

2022年08月29日

融捷股份 (002192.SZ)

## 甲基卡锂矿产能稳步释放, 成都融捷投资收益可观

■事件: 公司发布2022年半年报, 公司2022年H1实现营业收入9.87亿元, 同比增长194.44%; 实现归母净利润5.76亿元, 同比增长4444%; 基本每股收益2.22元/股。其中2022年Q2实现营业收入5.09亿元, 同比增长124.79%; 实现归母净利润3.22亿元, 同比增长2861%。

■精矿业务毛利增加, 锂盐业务毛利提升明显。营收方面, 2022年H1锂盐、电池设备制造、锂精矿营业收入分别为6.21亿元、1.88亿元、1.74亿元, 依次同比变动+258.6%、56.1%、328.5%, 占营业总收入比例依次为63%、19.1%、17.7%。成本方面, 2022年H1锂盐、电池设备制造、锂精矿营业成本分别为5.01亿元、1.3亿元、0.28亿元, 依次同比变动+216.1%、43.8%、109.8%, 占营业总成本比例依次为75.8%、19.6%、4.3%。毛利方面, 2022年H1锂盐、电池设备制造、锂精矿毛利分别为1.2亿元、0.59亿元、1.46亿元, 占毛利比例依次为36.8%、18%、44.9%, 毛利率依次为19.3%、31.1%、83.8%。

■锂矿采选业务放量节奏可观, 单吨收入及毛利明显提升。(1)量: 2022年H1公司产销锂精矿依次为2.37万吨、2.30万吨(折6%品位1.89万吨)。公司锂矿采选业务累计完成采剥总量42.14万吨, 其中剥岩量29.11万吨, 采出原矿量13.03万吨; 选厂累计处理原矿12.94万吨, 产出锂精矿2.37万吨。(2)价: 2022年H1锂精矿完成销售额2.9亿元, 抵销与联营企业的未实现内部交易利润后, 列报锂精矿收入1.74亿元, 均价1.26万元/吨(1.53万元/吨, 折SC6), 2022年H1SMM锂精矿均价2.3万元/吨, 或与市场价存在一定折价。(3)2022年H1单吨成本、毛利约2041元/吨、10567元/吨。(4)冬歇期结束, 锂矿放量节奏可观: 据公告, 甲基卡目前精矿产能约7-8万吨, 2022年Q1产出锂精矿0.42万吨, Q2产出1.95万吨, 下半年产量有望继续提升。(5)融达锂业尾矿库安全许可更新: 2022年6月, 融达锂业获得四川省应急管理厅颁发的康定甲基卡锂辉石矿尾矿库《安全生产许可证》, 有效期为2022年6月6日至2025年6月5日。

■锂盐业务量价齐增, 贡献部分利润。(1)量: 公司控股长和华锂80%股权, 其电池级碳酸锂、氢氧化锂产能依次为3000/1800吨, 2022年H1生产及加工电池级锂盐约1515吨、销售2006吨(其中: 贸易类250吨)。(2)价: 2022年H1锂盐单吨收入、单吨成本、单吨毛利依次为31、25、6万元/吨。

■成都融捷顺利投产, 库存可观收益或后置。据公告, 成都融捷一期2

## 公司动态分析

证券研究报告

新型建材及非金属新材料

投资评级 买入-A

维持评级

6个月目标价: 145元  
股价(2022-08-26) 127.74元

### 交易数据

总市值(百万元)	33,168.36
流通市值(百万元)	33,100.02
总股本(百万股)	259.66
流通股本(百万股)	259.12
12个月价格区间	78.39/187.80元

### 股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.07	-8.26	6.24
绝对收益	-3.61	-1.08	-7.43

覃晶晶

分析师

SAC 执业证书编号: S1450522080001  
qinjj1@essence.com.cn

### 相关报告

融捷股份: 权益冶炼产能持续提升, 甲基卡锂矿放量可期/雷慧华 2022-04-29

万吨/年锂盐项目于 2022 年 6 月通过所有验收,并已于 7 月进入正式生产阶段。2022 年 H1 成都融捷生产电池级锂盐 6669 吨,销售 4190 吨,单吨收入、单吨净利润依次为 34 万元/吨、21.7 万元/吨,实现营业收入 14.20 亿元,净利润 9.08 亿元。另外从产销来看,由于疫情影响,Q2 锂价存在阶段性调整,公司及时调整经营战略,据公告,成都融捷目前库存约 2479 吨,叠加下半年产量提升,预计全年将贡献可观投资收益。

■ **投资建议:** 我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入分别为 33.51、43.52、57.16 亿元,实现净利润 18.25、24、34.13 亿元,对应 EPS 分别为 7.03、9.24、13.14 元/股,目前股价对应 PE 为 18.2、13.8、9.7 倍。维持“买入-A”评级,6 个月目标价 145 元/股。

■ **风险提示:** 需求不及预期,锂价大幅波动,项目进展不及预期

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	389.9	920.6	3,350.8	4,351.9	5,715.8
净利润	21.0	68.3	1,825.1	2,400.4	3,412.7
每股收益(元)	0.08	0.26	7.03	9.24	13.14
每股净资产(元)	2.19	2.45	9.47	18.72	31.86

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	1,576.1	485.7	18.2	13.8	9.7
市净率(倍)	58.2	52.2	13.5	6.8	4.0
净利润率	5.4%	7.4%	54.5%	55.2%	59.7%
净资产收益率	3.7%	10.8%	74.2%	49.4%	41.3%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	4.9%	15.9%	313.1%	114.1%	338.9%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

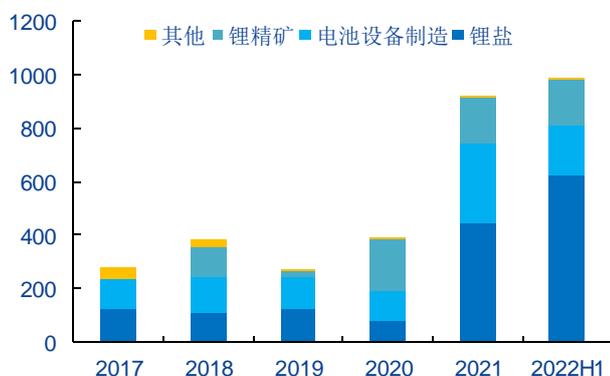
## 1. 事件：公司发布 2022 年半年报

公司 2022 年 H1 实现营业收入 9.87 亿元，同比增长 194.44%；实现归母净利润 5.76 亿元，同比增长 4444%；基本每股收益 2.22 元/股。其中 2022 年 Q2 实现营业收入 5.09 亿元，同比增长 124.79%；实现归母净利润 3.22 亿元，同比增长 2861%。

## 2. 公司经营情况分析

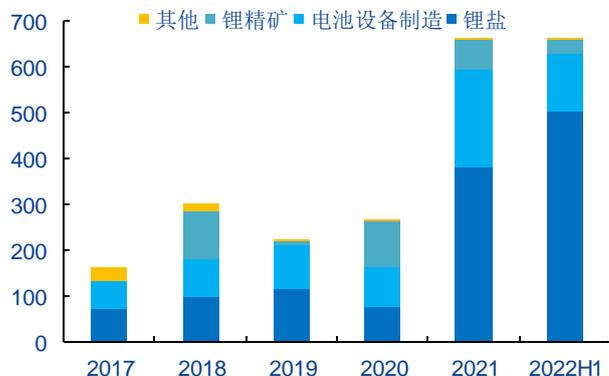
**精矿业务毛利增加，锂盐业务毛利提升明显。** 营收方面，2022 年 H1 锂盐、电池设备制造、锂精矿营业收入分别为 6.21 亿元、1.88 亿元、1.74 亿元，依次同比变动+258.6%、56.1%、328.5%，占营业总收入比例依次为 63%、19.1%、17.7%。成本方面，2022 年 H1 锂盐、电池设备制造、锂精矿营业成本分别为 5.01 亿元、1.3 亿元、0.28 亿元，依次同比变动+216.1%、43.8%、109.8%，占营业总成本比例依次为 75.8%、19.6%、4.3%。毛利方面，2022 年 H1 锂盐、电池设备制造、锂精矿毛利分别为 1.2 亿元、0.59 亿元、1.46 亿元，占毛利比例依次为 36.8%、18%、44.9%，毛利率依次为 19.3%、31.1%、83.8%。

图 1：公司各业务营业收入分布（百万元）



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 2：公司各业务营业成本分布（百万元）



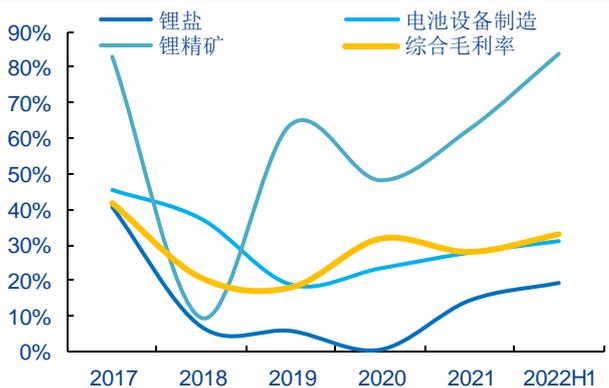
资料来源：wind，安信证券研究中心

图 3：公司各业务毛利分布（百万元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 4：公司各业务毛利率情况



资料来源：wind，安信证券研究中心

**锂矿采选业务放量节奏可观，单吨收入及毛利明显提升。** (1) 量：2022 年 H1 公司生产销售锂精矿依次为 2.37 万吨、2.30 万吨(折 6%品位 1.89 万吨)。公司锂矿采选业务累计完成采剥总量 42.14 万吨，其中剥岩量 29.11 万吨，采出原矿量 13.03 万吨；选厂累计处理原矿 12.94 万吨，产出锂精矿 2.37 万吨。(2) 价：2022 年 H1 锂精矿完成销售额 2.9 亿元，抵销与联营企业的未实现内部交易利润后，列报锂精矿收入 1.74 亿元，均价 1.26 万元/吨 (1.53 万元/吨，折 SC6)，2022 年 H1 SMM 锂精矿均价 2.3 万元/吨，或与市场价存在一定折价。(3) 2022 年 H1 单吨成本、毛利约 2041 元/吨、10567 元/吨。(4) 冬歇期结束，锂矿放量节奏可观：据公告，甲基卡目前精矿产能约 7-8 万吨，2022 年 Q1 产出锂精矿 0.42 万吨，Q2 产

出 1.95 万吨，下半年产量有望继续提升。(5) 融达锂业尾矿库安全许可更新：2022 年 6 月，融达锂业获得四川省应急管理厅颁发的康定甲基卡锂辉石矿尾矿库《安全生产许可证》，有效期为 2022 年 6 月 6 日至 2025 年 6 月 5 日。

图 5：公司锂矿采选业务产销情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心

注：2017 年消耗库存，2018 年系融达锂业进口锂精矿贸易销售增加所致

图 6：公司锂矿采选业务单吨收入拆解（内部抵销前）



资料来源：wind，安信证券研究中心

锂盐业务量价齐增，贡献部分利润。(1) 量：公司控股长和华锂 80% 股权，其电池级碳酸锂、氢氧化锂产能依次为 3000/1800 吨，2022 年 H1 生产及加工电池级锂盐约 1515 吨、销售 2006 吨（其中：贸易类 250 吨）。(2) 价：2022 年 H1 锂盐单吨收入、单吨成本、单吨毛利依次为 31、25、6 万元/吨。

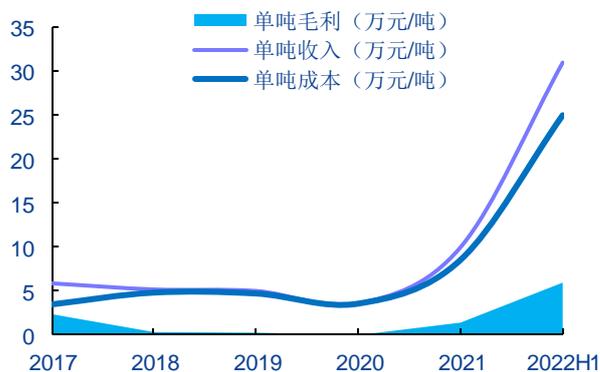
图 7：公司锂盐业务产销情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心

注：销量包含贸易口径

图 8：公司锂盐业务单吨收入拆解



资料来源：wind，安信证券研究中心

电池设备主供比亚迪，业绩大幅提升。2022 年 H1 公司锂电设备制造业务实现营业收入 1.88 亿元，同比增加 56.1%，公司锂电设备制造业务子公司东莞德瑞实现净利润 2666 万元，同比增加 144.7%。据公司公告，公司锂电设备制造业务依托比亚迪刀片电池战略快速发展，2022 年 H1 锂电设备业务满负荷生产，在满足其他客户的需求同时，主要保障战略客户比亚迪的交货需求。

公司在锂盐、锂精矿及电池设备上均与比亚迪密切合作。2022 年公司预计向比亚迪销售锂盐、锂电设备金额依次为 7、6 亿元。另外，公司参股企业成都融捷锂业基于日常生产经营的需要，也与比亚迪签订了《碳酸锂供货合作协议》，合同标的为锂盐产品，合同金额以实际交付量、交付时间及市场定价方式决定。截至 6 月末，成都融捷锂业已向比亚迪供货金额 9844.25 万元。

表 1: 2022 年公司日常关联交易预计

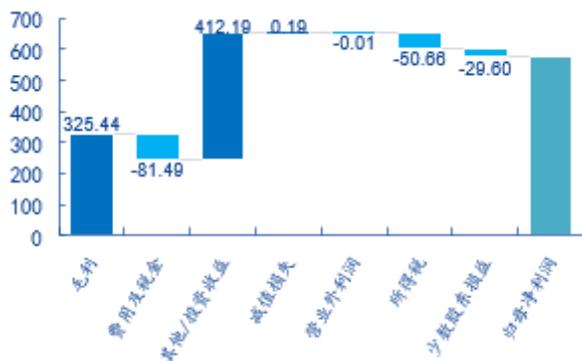
关联交易类别	关联人	关联交易内容	关联交易定价原则	合同签订金额或预计金额 (万元)	上年发生金额 (万元)
向关联人采购原材料	成都融捷锂业	采购锂盐	以市场化为原则	30000	10736
	融捷金属	采购锂盐	以市场化为原则	5000	3485
	小计			35000	14221
向关联人销售产品、商品	成都融捷锂业	销售锂精矿	以市场化为原则	140000	27746
	融捷能源	销售锂盐	以市场化为原则	10000	925
	比亚迪	销售锂盐	以市场化为原则	70000	18030
	比亚迪	销售锂电设备	参与竞标或以市场化为原则	60000	26318
	芜湖天弋	销售锂电设备	以市场化为原则	2000	22
	小计			282000	73042
<b>合计</b>				<b>317000</b>	<b>87263</b>

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

从利润拆解来看, 投资收益 4.1 亿元, 是最大的增项。据公告, 成都融捷一期 2 万吨/年锂盐项目于 2022 年 6 月通过所有验收, 并已于 7 月进入正式生产阶段。2022 年 H1 成都融捷生产电池级锂盐 6669 吨, 销售 4190 吨, 单吨收入、单吨净利润依次为 34 万元/吨、21.7 万元/吨, 实现营业收入 14.20 亿元, 净利润 9.08 亿元。另外从产销来看, 由于疫情影响, Q2 锂价存在阶段性调整, 公司及时调整经营战略, 据公告, 成都融捷目前锂盐库存约 2479 吨, 叠加下半年产量提升, 预计全年将贡献可观投资收益。

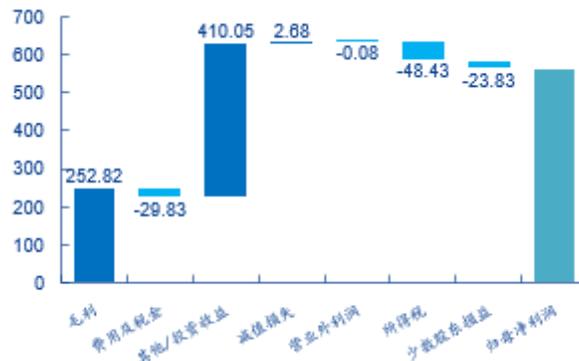
本期费用及税金是最大的减项, 合计 0.81 亿元。其中销售费用 0.05 亿元, 同比-7.8%; 管理费用 0.35 亿元, 同比+33.6%; 财务费用 0.02 亿元, 同比-43.37%, 主要是借款利息下降。

图 9: 2022 年 H1 公司利润拆解 (百万元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 10: 本期各项目较 2021 年 H1 变动 (百万元)



资料来源: wind, 安信证券研究中心

**鸳鸯坝项目持续推进中。**公司鸳鸯坝绿色锂产业园主体项目为 250 万吨/年锂矿精选项目, 根据项目可研报告, 项目建成投产后, 可年供应锂精矿约 47 万吨。2021 年已完成环评两次社会公众参与公示及环评报告的修订, 环评或在上位规划《四川省甘孜州康-泸产业集中区总体规划 (2021-2035)》环评取得批复后进一步推进。

**投资建议:** 我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入分别为 33.51、43.52、57.16 亿元, 实现净利润 18.25、24、34.13 亿元, 对应 EPS 分别为 7.03、9.24、13.14 元/股, 目前股价对应 PE 为 18.2、13.8、9.7 倍。维持“买入-A”评级, 6 个月目标价 145 元/股。

风险提示: 需求不及预期, 锂价大幅波动, 项目进展不及预期

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	389.9	920.6	3,350.8	4,351.9	5,715.8	<b>成长性</b>					
减:营业成本	266.2	662.8	2,208.1	2,298.1	2,643.4	营业收入增长率	44.5%	136.1%	264.0%	29.9%	31.3%
营业税费	7.2	15.8	24.2	31.4	41.3	营业利润增长率	-106.2%	445.4%	1825.2%	35.1%	42.6%
销售费用	12.1	13.9	16.8	21.8	28.6	净利润增长率	-106.5%	224.5%	2572.6%	31.5%	42.2%
管理费用	67.4	79.5	134.0	174.1	228.6	EBITDA 增长率	-3527.5	196.0%	1372.4%	34.1%	42.0%
研发费用	12.9	35.2	43.6	56.6	74.3	EBIT 增长率	-256.1%	392.5%	1665.0%	34.5%	42.4%
财务费用	6.0	9.8	4.0	-6.7	-15.1	NOPLAT 增长率	-107.0%	316.1%	1858.2%	30.7%	41.7%
资产减值损失	-0.0	-0.9	-0.9	-0.9	-0.9	投资资本增长率	27.7%	-0.3%	258.7%	-52.3%	192.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	3.8%	15.6%	265.5%	95.3%	69.2%
投资和汇兑收益	-0.2	3.8	1,159.8	1,032.6	1,290.7	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	19.8	108.1	2,080.8	2,810.2	4,006.3	毛利率	31.7%	28.0%	34.1%	47.2%	53.8%
加:营业外净收支	3.5	-0.0	1.5	1.6	1.0	营业利润率	5.1%	11.7%	62.1%	64.6%	70.1%
<b>利润总额</b>	23.3	108.1	2,082.3	2,811.8	4,007.3	净利润率	5.4%	7.4%	54.5%	55.2%	59.7%
减:所得税	2.4	19.8	197.4	338.7	500.5	EBITDA/营业收入	12.4%	15.6%	63.0%	65.0%	70.3%
<b>净利润</b>	21.0	68.3	1,825.1	2,400.4	3,412.7	EBIT/营业收入	6.2%	12.8%	62.2%	64.4%	69.8%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	固定资产周转天数	169	87	23	16	11
货币资金	33.6	107.3	284.6	3,901.7	5,439.4	流动营业资本周转天数	95	45	99	95	101
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	311	199	266	375	480
应收帐款	142.1	339.9	2,581.5	605.6	3,448.3	应收帐款周转天数	144	94	157	132	128
应收票据	40.2	-	390.5	55.6	445.0	存货周转天数	65	42	57	42	34
预付帐款	11.5	40.3	89.9	57.8	119.8	总资产周转天数	844	462	338	427	518
存货	64.5	148.1	906.2	108.1	984.2	投资资本周转天数	498	236	148	132	127
其他流动资产	60.7	28.7	32.9	40.8	34.1	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	3.7%	10.8%	74.2%	49.4%	41.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.1%	6.6%	38.2%	45.9%	31.7%
长期股权投资	24.4	15.4	15.4	15.4	15.4	ROIC	4.9%	15.9%	313.1%	114.1%	338.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	223.9	221.5	203.2	184.8	166.5	销售费用率	3.1%	1.5%	0.5%	0.5%	0.5%
在建工程	20.5	32.2	32.2	32.2	32.2	管理费用率	17.3%	8.6%	4.0%	4.0%	4.0%
无形资产	272.4	245.7	239.1	232.5	225.9	研发费用率	3.3%	3.8%	1.3%	1.3%	1.3%
其他非流动资产	123.1	168.3	163.9	153.9	146.0	财务费用率	1.5%	1.1%	0.1%	-0.2%	-0.3%
<b>资产总额</b>	1,017.0	1,347.3	4,939.2	5,388.3	11,056.7	四费/营业收入	25.2%	15.0%	5.9%	5.6%	5.5%
短期债务	93.4	120.0	-	-	-	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	209.6	226.1	2,167.2	154.5	2,270.1	资产负债率	39.6%	47.3%	47.5%	6.0%	22.5%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	65.6%	89.8%	90.4%	6.3%	29.0%
其他流动负债	27.7	210.0	138.0	122.5	162.5	流动比率	1.07	1.19	1.86	17.22	4.30
长期借款	47.0	15.0	-	-	-	速动比率	0.87	0.93	1.47	16.83	3.90
其他非流动负债	25.3	66.3	39.8	43.8	50.0	利息保障倍数	4.03	11.99	517.56	-415.54	-265.13
<b>负债总额</b>	403.0	637.4	2,344.9	320.8	2,482.5	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	44.4	74.7	134.5	207.2	301.3	DPS(元)	-	-	-	-	-
股本	259.7	259.7	259.7	259.7	259.7	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	306.8	375.1	2,200.1	4,600.5	8,013.2	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	614.0	709.9	2,594.3	5,067.4	8,574.2						
						<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	EPS(元)	0.08	0.26	7.03	9.24	13.14
净利润	20.9	88.3	1,825.1	2,400.4	3,412.7	BVPS(元)	2.19	2.45	9.47	18.72	31.86
加:折旧和摊销	30.2	31.5	24.9	24.9	24.9	PE(X)	1,576.1	485.7	18.2	13.8	9.7
资产减值准备	3.7	6.7	-	-	-	PB(X)	58.2	52.2	13.5	6.8	4.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-3,543.2	363.5	292.2	9.4	23.1
财务费用	7.5	10.3	4.0	-6.7	-15.1	P/S	85.1	36.0	9.9	7.6	5.8
投资损失	0.2	-3.8	-1,159.8	-1,032.6	-1,290.7	EV/EBITDA	220.6	235.6	15.6	10.4	6.9
少数股东损益	-0.1	20.0	59.8	72.7	94.1	CAGR(%)	390.8%	241.2%	-277.2%	390.8%	241.2%
营运资金的变动	-112.0	194.0	-1,579.6	1,116.1	-1,997.8	PEG	4.0	2.0	-0.1	0.0	0.0
<b>经营活动产生现金流量</b>	-14.5	120.4	-825.5	2,574.8	228.1	ROIC/WACC	0.5	1.5	29.8	10.9	32.3
<b>投资活动产生现金流量</b>	-65.5	-80.7	1,159.8	1,032.6	1,290.7	REP	37.9	36.9	0.5	2.6	0.3
<b>融资活动产生现金流量</b>	97.0	34.1	-157.0	9.7	18.9						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034