

石墨电极需求好转+特种石墨放量，公司业绩释放可期

2023 年 04 月 17 日

➤ **事件概述：**公司发布 2022 年年报：2022 年公司实现营收 53.2 亿元，同比+14.4%；实现归母净利润 8.4 亿元，同比-22.6%；扣非后归母净利润 7.28 亿元，同比-6%。分季度看，2022Q4 实现营收 13.96 亿元，同比+28.8%、环比+11.3%；实现归母净利 3.73 亿元，同比+76.7%、环比+196.2%；扣非后归母净利润 0.94 亿元，同比+15.3%、环比-56.5%。

➤ **点评：石墨电极承压，等静压石墨放量**

① **量：2022 年炭素制品销量增长 3.86%，铁精粉销量下跌 61.10%。**22 年炭素制品产量 21 万吨，同比+7.06%，其中石墨电极 16.5 万吨，同比-2.54%；炭砖 3.6 万吨，同比+86.53%；其他石墨制品（等静压石墨等）0.9 万吨，同比+16.88%。石墨电极方面，2022 年国内电炉钢开工率下滑，石墨电极需求承压，公司石墨电极产销量有所下滑。炭砖方面，受益于高炉检修增多，市场需求较好，产量大增。等静压石墨方面，受益于光伏等产业高速发展，等静压石墨产销量维持增长。铁精粉方面，2022 年下半年铁精粉价格大跌，我们判断公司控制销售，2022 年销量 12.41 万吨，同比-61.10%，铁精粉期末库存增长 17.05 万吨，至 30.56 万吨。

② **价：2022 年公司毛利率下滑 7.62pct，至 25.88%。**2022 年高功率石墨电极均价同比+19.69%，但原材料涨幅更大，侵蚀公司毛利，2022 年毛利率下滑 7.62pct，至 25.88%。分季度看，2022Q4 石墨电极价格环比下滑，且公司高毛利的铁精粉等产品外卖较少，导致公司 Q4 毛利率环比下滑 8.27pct，至 16.58%。

➤ **未来核心看点：石墨电极需求好转+特种石墨放量，公司业绩释放可期**

① **23 年石墨电极行业需求好转。**23 年钢铁行业复苏预期较强，钢价上涨，叠加废钢供应较 22 年明显缓解，电炉钢产能利用率回升，石墨电极需求好转。

② **超高功率石墨电极项目陆续投产，龙头地位更加稳固。**随着合肥炭素 5 万吨迁建项目，眉山方大 5 万吨新建项目逐步投产，龙头地位更加稳固。产品结构上，新投产石墨电极项目主要是超高功率产品，未来公司高端石墨电极产品占比将进一步提升。

③ **等静压石墨逐步放量，业绩贡献稳步抬升。**子公司成都炭材是国内生产等静压石墨制品质量好、规格大、产量高的专业研发生产企业，总规划产能 3 万吨，随着产能逐步投放，业绩贡献预计将稳步抬升。成都炭材 22 年实现净利润 3.42 亿元，同比+39.28%。此外，成都炭材已于 2023 年 3 月在新三板挂牌，估值将会获得更充分的体现。

④ **成功发行 GDR，业务板块或将更加丰富。**公司 2023 年 3 月成功在瑞士证券交易所发行 GDR，募集资金 1.9 亿美元，募集资金用于公司拓展主营业务及补充公司运营资金，公司业务板块有望更加丰富。

➤ **投资建议：**公司积极调整产品结构，在建项目逐步释放产能，业绩释放可期。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润依次为 11.50/14.85/18.18 亿元，对应现价，2023-2025 年 PE 依次为 23/18/14 倍，维持公司“推荐”评级。

➤ **风险提示：**项目不及预期；原料涨价超预期；下游需求不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	5,320	6,686	8,540	10,458
增长率 (%)	14.4	25.7	27.7	22.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	840	1,150	1,485	1,818
增长率 (%)	-22.6	36.9	29.2	22.4
每股收益 (元)	0.21	0.29	0.37	0.45
PE	31	23	18	14
PB	1.7	1.4	1.3	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 14 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

6.47 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 张航

执业证书：S0100522080002

邮箱：zhanghang@mszq.com

分析师 张建业

执业证书：S0100522080006

邮箱：zhangjianye@mszq.com

研究助理 孙二春

执业证书：S0100121120036

邮箱：sunerchun@mszq.com

相关研究

1.方大炭素 (600516.SH) 2022 年业绩快报点评：非经常性损益助力 22Q4 业绩大幅回升，炭素项目逐步释放产能-2023/03/08

2.方大炭素 (600516.SH) 2022 年三季度报点评：公允价值变动损失拖累业绩，炭素项目持续推进-2022/10/31

3.方大炭素 (600516.SH) 2022 年半年报点评：公允价值变动损益拖累业绩，炭素项目稳步推进-2022/09/01

4.方大炭素 (600516.SH) 2021 年年报点评：产能释放+石墨电极价格回升，公司业绩大幅增长-2022/04/24

5.【民生金属】方大炭素 (600516) 公司深度研究报告：双碳驱动+产能释放，石墨电极龙头再起航-2022/02/09

目录

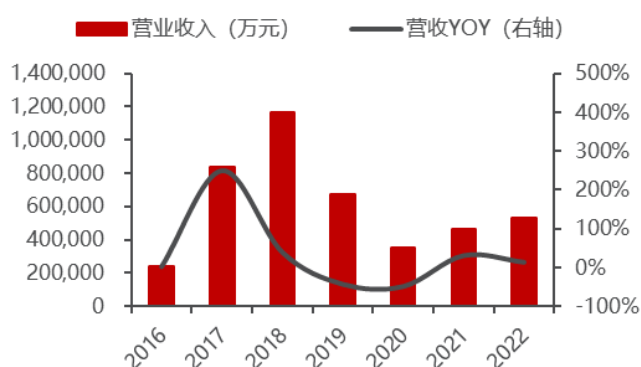
1 事件概述：2022 年归母净利同比下滑 22.6%.....	3
2 点评：石墨电极承压，等静压石墨放量	4
2.1 原料价格持续上涨，石墨电极承压	4
2.2 2022Q4 业绩环比同比上升.....	8
3 核心看点：石墨电极需求好转+特种石墨放量，公司业绩释放可期	9
4 盈利预测与投资建议	11
5 风险提示	12
插图目录	14
表格目录	14

1 事件概述：2022 年归母净利润同比下滑 22.6%

公司发布 2022 年报：2022 年公司实现营收 53.2 亿元，同比+14.4%；实现归母净利润 8.4 亿元，同比-22.6%；扣非后归母净利润 7.28 亿元，同比-6%。

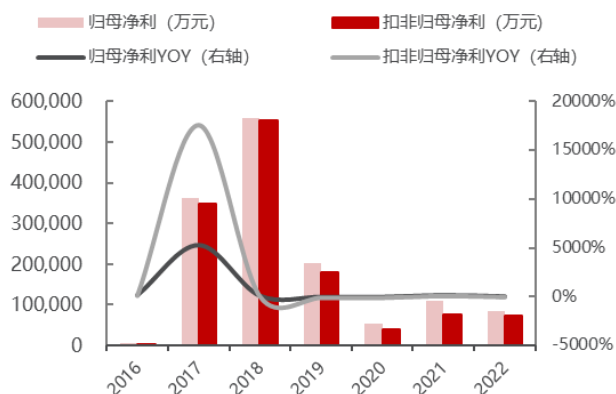
分季度看，2022Q4 实现营收 13.96 亿元，同比+28.8%、环比+11.3%；实现归母净利润 3.73 亿元，同比+76.7%、环比+196.2%；扣非后归母净利润 0.94 亿元，同比+15.3%、环比-56.5%。

图 1：2022 年，公司实现营收 53.2 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：2022 年，公司实现归母净利润 8.4 亿元



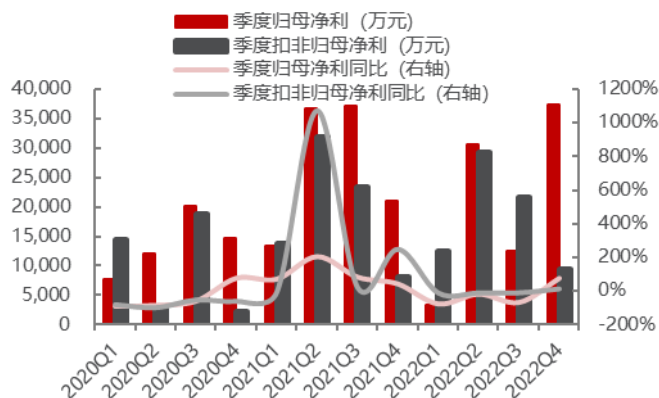
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：2022Q4，公司实现营收 13.96 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：2022Q4，公司实现归母净利润 3.73 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

2 点评：石墨电极承压，等静压石墨放量

2.1 原料价格持续上涨，石墨电极承压

量：2022 年炭素制品销量增长 3.86%，铁精粉销量下跌 61.10%。 (1) 炭素制品：2022 年炭素制品产量 21 万吨，同比+7.06%，其中石墨电极 16.5 万吨，同比-2.54%；炭砖 3.6 万吨，同比+86.53%；其他石墨制品（等静压石墨等）0.9 万吨，同比+16.88%。2022 年国内电炉钢开工率下滑，石墨电极需求承压，公司石墨电极产销量有所下滑。炭砖方面，受益于高炉检修增多，市场需求较好，公司炭砖产品 2022 年产量大增。等静压石墨方面，受益于光伏等产业高速发展，等静压石墨产销量维持增长。(2) 铁精粉：2022 年产量 29.47 万吨，同比-34.93%，销量 12.41 万吨，同比-61.10%，2022 年下半年，铁矿石价格出现大幅下跌，我们判断公司在三、四季度控制铁精粉销售，铁精粉期末库存增长 17.05 万吨，至 30.56 万吨。

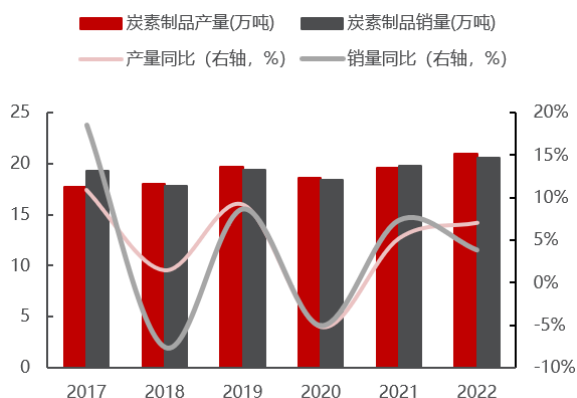
价：2022 年公司毛利率下滑 7.62pct，至 25.88%。 2022 年高功率石墨电极均价同比+19.69%，但原材料涨幅更大（针状焦价格同比+35.50%，石油焦价格同比+67.68%），侵蚀公司毛利，2022 年毛利率下滑 7.62pct，至 25.88%。分季度看，2022Q4 石墨电极价格环比下滑，且公司高毛利率的铁精粉等产品外卖较少，导致公司 Q4 毛利率环比下滑 8.27pct，至 16.58%。

表 1：公司主要产品销量情况（单位：万吨）

类别	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
炭素制品	19.41	18.44	19.79	20.55
铁精粉	135.38	50.24	31.90	12.41

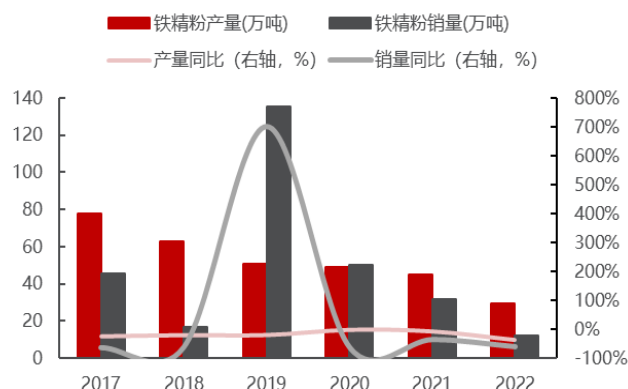
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 5：2022 年炭素制品销量同比+3.86%



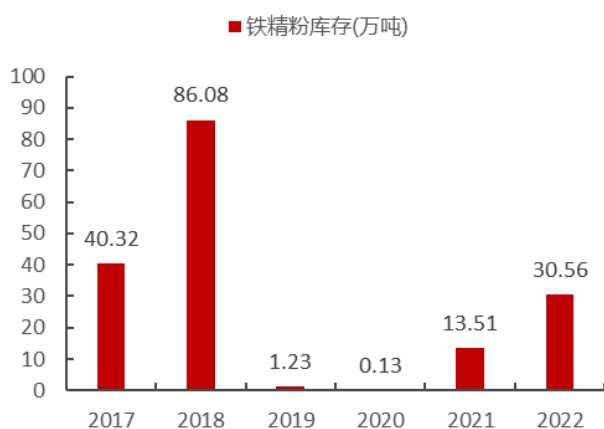
资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：2022 年铁精粉销量同比-61.10%



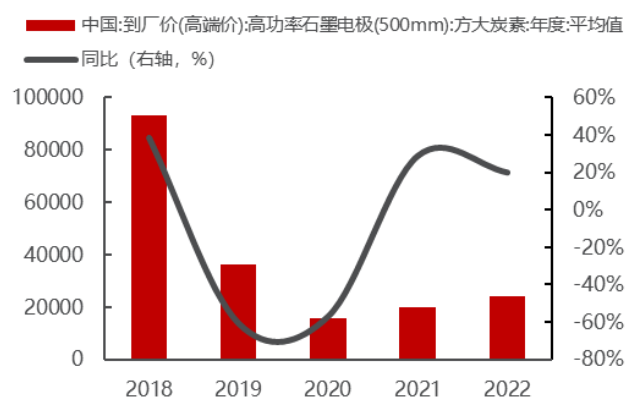
资料来源：wind，民生证券研究院

图 7: 2022 年铁精粉期末库存增加至 30.56 万吨



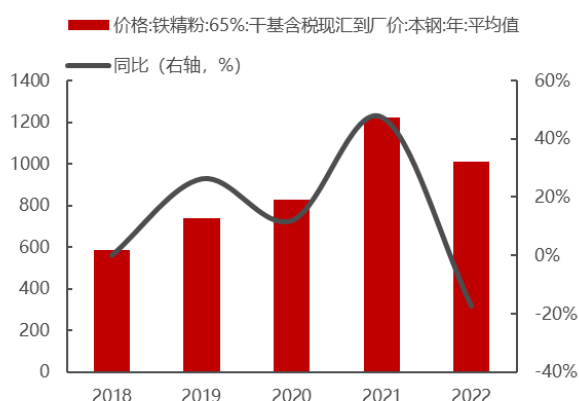
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 8: 2022 年石墨电极价格上涨 (单位: 元/吨)



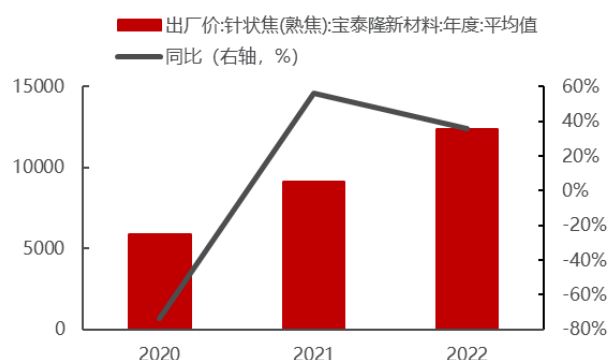
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 9: 2022 年铁精粉价格下滑 (单位: 元/吨)



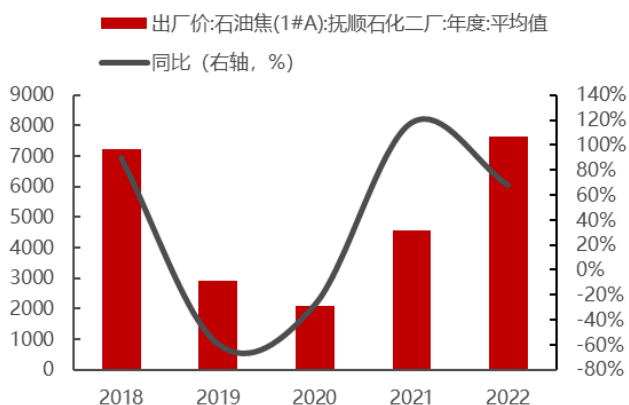
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 10: 2022 年针状焦价格上涨 (单位: 元/吨)



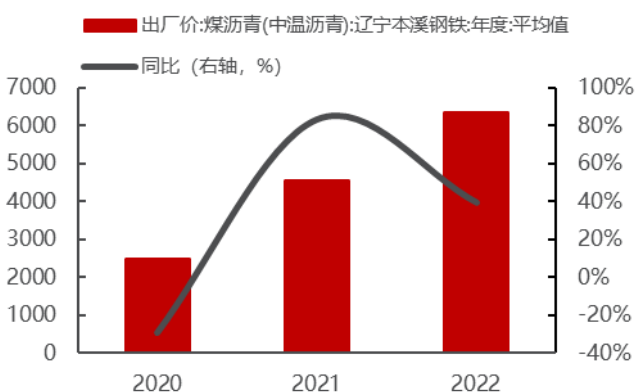
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 11: 2022 年石油焦价格大幅上涨 (单位: 元/吨)

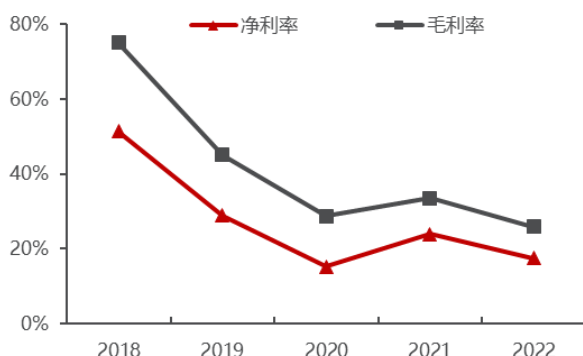


资料来源: wind, 民生证券研究院

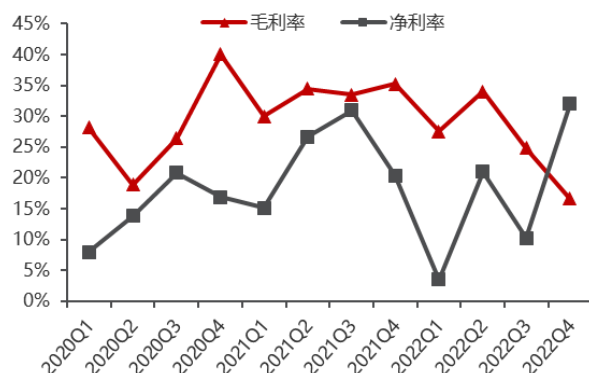
图 12: 2022 年煤沥青价格上涨 (单位: 元/吨)



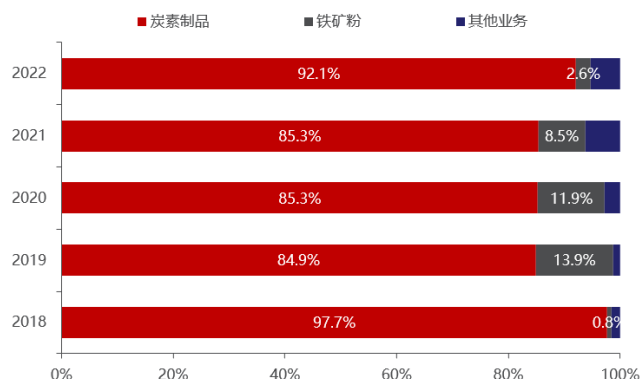
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 13: 2022 年公司毛利率下滑


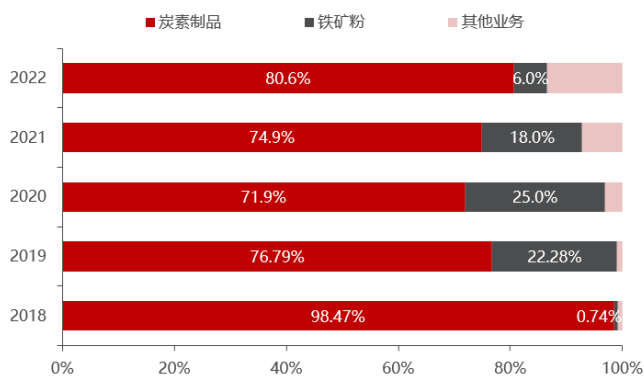
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 14: 公司分季度毛利率变化


资料来源: wind, 民生证券研究院

图 15: 公司分产品营收占比 (单位: %)


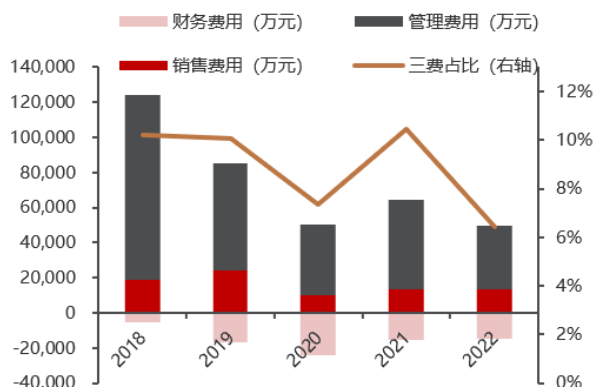
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 16: 公司分产品毛利占比 (单位: %)


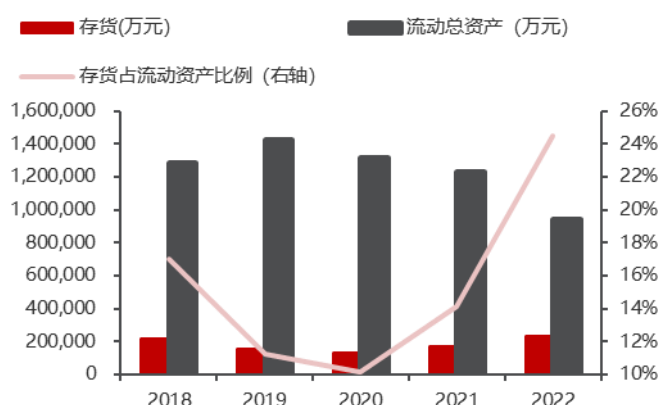
资料来源: wind, 民生证券研究院

期间费用率下滑。公司 2022 年期间费用同比-29.43%，至 3.42 亿元，期间费用率同比下降 3.99pct，至 6.43%。其中管理费用减少 1.45 亿元，主要是职工薪酬、修理费及停工损失减少所致；销售费用减少 0.03 亿元，主要为销售部门人员的薪酬减少所致；财务费用减少 0.05 亿元，主要是公司的汇兑收益增加所致。单季度看，2022Q4 期间费用同比-70.01%，至 0.48 亿元。

期末存货增加。由于公司产品产销量增长，原材料及在产品增加，叠加公司控制铁精粉销售，铁精粉期末库存大幅上升，公司 2022 年末存货同比+32.26%，至 22.99 亿。其中，在产品增加 2.67 亿，原材料增加 1.03 亿，库存商品增加 1.35 亿，委托加工物资增加 0.49 亿。

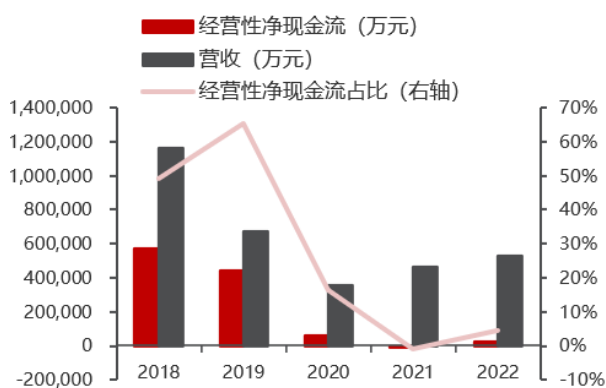
图 17：2022 年公司期间费用率下降


资料来源：wind，民生证券研究院

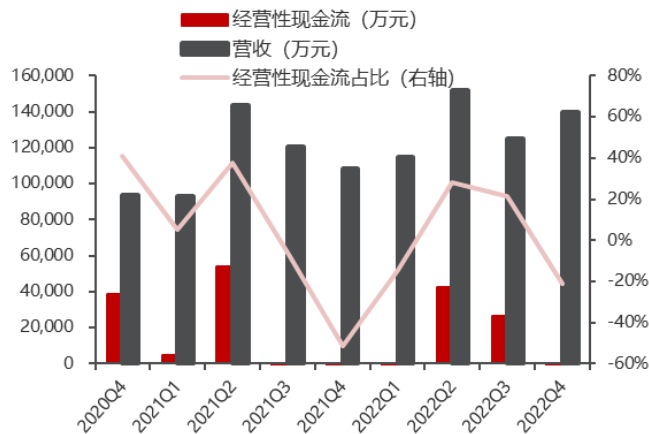
图 18：2022 年末公司存货增加


资料来源：wind，民生证券研究院

经营活动产生的现金流量净额增加 2.74 亿元。2022 年公司主要原材料价格依然强势，公司采购原料支出增加，库存占用资金上升，且应收账款及应收票据同比增加 9.96 亿元，但由于收到的财政拨款、利息收入及保证金增加，公司 2022 年经营性现金流量净额增加 2.74 亿元，至 2.36 亿元。

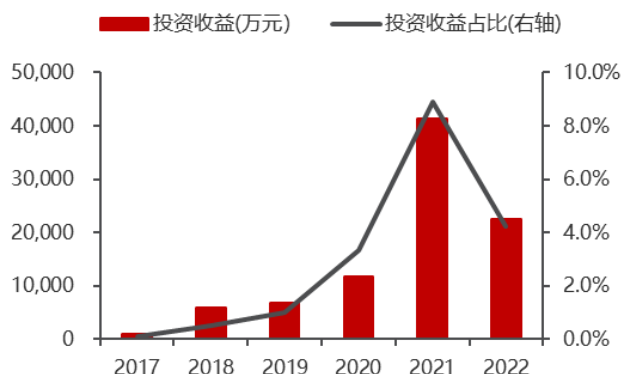
图 19：2022 年公司经营性现金流小幅增加


资料来源：wind，民生证券研究院

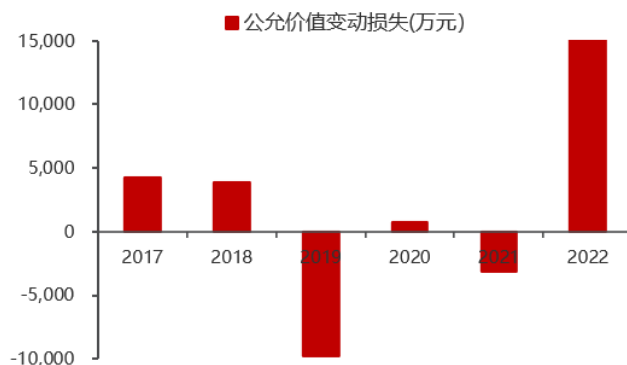
图 20：季度经营性现金流变化


资料来源：wind，民生证券研究院

投资收益大幅减少，公允价值变动损失大幅增加。2022 年投资收益减少 1.89 亿元，至 2.24 亿元，主要由于处置交易性金融资产取得的收益减少 0.81 亿元、理财产品收益减少 0.93 亿元所致，此外 2021 年公司出售吉林化纤等股票，投资收益较高，2022 年公司仍出售部分吉林化纤股票，但规模相对较小。公允价值变动损失大幅增加 1.91 亿元，至 1.6 亿元，主要是由于所持股票公允价值下降 1.7 亿所致。

图 21：2022 年投资收益大幅减少


资料来源：wind，民生证券研究院

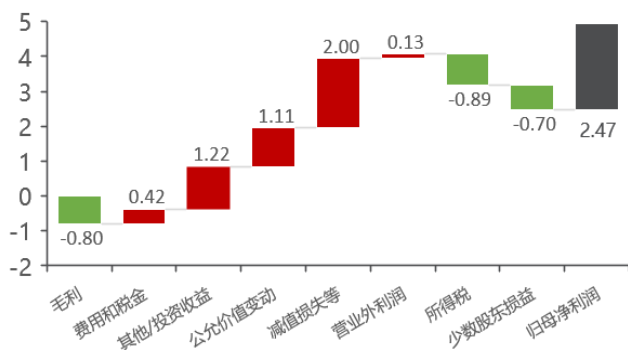
图 22：2022 年公允价值变动损失大幅增加


资料来源：wind，民生证券研究院

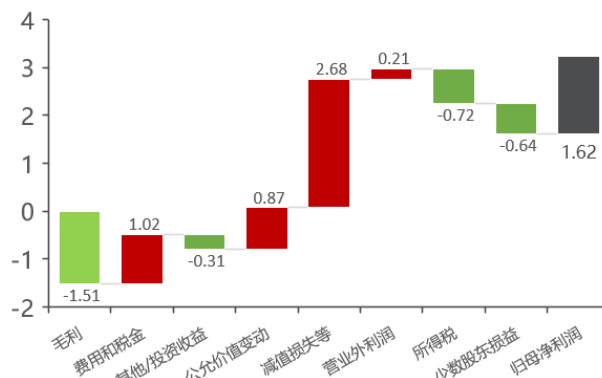
2.2 2022Q4 业绩环比同比上升

2022Q4 vs 2022Q3：2022Q4 归母净利润环比增加 2.47 亿元，主要的增利点在于减值损失（+2.00 亿元）、其他/投资收益（+1.22 亿元）、公允价值变动（+1.11 亿元）；主要的减利点包括所得税（-0.89 亿元）、毛利（-0.80 亿元）、少数股东损益（-0.70 亿元）。

2022Q4 vs 2021Q4：2022Q4 归母净利润同比增加 1.62 亿元，主要的增利点在于减值损失（+2.68 亿元）、费用和税金（+1.02 亿元）、公允价值变动（+0.87 亿元）；主要的减利点为毛利（-1.51 亿元）、所得税（-0.72 亿元）、少数股东权益（-0.64 亿元）。22Q4 公司归母净利润上升主要受非经常性损益影响。

图 23：2022Q4 业绩环比变化拆分（单位：亿元）


资料来源：wind，民生证券研究院

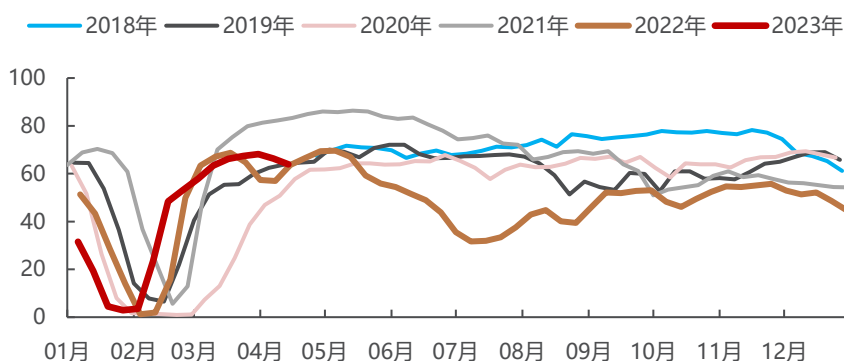
图 24：2022Q4 业绩同比变化拆分（单位：亿元）


资料来源：wind，民生证券研究院

3 核心看点：石墨电极需求好转+特种石墨放量，公司业绩释放可期

23 年石墨电极行业需求好转。23 年钢铁行业复苏预期较强，钢价上涨，叠加废钢供应较 22 年明显缓解，电炉钢产能利用率回升，石墨电极行业需求有望好转。

图 25：电炉钢产能利用率（单位：%）



资料来源：钢联数据，民生证券研究院

超高功率石墨电极项目陆续投产，龙头地位更加稳固。随着合肥炭素 5 万吨迁建项目，眉山方大 5 万吨新建项目逐步投产，龙头地位更加稳固。产品结构上，由于投产石墨电极项目主要是超高功率产品系列，未来公司高端石墨电极产品占比将进一步提升。

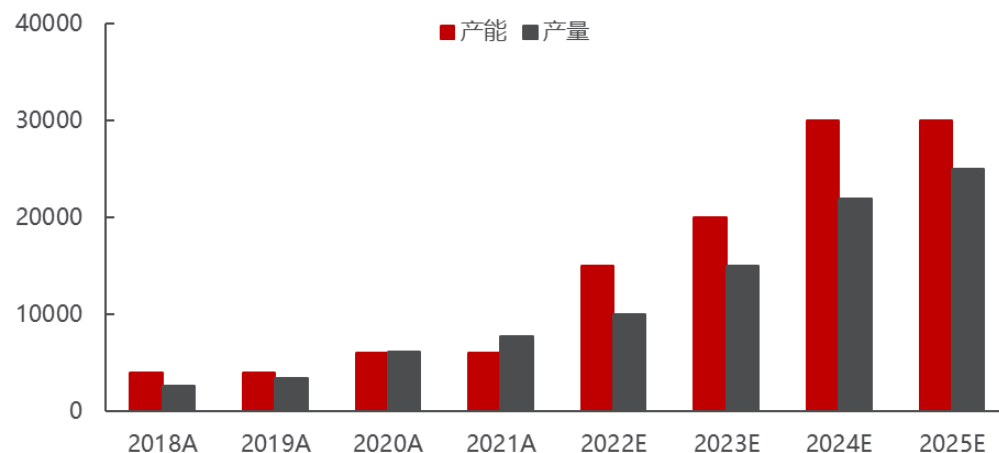
表 2：公司炭素项目投资建设情况

项目实施公司	项目类型	总产能 (万吨)	新增产能 (万吨)	项目进度	产品
合肥炭素	迁建	5	3	59.97%	超高功率石墨电极
眉山方大	新建	5	5	59.27%	超高功率石墨电极
成都蓉光	迁建	2.5	0.5	95.77%	超高功率石墨电极
成都炭素	新建	3	3	42%	特种石墨

资料来源：公司公告，民生证券研究院（注：项目进度截至 2022 年末）

等静压石墨逐步放量，业绩贡献预计将稳步抬升。公司全资子公司成都炭材是目前中国生产等静压石墨制品质量好、规格大、产量高的专业研发生产企业，总规划产能 3 万吨，随着后期产能逐步投放，业绩贡献预计将稳步抬升，成都炭材 22 年实现净利润 3.42 亿元，同比+39.28%。此外，成都炭材已于 2023 年 3 月在新三板挂牌，估值将会获得更充分的体现。

图 26：预计成都炭材等静压石墨项目逐步放量（单位：吨）



资料来源：辽宁方大集团实业有限公司 2022 年度跟踪评级报告，公司公告，公司官网，民生证券研究院预测

成功发行 GDR，业务板块或将更加丰富。2022 年 3 月，公司成功在瑞士证券交易所发行 GDR，共计 2,200 万份，对应新增基础证券为 22,000 万股公司 A 股股票，占发行后股份总数的 5.5%。此次发行募集资金 1.9 亿美元，将用于公司拓展主营业务及补充公司运营资金，公司业务板块有望更加丰富。

4 盈利预测与投资建议

公司积极调整产品结构，在建项目逐步释放产能，业绩释放可期。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润依次为 11.50/14.85/18.18 亿元，对应现价，2023-2025 年 PE 依次为 23/18/14 倍，维持公司“推荐”评级。

5 风险提示

1) 项目不及预期：公司石墨电极部分工序需要采购海外设备，疫情、物流等原因有可能影响设备安装调试进程，石墨电极产能投放可能不及预期。

2) 原料涨价超预期：上游石油焦、针状焦等受原油、煤炭等大宗商品价格影响，价格波动较大。

3) 下游需求不及预期：一方面能耗双控等政策可能影响电炉钢开工率，另一方面，废钢回收量存在不确定性，有可能影响电炉炼钢发展。

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	5,320	6,686	8,540	10,458
营业成本	3,943	4,783	5,937	7,071
营业税金及附加	58	67	85	105
销售费用	131	160	205	251
管理费用	362	435	555	680
研发费用	96	114	145	178
EBIT	726	1,188	1,689	2,226
财务费用	-151	-127	-185	-223
资产减值损失	-34	-28	-22	-24
投资收益	224	201	85	52
营业利润	1,164	1,555	1,981	2,504
营业外收支	-12	-12	-12	-10
利润总额	1,152	1,543	1,969	2,494
所得税	218	293	354	474
净利润	934	1,250	1,615	2,020
归属于母公司净利润	840	1,150	1,485	1,818
EBITDA	995	1,512	2,033	2,594

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,152	5,249	6,190	5,662
应收账款及票据	1,605	1,961	2,356	2,757
预付款项	164	249	269	324
存货	2,299	2,451	2,832	3,201
其他流动资产	2,177	2,403	2,672	2,935
流动资产合计	9,396	12,313	14,319	14,878
长期股权投资	6,984	6,984	6,984	6,984
固定资产	2,407	2,445	2,514	2,558
无形资产	433	438	443	448
非流动资产合计	10,779	10,908	10,965	10,998
资产合计	20,175	23,220	25,284	25,876
短期借款	433	458	483	508
应付账款及票据	1,098	1,480	1,761	2,107
其他流动负债	995	1,233	1,475	1,717
流动负债合计	2,526	3,170	3,719	4,332
长期借款	396	296	196	96
其他长期负债	465	465	465	465
非流动负债合计	861	761	661	561
负债合计	3,387	3,931	4,380	4,893
股本	3,806	4,026	4,026	4,026
少数股东权益	1,106	1,206	1,335	1,537
股东权益合计	16,788	19,289	20,904	20,983
负债和股东权益合计	20,175	23,220	25,284	25,876

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	14.37	25.68	27.72	22.46
EBIT 增长率	-6.10	63.68	42.17	31.76
净利润增长率	-22.56	36.88	29.20	22.40
盈利能力 (%)				
毛利率	25.88	28.47	30.48	32.39
净利润率	15.79	17.19	17.39	17.38
总资产收益率 ROA	4.16	4.95	5.87	7.03
净资产收益率 ROE	5.36	6.36	7.59	9.35
偿债能力				
流动比率	3.72	3.88	3.85	3.43
速动比率	2.73	3.02	3.00	2.61
现金比率	1.25	1.66	1.66	1.31
资产负债率 (%)	16.79	16.93	17.32	18.91
经营效率				
应收账款周转天数	36.75	36.00	36.00	36.00
存货周转天数	184.28	180.00	162.00	155.00
总资产周转率	0.28	0.31	0.35	0.41
每股指标 (元)				
每股收益	0.21	0.29	0.37	0.45
每股净资产	3.90	4.49	4.86	4.83
每股经营现金流	0.06	0.30	0.34	0.47
每股股利	0.00	0.00	0.51	0.00
估值分析				
PE	31	23	18	14
PB	1.7	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA	23.01	13.76	9.77	7.86
股息收益率 (%)	0.00	0.00	7.88	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	934	1,250	1,615	2,020
折旧和摊销	269	323	343	368
营运资金变动	-737	-183	-519	-478
经营活动现金流	236	1,193	1,370	1,890
资本开支	-78	-390	-363	-378
投资	-5,295	-50	-50	-50
投资活动现金流	-5,355	-242	-329	-378
股权募资	27	1,251	0	0
债务募资	637	-75	-75	-75
筹资活动现金流	627	1,146	-100	-2,040
现金净流量	-4,482	2,097	940	-528

插图目录

图 1: 2022 年, 公司实现营收 53.2 亿元	3
图 2: 2022 年, 公司实现归母净利润 8.4 亿元	3
图 3: 2022Q4, 公司实现营收 13.96 亿元	3
图 4: 2022Q4, 公司实现归母净利润 3.73 亿元	3
图 5: 2022 年炭素制品销量同比+3.86%	4
图 6: 2022 年铁精粉销量同比-61.10%	4
图 7: 2022 年铁精粉期末库存增加至 30.56 万吨	5
图 8: 2022 年石墨电极价格上涨 (单位: 元/吨)	5
图 9: 2022 年铁精粉价格下滑 (单位: 元/吨)	5
图 10: 2022 年针状焦价格上涨 (单位: 元/吨)	5
图 11: 2022 年石油焦价格大幅上涨 (单位: 元/吨)	5
图 12: 2022 年煤沥青价格上涨 (单位: 元/吨)	5
图 13: 2022 年公司毛利率下滑	6
图 14: 公司分季度毛利率变化	6
图 15: 公司分产品营收占比 (单位: %)	6
图 16: 公司分产品毛利占比 (单位: %)	6
图 17: 2022 年公司期间费用率下降	7
图 18: 2022 年末公司存货增加	7
图 19: 2022 年公司经营性现金流小幅增加	7
图 20: 季度经营性现金流变化	7
图 21: 2022 年投资收益大幅减少	8
图 22: 2022 年公允价值变动损失大幅增加	8
图 23: 2022Q4 业绩环比变化拆分 (单位: 亿元)	8
图 24: 2022Q4 业绩同比变化拆分 (单位: 亿元)	8
图 25: 电炉钢产能利用率 (单位: %)	9
图 26: 预计成都炭材等静压石墨项目逐步放量 (单位: 吨)	10

表格目录

表 1: 公司主要产品销量情况 (单位: 万吨)	4
表 2: 公司炭素项目投资建设情况	9

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。	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