

原料上涨拖累毛利率，光伏钨丝项目稳步推进

2022 年 08 月 25 日

➤ **事件概述：**公司发布 2022 年中报，2022 上半年，公司实现营收 67.87 亿元，同比增长 8.9%；归母净利润 2.31 亿元，同比增长 19.5%；扣非归母净利润 2.16 亿元，同比增长 8.9%。2022Q2，公司实现营收 37.6 亿元，同比增长 6%、环比增长 24.2%；归母净利润 1.23 亿元，同比增长 7%、环比增长 14.4%；扣非归母净利润 1.12 亿元，同比增长 8.9%、环比增长 7.6%。

➤ **点评：数控刀片表现良好，原料上涨拖累毛利率**

1. **光伏钨丝：批量生产线径 37/36 微米光伏钨丝，35/34/32 微米产品正在认证。**22H1 自硬公司已经批量生产线径 37/36 微米光伏钨丝产品并满足市场需求，新工艺制备线径 35/34/32 微米的产品正在市场认证过程中，光伏钨丝细线化进程有望加快。
2. **株钻公司数控刀片业务表现良好。**虽然上半年受疫情等不利因素影响，但数控刀片业务整体表现良好，株钻公司 22H1 实现净利润 1.32 亿，同比+28.34%。
3. **金洲公司 PCB 微钻业务营收下滑。**22H1 下游电子 3C 产品等表现不佳，拖累公司 PCB 微钻业务。22H1 金洲公司营收同比-1.31%，但微钻盈利能力较强，22H1 金洲公司实现净利润 1.22 亿元，同比+4.45%，显示公司微钻业务较强的韧性。
4. **原料强势，拖累粉末制品、其它硬质合金等传统业务。**22H1 仲钨酸铵价格同比+23.66%，碳化钨粉市场价格同比+22.55%，原料上涨拖累粉末制品毛利率，22H1 粉末制品毛利率同比下滑 5.27pct，至 9.27%。其他硬质合金、难熔金属、贸易等业务毛利率同样小幅下滑。

➤ **未来核心看点：光伏钨丝项目稳步推进，细线化进程有望加快**

1. **公司将新增光伏钨丝产能 100 亿米/年。**钨丝因可拉伸至更细、强度高等优势，有望成为下一代金刚石切割线母线。2022 年 2 月公司披露，自硬公司将建设年产 100 亿米光伏钨丝产线。项目建设期仅 9 个月，预计 2022 年底投产。目前公司线径 35/34/32 微米的产品正在市场认证过程中，光伏钨丝细线化进程有望加快。
2. **数控刀片持续扩产。**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%。
3. **微钻扩产稳步推进，预计“十四五”末产量达 7 亿支。**公司的扩产策略是小批量扩产，金洲在深圳、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，预计“十四五”末 PCB 微钻产量达到 7 亿支。

➤ **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 2022-2024 年归母净利润为 6.90/9.04/11.94 亿元，对应现价的 PE 分别为 22/17/13 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	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	12,094	13,235	14,634	16,128
增长率 (%)	21.9	9.4	10.6	10.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	528	690	904	1,194
增长率 (%)	138.6	30.9	30.9	32.1
每股收益 (元)	0.49	0.64	0.84	1.11
PE	29	22	17	13
PB	3.1	2.8	2.4	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 8 月 24 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

14.15 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理 孙二春

执业证书：S0100121120036

邮箱：sunerchun@mszq.com

相关研究

1. 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
2. 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

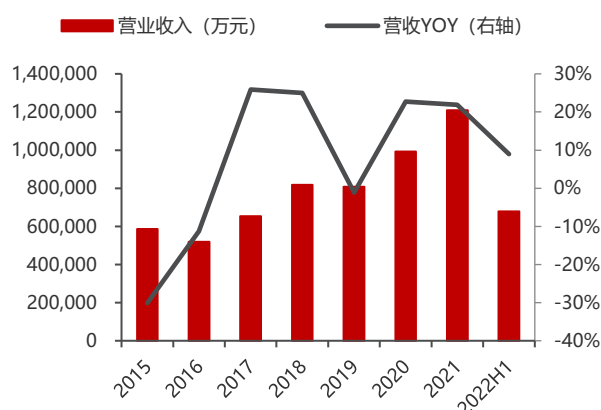
1 事件概述：22H1 公司归母净利润同比增长 19.5%	3
2 点评：数控刀片表现良好，原料上涨拖累毛利率	4
2.1 光伏钨丝细线化进程加快	4
2.2 原料成本上升，疫情等因素拖累 2022Q2 业绩	7
3 核心看点：光伏钨丝细线化进程有望加快	9
3.1 光伏钨丝项目稳步推进，细线化进程有望加快	9
3.2 借力产业升级+国产替代，数控刀片发展空间广阔	9
3.3 PCB 微钻全球市占率第一，2025 年有望达 7 亿支	10
4 盈利预测与投资建议	11
5 风险提示	12
插图目录	14
表格目录	14

1 事件概述：22H1 公司归母净利润同比增长 19.5%

公司发布 2022 年中报：2022 上半年，公司实现营收 67.87 亿元，同比增长 8.9%；归母净利润 2.31 亿元，同比增长 19.5%；扣非归母净利 2.16 亿元，同比增长 8.9%。

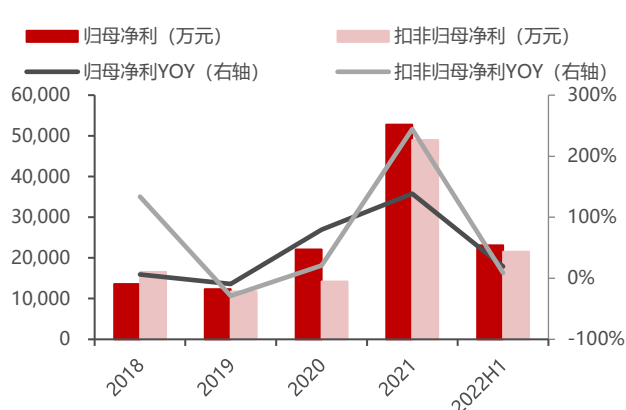
分季度看，2022Q2，公司实现营收 37.6 亿元，同比增长 6%、环比增长 24.2%；归母净利润 1.23 亿元，同比增长 7%、环比增长 14.4%；扣非归母净利 1.12 亿元，同比增长 8.9%、环比增长 7.6%。

图1：公司 22H1 营业收入同比+8.9%



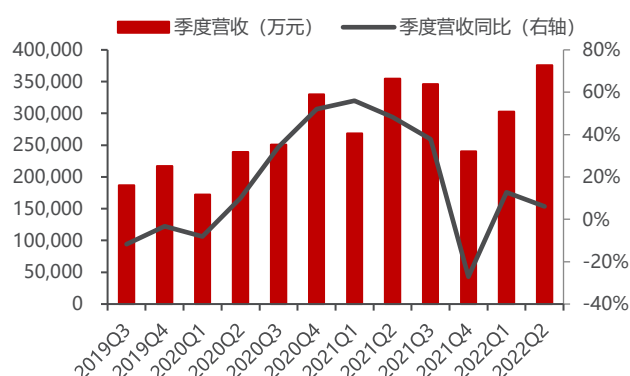
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：公司 22H1 归母净利润同比+19.5%



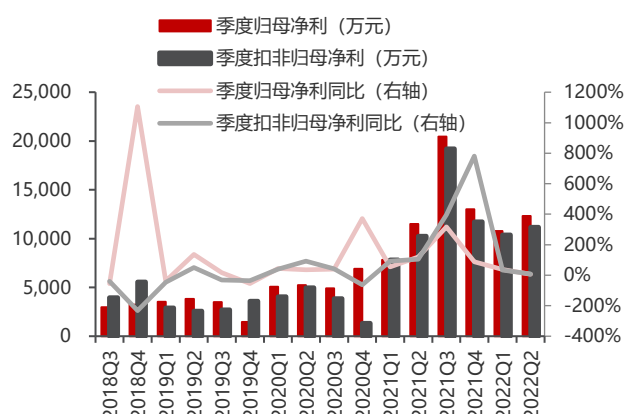
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：公司分季度营业收入及同比变化



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：公司分季度净利润及同比变化



资料来源：wind，民生证券研究院

2 点评：数控刀片表现良好，原料上涨拖累毛利率

2.1 光伏钨丝细线化进程加快

光伏钨丝：批量生产线径 37/36 微米光伏钨丝，35/34/32 微米产品正在认证。22H1 自硬公司突破粗钨丝加工轧制工艺和细钨丝加工等关键技术，已经批量生产线径 37/36 微米光伏用高强度切割钨合金丝产品并满足市场需求，新工艺制备线径 35/34/32 微米的产品正在市场认证过程中，光伏钨丝细线化进程有望加快。

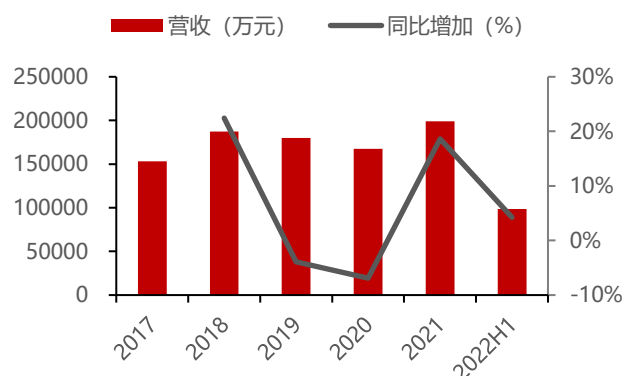
株钻公司数控刀片业务表现良好。虽然上半年受疫情等不利因素影响，但公司数控刀片业务整体表现良好，株钻公司 22H1 实现营收 9.86 亿，同比+4.23%，净利润 1.32 亿，同比+28.34%。

金洲公司 PCB 微钻业务营收下滑。22H1 下游电子 3C 产品表现不佳，拖累公司 PCB 微钻业务。22H1 金洲公司实现营收 5.90 亿元，同比-1.31%，但微钻盈利能力较强，22H1 金洲公司实现净利润 1.22 亿元，同比+4.45%，显示公司微钻业务较强的韧性。

自硬公司业绩大幅增长。自硬公司 22H1 实现营收 18.34 亿元，同比+18.72% 净利润 5952 万，同比大幅增长 87.97%。一方面光伏钨丝逐步放量，另一方面 21 年投产的 1000 万片数控刀片贡献业绩。

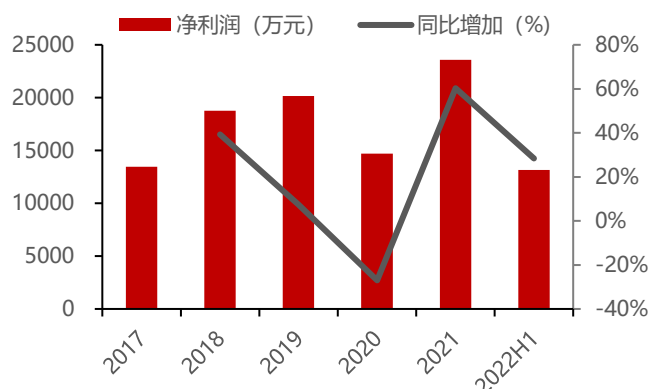
原料强势，拖累粉末制品、其它硬质合金等传统业务。22H1 仲钨酸铵价格同比+23.66%，碳化钨粉市场价格同比+22.55%，原料上涨拖累粉末制品毛利率，22H1 粉末制品毛利率同比下滑 5.27pct，至 9.27%。其他硬质合金、难熔金属、贸易等业务毛利率同样小幅下滑。

图5：株钻公司 22H1 营收同比+4.23%



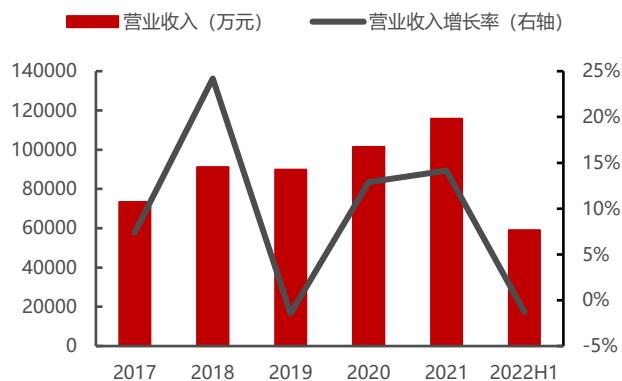
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图6：株钻公司 22H1 净利润同比+28.34%



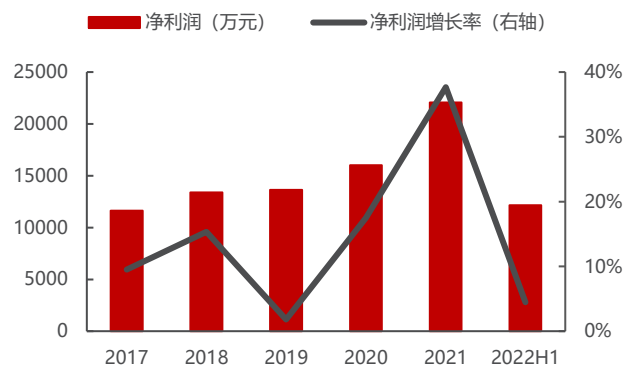
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图7: 金洲公司 22H1 营收同比-1.31%



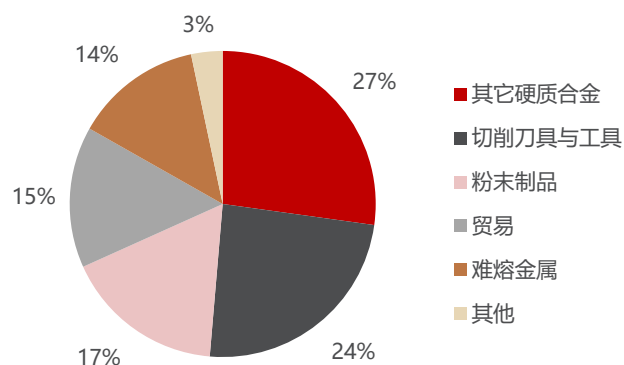
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图8: 金洲公司 22H1 净利润同比+4.45%



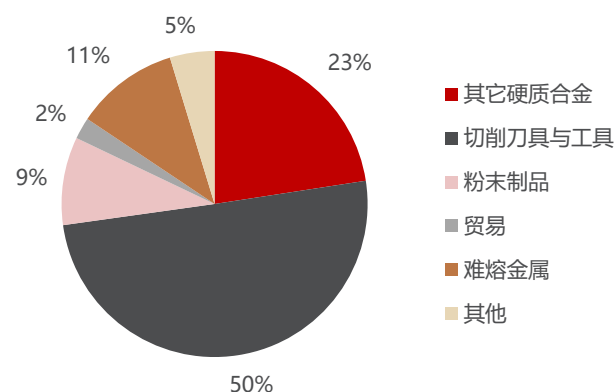
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图9: 公司 22H1 营收分布



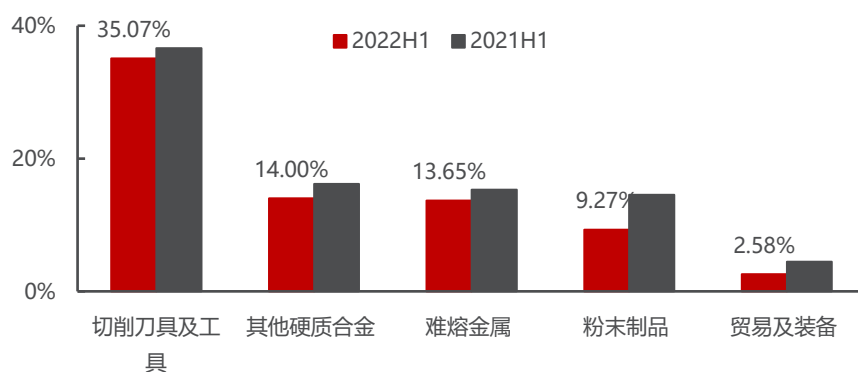
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图10: 公司 22H1 毛利分布



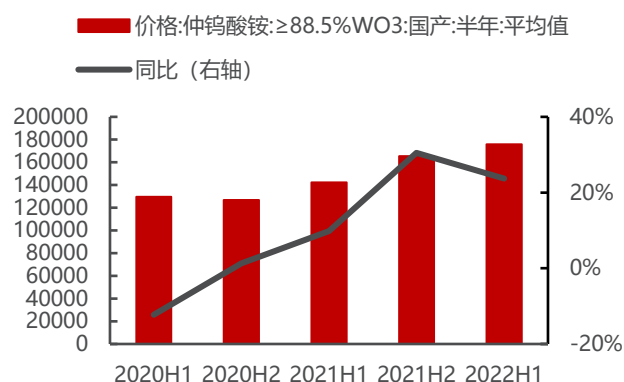
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图11: 22H1 公司分业务毛利率情况 (单位: %)



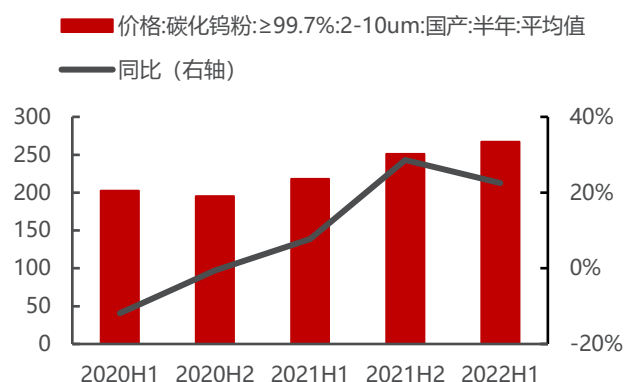
资料来源: wind, 民生证券研究院

图12: 22H1 仲钨酸铵价格同比+23.66% (单位: 元/吨)



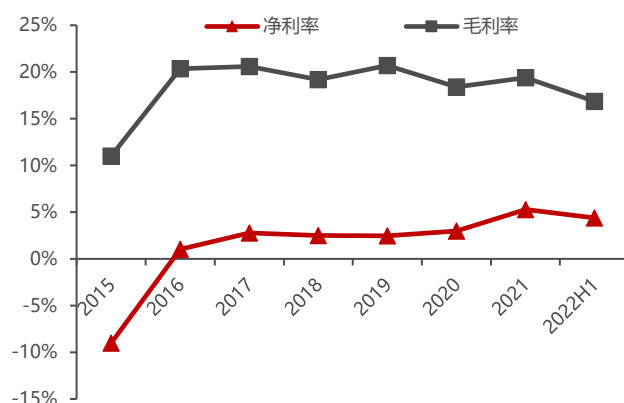
资料来源: wind, 民生证券研究院

图13: 22H1 碳化钨粉价格同比+22.55% (单位: 元/公斤)



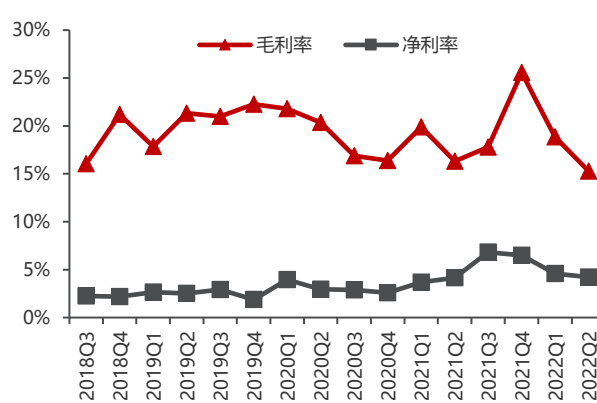
资料来源: wind, 民生证券研究院

图14: 22H1 公司毛利率下滑



资料来源: wind, 民生证券研究院

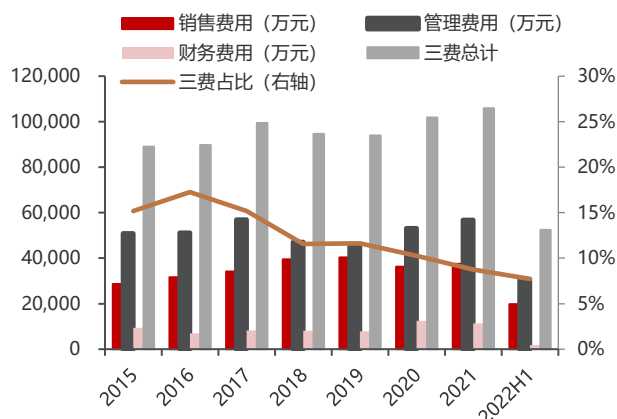
图15: 公司分季度毛利率变化



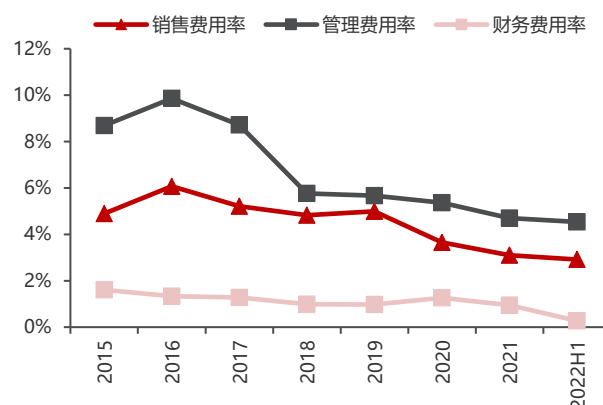
资料来源: wind, 民生证券研究院

三费占营收比重下滑, 财务费用同比-69.9%。公司 22H1 三费同比下降 5.4% 至 5.24 亿元, 占营收比重同比下滑 1.17pct, 为 7.72%。其中, 财务费用同比-69.9%, 至 0.18 亿元, 主要系人民币汇率变动产生汇兑收益增加所致。

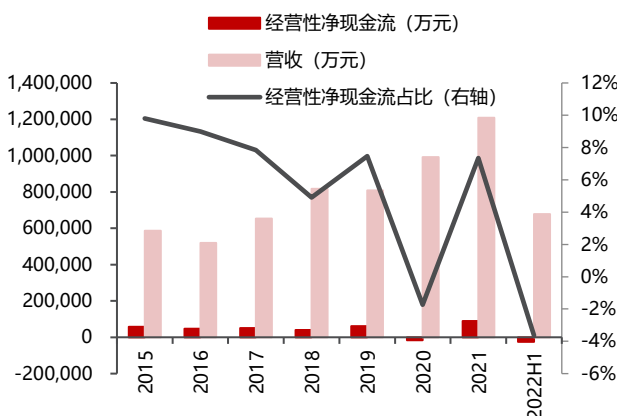
经营性现金流净流出 2.47 亿元。22H1 年公司主要原材料价格涨幅较大, 导致公司存货同比+21.99%, 至 32.4 亿元。**经营性现金流净流出 2.47 亿元**, 主要是购买原料等支出的现金同比增加所致。

图16: 22H1 公司三费占比 7.72%


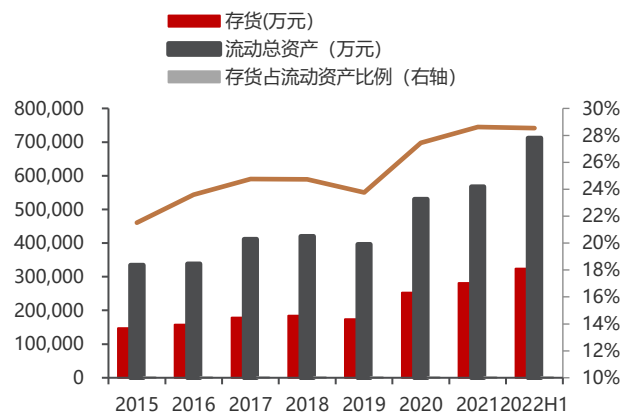
资料来源: wind, 民生证券研究院

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: 22H1 公司经营性净现金流净流出 2.47 亿元


资料来源: wind, 民生证券研究院

图19: 22H1 公司存货大幅增加


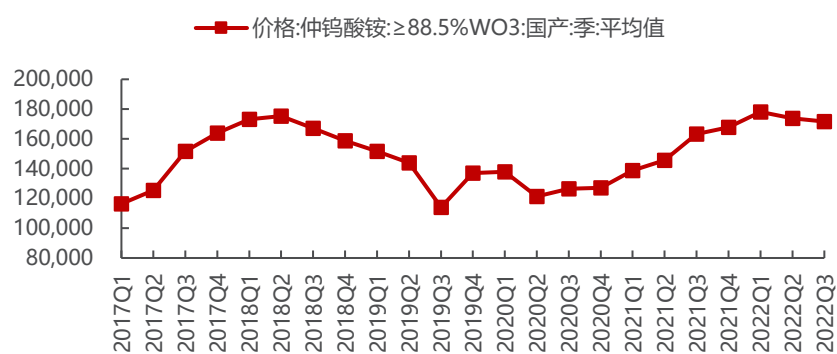
资料来源: wind, 民生证券研究院

2.2 原料成本上升，疫情等因素拖累 2022Q2 业绩

2022Q2，公司实现营收 37.6 亿元，同比增长 6%、环比增长 24.2%；归母净利润 1.23 亿元，同比增长 7%、环比增长 14.4%；扣非归母净利 1.12 亿元，同比增长 8.9%、环比增长 7.6%。

原料价格上涨，疫情影响销售，22Q2 毛利率同比下滑 1.04pct，至 15.29%。22Q2 公司主要原料维持高位，仲钨酸铵市场价格同比+19.40%，叠加疫情影响公司部分产品出货，导致 22Q2 毛利率同比下滑 1.04pct，环比下滑 3.55%，至 15.29%。22Q2 公司毛利 5.75 亿元，同比-0.73%，但 Q2 汇兑收益增加，财务费用同比减少 3477 万元，是 22Q2 主要增利点。

图20：22Q2 仲钨酸铵价格维持高位（单位：元/吨）



资料来源：wind，民生证券研究院（注：2022Q3 数据截至 8 月 24 日）

3 核心看点：光伏钨丝细线化进程有望加快

3.1 光伏钨丝项目稳步推进，细线化进程有望加快

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，建设期仅 9 个月，项目预计 2022 年底投产。公司已经批量生产线径 37/36 微米光伏用高强度切割钨合金丝产品并满足市场需求，新工艺制备线径 35/34/32 微米的产品正在市场认证过程中，光伏钨丝细线化进程有望加快。

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	自筹

资料来源：公司公告，民生证券研究院

3.2 借力产业升级+国产替代，数控刀片发展空间广阔

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%。2021 年公司定增募投项目精密工具产业园投产，株钻的数控刀片产能拓展至 8000 万片，同时自硬公司布局的 1000 万片产能项目释放产能，公司 2021 年数控刀片产量接近 1.1 亿片。2022 年株钻仍有 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

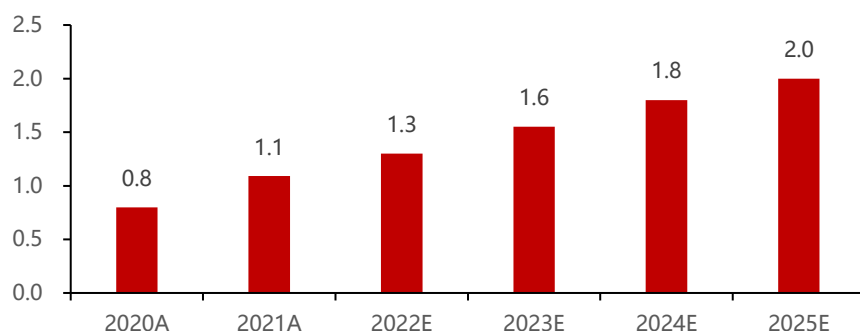
项目	实施主体	产品及产能	投资 (亿元)	资金 来源	开工时间	建设期	投产时间
精密工具产业园建设项目	株钻公司	2000 万片数控刀片	9.775	定增	2018 年 6 月	24 个月	2021 年 4 月
自硬公司数控刀片生产线建设项目	自硬子公司-成都长城切削刀具有限责任公司	1000 万片数控刀片	0.8983	自筹	2020 年四季度	10 个月	2021 年 11 月
高端制造用高精复合涂层切削刀具技改项目-新增 1000 万片	株钻公司	1000 万片数控刀片	0.776	自筹	2022 年 3 月	9 个月	2022 年底

数控刀片技术改造项

目

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
-----------------------	--------------------------	-------------	--------	----	------------	------	---------

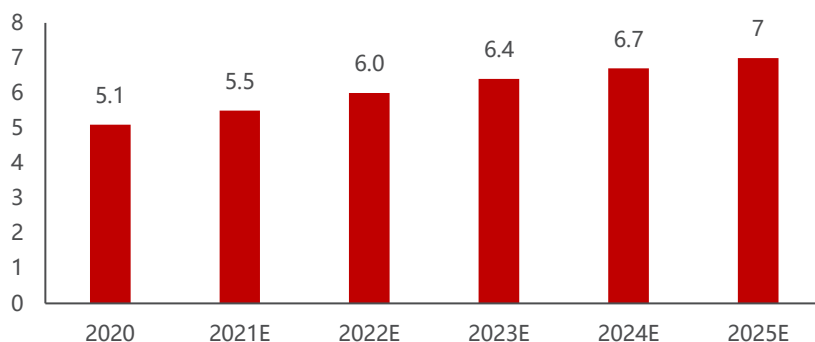
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图21：2025 年数控刀片产量预计可达 2 亿片（单位：亿片）


资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

3.3 PCB 微钻全球市占率第一，2025 年有望达 7 亿支

金洲公司微钻扩产稳步推进，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。金洲在深圳、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22：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：公司公告，民生证券研究院预测

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 2022-2024 年归母净利润为 6.90/9.04/11.94 亿元, 对应现价的 PE 分别为 22/17/13 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)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	12,094	13,235	14,634	16,128
营业成本	9,750	10,757	11,668	12,625
营业税金及附加	76	79	88	97
销售费用	376	384	410	452
管理费用	569	582	644	710
研发费用	412	424	483	536
EBIT	866	1,082	1,419	1,795
财务费用	114	70	115	106
资产减值损失	-109	-78	-71	-69
投资收益	-4	1	1	2
营业利润	732	935	1,232	1,619
营业外收支	-7	3	4	4
利润总额	725	938	1,236	1,623
所得税	86	105	141	182
净利润	639	833	1,095	1,442
归属于母公司净利润	528	690	904	1,194
EBITDA	1,349	1,659	1,996	2,445

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	969	986	1,126	1,418
应收账款及票据	1,229	1,495	1,786	1,721
预付款项	133	133	149	159
存货	2,810	3,536	3,313	4,138
其他流动资产	537	708	726	813
流动资产合计	5,677	6,857	7,100	8,248
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3,116	3,269	3,599	3,955
无形资产	506	500	490	480
非流动资产合计	4,141	4,340	4,767	5,120
资产合计	9,818	11,197	11,867	13,368
短期借款	456	931	531	434
应付账款及票据	589	826	674	962
其他流动负债	1,790	1,838	1,899	1,956
流动负债合计	2,835	3,595	3,104	3,352
长期借款	973	878	931	729
其他长期负债	376	376	376	376
非流动负债合计	1,349	1,254	1,307	1,105
负债合计	4,184	4,849	4,411	4,457
股本	1,074	1,076	1,076	1,076
少数股东权益	721	864	1,056	1,303
股东权益合计	5,634	6,349	7,456	8,912
负债和股东权益合计	9,818	11,197	11,867	13,368

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
成长能力 (%)				
营业收入增长率	21.92	9.44	10.57	10.21
EBIT 增长率	87.45	24.96	31.09	26.50
净利润增长率	138.60	30.85	30.90	32.12
盈利能力 (%)				
毛利率	19.38	18.73	20.27	21.72
净利率	4.36	5.22	6.18	7.40
总资产收益率 ROA	5.37	6.17	7.62	8.93
净资产收益率 ROE	10.74	12.59	14.12	15.69
偿债能力				
流动比率	2.00	1.91	2.29	2.46
速动比率	0.94	0.87	1.15	1.16
现金比率	0.34	0.27	0.36	0.42
资产负债率 (%)	42.61	43.30	37.17	33.34
经营效率				
应收账款周转天数	31.66	35.13	38.13	37.02
存货周转天数	98.48	107.02	107.12	107.44
总资产周转率	1.27	1.26	1.27	1.28
每股指标 (元)				
每股收益	0.49	0.64	0.84	1.11
每股净资产	4.57	5.10	5.95	7.07
每股经营现金流	0.83	0.58	1.46	1.55
每股股利	0.00	0.13	0.00	0.00
估值分析				
PE	29	22	17	13
PB	3.1	2.8	2.4	2.0
EV/EBITDA	12.51	10.40	8.39	6.61
股息收益率 (%)	0.00	0.92	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	639	833	1,095	1,442
折旧和摊销	483	577	578	650
营运资金变动	-483	-928	-239	-551
经营活动现金流	888	626	1,571	1,664
资本开支	-506	-791	-1,016	-1,016
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-506	-790	-1,015	-1,015
股权募资	69	11	0	0
债务募资	-218	380	-347	-299
筹资活动现金流	-300	182	-416	-357
现金净流量	49	18	140	292

插图目录

图 1: 公司 22H1 营业收入同比+8.9%	3
图 2: 公司 22H1 归母净利润同比+19.5%	3
图 3: 公司分季度营业收入及同比变化	3
图 4: 公司分季度净利润及同比变化	3
图 5: 株钻公司 22H1 营收同比+4.23%	4
图 6: 株钻公司 22H1 净利润同比+28.34%	4
图 7: 金洲公司 22H1 营收同比-1.31%	5
图 8: 金洲公司 22H1 净利润同比+4.45%	5
图 9: 公司 22H1 营收分布	5
图 10: 公司 22H1 毛利分布	5
图 11: 22H1 公司分业务毛利率情况 (单位: %)	5
图 12: 22H1 仲钨酸铵价格同比+23.66% (单位: 元/吨)	6
图 13: 22H1 碳化钨粉价格同比+22.55% (单位: 元/公斤)	6
图 14: 22H1 公司毛利率下滑	6
图 15: 公司分季度毛利率变化	6
图 16: 22H1 公司三费占比 7.72%	7
图 17: 公司季度费用率变化	7
图 18: 22H1 公司经营性净现金流净流出 2.47 亿元	7
图 19: 22H1 公司存货大幅增加	7
图 20: 22Q2 仲钨酸铵价格维持高位 (单位: 元/吨)	8
图 21: 2025 年数控刀片产量预计可达 2 亿片 (单位: 亿片)	10
图 22: 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	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。	公司评级	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