

钾锂价格下滑拖累业绩，Q2 锂盐出货大幅改善

2023 年 09 月 06 日

► **事件：公司发布 2023 年半年报。** (1) 2023H1 公司实现营收 99.56 亿元，同比下降 42.47%，归母净利润 50.98 亿元，同比下降 44.33%；扣非归母净利润 50.45 亿元，同比下降 44.67%。(2) 2023Q2 实现营收 52.49 亿元，同比下降 45.81%，环比增长 11.53%，归母净利润 28.72 亿元，同比下降 49.26%，环比增长 29.08%，扣非归母净利润 28.34 亿元，同比下降 49.73%，环比增长 28.24%。

► **碳酸锂：Q2 出货环比大幅改善，盐湖提锂成本优势显著。** 2023H1，1) 量：公司碳酸锂产销 1.41 和 1.50 万吨，同比-7.56%和-0.03%，其中 Q2 公司通过线上拍卖等方式加大销售力度，实现产销 0.78 和 1.36 万吨，环比+23.81%和+871.43%，出货大幅改善；2) 价：碳酸锂单吨售价（不含税）22.4 万元，同比下降 35.1%，主要由于锂价下跌；3) 本：单吨成本 3.8 万元，相对 2022 年上升 0.7 万元，盐湖提锂成本优势仍然显著；4) 利：单吨毛利 18.6 万元，同比下降 41.8%，单吨净利约 13.1 万元，同比下降 46.8%。

► **氯化钾：量价双弱，拖累钾肥业绩。** 根据海关数据，2023H1 我国钾肥进口同比+28.6%，冲击国内市场，叠加需求端下游开工较弱，国内外钾肥价格下滑。2023H1，1) 量：公司氯化钾产销 203.75 和 213.77 万吨，同比-22.82%和-27.78%，其中 Q2 产销 103.94 和 88.95 万吨，环比变化+4.14%和-28.74%；2) 价：单吨售价（不含税）2913 元，同比-19.1%，展望下半年，中国钾肥大合同价已签订，2023 年 9 月国内钾肥价格止跌反弹，钾肥业务有望贡献稳定业绩；3) 本：单吨成本 789 元，同比增加 15.6%；4) 利：单吨毛利 2124 元，同比下降 27.3%。

► **核心看点：成本优势+产能扩张，盐湖龙头护城河深厚。** 1) 锂：子公司蓝科锂业不断优化提锂工艺及设备，提高锂回收率，夯实盐湖提锂成本优势；公司锂盐产能已形成“1+2+3+4”布局，目前在产产能 3 万吨，与比亚迪合作的 3 万吨锂盐项目正在中试，新建的 4 万吨锂盐一体化项目（2 万吨电池级碳酸锂+2 万吨氯化锂）已完成所有立项审批手续，预计 2024 年年底投产。在行业格局迎来转变，锂价中枢逐步下移趋势下，盐湖提锂成本优势+产能扩张构筑盐湖龙头核心竞争力。2) 钾肥：公司目前氯化钾产能 500 万吨，国内排名第一，承担国家粮食安全保供重任，近年来我国钾肥进口量约 700-900 万吨，在粮食安全愈发重要的背景下，钾肥业务有望为公司贡献稳定业绩。

► **投资建议：**在行业格局迎来逆转，锂价中枢下移趋势下，盐湖提锂成本优势更加凸显，公司锂盐产能加速扩张，钾肥业务基本盘稳固，我们预计公司 2023-2025 年归母净利为 90.5、87.1 和 90.5 亿元，对应 9 月 5 日收盘价的 PE 为 11、11 和 11 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**锂价大幅下滑，钾肥供给超预期增加，扩产项目进度不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	30,748	20,180	20,170	21,115
增长率 (%)	108.1	-34.4	-0.1	4.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	15,565	9,045	8,714	9,051
增长率 (%)	247.5	-41.9	-3.7	3.9
每股收益 (元)	2.86	1.66	1.60	1.67
PE	6	11	11	11
PB	3.95	2.91	2.32	1.91

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 9 月 5 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

17.88 元


分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 张建业

执业证书：S0100522080006

邮箱：zhangjianye@mszq.com

研究助理 南雪源

执业证书：S0100123070035

邮箱：nanxueyuan@mszq.com

相关研究

- 1.盐湖股份 (000792.SZ) 2022 年年报点评：历史最佳年度业绩，静待盐湖龙头产能释放-2023/04/03
- 2.盐湖股份 (000792.SZ) 2022 年半年度业绩预告点评：Q2 业绩大超预期，钾锂双主业驱动盐湖航母启航-2022/07/14
- 3.盐湖股份 (000792.SZ) 事件点评：中国锂钾资源安全的“压舱石”，成长空间打开-2022/05/27
- 4.盐湖股份 (000792.SZ) 2021 年年报及 22 Q1 季报点评：价量齐升创最佳业绩，重视钾锂资源战略地位-2022/04/26
- 5.盐湖股份 (000792.SZ) 2022Q1 业绩预告点评：量价齐升业绩大增，重视钾锂资源保供的战略地位-2022/04/12

目录

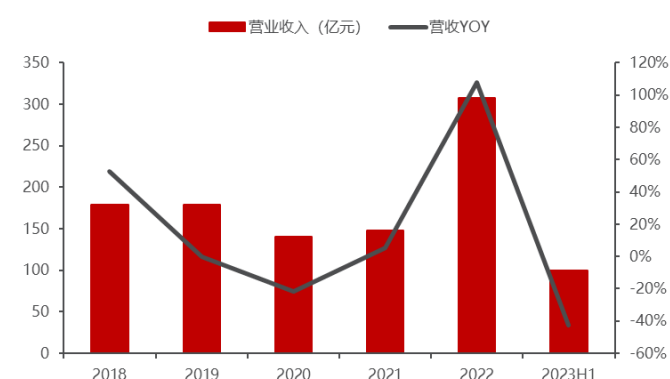
1 公司发布 2023 年半年报，Q2 业绩环比改善	3
2 经营分析：钾锂价格下滑，线上拍卖助力 Q2 锂盐出货大幅改善	4
3 核心看点：成本优势+产能扩张，盐湖龙头护城河深厚	9
3.1 锂盐产能加速扩张，盐湖龙头向世界级目标进发	9
3.2 钾肥产能国内第一，保障业绩基本盘	10
4 投资建议	12
5 风险提示	13
插图目录	15
表格目录	15

1 公司发布 2023 年半年报，Q2 业绩环比改善

公司发布 2023 年半年报：2023H1 公司实现营收 99.56 亿元，同比下降 42.47%，归母净利润 50.98 亿元，同比下降 44.33%；扣非归母净利润 50.45 亿元，同比下降 44.67%。

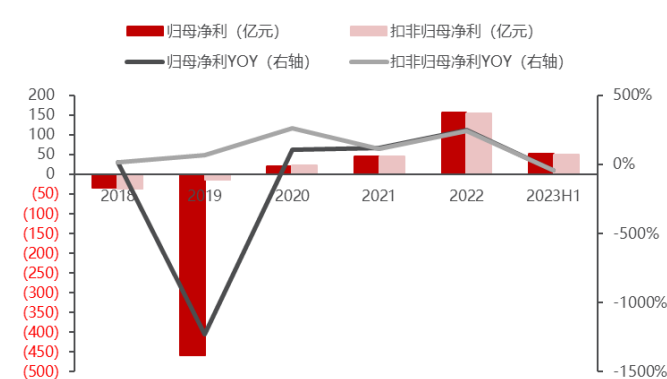
分季度来看，2023Q2 实现营收 52.49 亿元，同比下降 45.81%，环比增长 11.53%，归母净利润 28.72 亿元，同比下降 49.26%，环比增长 29.08%，扣非归母净利润 28.34 亿元，同比下降 49.73%，环比增长 28.24%。

图1：2023H1 公司实现营收 99.56 亿元



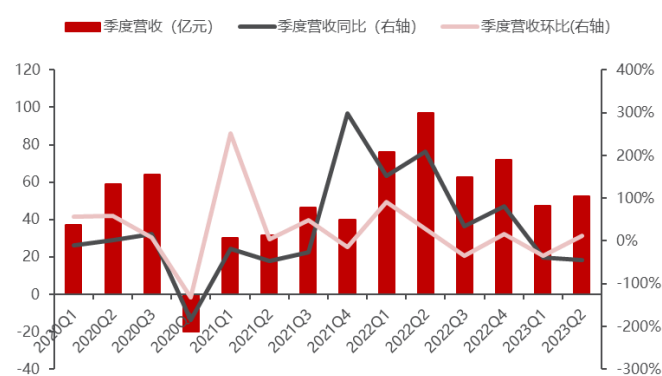
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2023H1 公司实现归母净利润 50.98 亿元



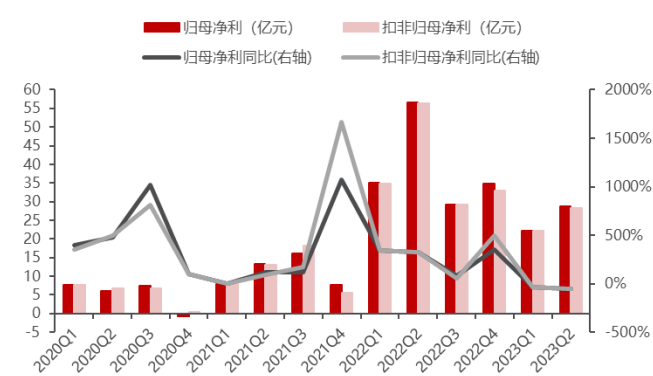
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2023Q2 公司实现营收 52.49 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2023Q2 公司实现归母净利润 28.72 亿元

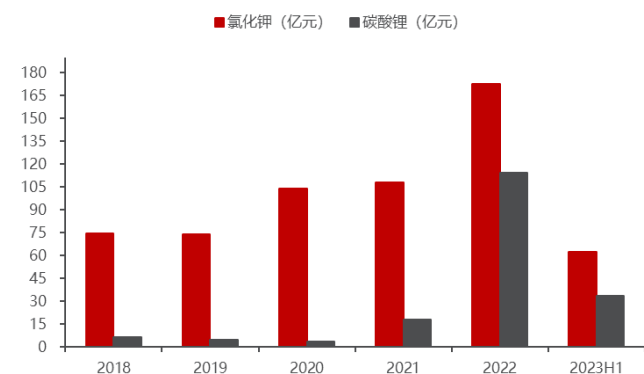


资料来源：wind，民生证券研究院

2 经营分析：钾锂价格下滑，线上拍卖助力 Q2 锂盐出货大幅改善

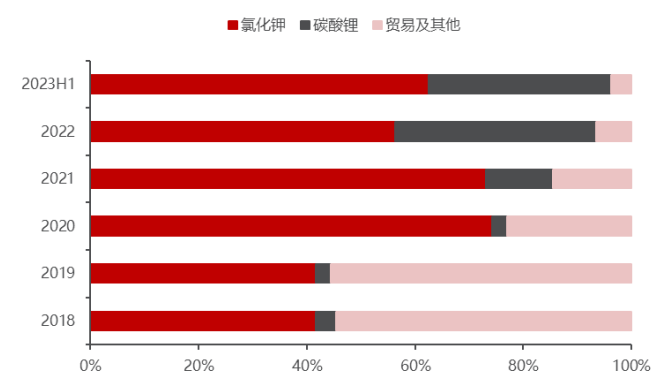
营收毛利来看：钾锂价格下滑，碳酸锂、氯化钾营收毛利下降。2023H1 公司碳酸锂实现营收 33.53 亿元，同比下降 35.07%，主要由于锂盐价格下降，营收占比降至 33.68%。氯化钾实现营收 62.28 亿元，同比下降 41.60%，营收占比提升至 62.56%；毛利方面，2023H1 碳酸锂实现毛利 27.84 亿元，同比下降 41.81%，毛利占比降至 37.90%，毛利率下降 9.6pct 至 83.02%，仍处高位；氯化钾实现毛利 45.42 亿元，同比下降 47.45%，毛利占比提升至 61.83%，毛利率下降 8.1pct 至 72.92%。

图5：2023H1 碳酸锂实现营收 33.53 亿元



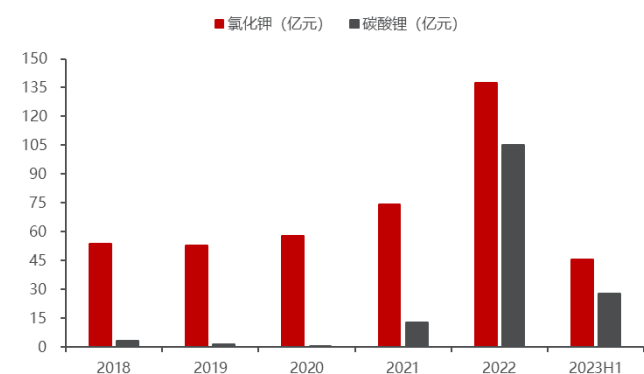
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图6：2023H1 碳酸锂营收占比降至 33.68%



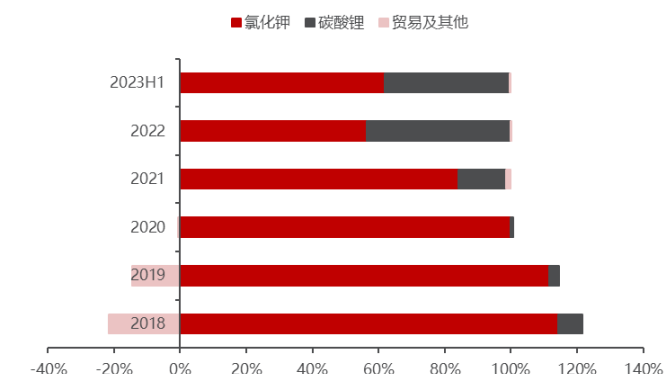
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图7：2023H1 碳酸锂实现毛利 27.84 亿元

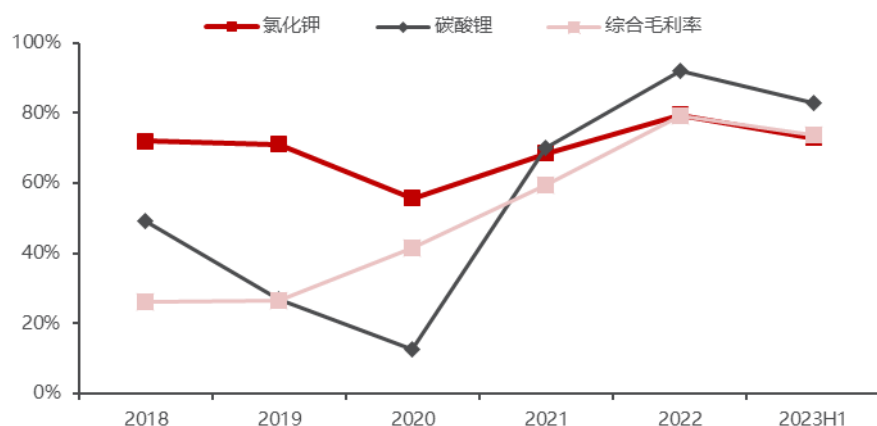


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图8：2023H1 碳酸锂毛利贡献降至 37.90%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图9：2023H1 钾锂产品毛利率降至 72.92%和 83.02%，仍处高位


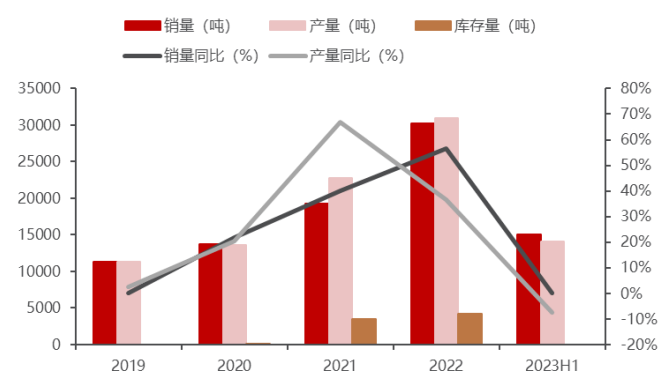
资料来源：公司公告，民生证券研究院

从销量来看：

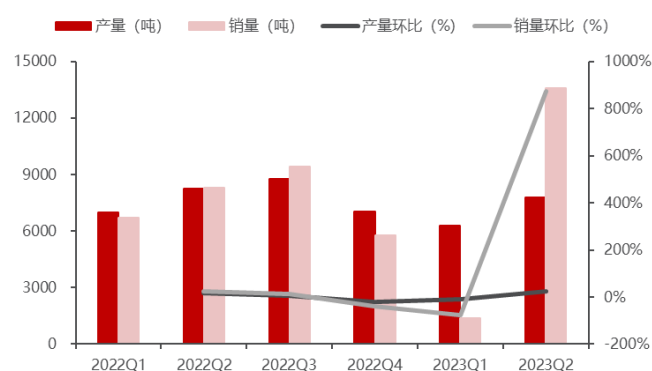
(1) 碳酸锂：Q2 产销环比大幅改善，盐湖提锂成本优势显著。2023H1, 1)

量：公司碳酸锂产销 1.41 和 1.50 万吨，同比-7.56%和-0.03%，其中 Q2 公司通过线上拍卖等方式加大销售力度，实现产销 0.78 和 1.36 万吨，环比+23.81%和+871.43%，出货大幅改善，2023 年全年公司目标产销量分别 3.6 和 4.0 万吨；

2) 价：碳酸锂单吨售价（不含税）22.4 万元，同比下降 35.1%，主要由于锂价下跌；**3) 本：**单吨成本 3.8 万元，相对 2022 年上升 0.7 万元，盐湖提锂成本优势仍然显著；**4) 利：**单吨毛利 18.6 万元，同比下降 41.8%，单吨净利约 13.1 万元，同比下降 46.8%。

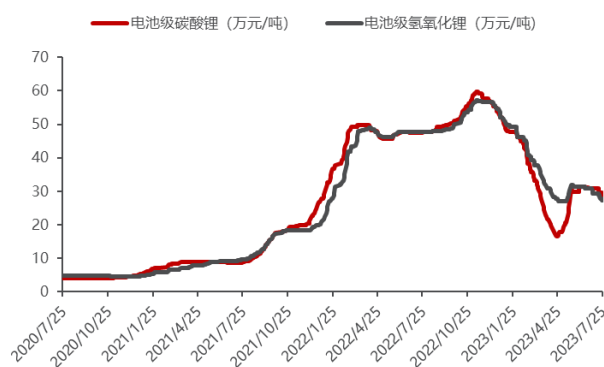
图10：2023H1 公司碳酸锂销量同比基本持平


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图11：2023Q2 公司碳酸锂销量环比增加 871.43%


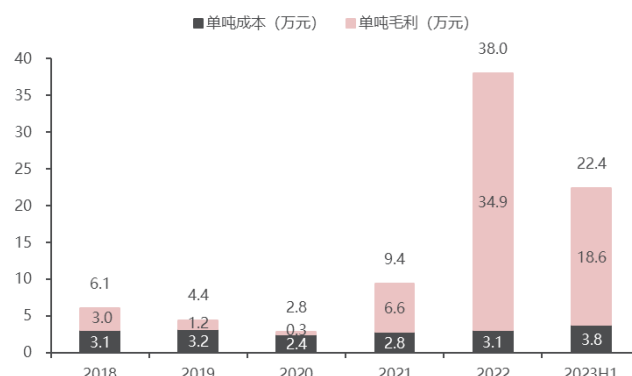
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图12: 2023H1 锂盐价格大幅下滑



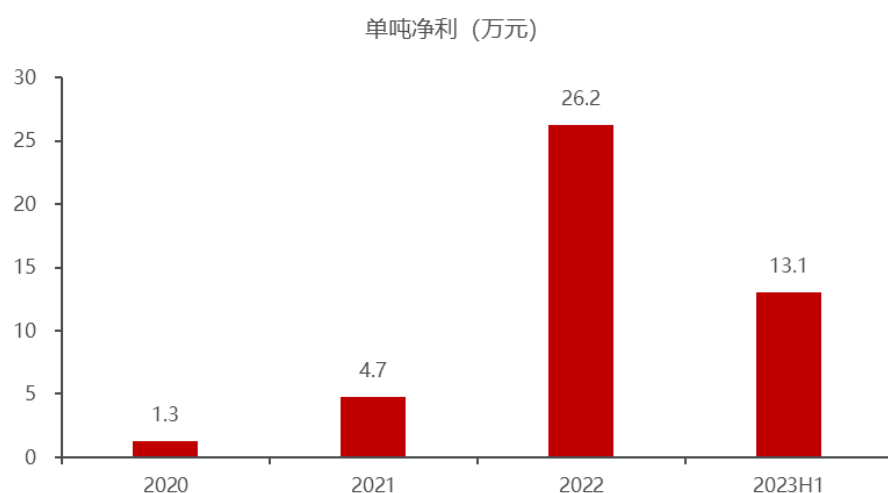
资料来源: 亚洲金属网, 民生证券研究院

图13: 2023H1 公司碳酸锂单吨毛利 18.6 万元



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

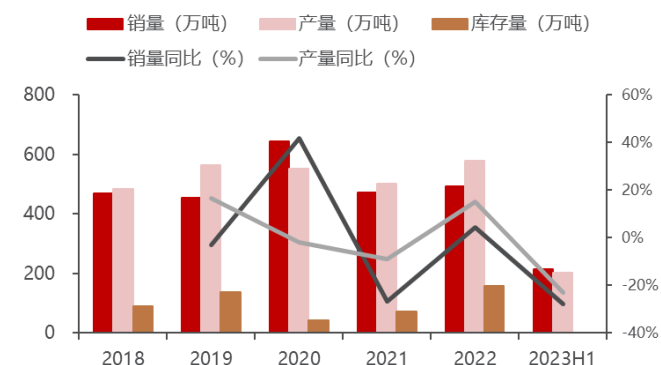
图14: 2023H1 公司碳酸锂单吨净利约 13.1 万元



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

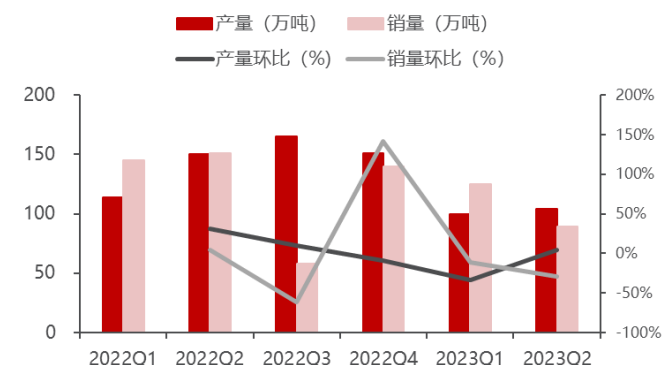
(2) 氯化钾: 量价双弱, 拖累钾肥业绩。根据海关数据, 2023H1 我国钾肥进口同比+28.6%, 冲击国内市场, 叠加需求端下游开工较弱, 国内外钾肥价格下滑。2023H1, **1) 量:** 公司氯化钾产销 203.75 和 213.77 万吨, 同比-22.82%和-27.78%, 其中 Q2 产销 103.94 和 88.95 万吨, 环比变化+4.14%和-28.74%; **2) 价:** 单吨售价 (不含税) 2913 元, 同比-19.1%, 展望下半年, 中国钾肥大合同价已签订, 2023 年 9 月国内钾肥价格止跌反弹; **3) 本:** 单吨成本 789 元, 同比增加 15.6%; **4) 利:** 单吨毛利 2124 元, 同比下降 27.3%。

图15: 2023H1 公司氯化钾销量同比下降 27.78%



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图16: 2023Q2 公司氯化钾销量环比下降 28.74%



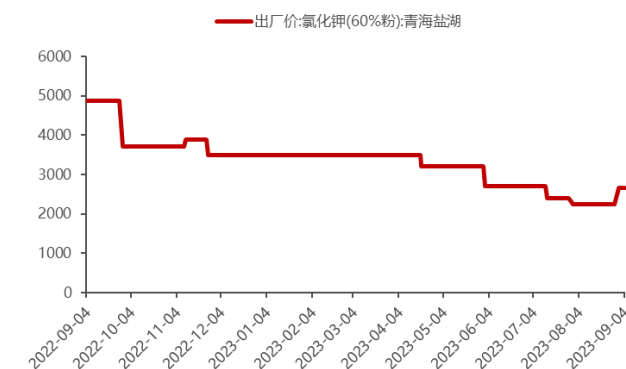
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图17: 2023 年中国钾肥大合同价锁定为 307 美元/吨



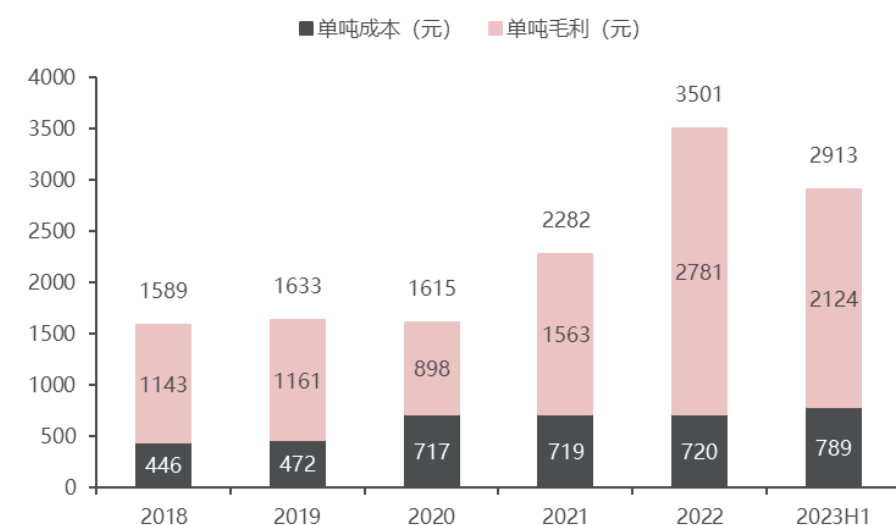
资料来源: wind, 民生证券研究院

图18: 2023 年 9 月国内氯化钾价格止跌反弹 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

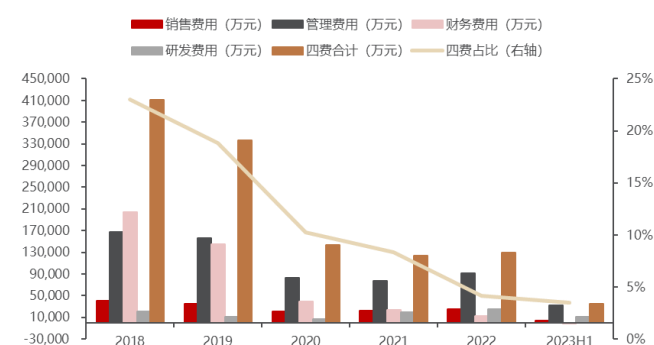
图19: 2023H1 公司氯化钾单吨毛利 2124 元



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

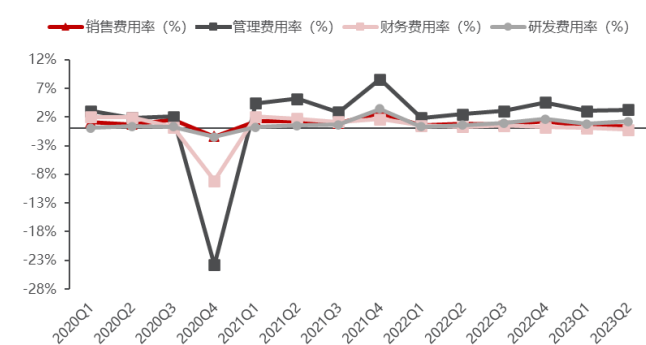
财务、管理费用下降明显，费用率保持低位。2018 年以来，公司财务费用、管理费用快速减少，带动期间费用稳步下降。2023H1 公司四费合计 3.51 亿元，同比下降 39.6%，其中销售费用 0.39 亿元，同比下降 68.7%，主要由于钾肥产品销量下滑，管理费用 3.17 亿元，同比下降 17.8%，财务费用-0.05 亿元，同比下降 107.8%，主要由于利息收入增加，研发费用 1.04 亿元，同比增加 30.3%。费用率方面，2023Q2 销售/管理/财务/研发费用率为 0.4%/3.3%/-0.2%/1.2%，保持低位。

图20：财务、管理费用减少带动公司期间费用快速下降



资料来源：wind，民生证券研究院

图21：公司费用率保持低位



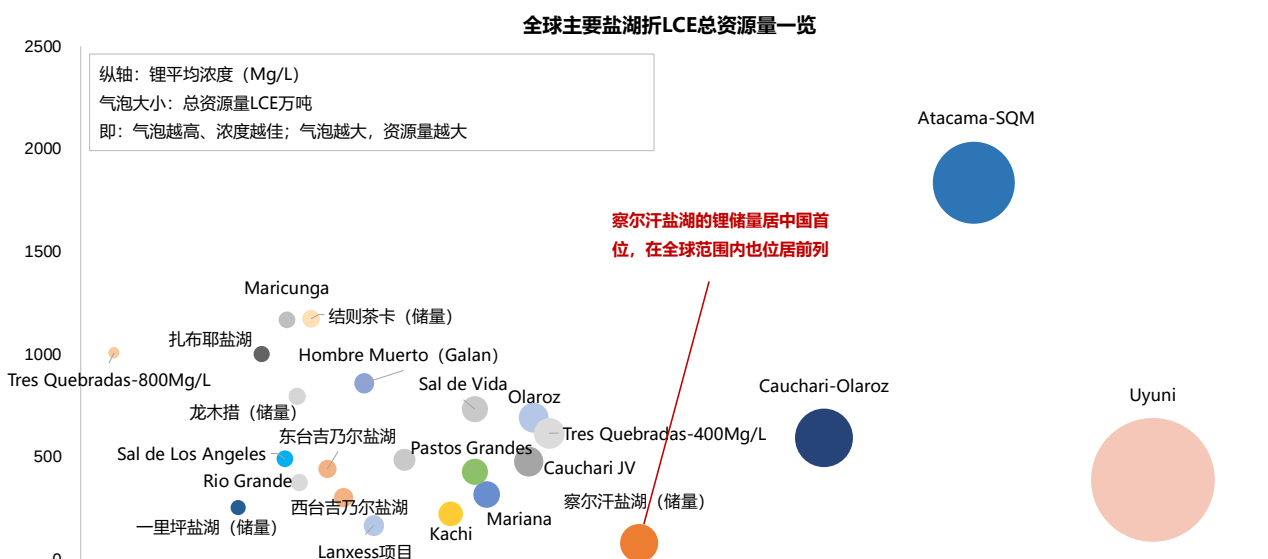
资料来源：wind，民生证券研究院

3 核心看点：成本优势+产能扩张，盐湖龙头护城河深厚

3.1 锂盐产能加速扩张，盐湖龙头向世界级目标进发

依托察尔汗盐湖，钾锂资源储量居全国首位。公司目前钾肥、锂盐生产的原料来自青海察尔汗盐湖，察尔汗盐湖富含多种矿产元素，其中钾锂资源尤其丰富，氯化钾储量合计 5.40 亿吨，氯化锂储量合计 1988 万吨，折合约 1789 万吨 LCE，位居全国首位，在全球范围内也排在前列。丰富的锂资源为公司锂盐产能扩张提供坚实的原料保障。

图22：察尔汗盐湖钾锂资源储量居全国首位



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

表1：察尔汗盐湖钾锂资源丰富，其中表内表外氯化锂储量高达 1988 万吨

矿物名称	表内储量 (万吨)		表外储量 (万吨)		合计 (万吨)
	固相	液相	固相	液相	
KCl	2184	14877	27437	9483	53981
MgCl ₂	682	164794	19014	92241	276731
LiCl		842	152	994	1988
NaCl	4206141	55958	40947	4303046	8606092

资料来源：《青海察尔汗盐湖钾资源开发现状》，民生证券研究院

加强技术攻关提高锂回收率，夯实盐湖提锂成本优势。察尔汗盐湖锂资源丰富，但锂离子浓度较低，子公司蓝科锂业不断优化提锂工艺及设备，2023 年公司锂盐产量目标为 3.6 万吨（目前产能 3 万吨），超产运营体现了技术工艺的成熟性；同

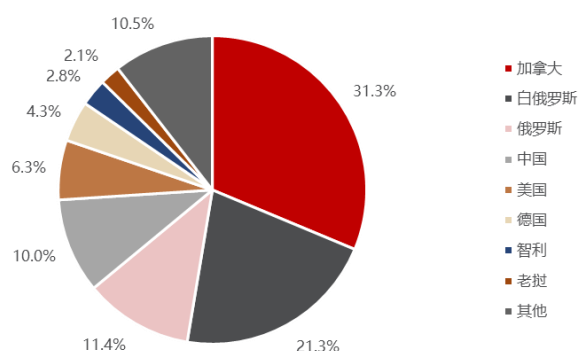
时针对沉锂母液回收率低的技术难题，持续加强技术攻关，2023 年 6 月，公司 6000 吨/年碳酸锂产能的沉锂母液回收装置试车投运，锂回收率将实现进一步提升，夯实盐湖提锂成本优势。

产能加速扩张，盐湖龙头向世界级目标进发。公司锂盐产能已形成“1+2+3+4”布局，蓝科锂业一期、二期合计 3 万吨产能均已投产，与比亚迪合作的 3 万吨锂盐项目正在中试，新建的 4 万吨锂盐一体化项目（2 万吨电池级碳酸锂+2 万吨氯化锂）已完成所有立项审批手续，“三通一平”工作已完成，预计 2024 年年底投产。在行业格局迎来转变，锂价中枢逐步下移趋势下，盐湖提锂成本优势+产能扩张构筑盐湖龙头核心竞争力。

3.2 钾肥产能国内第一，保障业绩基本盘

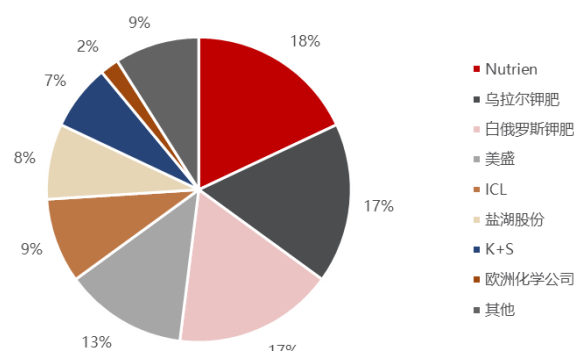
钾肥产能国内第一，保障业绩基本盘。公司目前氯化钾产能 500 万吨，国内排名第一，承担国家粮食安全保供重任。我国钾肥年需求量约 1700 万吨 KCL，位居全球首位，但我国钾资源相对稀缺，2022 年储量占全球的比例仅 10.0%，近年来我国氯化钾进口量维持 700-900 万吨/年，对外依赖度约 50%-60%，在粮食安全愈发重要的背景下，钾肥业务有望为公司持续贡献稳定业绩。

图23：2022 年全球钾资源储量分布



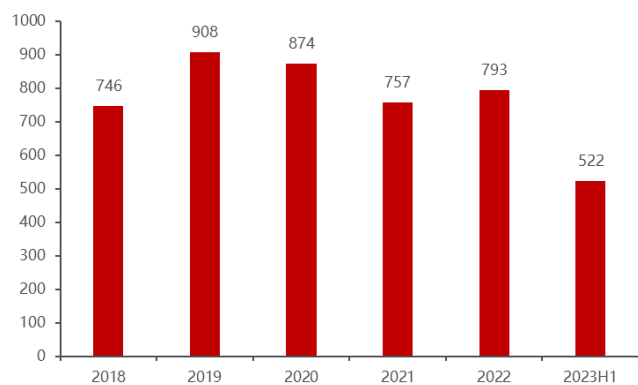
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图24：公司钾肥产能位居国内第一



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图25：我国氯化钾进口量维持在 700-900 万吨（万吨）



资料来源：海关总署，民生证券研究院

4 投资建议

在行业格局迎来逆转，锂价中枢下移趋势下，盐湖提锂成本优势更加凸显，公司锂盐产能加速扩张，钾肥业务基本盘稳固，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 90.5、87.1 和 90.5 亿元，对应 9 月 5 日收盘价的 PE 为 11、11 和 11 倍，维持“推荐”评级。

5 风险提示

1) 锂价大幅下滑。进入 2023 年下半年，锂行业供需格局逐渐发生变化，扩产项目逐步释放产能，若行业供给增速超预期、下游新能源车需求增速大幅放缓，带来锂价超预期下滑，会导致公司锂盐业务业绩释放不及预期。

2) 钾肥供给超预期增加。公司钾肥业务贡献主要业绩，若国际钾肥供给超预期增加导致钾肥价格下滑，将影响钾肥业务业绩贡献。

3) 扩产项目进度不及预期。公司与比亚迪合作的 3 万吨项目正在中试，4 万吨项目建设中，若项目进度滞后，将影响公司锂盐板块业绩释放。

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	30,748	20,180	20,170	21,115
营业成本	6,427	6,423	6,976	7,875
营业税金及附加	1,573	1,029	1,029	1,077
销售费用	256	161	161	169
管理费用	908	646	645	676
研发费用	256	303	303	317
EBIT	21,518	11,618	11,056	11,001
财务费用	123	-67	-252	-377
资产减值损失	-108	-110	-50	-20
投资收益	68	65	65	68
营业利润	21,397	11,684	11,367	11,472
营业外收支	-43	10	9	11
利润总额	21,354	11,693	11,376	11,483
所得税	1,676	935	910	919
净利润	19,678	10,758	10,466	10,564
归属于母公司净利润	15,565	9,045	8,714	9,051
EBITDA	22,228	12,423	12,015	12,109

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	16,524	28,873	37,151	44,841
应收账款及票据	6,368	4,725	4,613	4,715
预付款项	258	192	213	264
存货	1,765	1,367	1,599	1,881
其他流动资产	4,369	3,759	3,396	3,711
流动资产合计	29,284	38,916	46,973	55,413
长期股权投资	152	124	124	124
固定资产	7,718	8,082	9,510	11,396
无形资产	1,007	987	967	947
非流动资产合计	12,699	13,493	16,424	19,246
资产合计	41,983	52,409	63,397	74,659
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	2,026	1,821	2,049	2,343
其他流动负债	6,493	6,367	6,661	7,065
流动负债合计	8,520	8,188	8,710	9,408
长期借款	1,434	1,434	1,434	1,434
其他长期负债	3,554	3,554	3,554	3,554
非流动负债合计	4,988	4,988	4,988	4,988
负债合计	13,508	13,176	13,698	14,396
股本	5,433	5,433	5,433	5,433
少数股东权益	3,286	5,000	6,752	8,265
股东权益合计	28,475	39,233	49,699	60,263
负债和股东权益合计	41,983	52,409	63,397	74,659

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	108.06	-34.37	-0.05	4.68
EBIT 增长率	281.26	-46.01	-4.84	-0.49
净利润增长率	247.55	-41.89	-3.66	3.87
盈利能力 (%)				
毛利率	79.10	68.17	65.41	62.70
净利率	64.00	53.31	51.89	50.03
总资产收益率 ROA	37.07	17.26	13.74	12.12
净资产收益率 ROE	61.79	26.42	20.29	17.41
偿债能力				
流动比率	3.44	4.75	5.39	5.89
速动比率	3.20	4.56	5.18	5.66
现金比率	1.94	3.53	4.27	4.77
资产负债率 (%)	32.17	25.14	21.61	19.28
经营效率				
应收账款周转天数	7.84	17.71	15.73	13.76
存货周转天数	100.24	77.68	83.67	87.20
总资产周转率	0.73	0.39	0.32	0.28
每股指标 (元)				
每股收益	2.86	1.66	1.60	1.67
每股净资产	4.64	6.30	7.91	9.57
每股经营现金流	3.22	2.61	2.27	2.16
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	6	11	11	11
PB	3.95	2.91	2.32	1.91
EV/EBITDA	4.04	6.23	5.75	5.07
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	19,678	10,758	10,466	10,564
折旧和摊销	710	806	959	1,108
营运资金变动	-3,125	2,385	743	-53
经营活动现金流	17,484	14,161	12,321	11,738
资本开支	-677	-1,636	-3,837	-3,835
投资	-1,092	-59	-90	-100
投资活动现金流	-1,734	-1,631	-3,862	-3,868
股权募资	672	0	0	0
债务募资	-1,823	0	0	0
筹资活动现金流	-4,763	-181	-181	-181
现金净流量	10,987	12,349	8,278	7,689

插图目录

图 1: 2023H1 公司实现营收 99.56 亿元	3
图 2: 2023H1 公司实现归母净利 50.98 亿元	3
图 3: 2023Q2 公司实现营收 52.49 亿元	3
图 4: 2023Q2 公司实现归母净利 28.72 亿元	3
图 5: 2023H1 碳酸锂实现营收 33.53 亿元	4
图 6: 2023H1 碳酸锂营收占比降至 33.68%	4
图 7: 2023H1 碳酸锂实现毛利 27.84 亿元	4
图 8: 2023H1 碳酸锂毛利贡献降至 37.90%	4
图 9: 2023H1 钾锂产品毛利率降至 72.92%和 83.02%，仍处高位	5
图 10: 2023H1 公司碳酸锂销量同比基本持平	5
图 11: 2023Q2 公司碳酸锂销量环比增加 871.43%	5
图 12: 2023H1 锂盐价格大幅下滑	6
图 13: 2023H1 公司碳酸锂单吨毛利 18.6 万元	6
图 14: 2023H1 公司碳酸锂单吨净利约 13.1 万元	6
图 15: 2023H1 公司氯化钾销量同比下降 27.78%	7
图 16: 2023Q2 公司氯化钾销量环比下降 28.74%	7
图 17: 2023 年中国钾肥大合同价锁定为 307 美元/吨	7
图 18: 2023 年 9 月国内氯化钾价格止跌反弹 (元/吨)	7
图 19: 2023H1 公司氯化钾单吨毛利 2124 元	7
图 20: 财务、管理费用减少带动公司期间费用快速下降	8
图 21: 公司费用率保持低位	8
图 22: 察尔汗盐湖钾锂资源储量居全国首位	9
图 23: 2022 年全球钾资源储量分布	10
图 24: 公司钾肥产能位居国内第一	10
图 25: 我国氯化钾进口量维持在 700-900 万吨 (万吨)	11

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 察尔汗盐湖钾锂资源丰富，其中表内表外氯化锂储量高达 1988 万吨	9
公司财务报表数据预测汇总	14

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