

Q4 扣非环比趋稳，期待新项目持续放量

2024 年 03 月 10 日

► **事件：2024 年 3 月 8 日，公司发布 2023 年年报。**2023 年，公司实现营业收入 197.21 亿元，同比增长 1.4%；归母净利润 18.16 亿元，同比增长 8.8%；扣非归母净利 20.25 亿元，同比增长 26.6%。2023Q4，公司实现营业收入 39.64 亿元，同比减少 25.6%、环比减少 28.1%；归母净利润 1.66 亿元，同比减少 64%、环比减少 62%；扣非归母净利 3.91 亿元，同比减少 27.2%、环比增长 1.3%。业绩符合业绩预告。

► **2023 年公司实现扣非归母净利润同比增长 26.6%。主要得益于毛利同比增长 6.88 亿元。**分板块来看，2023 年光伏/磁性材料/锂电池/器件板块毛利占比分别为 66.3%、24.2%、3.5%、4.1%。光伏产品毛利同比增长 8.4 亿元，为主要增利板块，锂电池板块同比减少 1.8 亿元，为主要减利板块。

①**光伏板块：量价齐升。**2023 年底公司已经具备 14GW 光伏电池，12GW 光伏组件的产能。得益于电池片和组件量价齐升，光伏板块产品盈利同比大幅增长。从销量看，光伏产品销量同比增加 24%至 10GW。由于硅料价格下跌，虽然板块营收仅同比增长 1.5%，但是毛利率却大幅提升到了 21.2%。

②**锂电池板块：增收不增利。**2023 年底，随着公司新增 6GWh 项目建成投产，锂电板块已具备 7GWh 锂电池产能。从销量看，2023 年锂电池销量同比增长 75%，但是由于碳酸锂价格暴跌、叠加爬坡过程中稼动率不足，尽管锂电板块营收同比增长 31%，但毛利率同比下降 13pct 至 7%，毛利出现较大负贡献。

③**磁性材料+器件板块：整体稳健增长。**从销量看，2023 年磁性材料/器件板块销量分别同比增长 7.9%/20.5%至 20.1 万吨/4.8 万只，虽然产品销售价格有所降低，但毛利率分别同比提升 2.8/2.3pct，磁材+器件板块整体毛利略有增长。

► **单季度看，2023Q4 归母净利润环比减少 62%，但是扣非归母净利 3.91 亿元，环比增长 1.3%。**非经常性损益的影响主要反映了四季度公司对以 PERC 电池产线为主的部分设备和存在减值情形的存货计提了资产减值，合计金额 2.6 亿元；对逾期无法赎回的理财产品 2.86 亿元全额确认公允价值变动损失。

► **2024 年生产经营目标：公司力争实现营业收入和盈利双增长。**光伏产品出货力争同比增长 50%、锂电出货力争同比增长 50%。

► **投资建议：磁材+器件板块稳步发展，光伏+锂电新增项目持续放量。**随着光伏板块产能持续投产和锂电板块稼动率持续提升，公司销量有望进一步提升。我们预计公司 2024-2026 年将实现归母净利 20.88 亿元、24.29 亿元和 27.87 亿元，EPS 分别为 1.28 元、1.49 元和 1.71 元，对应 3 月 8 日收盘价的 PE 分别为 12、10 和 9 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**技术升级迭代，产能投产进度低于预期，原材料价格波动等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	19,721	25,742	30,348	35,643
增长率 (%)	1.4	30.5	17.9	17.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,816	2,088	2,429	2,787
增长率 (%)	8.8	14.9	16.3	14.7
每股收益 (元)	1.12	1.28	1.49	1.71
PE	13	12	10	9
PB	2.7	2.3	2.0	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 3 月 8 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

14.98 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 张弋清

执业证书：S0100523100001

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

相关研究

- 横店东磁 (002056.SZ) 2023 年三季报点评：光伏盈利环比走弱，期待新增项目以量补价-2023/10/22
- 横店东磁 (002056.SZ) 2023 半年报点评：光伏领跑业绩增长，磁材稳健发展-2023/08/19
- 横店东磁 (002056.SZ) 2022 年半年报点评：光伏领跑增长，扩产动能强劲-2022/08/19
- 横店东磁 (002056.SZ) 2022 年一季报点评：Q1 业绩超预期，回购+增持彰显管理层信心-2022/04/29
- 横店东磁 (002056.SZ) 2021 年年报点评：产能提升营收大幅增长，光伏锂电扩产增厚利润-2022/03/11

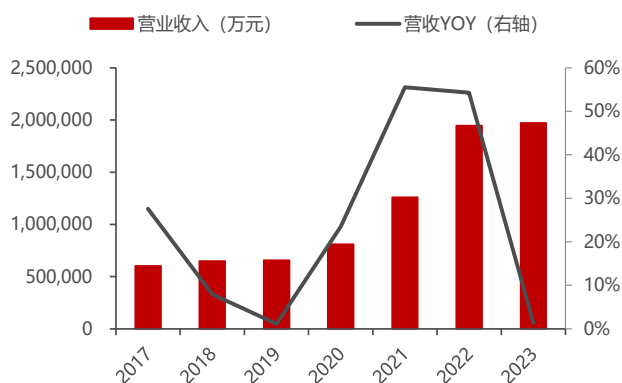
目录

1 事件：公司发布 2023 年年报	3
2 点评：光伏板块量价齐升，期待新项目投产	4
3 盈利预测与投资建议	8
4 风险提示	10
插图目录	12
表格目录	12

1 事件：公司发布 2023 年年报

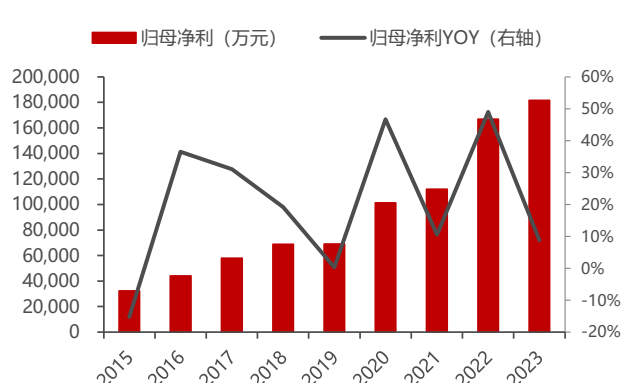
公司发布 2023 年年报。2023 年,公司实现营收 197.21 亿元,同比增长 1.4%; 归母净利润 18.16 亿元,同比增长 8.8%;扣非归母净利润 20.25 亿元,同比增长 26.6%。2023Q4,公司实现营收 39.64 亿元,同比减少 25.6%、环比减少 28.1%; 归母净利润 1.66 亿元,同比减少 64%、环比减少 62%;扣非归母净利润 3.91 亿元,同比减少 27.2%、环比增长 1.3%,业绩符合业绩预告。

图1：2023 年，公司营收同比增长 1.4%



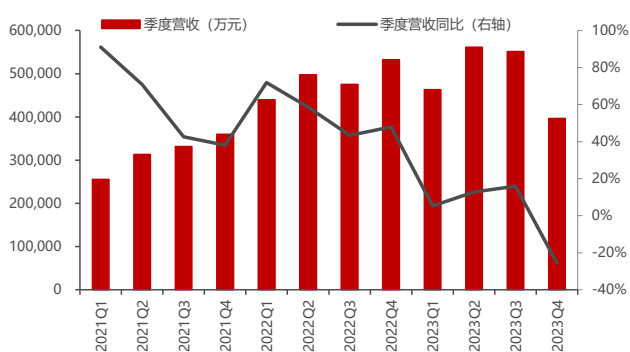
资料来源：ifind，民生证券研究院

图2：2023 年，公司归母净利润同比增长 8.8%



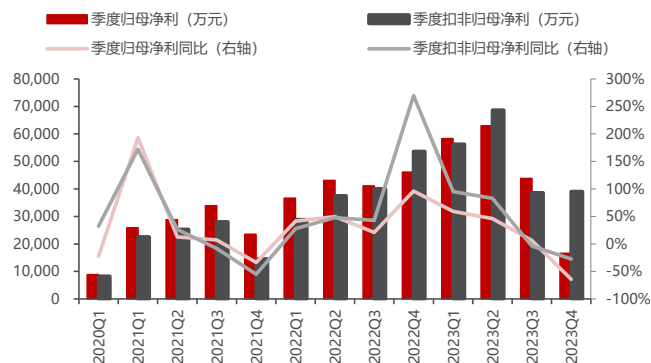
资料来源：ifind，民生证券研究院

图3：2023Q4，公司营收同比减少 25.6%



资料来源：ifind，民生证券研究院

图4：2023Q4，公司扣非归母净利润环比增长 1.3%



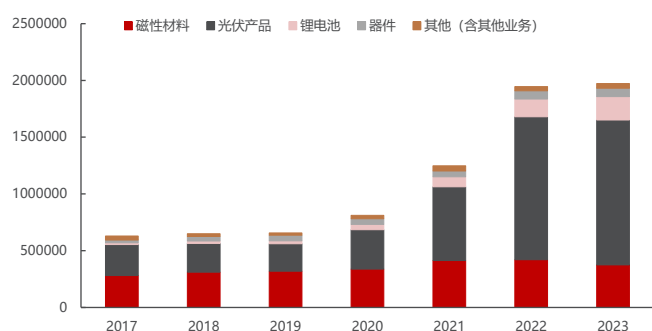
资料来源：ifind，民生证券研究院

公司公布 2024 年生产经营目标：公司力争实现营业收入和盈利双增长。光伏产品出货力争同比增长 50%、锂电出货力争同比增长 50%，磁材产业在稳健发展的基础上积极推进深度国际化。

2 点评：光伏板块量价齐升，期待新项目投产

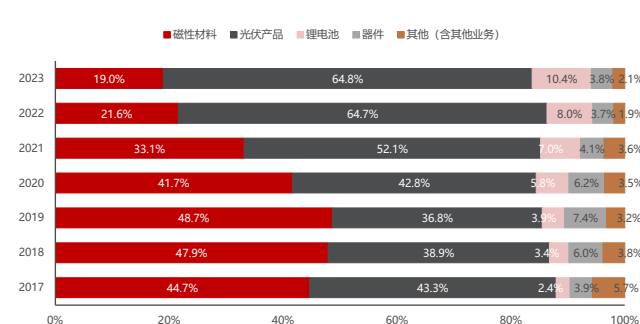
从营收来看，2023 年锂电池板块营收同比增速最大 (+31%)，光伏产品仍是营收占比最大的业务，贡献了约 65% 的营收增长。2023 年公司营收同比增加 1.4%，其中磁性材料、光伏产品、锂电池、器件的营收分别为 37.4、127.8、20.5、7.4 亿元，同比去年分别变化-11%、1.5%、31.4%和 3%，占比分别为 19.0%、64.8%、10.4%和 3.8%。从对营收增长的贡献来看，2023 年公司营收同比增加 2.7 亿元，按产品分类看，磁性材料、光伏产品、器件和锂电池对增长的贡献分别为-4.6、+1.8、+0.2、+4.9 亿元。

图5：2023 年，公司光伏产品营收为 127.77 亿元（单位：万元）



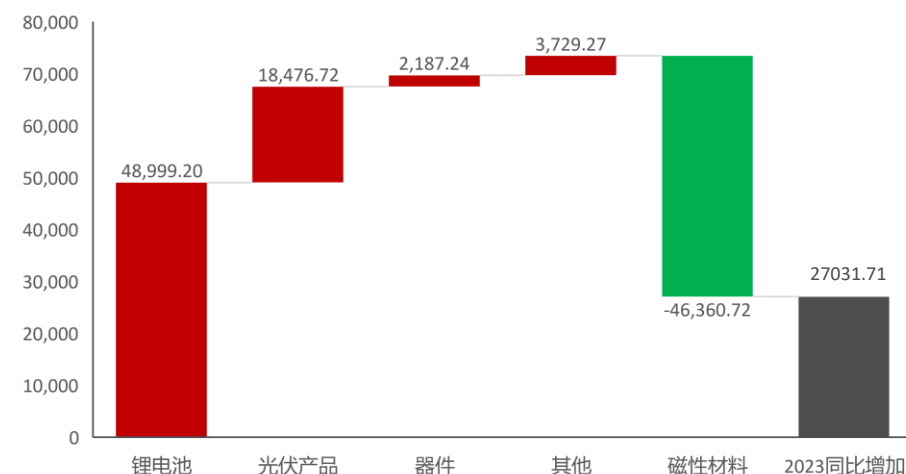
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：2023 年，公司光伏产品营收占比为 64.8%



资料来源：wind，民生证券研究院

图7：2023 年，公司营收同比增长 2.7 亿元（单位：万元）

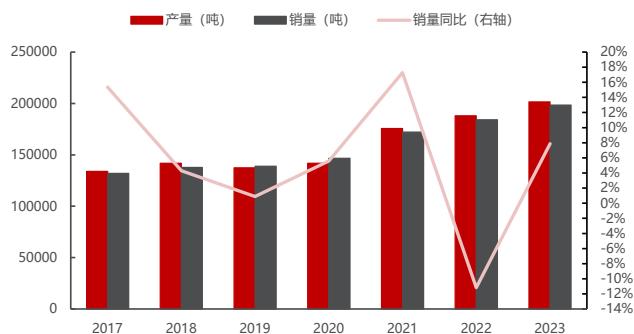


资料来源：ifind，民生证券研究院

2023 年，公司四大主营产品销量均同比增长。磁性材料、光伏产品、器件、锂电池的销量分别为 19.8 万吨、10GW、4.8 亿只和 3.4 亿支；分别同比增长 7.9%、65.8%、20.5%和 75.4%。主要得益于报告期内公司在四川宜宾、江苏连云港、东南亚等地区加大光伏产能布局，新增落地 6GW TOPCon 高效电池和 5GW

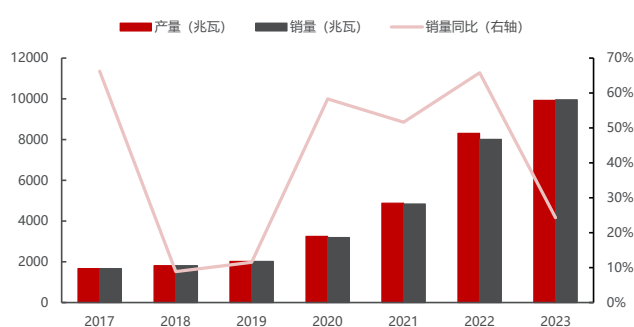
TOPCon 高效组件。锂电池板块公司新增 6GWh 项目建成投产，并实现了良好产能爬坡。

图8：2023 年，公司磁性材料销量同比增加 7.9%



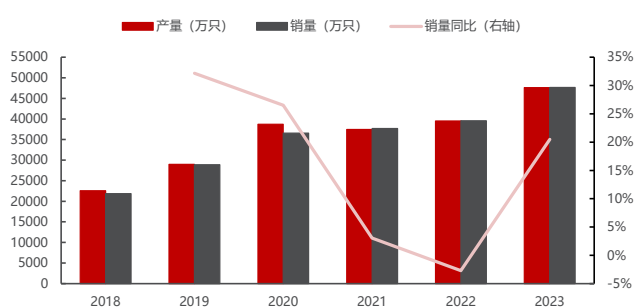
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图9：2023 年，公司光伏产品销量同比增加 65.8%



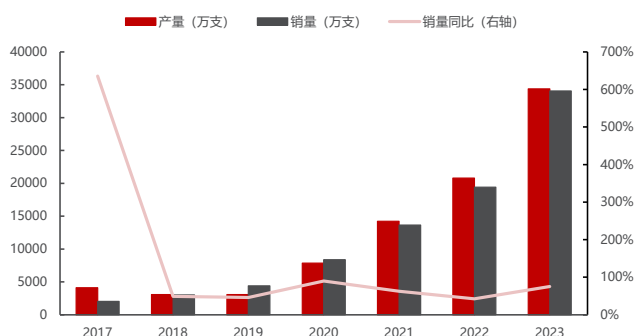
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图10：2023 年，公司器件销量同比增加 20.5%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图11：2023 年，公司锂电池销量同比增加 75.4%



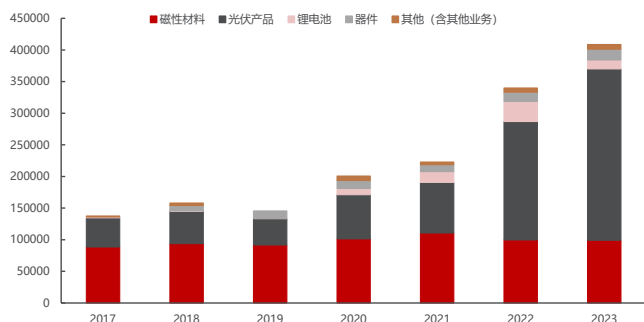
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2023 年，公司毛利率同比增长 3.25pct，仅锂电池板块毛利率同比下滑，其他三个主要板块毛利率均同比增长。2023 年，公司毛利率同比增长 3.25pct 至 20.73%，磁性材料、光伏产品、锂电池和器件业务毛利率分别同比变化+2.79pct、+6.35pct、-13.44pct 和+2.29pct。光伏产品毛利率提升主要得益于原材料硅料价格下降，锂电池毛利率大幅下跌主要由于电芯价格快速下跌，且原材料碳酸锂价格下跌过程中高价库存拉高了成本。

2023 年光伏业务毛利同比增长 44.8%。2023 年公司毛利同比增 20.2%，其中磁性材料、光伏产品、锂电池、器件的毛利分别为 9.9、27.1、1.4、1.7 亿元，同比分别变化-0.5%、+44.8%、-55.3%和+14.6%，占比分别为 24.2%、66.3%、3.5%和 4.1%。

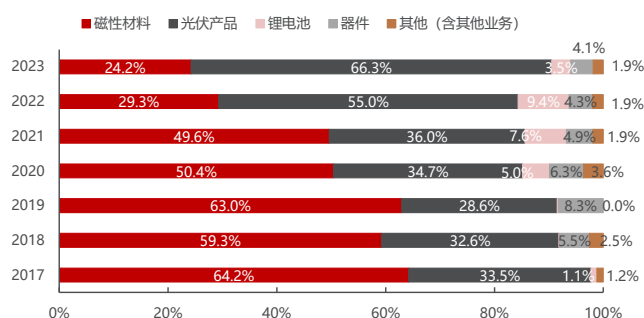
从对毛利增长的贡献来看，2023 年光伏产品贡献 122%的毛利增长。2023 年公司毛利同比增加 6.88 亿元，按产品分类来看，磁性材料、光伏产品、锂电池和器件分别贡献-0.05/+8.4/-1.76/+0.2 亿元毛利变化。

图12: 2023年, 公司光伏板块毛利为 27.1 亿元 (单位: 万元)



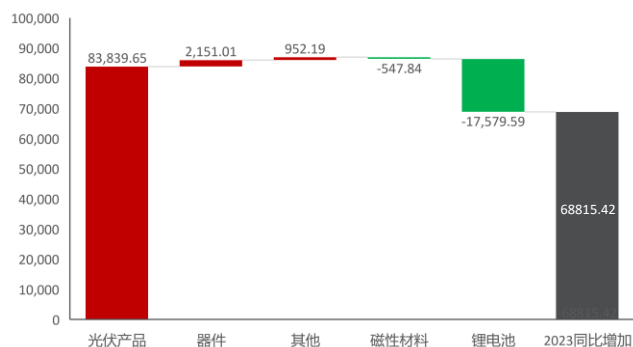
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图13: 2023年, 公司光伏板块毛利占比为 66.3%



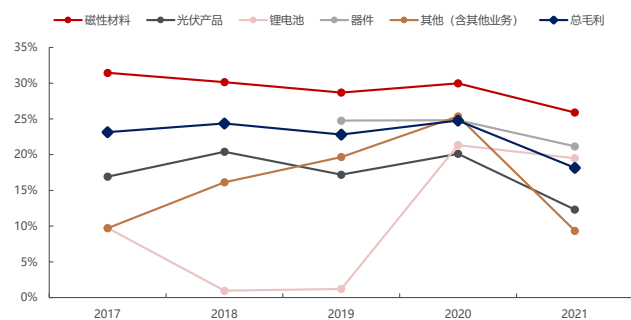
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图14: 2023年, 公司光伏板块毛利贡献 8.4 亿元增长 (单位: 万元)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

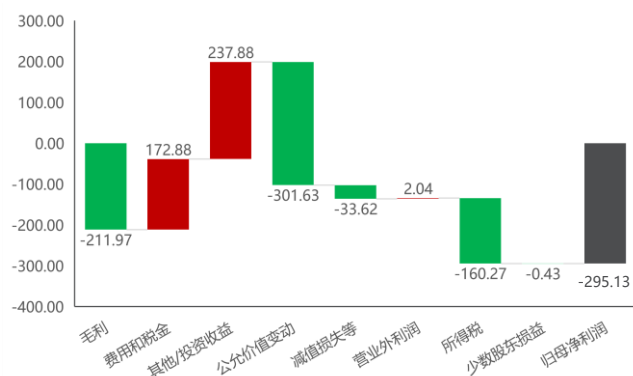
图15: 2023年, 公司综合毛利率提升 3.25pct 至 20.73%



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

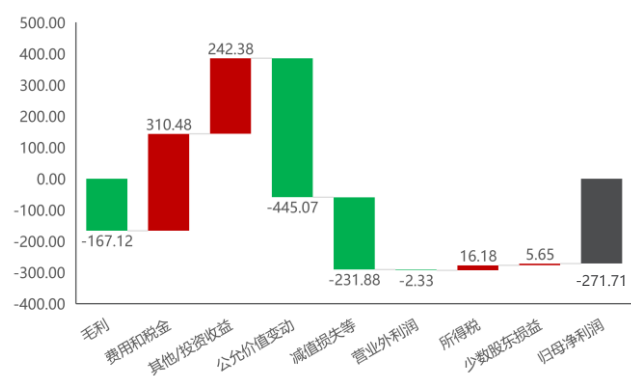
单季度看, 公司归母净利润环比减少 2.72 亿元, 减利项主要是公允价值变动 (-4.45 亿元), 减值损失等 (-2.32 亿元) 以及毛利 (-1.67 亿元)。环比增利项主要是费用和税金环比增利 3.1 亿元, 其他/投资收益环比增利 2.4 亿元。

图16: 2023Q4, 公司归母净利润同比减少 2.95 亿元 (单位: 百万元)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图17: 2023Q4, 公司归母净利润环比减少 2.72 亿元 (单位: 百万元)

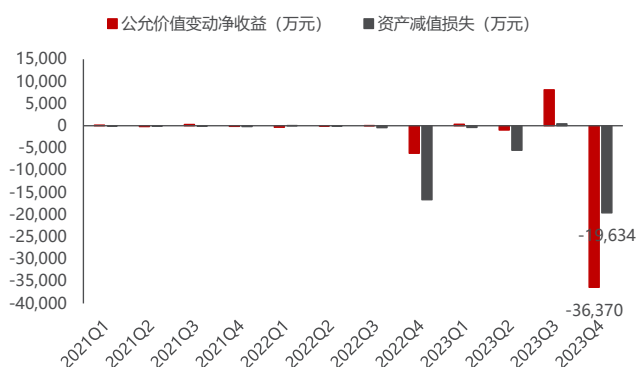


资料来源: ifind, 民生证券研究院

减利项：①公允价值变动和减值损失：主要原因是四季度公司对以 PERC 电池产线为主的部分设备和存在减值情形的存货计提了资产减值，合计金额 2.6 亿元；对逾期无法赎回的理财产品 2.86 亿元全额确认公允价值变动损失。

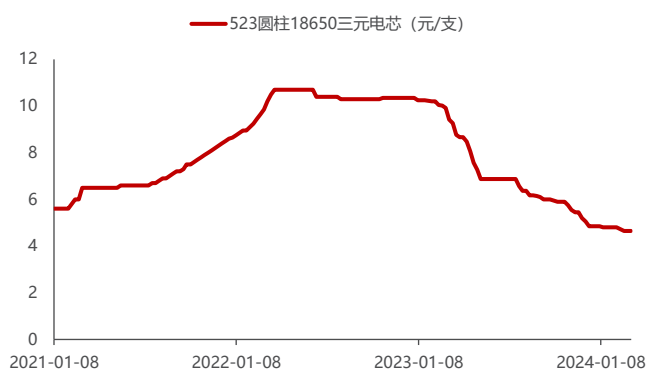
减利项：②毛利环比下降：主要原因或为锂电池售价环比持续下跌，Q4 毛利由盈利转为亏损，此外由于行业竞争加剧，光伏板块毛利环比也略有下降。

图18：2023Q4，公司计提了大额资产减值和公允价值变动损失



资料来源：ifind，民生证券研究院

图19：2023Q4，电芯价格持续下跌



资料来源：ifind，民生证券研究院

增利项：①费用和税金：环比增利主要得益于财务费用环比减少 1.5 亿元，主要得益于利息收入和汇兑收益增加，研发费用环比减少 0.88 亿元，以及管理费用环比减少 0.58 亿元，研发费用和管理费用的减少主要或为季度间正常波动。

②其他/投资收益：其他收益环比增加 1.24 亿元，主要得益于年底政府补助到账，投资净收益环比增加 1.18 亿元，主要原因或为汇率期货平仓带来的季度间正常波动。

3 盈利预测与投资建议

磁材+器件板块稳步发展，光伏+锂电新增项目持续放量。随着光伏板块产能持续投产和锂电板块稼动率持续提升，公司销量有望进一步提升。我们预计公司2024-2026年将实现归母净利润20.88亿元、24.29亿元和27.87亿元，EPS分别为1.28元、1.49元和1.71元，对应3月8日收盘价的PE分别为12、10和9倍，维持“推荐”评级。

表1：公司主要在建项目情况

公告时间	项目	权益	资金来源	投资 (万元)	营收 (万元)	利润 (万元)	备注
2024年1月	投资建设光伏发电项目	100%	自筹资金	526899; 东尚总投资约362,153万元;东榆164,746万元	东尚:项目投资财务内部收益率7.12%,资本金财务内部收益率10.5%,项目投资回收期10.97年。 东榆:项目投资财务内部收益率7.11%,资本金财务内部收益率10.5%,项目投资回收期10.98年。		投资建设三个光伏发电项目采用渔光互补模式进行综合开发,购置太阳能组件、支架、升压变电设备、控制设备等,建设升压站、生产办公楼等配套设施,分别建设装机容量360MW和280MW的集中式光伏电站。 采用渔光互补模式进行综合开发,购置太阳能组件、支架、升压变电设备、控制设备等,建设升压站、生产办公楼等配套设施,建设装机容量300MW集中式光伏电站。 预计将于建设开工后12个月内建成。
2023年1月	设立子公司并投资年产5GW新型高效组件项目	100%	自筹及融资相结合	89,890	741,255	12,184	于2023年9月1日投产
2022年11月	投资年产20GW新型高效电池项目(一二期6GW+6GW)	100%	自有资金	100亿元,前两期项目总投资为35.5亿元	1,356,178	70,233	截至2023年10月25日,一期6GW基本调试结束,预计11月满产,二期会继续推进。项目二期6GW TOPCon 电池在一期调试期结束前启动,启动后预计10个月内完成项目建设。
2022年1月	投资新建高效一体电感项目	100%	公司自筹	111,767	86,400	6,973	项目因技术和设备选型原因,需要实施分步投资。截至2023年底项目投资进度11.43%。
2022年1月	年产2.5GW高效组件项目	100%	江苏东磁银行贷款或由公司财务资助等方式	33,913	359,667	7,914	项目已经投产。

2022年1月	设立子公司并投资年产 2.2 万吨永磁铁氧体项目	100%	自有资金	12,433	18,053	880	项目在按计划分步实施，尚未全部建成。截至 2023 年底项目投资进度 33.6%。
2022年1月	年产 6GWh 高性能锂电池项目	100%	自筹资金	183,300	345,130	27,189	项目于 2023 年 6 月建成投产，目前还在爬坡中。
2022年1月	年产 1.5 万吨软磁铁氧体项目	100%	自筹资金	51,328	51,304	7,497	项目在按计划分步实施，尚未全部建成。截至 2023 年底项目投资进度 43.62%。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：标红的项目为 2023 年报发布时已投产项目

4 风险提示

1) 技术升级迭代风险。光伏行业仍处于技术升级迭代的过程中，新技术、新产品不断涌现，若公司在新品研发及量产上不能及时满足市场需求，不仅可能会面临盈利下降或失去市场竞争力的风险，原有产能还可能面临被动。出清的风险。三元圆柱产品在不同应用领域会有不同的技术要求，若公司产品的性能和质量未能有效满足各细分领域客户的需求，则会存在被边缘化的风险。

2) 产能投产进度低于预期风险。公司有较多在建项目，若部分项目的投产、达产进度受到外部因素干扰延期，则会对公司利润产生不利影响。

3) 原材料价格波动风险等。光伏行业、锂电行业和磁性材料行业涵盖多个生产环节，涉及大量原材料，原材料价格易受国际、国内市场价格影响。如果未来主要原材料供求情况发生变化或者价格产生异常波动，公司又未能建立有效的供应链管理，或者未能采取有效措施消化价格波动带来的负面影响，将对公司正常的生产经营管理和经济效益产生不利影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	19,721	25,742	30,348	35,643
营业成本	15,633	21,175	25,085	29,565
营业税金及附加	93	129	152	178
销售费用	246	309	364	428
管理费用	572	747	880	1,034
研发费用	877	1,133	1,335	1,568
EBIT	2,378	2,370	2,714	3,084
财务费用	-252	-94	-154	-209
资产减值损失	-250	-80	-95	-112
投资收益	-70	0	0	0
营业利润	2,081	2,384	2,774	3,183
营业外收支	-6	0	0	0
利润总额	2,076	2,384	2,774	3,183
所得税	250	286	333	382
净利润	1,826	2,098	2,441	2,801
归属于母公司净利润	1,816	2,088	2,429	2,787
EBITDA	2,941	2,938	3,282	3,652

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	9,185	12,200	14,953	18,138
应收账款及票据	2,737	3,505	4,174	4,902
预付款项	52	64	75	89
存货	1,955	2,589	3,067	3,614
其他流动资产	607	708	800	905
流动资产合计	14,537	19,065	23,069	27,649
长期股权投资	68	212	212	212
固定资产	5,492	5,523	5,523	5,523
无形资产	507	507	507	507
非流动资产合计	6,659	6,835	6,835	6,835
资产合计	21,196	25,901	29,904	34,484
短期借款	2,222	2,222	2,222	2,222
应付账款及票据	7,604	10,326	12,233	14,418
其他流动负债	1,616	2,135	2,521	2,964
流动负债合计	11,441	14,683	16,976	19,604
长期借款	196	196	196	196
其他长期负债	370	370	370	370
非流动负债合计	566	566	566	566
负债合计	12,007	15,249	17,541	20,170
股本	1,627	1,627	1,627	1,627
少数股东权益	183	193	206	220
股东权益合计	9,188	10,652	12,363	14,314
负债和股东权益合计	21,196	25,901	29,904	34,484

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	1.39	30.53	17.89	17.45
EBIT 增长率	34.01	-0.37	14.52	13.66
净利润增长率	8.80	14.95	16.35	14.74
盈利能力 (%)				
毛利率	20.73	17.74	17.34	17.05
净利润率	9.21	8.11	8.00	7.82
总资产收益率 ROA	8.57	8.06	8.12	8.08
净资产收益率 ROE	20.17	19.96	19.98	19.77
偿债能力				
流动比率	1.27	1.30	1.36	1.41
速动比率	1.08	1.10	1.16	1.21
现金比率	0.80	0.83	0.88	0.93
资产负债率 (%)	56.65	58.88	58.66	58.49
经营效率				
应收账款周转天数	50.43	50.00	50.00	50.00
存货周转天数	45.64	46.00	46.00	46.00
总资产周转率	1.02	1.09	1.09	1.11
每股指标 (元)				
每股收益	1.12	1.28	1.49	1.71
每股净资产	5.54	6.43	7.47	8.66
每股经营现金流	2.39	2.76	2.55	2.88
每股股利	0.00	0.45	0.52	0.60
估值分析				
PE	13	12	10	9
PB	2.7	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	5.99	6.00	5.37	4.82
股息收益率 (%)	0.00	3.00	3.49	4.00

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,826	2,098	2,441	2,801
折旧和摊销	563	568	568	568
营运资金变动	906	1,612	949	1,122
经营活动现金流	3,894	4,483	4,142	4,691
资本开支	-1,698	-597	-565	-564
投资	537	-144	0	0
投资活动现金流	-982	-741	-565	-564
股权募资	151	0	0	0
债务募资	90	0	-1	0
筹资活动现金流	-478	-728	-824	-942
现金净流量	2,542	3,015	2,754	3,185

插图目录

图 1: 2023 年, 公司营收同比增长 1.4%	3
图 2: 2023 年, 公司归母净利润同比增长 8.8%	3
图 3: 2023Q4, 公司营收同比减少 25.6%	3
图 4: 2023Q4, 公司扣非归母净利润环比增长 1.3%	3
图 5: 2023 年, 公司光伏产品营收为 127.77 亿元 (单位: 万元)	4
图 6: 2023 年, 公司光伏产品营收占比为 64.8%	4
图 7: 2023 年, 公司营收同比增长 2.7 亿元 (单位: 万元)	4
图 8: 2023 年, 公司磁性材料销量同比增加 7.9%	5
图 9: 2023 年, 公司光伏产品销量同比增加 65.8%	5
图 10: 2023 年, 公司器件销量同比增加 20.5%	5
图 11: 2023 年, 公司锂电池销量同比增加 75.4%	5
图 12: 2023 年, 公司光伏板块毛利为 27.1 亿元 (单位: 万元)	6
图 13: 2023 年, 公司光伏板块毛利占比为 66.3%	6
图 14: 2023 年, 公司光伏板块毛利贡献 8.4 亿元增长 (单位: 万元)	6
图 15: 2023 年, 公司综合毛利率提升 3.25pct 至 20.73%	6
图 16: 2023Q4, 公司归母净利润同比减少 2.95 亿元 (单位: 百万元)	6
图 17: 2023Q4, 公司归母净利润环比减少 2.72 亿元 (单位: 百万元)	6
图 18: 2023Q4, 公司计提了大额资产减值和公允价值变动损失	7
图 19: 2023Q4, 电芯价格持续下跌	7

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司主要在建项目情况	8
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