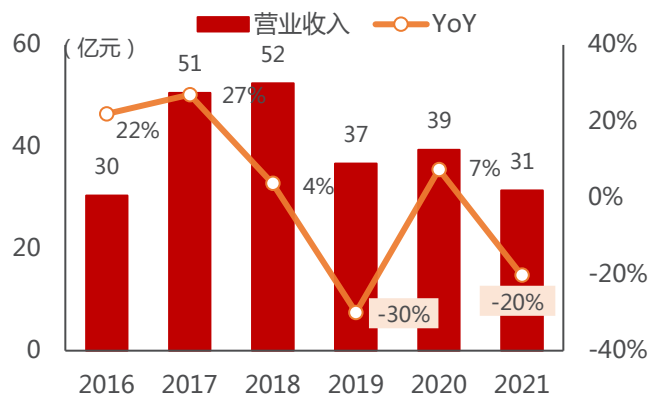


资料来源：wind，民生证券研究院 注：数据统计截至 2022 年一季度末

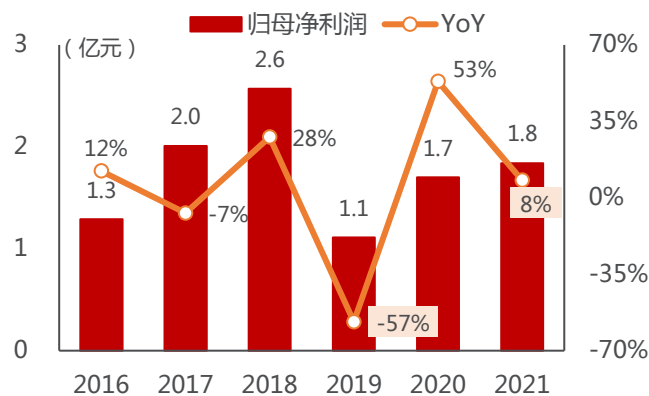
**公司直接/间接持股四家子公司。**截至 2021 年底，公司直接持有华耀电子、博微长安、宣城创元三家子公司的股份，持股比例分别为 90.83%、100%、60%；间接持有长安专车 100%的股份。**1) 华耀电子拥有 20 余年电源研发设计经验。**产品应用于国防装备、工业控制、新能源汽车等领域，主要包括电力电子元器件制造、变压器、整流器和电感器等，华耀电子产业基础业务是公司电源产品收入的主要来源。**2) 博微长安特种车辆市占率高。**主要产品为警戒雷达装备及配套、机动保障装备和粮食仓储信息化改造等，相关资质齐全。公司的机动保障装备收入和粮食仓储信息化改造收入均主要来源于博微长安的相关业务。

## 1.2 近三年利润率稳步提升

**公司自 2019 年收缩业务规模。****1) 收入端：**2019 年，公司收缩非核心主业业务规模，因处于收入结构调整期，致公共安全和能源系统业务等较上年同期减少。2021 年，公司实现总营收 31.4 亿元，YoY -20.3%，同比下降的主要原因是公司在 2020 年执行新收入准则，重新确认部分系统集成业务收入，2021 年该影响因素减少；**2) 利润端：**自 2019 年收缩部分竞争力缺乏的业务后，公司归母净利润逐年提升，2021 年实现归母净利润 1.8 亿元，YoY +8.0%。

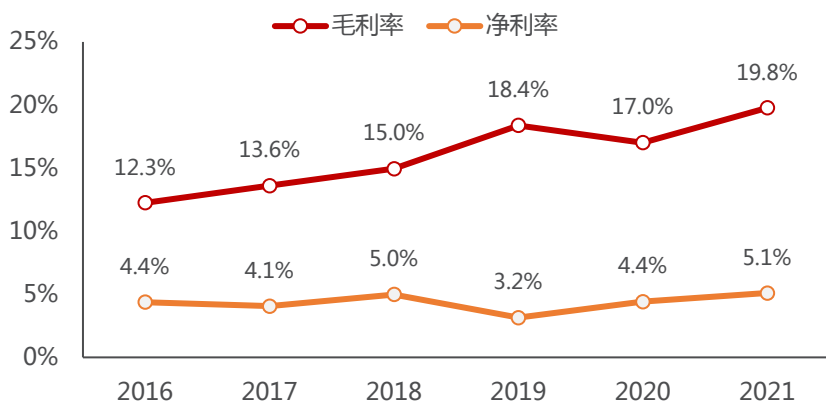
**图 3：2016~2021 年营业收入及同比增速**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图 4：2016~2021 年归母净利润及同比增速**


资料来源：wind，民生证券研究院

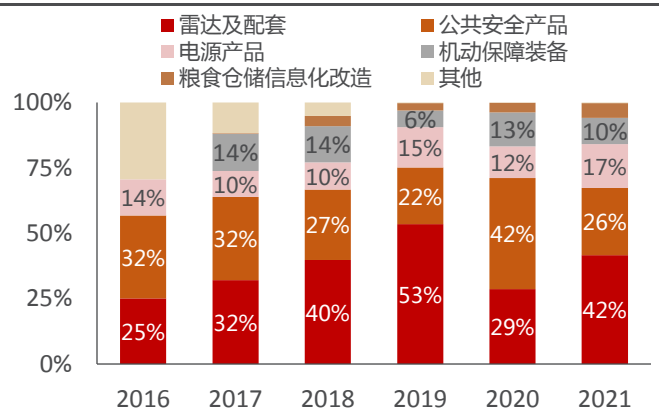
**利润率整体呈增长趋势。**公司毛利率由 2016 年的 12.3% 提升 7.5ppt 至 2021 年的 19.8%，主要系高毛利率产品占比增加所致。2016~2021 年，公司净利率水平较为稳定，平均在 4.4% 左右。2019~2021 年，净利率持续增长，2021 年的净利率为 5.1%，创近六年新高。

**图 5：2016~2021 年毛利率及净利率**


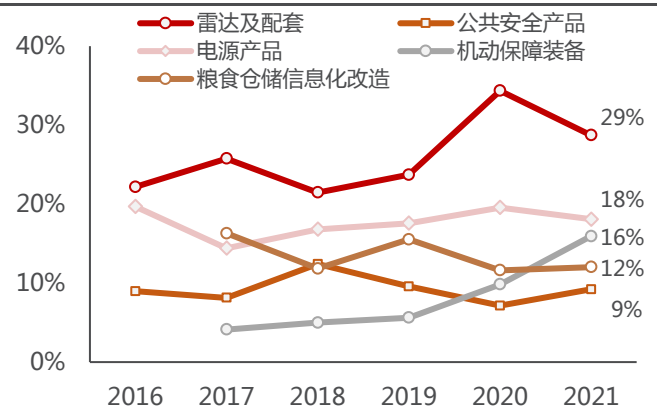
资料来源：wind，民生证券研究院

**雷达及配套与公共安全营收占比最高。**1) 雷达及配套产品与公共安全产品在公司总营收中占比较高，2018~2021 年，两项业务合计营收占比均在 65% 以上。2021 年，雷达及配套产品营收占比为 41.6%；公共安全产品营收占比为 25.8%。2) 2017 年，公司收购博微长安，机动保障设备与粮食仓储信息化改造开始贡献营收及利润。2021 年，机动保障设备营收占比为 10.0%；粮食仓储信息化改造营收占比为 5.6%。3) 电源产品营收占比一直以来在 10% 以上，2021 年实现营收 5.3 亿元，占比 16.7%。

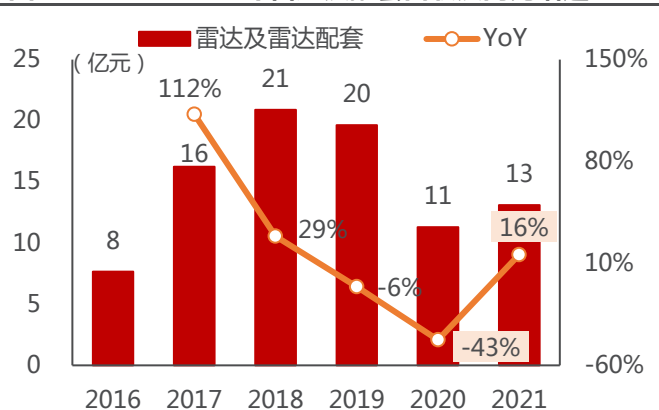
**雷达及配套产品毛利率最高。**1) 一直以来，雷达及配套是公司附加值最高的产品，2021 年毛利率为 28.7%。由于营收占比较高，雷达及配套产品拉动了公司整体毛利率水平。2) 电源产品主要为华耀电子产业基础业务，毛利率仅次于雷达及配套产品，2021 年为 18.1%。

**图 6：2016~2021 年营业收入结构**


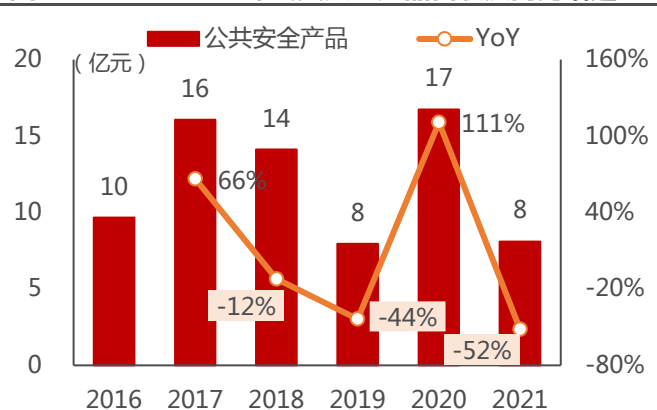
资料来源：wind，民生证券研究院 注：其他包括能源系统及广电产品

**图 7：2016~2021 年各业务毛利率**


资料来源：wind，民生证券研究院

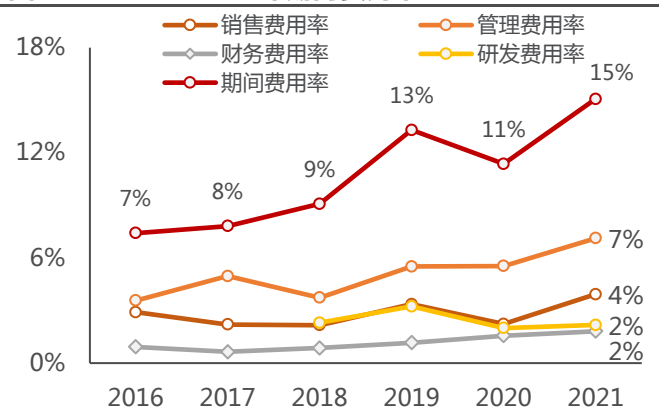
**图 8：2016~2021 年雷达及配套营收及同比增速**


资料来源：wind，民生证券研究院

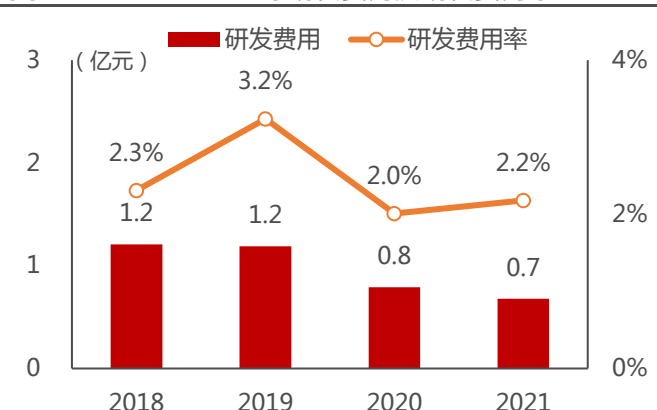
**图 9：2016~2021 年公共安全产品营收及同比增速**


资料来源：wind，民生证券研究院

**费用管控能力有待提高。**2016~2021 年，公司期间费用率由 7.4% 增加 7.7ppt 至 15.1%。2021 年，期间费用率同比增加 3.7ppt 至 15.1%，具体看，销售费用率 3.9%，同比增加 1.7ppt，主要系人工成本、销售服务费及投标费用增加所致；管理费用率 7.1%，同比增加 1.6ppt，主要系职工薪酬、折旧及摊销增加所致。

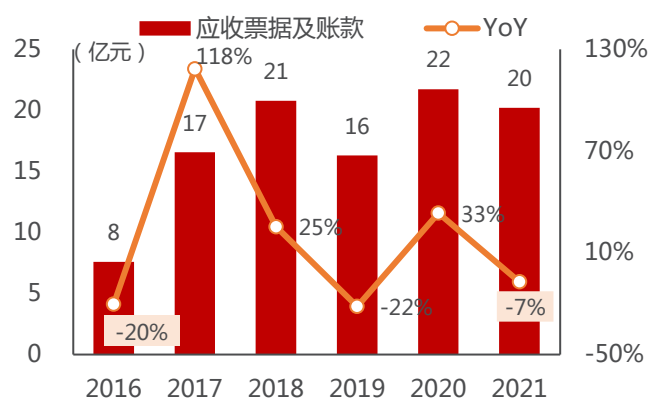
**图 10：2016~2021 年期间费用率**


资料来源：wind，民生证券研究院 注：2016~2017 年，研发费用未作单独列示，包含在管理费用中

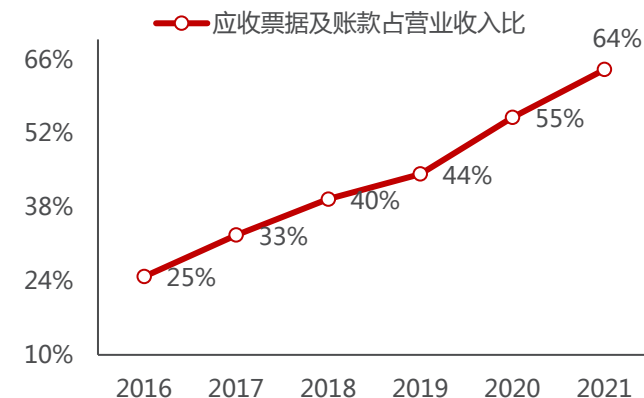
**图 11：2018~2021 年研发费用及研发费用率**


资料来源：wind，民生证券研究院

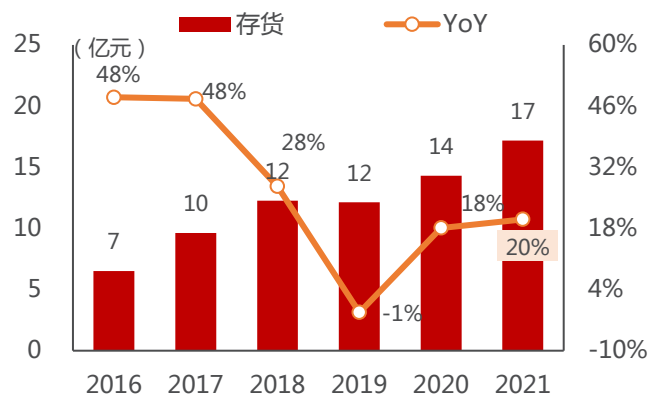
**应收及存货占营收比持续增加；经营活动净现金流好转。**公司 1) 应收规模占营收比例持续增加，由 2016 年 24.9% 提升至 2021 年 64.3%。截至 2022 年一季度末，应收票据及账款 18.5 亿元，较年初减少 8.2%。2) 2016~2021 年，存货规模逐年增加，占营收比例也呈上涨趋势。2021 年，存货 17.2 亿元，较年初增加 20.1%，占营收比为 54.7%。**合同负债同比减少；** 1) 公司 2021 年合同负债为 2.3 亿元，较年初减少 27.5%。2) 2021 年，公司经营活动净现金流为-0.5 亿元，有所好转，主要系华耀电子以现金结算的应收款项减少所致。

**图 12：2016~2021 年应收及同比增速**


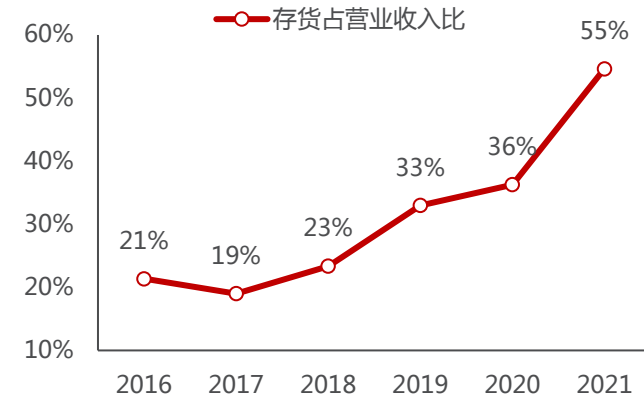
资料来源：wind，民生证券研究院

**图 13：2016~2021 年应收占营收比例**


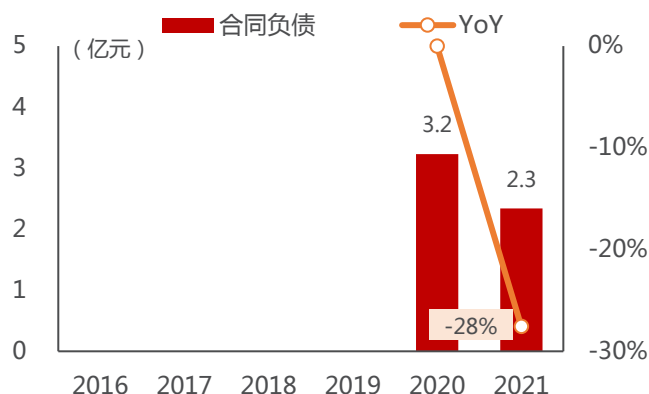
资料来源：wind，民生证券研究院

**图 14：2016~2021 年存货及同比增速**


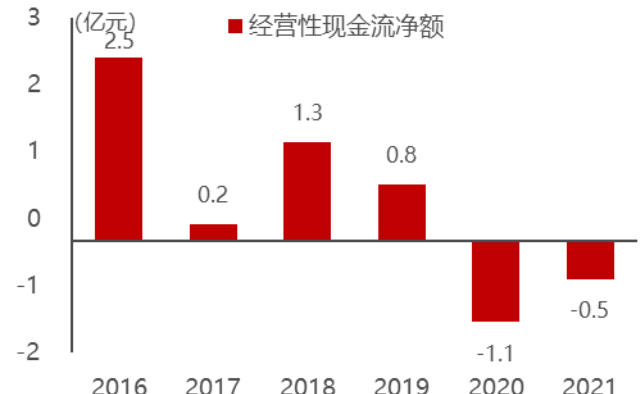
资料来源：wind，民生证券研究院

**图 15：2016~2021 年存货占营收比例**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图 16：2016~2021 年合同负债及同比增速**


资料来源：wind，民生证券研究院

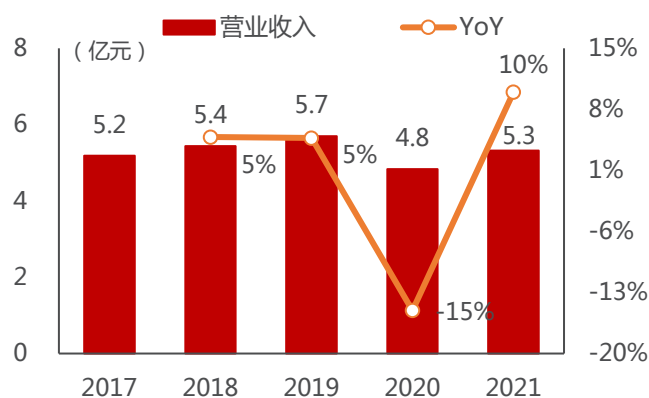
**图 17：2016~2021 年经营活动现金流净额**


资料来源：wind，民生证券研究院

## 2 华耀电子、博微长安为核心子公司

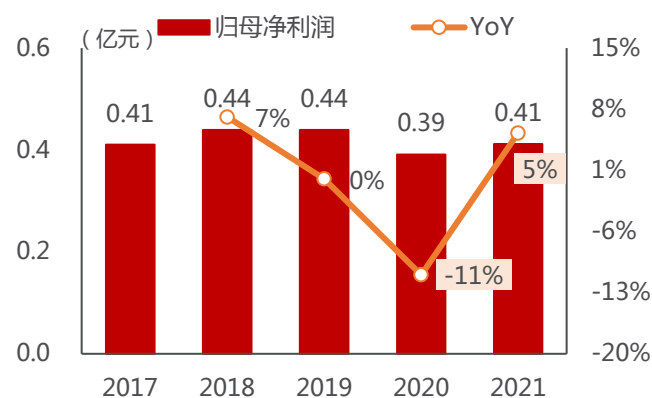
华耀电子致力成为高性能电源模块和电能转换设备领先供应商。公司的电源产品主要为华耀电子的产品，2017~2021年，华耀电子营收及净利润规模较为稳定，2020年业绩下滑主要系疫情影响，2021年有所恢复，实现营收5.3亿元，YoY +10.0%；归母净利润0.41亿元，YoY +5.3%。

图 18：2017~2021 年华耀电子营业收入及同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图 19：2017~2021 年华耀电子归母净利润及同比增速

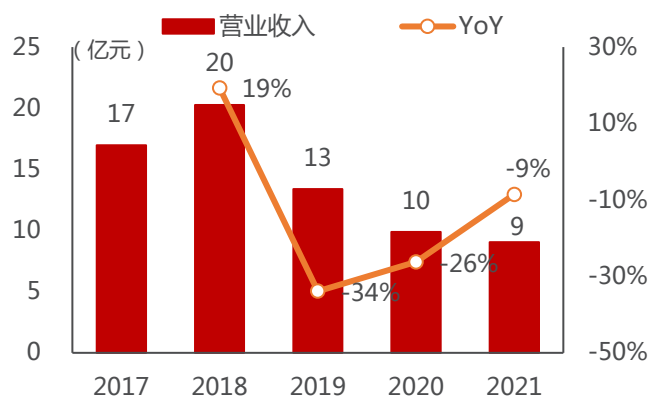


资料来源：wind，民生证券研究院

### 博微长安主营警戒雷达装备及配套、机动保障装备和粮食仓储信息化改造。1)

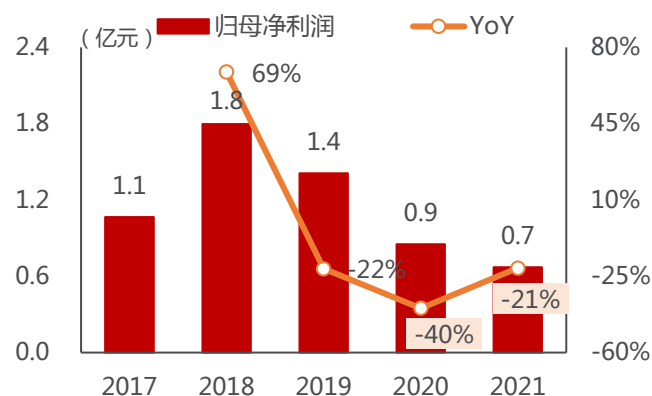
电子装备方面，2021年完成两型低空监视雷达阵地改项目研制并顺利通过鉴定，中标通用告警诱偏系统，实现多部阵地改现场改造，同时完成百余台武警炊事车生产交付。2) 网信体系方面，2021年升级改造福建、贵州等粮库智能化项目，中储粮业务实现新突破，并积极开拓涉密信息化新业务。3) 公司的机动保障装备业务主要为博微长安的特种车辆改装等电子装备业务；粮食仓储信息化改造业务主要为博微长安的网信体系业务。2018~2021年，博微长安营收、净利润规模逐年下滑，从同比增速角度看，2021年同比下滑速度有所放缓。

图 20：2017~2021 年博微长安营业收入及同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图 21：2017~2021 年博微长安归母净利润及同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院



## 3 盈利预测与投资建议

### 3.1 盈利预测

近年来，公司利润率稳步提升，重要子公司华耀电子经营趋势向好。2022年4月21日，公司的长期股权激励计划得到国资委原则性同意，为公司带来新增长动力。我们预计公司2022~2024年营业收入分别为37.4亿元、44.6亿元、53.4亿元；归母净利润分别为2.2亿元、2.8亿元、3.6亿元。

表1：主营业务分产品收入预测（亿元）

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
雷达及雷达配套	19.6	11.3	13.1	17.0	22.0	28.5
(+/-%)		-43%	16%	30%	29%	29%
毛利率	23.7%	34.4%	28.7%	29.0%	28.7%	28.5%
公共安全产品	7.9	16.7	8.1	9.3	10.6	12.0
(+/-%)		211%	48%	15%	13%	13%
毛利率	9.6%	7.2%	9.2%	9.3%	9.2%	9.1%
电源产品等	5.7	4.8	5.3	5.7	6.2	6.7
(+/-%)		84%	110%	9%	9%	8%
毛利率	17.6%	19.6%	18.1%	18.1%	17.9%	17.7%
机动保障装备	2.3	5.1	3.1	3.1	3.3	3.6
(+/-%)		219%	62%	0%	5%	8%
毛利率	5.7%	9.9%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%
粮食仓储信息化制造	1.0	1.4	1.8	2.1	2.4	2.5
(+/-%)		137%	123%	18%	13%	8%
毛利率	15.5%	11.6%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
<b>主营业务收入合计</b>	<b>36.6</b>	<b>39.4</b>	<b>31.4</b>	<b>37.3</b>	<b>44.5</b>	<b>53.3</b>
(+/-%)		7%	-20%	19%	19%	20%
毛利率	18.3%	17.0%	19.7%	20.4%	20.7%	21.1%

资料来源：wind，民生证券研究院预测

### 3.2 投资建议

当前股价对应公司2022~2024年PE为27x/22x/17x。我们考虑到公司完善的产品系列和股权激励带来的治理变化，给予2022年30倍PE，2022年EPS为1.40元/股，对应目标价42.11元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

## 4 风险提示

**1) 产品研制进展低于预期。**专注电子装备、产业基础和网信体系三大板块，加强技术研发与创新，技术开发难度较大，由于技术变化可能造成的产品的研制进展低于预期。

**2) 产品生产交付不及预期。**受疫情影响，公司在客户交流、产品物流等方面可能受到阻碍，影响公司的原材料供应和向下游客户的产品交付，甚至存在停工停产风险，存在产品生产交付不及预期的风险。

## 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	3143	3738	4456	5339
营业成本	2522	3046	3607	4292
营业税金及附加	14	17	20	24
销售费用	124	132	161	193
管理费用	224	240	292	350
研发费用	68	81	102	123
EBIT	238	221	274	357
财务费用	57	51	54	59
资产减值损失	-14	-14	-14	-14
投资收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>199</b>	<b>242</b>	<b>300</b>	<b>386</b>
营业外收支	3	3	3	3
<b>利润总额</b>	<b>202</b>	<b>245</b>	<b>303</b>	<b>389</b>
所得税	13	16	20	26
净利润	189	229	283	364
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>184</b>	<b>223</b>	<b>276</b>	<b>355</b>
EBITDA	381	375	438	527

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	858	668	461	256
应收账款及票据	2020	2418	2879	3446
预付款项	50	60	71	84
存货	1718	2061	2443	2910
其他流动资产	673	754	853	974
<b>流动资产合计</b>	<b>5318</b>	<b>5961</b>	<b>6707</b>	<b>7670</b>
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1052	1143	1223	1293
无形资产	268	260	253	246
<b>非流动资产合计</b>	<b>2381</b>	<b>2461</b>	<b>2530</b>	<b>2592</b>
<b>资产合计</b>	<b>7699</b>	<b>8422</b>	<b>9236</b>	<b>10262</b>
短期借款	1222	1222	1222	1222
应付账款及票据	2317	2799	3314	3944
其他流动负债	567	631	700	785
<b>流动负债合计</b>	<b>4106</b>	<b>4652</b>	<b>5236</b>	<b>5951</b>
长期借款	687	687	687	687
其他长期负债	177	177	177	177
<b>非流动负债合计</b>	<b>864</b>	<b>864</b>	<b>864</b>	<b>864</b>
<b>负债合计</b>	<b>4970</b>	<b>5516</b>	<b>6101</b>	<b>6815</b>
股本	159	159	159	159
少数股东权益	29	34	41	50
<b>股东权益合计</b>	<b>2729</b>	<b>2905</b>	<b>3136</b>	<b>3447</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>7699</b>	<b>8422</b>	<b>9236</b>	<b>10262</b>

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-20.27	18.93	19.20	19.81
EBIT 增长率	-1.15	-7.13	24.04	29.95
净利润增长率	7.99	21.51	23.57	28.53
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	19.77	18.51	19.06	19.60
净利率	6.00	6.13	6.35	6.82
总资产收益率 ROA	2.39	2.65	2.99	3.46
净资产收益率 ROE	6.81	7.78	8.92	10.45
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.30	1.28	1.28	1.29
速动比率	0.74	0.70	0.68	0.67
现金比率	0.21	0.14	0.09	0.04
资产负债率 (%)	64.56	65.50	66.05	66.41
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	187.44	187.44	187.44	187.44
存货周转天数	248.64	248.64	248.64	248.64
总资产周转率	0.41	0.44	0.48	0.52
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.16	1.40	1.73	2.23
每股净资产	17.14	18.25	19.70	21.66
每股经营现金流	-0.32	0.73	0.63	0.64
每股股利	0.35	0.35	0.35	0.35
<b>估值分析</b>				
PE	33	27	22	17
PB	2.2	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	19.18	20.03	17.60	15.02
股息收益率 (%)	0.92	0.92	0.92	0.92

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	189	229	283	364
折旧和摊销	143	153	164	170
营运资金变动	-457	-285	-366	-452
<b>经营活动现金流</b>	<b>-51</b>	<b>117</b>	<b>100</b>	<b>102</b>
资本开支	-41	-199	-199	-199
投资	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-41</b>	<b>-199</b>	<b>-199</b>	<b>-199</b>
股权募资	0	0	0	0
债务募资	7	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-215</b>	<b>-108</b>	<b>-108</b>	<b>-108</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-308</b>	<b>-190</b>	<b>-206</b>	<b>-205</b>

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

## 插图目录

图 1：四创电子发展历程.....	3
图 2：四创电子股权结构.....	4
图 3：2016~2021 年营业收入及同比增速.....	5
图 4：2016~2021 年归母净利润及同比增速.....	5
图 5：2016~2021 年毛利率及净利率.....	5
图 6：2016~2021 年营业收入结构.....	6
图 7：2016~2021 年各业务毛利率.....	6
图 8：2016~2021 年雷达及配套营收及同比增速.....	6
图 9：2016~2021 年公共安全产品营收及同比增速.....	6
图 10：2016~2021 年期间费用率.....	6
图 11：2018~2021 年研发费用及研发费用率.....	6
图 12：2016~2021 年应收及同比增速.....	7
图 13：2016~2021 年应收占营收比例.....	7
图 14：2016~2021 年存货及同比增速.....	7
图 15：2016~2021 年存货占营收比例.....	7
图 16：2016~2021 年合同负债及同比增速.....	7
图 17：2016~2021 年经营活动现金流净额.....	7
图 18：2017~2021 年华耀电子营业收入及同比增速.....	8
图 19：2017~2021 年华耀电子归母净利润及同比增速.....	8
图 20：2017~2021 年博微长安营业收入及同比增速.....	8
图 21：2017~2021 年博微长安归母净利润及同比增速.....	8

## 表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1：主营业务分产品收入预测（亿元）.....	错误!未定义书签。
公司财务报表数据预测汇总.....	11

## 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。本报告清晰准确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：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001