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 年 08 月 19 日

➢ **事件：2022 年 8 月 17 日，公司发布 2022 半年报：**2022H1，公司实现营收 93.69 亿元，同比增长 64.6%；归母净利润 7.97 亿元，同比增长 46%；扣非归母净利 6.63 亿元，同比增长 38.6%。2022Q2，公司实现营收 49.73 亿元，同比增长 58.7%、环比增长 13.1%；归母净利润 4.31 亿元，同比增长 49.9%、环比增长 17.9%；扣非归母净利 3.75 亿元，同比增长 48.1%、环比增长 30%。业绩超我们此前预期。

➢ **光伏领跑，业绩同比大增。**2022H1 营收同比增长 64.6%，其中磁材/器件/光伏/锂电分别实现收入 21.4/3.7/58.6/8.1 亿元，分别同比增长 11.38%/14.57%/97.54%/151.12%，光伏+锂电增速领跑。归母净利润同比增长 46%至 7.97 亿元，主要得益于毛利同比增 41.31%至 15.61 亿元，其中磁性、光伏、锂电产品的毛利分别为 5.01/7.76/1.92 亿元，磁材和光伏毛利分别同比增长 5.16%/93.29%。毛利同比增加 4.57 亿元，磁材、光伏分别占增量的 5.39%和 82.01%。光伏产品毛利增长主要是由于上半年光伏景气，公司产品量价齐升。

①量：公司于去年底建成投产的 4GW 高效电池、2GW 高效组件等项目，经过短暂的爬坡，均在 Q1 实现满产，上半年电池出货 2GW，组件出货 2.2GW，其中 166mm+182mm 电池产能占比超 90%，欧洲市场组件出货占比约 80%。

②价：上半年传统能源价格大涨，作为替代品种的光伏需求快速增长，阶段性供需错配推高硅料价格，上半年硅料均价同比上涨 71%至 253 元/千克，进而推动组件和电池片价格上涨。

③毛利率：售价成本同步提升，或由于分母端售价上涨比例较大，公司综合毛利率同比下降 2.75pct 至 16.67%。光伏/磁材毛利率均有所下滑，分别同比下滑 0.30/3.69pct。

➢ **回购+增持彰显管理层信心。**2022 年 4 月，公司公告称拟使用自有资金人民币 1.5-2.5 亿元回购公司股份，回购股份价格不超过人民币 20 元/股（目前已调整为 30 元/股），截至 8 月 18 日已完成回购 1110 万股。4 月 15 日，公司董事长、副总经理、董秘等高管通过集中竞价方式在二级市场进行增持，4 人共增持 15.23 万股。回购和增持都彰显了管理层对公司发展的信心。

➢ **投资建议：**随着磁材+器件以及光伏+锂电两大产业中公司布局的各项目投产，公司逐步打开成长空间。2022 年 7 月，2.5GW 高效组件项目建成投产，后续还有 6GWh 高性能锂电池项目的产能投产，下半年增量有保障。我们上调公司盈利预测，预计公司 2022-2024 年将实现归母净利 16.50 亿元、19.92 亿元和 23.45 亿元，EPS 分别为 1.01 元、1.22 元和 1.44 元，对应 8 月 19 日收盘价的 PE 分别为 23、19 和 16 倍，维持“推荐”评级。

➢ **风险提示：**原材料价格大幅上涨，产能释放不及预期，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）	12,607	20,212	26,641	32,562
增长率（%）	55.5	60.3	31.8	22.2
归属母公司股东净利润（百万元）	1,120	1,650	1,992	2,345
增长率（%）	10.5	47.3	20.7	17.7
每股收益（元）	0.69	1.01	1.22	1.44
PE	34	23	19	16
PB	5.69	4.89	4.19	3.57

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 08 月 19 日收盘价）

推荐 维持评级

当前价格： 23.55 元

分析师： 邱祖学
执业证号：S0100521120001
邮箱：qiuzuxue@mszq.com
研究助理 张弋清
执业证书：S0100121120057
邮箱：zhangyiqing@mszq.com

相关研究

1.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

2.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 2022 年半年报 3
2 点评：光伏领跑增长，扩产动能强劲 3
2.1 2022 半年度业绩：光伏产品领跑，新增产能推动业绩增长 3
2.2 项目进展 7
2.3 回购+增持彰显管理层信心 8
3 盈利预测与投资建议 10
3.1 估值分析 10
4 风险提示 11
插图目录 13
表格目录 13

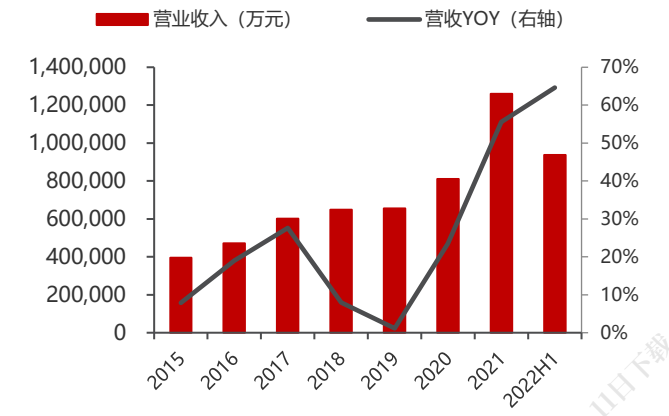
用户49167107 于2022-10-11日下载，仅供本人内部使用，不可传播与转载

1 事件：公司发布 2022 年半年报

公司发布 2022 半年报：2022 上半年，公司实现营收 93.69 亿元，同比增长 64.6%；归母净利润 7.97 亿元，同比增长 46%；扣非归母净利 6.63 亿元，同比增长 38.6%。业绩超我们此前预期。

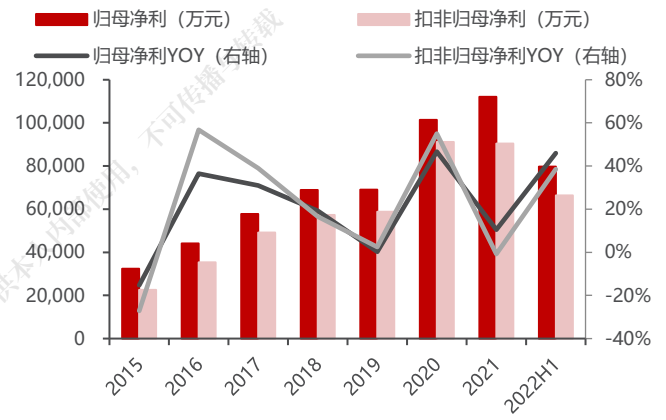
单季度来看，2022Q2，公司实现营收 49.73 亿元，同比增长 58.7%、环比增长 13.1%；归母净利润 4.31 亿元，同比增长 49.9%、环比增长 17.9%；扣非归母净利 3.75 亿元，同比增长 48.1%、环比增长 30%。

图1：2022 年 H1，公司营收同比增加 64.63%



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2022 年 H1，公司归母净利润同比增加 45.96%



资料来源：wind，民生证券研究院

产能方面，2022 年 H1，公司磁性材料具有年产 20 万吨铁氧体预烧料、16 万吨永磁铁氧体、4 万吨软磁铁氧体、2 万吨塑磁的产能，是国内规模最大的铁氧体磁性材料生产企业；光伏产业具有年产 8GW 电池、6GW 组件的内部产能；锂电产业具有年产 2.5GWh 锂电池的产能，随着产能的持续扩张将逐步跻身于小动力行业细分市场前列。

2 点评：光伏领跑增长，扩产动能强劲

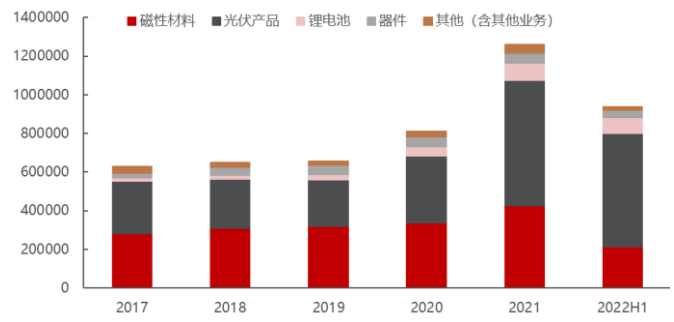
2.1 2022 半年度业绩：光伏产品领跑，新增产能推动业绩增长

从营收来看，2022 年 H1，光伏产品是营收占比最大的业务，贡献了约 78.7% 的营收增长，且增量领跑各大业务。2022 年 H1 公司营收同比增加 64.63%，其中磁性材料、光伏产品、器件、锂电池的营收分别为 21.44、58.62、3.75 和 8.13

亿元，同比去年分别增长 11.38%、97.54%、14.57%和 151.12%，占比分别为 17%、46.5%、6.45%和 2.97%。**从对营收增长的贡献来看，**2021 年公司营收同比增加 36.78 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+5.95%、+78.7%、+1.29%、+13.31%。

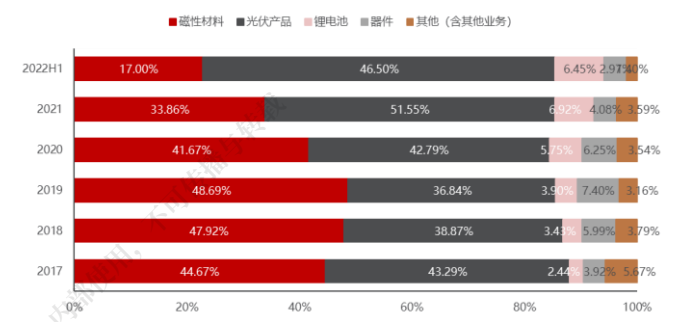
业务快速增长的原因：新投资的光伏和锂电项目产能得到有效释放，营业收入实现高速增长；磁性材料收入实现稳健增长。

图3：2022 年 H1，磁性材料营收为 21.44 亿元（单位：万元）



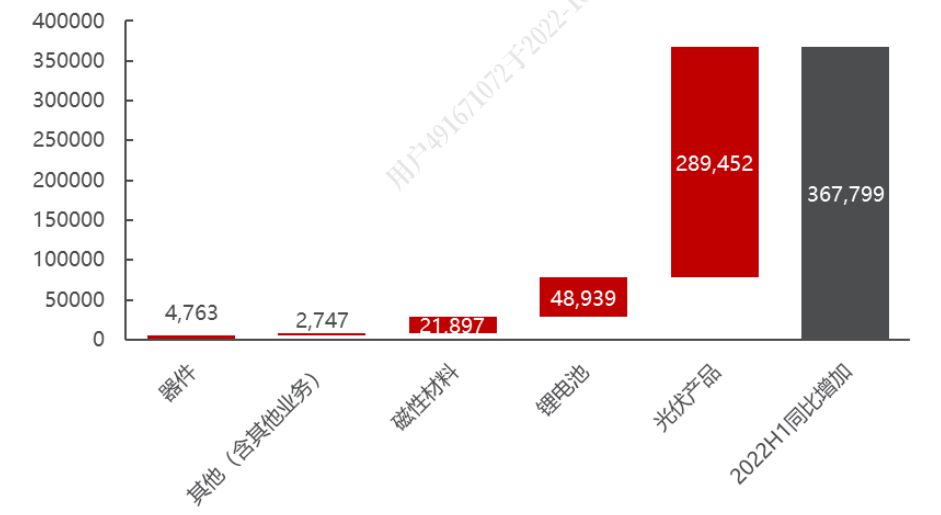
资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2022 年 H1，磁性材料营收占比 17%



资料来源：wind，民生证券研究院

图5：2022 年 H1，公司营收同比增加 36.78 亿元（单位：万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

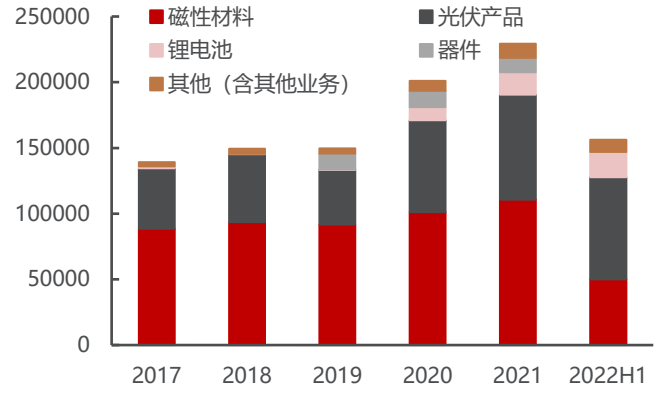
从毛利来看，2022 年 H1，公司毛利率同比下降 1.51pct，磁材和光伏两大板块的毛利率略有下降。2022 年 H1，公司毛利率同比下降 1.51pct 至 16.67%，磁性材料、光伏产品业务毛利率分别同比下降 3.69pct 和 0.3pct。毛利率同比变动的原因：部分原材料价格上涨叠加海运运费增加，使得公司成本有所上升。

2022 年 H1，磁材和光伏两大板块毛利同比增长 5.16%和 93.29%。2022

年 H1 公司毛利同比增 41.31%，其中磁性材料、光伏产品的毛利分别为 5.01 亿和 7.76 亿元，同比分别变化+5.16%和+93.29%。

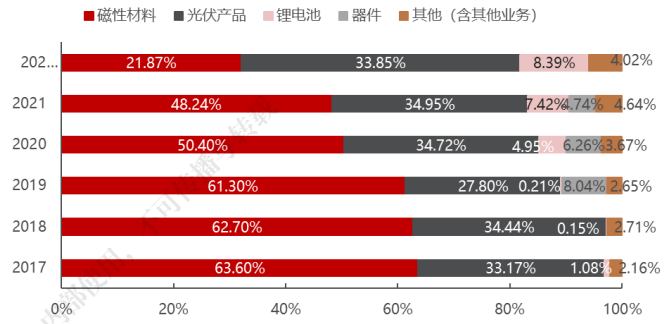
从对毛利增长的贡献来看，2022 年 H1 光伏产品贡献约 82.01%的毛利增长。2022 年 H1 公司毛利同比增加 4.57 亿元，其中磁材、光伏占比分别为 5.39%和 82.01%。

图6：2022 年 H1，磁性材料毛利为 5.01 亿元（单位：万元）



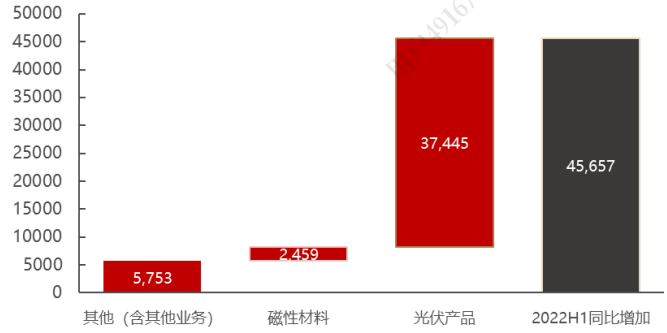
资料来源：wind，民生证券研究院
注：22 年 H1 未披露器件毛利

图7：2022 年 H1，磁性材料毛利占比为 21.87%



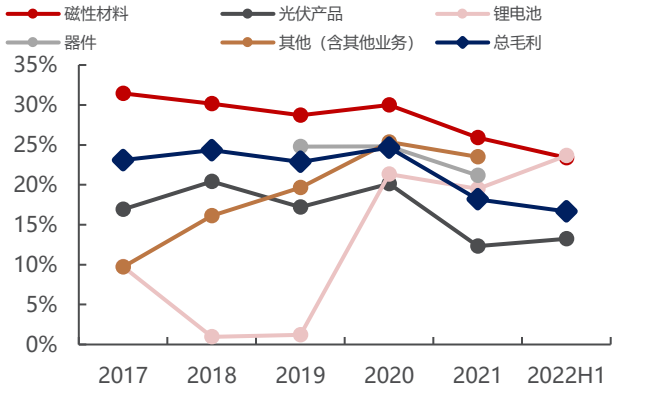
资料来源：wind，民生证券研究院

图8：2022 年 H1，公司毛利同比增加 4.57 亿元（单位：万元）



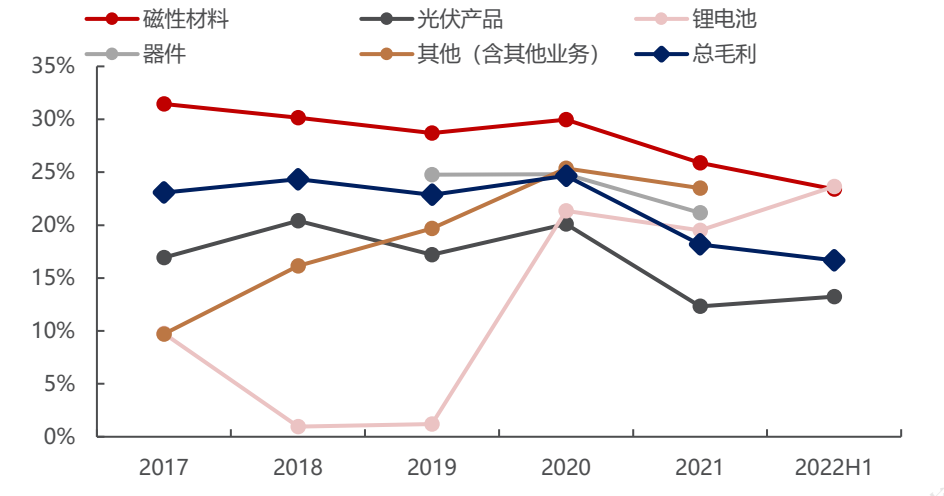
资料来源：wind，民生证券研究院
注：21 年 H1 未披露器件、锂电池毛利

图9：2022 年 H1，磁性材料业务毛利率为 23.39%



资料来源：wind，民生证券研究院

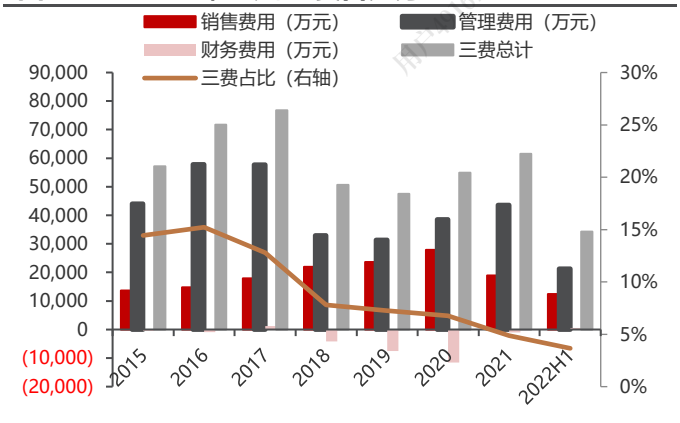
图10：2022 年 H1，磁性材料业务毛利率为 23.39%



资料来源：wind，民生证券研究院

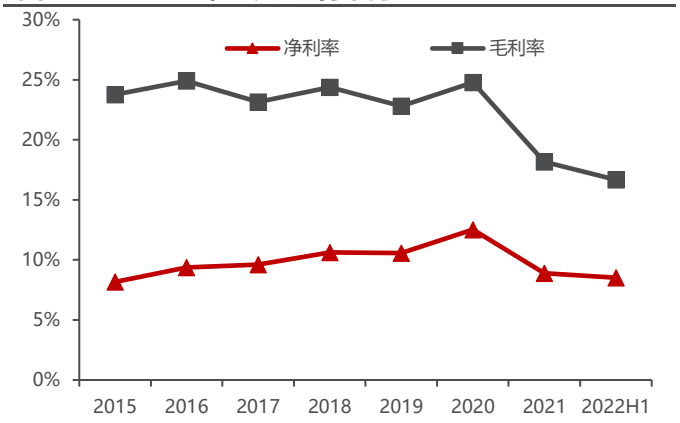
从费用率来看，2022H1 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 1.3%、2.3%和 0.1%，三费占比稳步下降，管理不断优化。同时，公司研发费用随营收增长而稳步增长，研发费用率始终保持在高位，2022H1 占比 4.91%。在此基础上，公司净利率表现优秀，2022 年 H1 净利率为 8.5%，较 2021 年提升 0.24pct。

图11：2022H1，公司三费占比为 3.7%



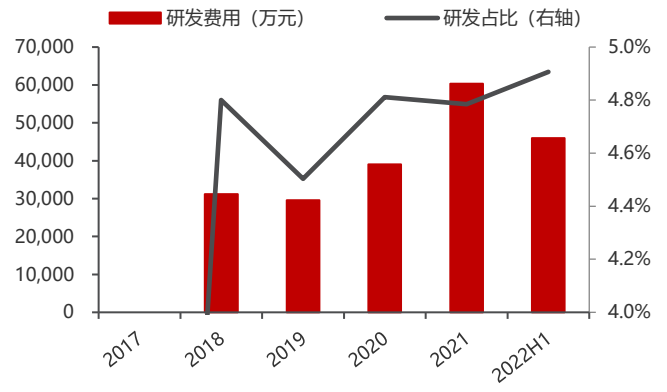
资料来源：wind，民生证券研究院

图12：2022H1，公司毛利率为 16.67%



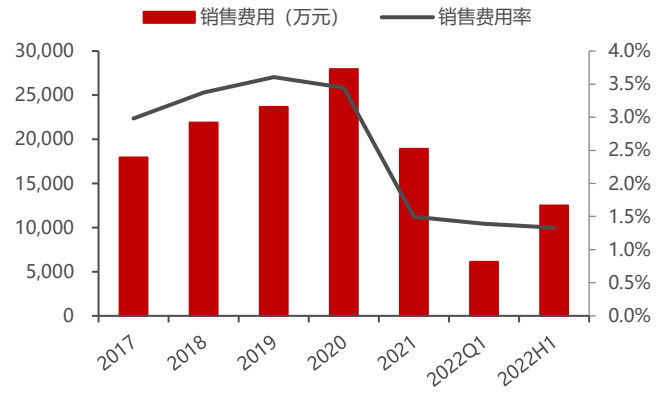
资料来源：wind，民生证券研究院

图13：2022H1，公司研发费用率为 4.91%



资料来源：wind，民生证券研究院

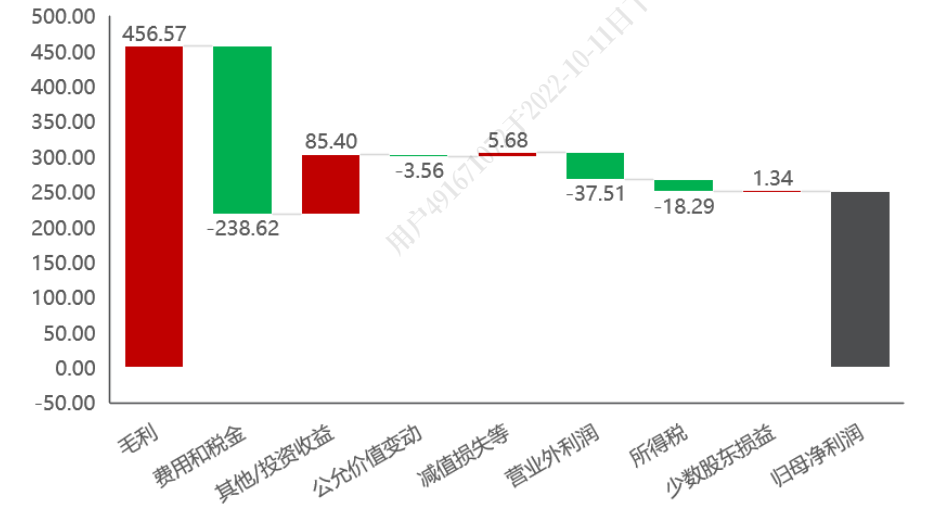
图14：2022H1，公司销售费用率为 1.3%



资料来源：wind，民生证券研究院

在此基础上，公司归母净利润同比增长 4.57 亿元，同比增长 46%。增量主要得益于毛利同比增 41.31%至 15.61 亿元，费用和税金也有一定程度增长，归母净利润增速略高于毛利增速。

图15：2022 年 H1 公司业绩变化拆分



资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 项目进展

2022 年 H1，公司新项目不断落地投产，新增产能不断实现。2022 年 1 月，公司筹资建设新建高效一体电感项目、年产 1.5 万吨软磁铁氧体项目、年产 2.5GW 高效组件项目、年产 6GWh 高性能锂电池项目和年产 2.2 万吨永磁铁氧体项目等多个项目，涉及永磁、锂电等板块；7 月，年产 2.5GW 高效组件项目建成投产。

表1：2022H1 公司主要新建项目情况

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
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	项目建成并全部达产后预计可新增 51.2 亿只一体电感的产能。本项目将分三期实施，第一期生产线计划于项目主体开工建设起 12 个月内完成建设并逐步投产。第二、三期生产线投入时间将视市场拓展情况进行调整。
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	项目将于建设开工后 7 个月内建成并逐步投产，目前已投产
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	项目将分二期实施，第一期生产线计划于 2022 年 8 月底完成投资并逐步投产，第二期生产线投入时间将视市场拓展情况进行调整。
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	项目将于厂房主体建设开工后 9 个月内建成并逐步投产
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	项目将分三期实施，厂房及第一期生产线计划于 2022 年 9 月底完成建设并逐步投产，具体实施进度以公司有权机构审批的进度为准。第二、三期生产线投入时间将视市场拓展情况进行调整。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：标红的项目为 2022 年半年报发布时已投产项目

用户49167107于2022-10-11日下载，仅供本人内部使用，不可传播与转载

2.3 回购+增持彰显管理层信心

2022 年 4 月 9 日，公司公告称拟使用自有资金人民币 1.5-2.5 亿元回购公司股份，回购股份价格不超过人民币 20 元/股（后上调为不超过 30 元/股），预计回购股份数量为 750 万股—1250 万股，约占公司目前已发行总股本的 0.46%—0.77%。2022 年 4 月 15 日，公司董事长、副总经理、董秘等高管通过集中竞价方式在二级市场进行增持，4 人共增持 15.23 万股。回购和增持都彰显了管理层对公司发展的信心。

截至 2022 年 8 月 18 日，公司以集中竞价方式已累计回购公司股份 1110 万股，占公司总股本的 0.68%，回购计划基本完成。

表2：2022H1 公司高管增持情况

姓名	职务	增持方式	增持时间	增持前直接持股数（股）	增持前持股比例（%）	本次增持股数（股）	增持后直接持股数（股）	增持后持股比例（%）
任海亮	董事长、董事兼总经理	集中竞价	2022/4/14	2,000,000	0.1229	90,000	2,090,000	0.1285
任晓明	副总经理	集中竞价	2022/4/14	0	0	20,000	20,000	0.0012
郭晓东	副总经理	集中竞价	2022/4/14	0	0	22,300	22,300	0.0014
吴雪萍	副总经理兼董事会秘书	集中竞价	2022/4/14	57,120	0.0035	20,000	77,120	0.0047

资料来源：wind，民生证券研究院

用户49167107于2022-10-11日下载，仅供本人内部使用，不可传播与转载

3 盈利预测与投资建议

3.1 估值分析

目前公司主营业务为磁材+器件以及光伏+锂电两大产业。铁氧体方面，我们选择两家主营为永磁铁氧体的 A 股企业领益智造和龙磁科技作为可比公司，2022 年 PE 的 Wind 一致性预期均值为 23 倍；光伏组件方面，我们选择隆基绿能、晶科能源和晶澳科技作为可比公司，2022 年 PE 的 Wind 一致性预期均值为 43 倍。按照毛利占比加权后，可比公司 2022 年 PE 的 Wind 一致性预期均值为 35 倍。公司作为行业龙头，业绩确定性较高，应当给予一定的估值溢价，因此我们认为公司估值水平具备提升空间，维持“推荐”评级。

表3：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
002600.SZ	领益智造	5.76	0.17	0.29	0.35	44	20	16
300835.SZ	龙磁科技	35.5	1.85	1.36	1.80	39	26	20
铁氧体估值平均值						**42**	**23**	**18**
601012.SH	隆基绿能	56.12	1.68	1.86	2.38	51	30	23
688223.SH	晶科能源	17.35	0.14	0.28	0.46	--	62	37
002459.SZ	晶澳科技	69.07	1.27	1.84	2.52	73	38	27
光伏估值平均值						**62**	**43**	**29**
002056.SZ	**横店东磁**	**23.55**	**0.69**	**1.01**	**1.22**	**34**	**23**	**19**

资料来源：wind，民生证券研究院

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2022 年 8 月 19 日

4 风险提示

1）原材料价格大幅上涨。公司产品的上游原料均为大宗商品，有色金属近期涨幅较大，若原料价格持续上涨，将对公司的利润产生不利影响。

2）产能释放不及预期。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）下游需求不及预期等。公司在建项目较多，产能增长迅速，若下游市场开拓遇到困难，或是需求不及预期，导致公司产能利用率不足，单吨折旧摊销会增加，从而使得成本增加，叠加产量减少，对公司盈利产生打击。

用户49167107 于2022-10-11日下载，仅供本人内部使用，不可传播与转载

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	**12,607**	**20,212**	**26,641**	**32,562**
营业成本	10,316	16,886	22,316	27,384
营业税金及附加	35	40	71	81
销售费用	189	303	400	488
管理费用	436	505	851	979
研发费用	603	1,011	1,332	1,628
EBIT	1,122	1,467	1,670	2,002
财务费用	-10	35	87	107
资产减值损失	-3	-5	-6	-8
投资收益	107	243	320	372
营业利润	**1,241**	**1,835**	**2,204**	**2,599**
营业外收支	-14	-10	-9	-15
利润总额	**1,227**	**1,825**	**2,195**	**2,584**
所得税	107	173	202	239
净利润	1,120	1,651	1,993	2,345
归属于母公司净利润	**1,120**	**1,650**	**1,992**	**2,345**
EBITDA	1,531	1,933	2,180	2,586

资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,445	5,518	6,621	7,614
应收账款及票据	2,014	3,852	4,941	5,956
预付款项	220	291	406	504
存货	1,745	2,632	3,537	4,365
其他流动资产	923	997	1,161	1,309
流动资产合计	**8,348**	**13,290**	**16,667**	**19,748**
长期股权投资	14	20	28	36
固定资产	3,978	4,781	5,708	6,665
无形资产	340	357	373	390
非流动资产合计	**4,830**	**5,899**	**7,039**	**8,150**
资产合计	**13,177**	**19,189**	**23,706**	**27,897**
短期借款	588	2,302	2,746	2,763
应付账款及票据	4,623	7,131	9,480	11,716
其他流动负债	750	1,429	1,841	2,216
流动负债合计	**5,961**	**10,862**	**14,067**	**16,695**
长期借款	18	18	16	15
其他长期负债	430	430	430	430
非流动负债合计	**448**	**447**	**446**	**444**
负债合计	**6,409**	**11,309**	**14,513**	**17,139**
股本	1,627	1,627	1,627	1,627
少数股东权益	39	40	41	41
股东权益合计	**6,769**	**7,880**	**9,193**	**10,758**
负债和股东权益合计	**13,177**	**19,189**	**23,706**	**27,897**

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力（%）				
营业收入增长率	55.54	60.32	31.81	22.23
EBIT 增长率	7.10	30.74	13.90	19.83
净利润增长率	10.54	47.27	20.73	17.70
盈利能力（%）				
毛利率	18.17	16.46	16.23	15.90
净利润率	8.88	8.17	7.48	7.20
总资产收益率 ROA	8.50	8.60	8.40	8.40
净资产收益率 ROE	16.65	21.05	21.77	21.88
偿债能力				
流动比率	1.40	1.22	1.18	1.18
速动比率	1.07	0.95	0.90	0.89
现金比率	0.58	0.51	0.47	0.46
资产负债率（%）	48.64	58.94	61.22	61.44
经营效率				
应收账款周转天数	56.73	68.10	66.23	65.27
存货周转天数	61.73	56.89	57.85	58.18
总资产周转率	0.96	1.05	1.12	1.17
每股指标（元）				
每股收益	0.69	1.01	1.22	1.44
每股净资产	4.14	4.82	5.63	6.59
每股经营现金流	0.79	1.43	1.77	2.03
每股股利	0.24	0.34	0.43	0.49
估值分析				
PE	34	23	19	16
PB	5.69	4.89	4.19	3.57
EV/EBITDA	23.18	18.17	15.81	12.95
股息收益率（%）	1.02	1.44	1.83	2.09

现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1,120	1,651	1,993	2,345
折旧和摊销	409	466	509	585
营运资金变动	-266	331	501	536
经营活动现金流	**1,285**	**2,319**	**2,872**	**3,306**
资本开支	-1,004	-1,553	-1,625	-1,679
投资	-416	3	-28	-27
投资活动现金流	**-1,168**	**-1,308**	**-1,333**	**-1,334**
股权募资	26	0	0	0
债务募资	-277	1,713	442	15
筹资活动现金流	**-363**	**1,061**	**-436**	**-978**
现金净流量	**-329**	**2,072**	**1,104**	**993**

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

插图目录

图 1： 2022 年 H1，公司营收同比增加 64.63% 3
图 2： 2022 年 H1，公司归母净利润同比增加 45.96% 3
图 3： 2022 年 H1，磁性材料营收为 21.44 亿元（单位：万元） 4
图 4： 2022 年 H1，磁性材料营收占比 17% 4
图 5： 2022 年 H1，公司营收同比增加 36.78 亿元（单位：万元） 4
图 6： 2022 年 H1，磁性材料毛利为 5.01 亿元（单位：万元） 5
图 7： 2022 年 H1，磁性材料毛利占比为 21.87% 5
图 8： 2022 年 H1，公司毛利同比增加 4.57 亿元（单位：万元） 5
图 9： 2022 年 H1，磁性材料业务毛利率为 23.39% 5
图 10： 2022 年 H1，磁性材料业务毛利率为 23.39% 6
图 11： 2022H1，公司三费占比为 3.7% 6
图 12： 2022H1，公司毛利率为 16.67% 6
图 13： 2022H1，公司研发费用率为 4.91% 7
图 14： 2022H1，公司销售费用率为 1.3% 7
图 15： 2022 年 H1 公司业绩变化拆分 7

表格目录

盈利预测与财务指标 1
表 1： 2022H1 公司主要新建项目情况 8
表 2： 2022H1 公司高管增持情况 9
表 3： 可比公司 PE 数据对比 10
公司财务报表数据预测汇总 12

用户49167107 于2022-10-31日下载，仅供个人内部使用，不可传播与转载

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