

落实“全产业链、全球化”布局的再生“艺术家”

2024年06月29日

► **海外需求推动下公司业绩回暖，Q1 整体与 1-5 月经营数据喜人。**公司一季度单季度营收达 6.33 亿元，同比+22.54%，环比+0.48%；归母净利润达 0.72 亿元，同比+519.30%，环比+81.29%；扣非归母净利润达 0.70 亿元，同比+594.45%，环比+94.40%，实现营收与利润双增长，盈利增长显著；此外，公司公告称根据未经审计的财务数据，预计 2024 年 1-5 月累计实现营业收入 11.00-11.40 亿元，同比增长 18%-22%；归属于母公司所有者的净利润 11.50-12.50 亿元，同比增长 50%-63%。

► **全球化：“制造基地出海战略”成效显著，公司整体盈利能力提升。**从 2018 年运行至今，累计 6 年时间，公司实施的“制造基地出海战略”，成效逐步显现，赋能公司整体盈利能力。今年第一季度，尤其是越南英科清化（一期）6 公顷项目，充分利用越南独特的区域位置、人工成本、税收优惠等众多优势，呈现产销两旺的良好势头，为整体业绩注入新引擎。公司充分发挥“全产业链、全球化”的竞争优势，始终围绕下游客户提供一站式、多元化产品整体解决方案，不断加强新产品开发，积极推动产品形态、消费场景、营销区域多元化发展，各大产品之间工艺、研发、渠道协同优势进一步增强，有效夯实整体经营稳健增长根基，市场竞争优势不断增强。

► **全产业链：再生 PET 产线已进入成熟运转，公司完成可再生塑料领域多条线布局，规模效应显著。**公司已形成涵盖回收端、再生端、利用端三大环节，多元化的产品体系。其中，公司在马来西亚基地的“5 万吨/年 PET 回收再生项目”，2023 年全年已实现 2.61 亿元销售收入，同比增长 227.48%，产品毛利率逐季改善，这标志着公司的再生 PET 产线已开始成熟运转。终端产品方面，公司通过再生 PS、再生 PET、再生 PE 三类材料的销售实现了建材板块的一站式服务，在合理利用不同材质废旧塑料的同时进一步加强了销售优势。产能规模上，中国再生塑料颗粒及瓶片加工企业数量多，规模大小不一，根据中国物资再生协会再生塑料分会对企业规模的分类标准，年产 1 万吨是大企业的归类标准。公司目前具备约 10 万吨/年再生 PS 产能，已投产 5 万吨/年以及在建 10 万吨/年再生 PET 产能。由此可见，公司在可再生塑料领域，规模优势显著，具备较强的市场竞争力。

► **投资建议：**公司海外基地布局战略的正确性得到验证，产能扩张仍在进行中，布局绿色再生产业符合国家减碳要求，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 2.69/3.20/3.72 亿元，对应 6 月 28 日收盘价 PE 分别为 18/15/13 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**原材料跨国供应风险，境外子公司所在地政策变动风险，原材料价格波动风险，产能扩张不及预期的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2,455	2,660	2,870	3,139
增长率 (%)	19.4	8.3	7.9	9.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	196	269	320	372
增长率 (%)	-15.2	37.6	18.8	16.3
每股收益 (元)	1.04	1.43	1.70	1.98
PE	25	18	15	13
PB	2.2	2.0	1.8	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 06 月 28 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

25.88 元



分析师 刘海荣

执业证书：S0100522050001

邮箱：liuhairong@mszq.com

分析师 曾佳晨

执业证书：S0100524040002

邮箱：zengjiachen@mszq.com

相关研究

- 再生资源行业事件点评：政策端发力，期待我国再生资源循环全方位落实-2024/03/14
- “双碳”主题行业深度报告：欧盟碳关税正式落地，国内碳市场加速搭建-2023/11/20

目录

1 全球化布局基地，扩大原材料来源+拓宽销售半径.....	3
1.1 业绩向好力证海外建厂的必要性	3
1.2 越南与马来西亚双基地驱动，产能扩张进行中	4
1.3 利用供应链优势打造全球销售网络	5
2 全产业链布局积攒独特竞争筹码，绿色环保的再生“艺术家”.....	7
2.1 全产业链布局打造独特优势.....	7
2.2 注重 ESG 形象，绿色环保是公司的标签	8
3 环境治理是全球的共同议题，可再生塑料市场潜力巨大	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

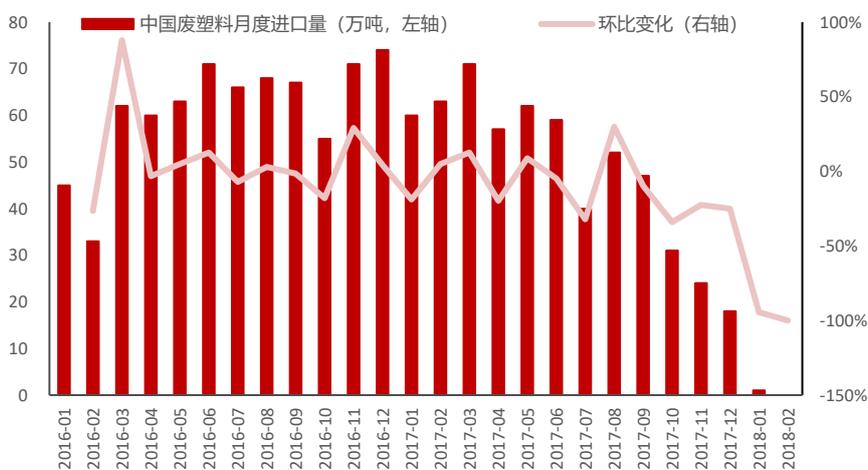
1 全球化布局基地，扩大原材料来源+拓宽销售半径

1.1 业绩向好力证海外建厂的必要性

禁止“洋垃圾”流入国内后，海外建厂拓宽原材料来源十分必要。2017年7月18日，国务院办公厅发布关于印发《禁止洋垃圾入境，推进固体废物进口管理制度改革实施方案》(以下简称“方案”)。方案明确指出，“洋垃圾”非法入境问题屡禁不绝，严重危害人民群众身体健康和我国生态环境安全，此方案意在全面禁止洋垃圾入境，推进固体废物进口管理制度改革，促进国内固体废物无害化、资源化利用。

方案发布后迅速生效，废塑料半年内几乎实现零进口。以与英科业务相关的废塑料为例，2017年10月国内废塑料月度进口量出现明显下滑，当月环比下降34%，至次年一季度，我国已几乎实现废塑料零进口。

图1：2016.01-2018.02 中国废塑料月度进口量



资料来源：wind，民生证券研究院

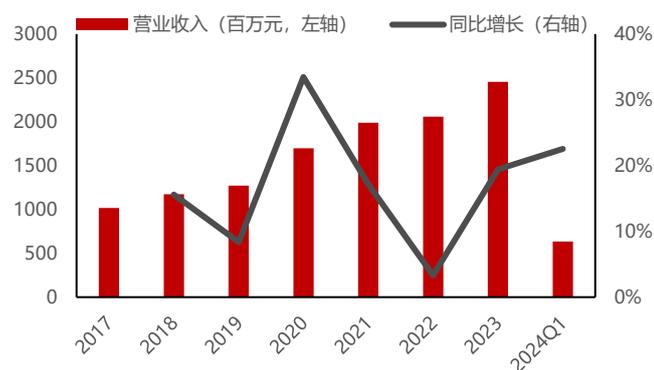
英科借助国内外基地实现更充分的废弃物资源利用。废弃物是公司作为再生资源企业的重要原材料，为避免国内废弃物减少造成的原材料短缺，公司前往海外布局生产基地。马来西亚英科是公司的PS和PET回收生产基地，其回收处理的塑料来源于海外多个国家和地区。公司国内各生产基地回收处理的塑料来源于我国境内。马来西亚英科生产的再生塑料粒子会运往公司各个生产基地用于深加工或者对外销售，公司借助海内外基地实现了国内外废弃物资源的合理利用。

“制造基地出海战略”成效逐步显现，赋能公司整体盈利能力。公司一季度单季度营收达6.33亿元，同比+22.54%，环比+0.48%；归母净利润达0.72亿元，同比+519.30%，环比+81.29%；扣非归母净利润达0.70亿元，同比+594.45%，环比+94.40%，实现营收与利润双增长，盈利增长显著。一季度的业绩增长得益于越南项目开始放量，一季度越南英科清化（一期）6公顷项目，充分利用越南独

特的区域位置、人工成本、税收优惠等众多优势，呈现产销两旺的良好势头，为整体业绩注入新引擎。

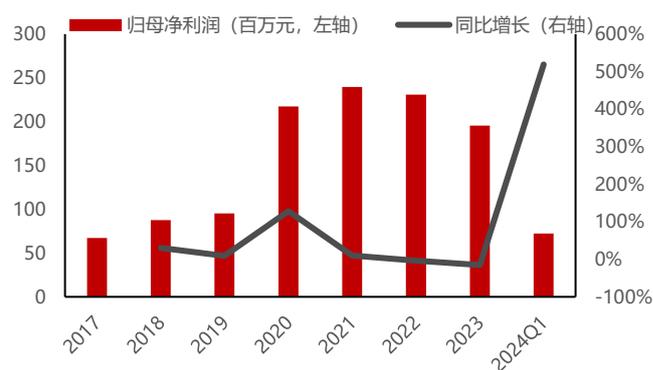
此外，公司6月18日公告称根据未经审计的财务数据，预计2024年1-5月累计实现营业收入11.00-11.40亿元，同比增长18%-22%；归属于母公司所有者的净利润11.50-12.50亿元，同比增长50%-63%。公司“全产业链、全球化”的竞争优势得到充分发挥。

图2：公司2017年-2024Q1营收（百万元）



资料来源：iFind，公司公告，民生证券研究院

图3：公司2017年-2024Q1净利润（百万元）



资料来源：iFind，公司公告，民生证券研究院

1.2 越南与马来西亚双基地驱动，产能扩张进行中

越南与马来西亚双基地驱动，再生 PS 与 PET 共同拉动公司业绩增长。公司于2018年成立首个海外基地——马来西亚基地，作为公司处理海外废旧 PS 粒子的基地；2019年马来西亚二期成立，建成后具备5万吨饮料瓶食品级再生粒子及片材生产能力，标志着公司正式开始涉足再生 PET 行业。该项目已形成食品级再生粒子、片材以及高端纤维级再生粒子三条产品线，2023年全年已实现2.61亿元销售收入，同比增长227.48%，产品毛利率逐季改善。

2022年首个越南基地成立，2023年针对性面对欧美大客户，验厂进度加快，全年实现营收1.42亿元，同比增长411.25%。越南一期项目的成功验证了公司出海战略的正确性，公司紧锣密鼓地布局了二期基地。2024年3月21日，公司已公布越南英科清化（二期）项目投建计划，建成后将形成年产各类环保机械24台（套）、再生塑料粒子3万吨、装饰建材4.5万吨、高端装饰框2280万片的生产能力，预计项目建设周期为24个月，为公司后续业绩增长奠基。

图4：公司基地设立发展史



资料来源：公司官网，民生证券研究院

基地扩充有利于公司更好发挥规模优势。中国再生塑料颗粒及瓶片加工企业数量多，规模大小不一，根据中国物资再生协会再生塑料分会对企业规模的分类标准，其中，微企业（2000 吨/年）、小企业（2000-4000 吨/年）、中企业（4000-10000 吨/年）、大企业（10000 吨/年）。公司目前具备约 10 万吨/年再生 PS 产能，已投产 5 万吨/年以及在建 10 万吨/年再生 PET 产能。由此可见，公司在可再生塑料领域，规模优势显著，具备较强的市场竞争力。

1.3 利用供应链优势打造全球销售网络

公司建有面向全球的可再生塑料回收网络，供应链优势显著，进而拓宽终端销售渠道。相较于国内回收体系较为分散，单个回收点的回收量小，回收成本较高等劣势，公司凭借多年的渠道积累，已经建立了一个较稳定的原材料供应网络。

国内销售方面，公司在北京、上海、淄博、广州、成都、重庆、石家庄、太原等地设立营销网点，具备较为完善的周边地区营销辐射能力。海外销售方面，公司通过参加展会、定期拜访、邮件沟通、线上推广等方式开发销售渠道并不断巩固销售网络。公司凭借优异的产品质量、领先的设计理念、完善的客户服务体系，经过多年的发展，已先后将产品销售至多个国家和地区。公司主要客户包括全球知名品牌，例如沃尔玛、Target、Nitori 等。

图5：英科再生全球销售布局



资料来源：英科再生公司官网，民生证券研究院

2 全产业链布局积攒独特竞争筹码，绿色环保的再生“艺术家”

2.1 全产业链布局打造独特优势

公司已经形成涵盖回收端---设备、再生端---塑料粒子、利用端---终端制品三大环节，多元化的产品体系。

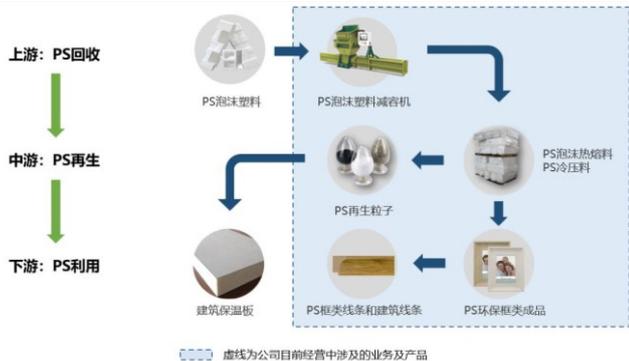
图6：公司经营模式示意图



资料来源：公司 2023 年 ESG 报告，民生证券研究院

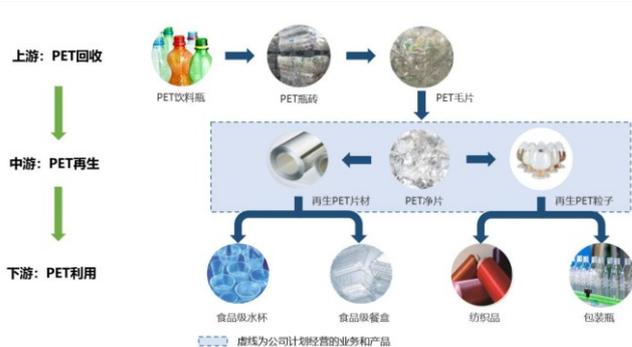
在 PS 塑料综合利用业务产业链中，公司布局覆盖全产业链，包括回收领域中利用泡沫塑料减容机压缩获得泡沫热熔料以及冷压料，并在再生领域中生产获得 PS 再生粒子，再生材料部分直接出售部分继续深加工获得成品框等产品。公司在 PET 产业链中覆盖中游 PET 再生环节，包括 PET 净片、再生 PET 片材制造等，并向下游销售终端产品。

图7：公司在 PS 塑料综合利用业务产业链中布局情况



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图8：公司在 PET 再生产产业链中布局情况



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

将饮料瓶“吃干抹净”，饮料瓶盖进一步生产再生 PE，助力建材板块实现一站

式服务。公司在室内外装饰材料及家居装饰品方面，推行了再生 PS 相框、镜框、踢脚线，再生 PE 户外墙板、地板等产品，让客户在享受舒适居家生活的同时，也无形中推动了全球碳减排事业。

英科再生深入布局塑料再生利用的各个环节，并把不同材质的塑料物尽其用，在以精美产品拓宽销售渠道的同时，也做到了绿色环保，可谓是再生“艺术家”。

图9：英科室内外装饰材料及家居装饰品一站式解决方案



资料来源：公司 2023 年 ESG 报告，民生证券研究院

2.2 注重 ESG 形象，绿色环保是公司的标签

公司再生产品减碳效果显著。公司在塑料回收、再生、利用三大领域持续深耕，充分展示了塑料循环全产业链的优势，产品方面，公司横向拓展 PS、PET、PE 品类，“三驾马车”共同拉动公司业绩的同时，也展现出了直观的碳减排效果。

表1：公司 2023 年主要产品碳减排效果一览

	PS	PET	PE
回收总量 (万吨)	3.98	2.46	0.86
避免填埋量 (万吨)	6.49	4.47	3.35
减少碳足迹 (万吨)	12.62	3.25	1.14

资料来源：公司 2023 年 ESG 报告，民生证券研究院

1. 回收量为公司从全球回收的塑料废料并进行再生造粒的量；
2. 避免填埋量为公司再生造粒以及贸易采购再生塑料粒子或半成品的量；
3. 计算来源：TUV 认证、美国塑料回收协会 (APR)

公司注重 ESG 形象，绿色环保是公司的标签，获得诸多 ESG 相关嘉奖。自成立以来，公司累计减少 340 万吨碳排放、累计节约使用 510 万吨原油资源、累计避免 3300 万棵树木被砍伐，是名副其实的绿色环保企业。出色的 ESG 表现也使得公司在国内外的 ESG 评级中获得了优秀的成绩，体现了国内外专业评级机构对公司绿色践行的认可。

图10：公司 ESG 评级展示

<p>S&P Global</p> <p>标普全球ESG分数 获得52分，超过全球91%的同业企业</p>	<p>IFC International Finance Corporation WORLD BANK GROUP Creating Markets, Creating Opportunities</p> <p>IFC（世界银行集团国际金融公司） 蓝色贷款</p>	<p>Sustainable Fitch</p> <p>惠誉常青 项目评级“优秀”</p>	<p>CDP DRIVING SUSTAINABLE ECONOMIES</p> <p>CDP气候变化评级 获“B-”级（管理级别）</p>	<p>Bloomberg</p> <p>Bloomberg 入选彭博ESG</p>
<p>Wind ESG</p> <p>Wind ESG 评级 获评A级，位居行业前2%</p>	<p>ecovadis</p> <p>EcoVadis 可持续发展绩效</p>	<p>中诚信绿金 CCXGF</p> <p>中诚信绿金评级 获评A-，评级展望为稳定</p>	<p>中国上市公司协会 ESG最佳实践案例</p>	<p>中国证券报 金牛科创奖</p>
<p>彭博绿金ESG50 年度受关注项目</p>	<p>全球零碳城市实践 先锋奖-金级</p>	<p>财联社致远奖 环境友好先锋企业奖</p>	<p>国际绿色零碳节 ESG模范公司</p>	<p>易董 最佳ESG实践奖</p>

资料来源：公司 2023 年 ESG 报告，民生证券研究院

3 环境治理是全球的共同议题，可再生塑料市场潜力巨大

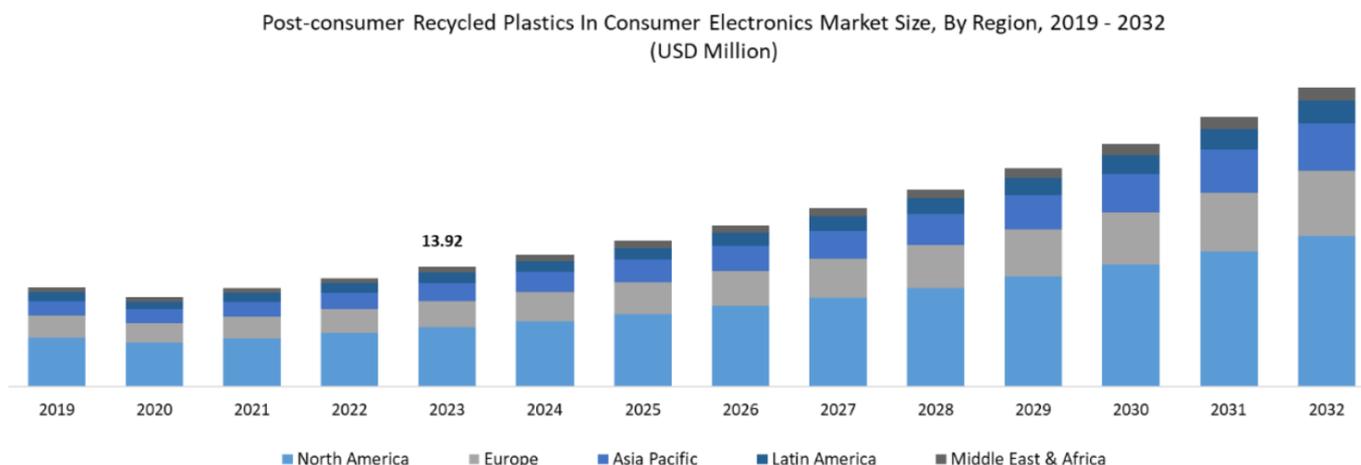
全世界绝大多数国家出台塑料治理政策意在解决废弃塑料造成的白色污染。当前国际上应对废弃塑料问题主要采取限制或禁止使用难回收的塑料制品、鼓励塑料回收处理、使用可降解塑料替代等思路，其中**加强塑料回收再生是国际主流趋势**。

再生塑料具有减污、降碳、循环优势大等优等特性。因此，推动再生塑料行业发展、出台相关政策提高再生塑料的应用比例、提升回收制造技术拓宽再生塑料的应用场景，对塑料行业实现碳中和目标意义重大。

国际性碳减排政策频出，减碳全球化趋势已成必然。2022年3月，第五次联合国环境大会通过《终止塑料污染治理全球协议》，法国、英国、智利、荷兰、南非、美国、加拿大、肯尼亚及印度等多个国家也已经形成国家塑料公约并达成区域协议，均要求增加塑料包装中的再生塑料成分。并计划通过五次非政府间谈判会议（INC会议），到2024年底，完成一份具有法律约束力的全球治理塑料污染文书。2023年4月25日，欧盟理事会投票通过了CBAM法案，标志着CBAM走完了整个立法流程，并于2023年10月进行试运行，拟定2026年1月正式实施。

全球可再生塑料市场增长潜力巨大。2024年1月，Polaris Market Research发布《消费后再生塑料市场份额、规模、趋势、行业分析报告、来源、类型、地区、细分市场预测（2024-2032）》，文中分析2023年全球消费的再生塑料对应市场价值110.9亿美元，该数字预计2024-2032年将将以10.60%的复合年均增长率提升。预计2032年全球消费再生塑料市场规模预计将达到273.4亿美元。

图11：全球再生塑料 2019-2032 年（含预测）市场规模



资料来源：Polaris Market Research，公司公告，民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

公司坚持落实“全产业链、全球化”布局，海外制造基地战略的正确性得到验证，产能扩张仍在进行中，布局绿色再生产业响应国家减碳要求，绿色产品符合全球环保趋势，未来市场上升空间较大。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 2.69/3.20/3.72 亿元，EPS 分别为 1.43/1.70/1.98 元，对应 6 月 28 日收盘价 PE 分别为 18/15/13 倍，维持“推荐”评级。

5 风险提示

1) 原材料跨国供应风险。马来西亚英科的 PS 和 PET 回收生产基地，其回收处理的塑料来源于海外多个国家和地区。公司可能面临跨国供应风险的原材料为泡沫饼块、再生塑料粒子。公司的原材料涉及多个环节的跨国供应，若因相关国家的政策发生变化，或因公司自身原因导致原材料跨国供应中断，将会造成公司无法稳定获得原材料或无法取得马来西亚英科生产的再生塑料粒子，可能对公司产生重大不利影响。

2) 境外子公司所在地的政策变动风险。马来西亚英科是公司最主要的 PS/PET 再生造粒生产基地，其原材料来源于从世界各地采购的可再生 PS/PET 塑料。若马来西亚的相关政策，包括海关、环保、产业政策等发生调整，或者公司不能持续符合相关政策的要求，如马来西亚禁止进口可再生塑料等废料或可再生材料，或者公司违反禁止性规定、无法取得必要的资质，则马来西亚英科可能出现无法正常进口可再生塑料、无法正常生产或无法正常出口产品的风险，公司原材料供应可能面临风险。

3) 原材料价格波动风险。PS 泡沫/饼块及再生 PS 粒子是公司的主要原材料，上述原材料价格的变化会对公司的经营业绩产生影响。如果原材料价格持续大幅上涨，公司直接材料成本将会上涨。当公司产品销售价格传导机制不能充分传递直接材料价格上涨对公司成本的影响时，公司总体盈利能力将会下降，会对公司生产经营产生不利影响。

4) 产能扩张不及预期的风险。公司增长动力之一来源于越南与马来西亚基地的扩建项目，如产能扩张不及预期，将影响公司产品的产销量，进而影响公司整体业绩。

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	2,455	2,660	2,870	3,139
营业成本	1,824	1,888	2,006	2,174
营业税金及附加	15	19	20	22
销售费用	126	138	149	166
管理费用	186	199	218	235
研发费用	105	114	123	135
EBIT	188	303	356	410
财务费用	-31	-4	-4	-5
资产减值损失	-13	-10	-7	-4
投资收益	1	1	1	1
营业利润	219	298	354	412
营业外收支	-3	0	0	0
利润总额	216	298	354	412
所得税	20	29	34	40
净利润	196	269	320	372
归属于母公司净利润	196	269	320	372
EBITDA	293	412	477	540

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,312	1,592	1,623	1,682
应收账款及票据	300	304	328	341
预付款项	136	136	140	152
存货	305	311	334	366
其他流动资产	404	885	887	889
流动资产合计	2,456	3,227	3,311	3,430
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	961	1,029	1,090	1,150
无形资产	163	168	172	177
非流动资产合计	1,560	1,811	1,863	1,889
资产合计	4,017	5,038	5,175	5,318
短期借款	1,295	2,095	1,995	1,795
应付账款及票据	245	248	242	238
其他流动负债	184	163	118	128
流动负债合计	1,725	2,506	2,355	2,161
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	53	51	51	54
非流动负债合计	53	51	51	54
负债合计	1,778	2,558	2,406	2,215
股本	188	188	188	188
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	2,239	2,480	2,769	3,103
负债和股东权益合计	4,017	5,038	5,175	5,318

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	19.41	8.33	7.90	9.37
EBIT 增长率	1.54	61.10	17.29	15.11
净利润增长率	-15.22	37.59	18.76	16.31
盈利能力 (%)				
毛利率	25.69	29.00	30.09	30.74
净利润率	7.97	10.12	11.14	11.85
总资产收益率 ROA	4.87	5.34	6.18	6.99
净资产收益率 ROE	8.74	10.85	11.55	11.98
偿债能力				
流动比率	1.42	1.29	1.41	1.59
速动比率	0.97	0.78	0.85	0.96
现金比率	0.76	0.64	0.69	0.78
资产负债率 (%)	44.26	50.76	46.49	41.65
经营效率				
应收账款周转天数	44.58	42.00	42.00	40.00
存货周转天数	61.03	62.00	62.00	62.00
总资产周转率	0.71	0.59	0.56	0.60
每股指标 (元)				
每股收益	1.04	1.43	1.70	1.98
每股净资产	11.92	13.21	14.75	16.53
每股经营现金流	1.55	1.23	3.99	3.82
每股股利	0.15	0.17	0.20	0.23
估值分析				
PE	25	18	15	13
PB	2.2	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	18.64	13.25	11.46	10.11
股息收益率 (%)	0.58	0.65	0.77	0.89

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	196	269	320	372
折旧和摊销	105	109	121	130
营运资金变动	-30	-222	225	141
经营活动现金流	292	231	749	718
资本开支	-252	-216	-171	-153
投资	-35	-73	0	0
投资活动现金流	-286	-658	-470	-352
股权募资	0	0	0	0
债务募资	882	800	-138	-200
筹资活动现金流	537	708	-248	-307
现金净流量	556	280	31	59

插图目录

图 1: 2016.01-2018.02 中国废塑料月度进口量	3
图 2: 公司 2017 年-2024Q1 营收 (百万元)	4
图 3: 公司 2017 年-2024Q1 净利润 (百万元)	4
图 4: 公司基地设立发展史	5
图 5: 英科再生全球销售布局	6
图 6: 公司经营模式示意图	7
图 7: 公司在 PS 塑料综合利用业务产业链中布局情况	7
图 8: 公司在 PET 再生产业链中布局情况	7
图 9: 英科室内外装饰材料及家居装饰品一站式解决方案	8
图 10: 公司 ESG 评级展示	9
图 11: 全球再生塑料 2019-2032 年 (含预测) 市场规模	10

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司 2023 年主要产品碳减排效果一览	8
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。	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