

加码冷轧产能+横向拓展新材料业务，未来成长可期

2023 年 04 月 16 日

➤ **事件概述：**公司发布 2022 年年报，公司 2022 年实现营业收入 395.55 亿元，同比+26.11%，实现归母净利 4.87 亿元，同比-17.67%，扣非后归母净利 4.57 亿元，同比-19.09%。分季度看，22Q4 公司实现营业收入 91.91 亿元，同比+3.52%，实现归母净利 1.36 亿元，同比-11.92%，扣非后归母净利 1.23 亿元，同比-15.69%。

➤ **点评：项目逐步投产，销量创新高**

- 量：22 年不锈钢产品销量同比+14.65%。**随着江苏 IPO 项目全部达产、广东甬金二期、越南甬金等项目逐步贡献产量，公司 22 年实现冷轧不锈钢销量 239.63 万吨，同比+14.65%。其中 300 系冷轧不锈钢产品销量 211.68 万吨，同比+18.52%。400 系冷轧不锈钢产品销量 2.79 万吨，同比-8.07%。22Q4 实现冷轧不锈钢销量 60.42 万吨，同比+19.31%。其中 300 系冷轧不锈钢产品销量 52.68 万吨，同比+21.22%。400 系冷轧不锈钢产品销量 7.74 万吨，同比+7.77%。
- 价：22 年毛利率下降 0.71pct，至 4.57%。**2022 年主要原材料不锈钢价格指数同比+1.92%。公司 300 系产品 22 年售价为 17041 元/吨，同比+9.52%，400 系产品 22 年售价为 9000 元/吨，同比-5.68%。加工费方面，得益于海外越南项目投产，22 年 300 系 2B 产品加工费同比上升 178.36 元/吨，但国内冷轧不锈钢全年消费不佳，400 系及精密产品加工费下滑，其中宽幅 400 系产品加工费同比下滑 380.62 元/吨，精密 400 系产品加工费同比下滑 366 元/吨，精密 300 系产品加工费同比下滑 794.10 元/吨。毛利率方面，公司 22 年毛利率同下降 0.71pct，至 4.57%。分季度看，22Q4 下游需求较 22Q3 出现回升，季度不锈钢价格指数环比+1.33%，22Q4 毛利率环比上升 0.61pct，同比下降 2.03pct，至 4.62%。

➤ **未来核心看点：加码冷轧产能+横向拓展新材料业务，未来成长可期**

- 加码冷轧不锈钢产能，成长性再上台阶。**公司多个不锈钢冷轧项目处于有序建设投产中，在建或拟建的新增产能全部建成后，公司将在全球实现冷轧不锈钢板带年产能 549.75 万吨。预计 2022-2025 年公司冷轧不锈钢产量 CAGR 达到 33.49%，规模效应将逐步显现，驱动公司业绩高增长。
- 实施多元化发展战略，布局钛合金和柱状电池专用外壳材料板块业务。**公司 2022 年规划“年产 6 万吨钛合金新材料项目”和“年产 22.5 万吨柱状电池专用外壳材料项目”，新材料项目是公司利用产业链整合优势实施一体两翼，多元化发展战略的体现。两个新材料项目一期预计 2024 年一季度达到试生产阶段。

➤ **投资建议：**公司是精密冷轧不锈钢带行业龙头，随着多个项目逐步投产，公司业绩有望加速释放。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 7.27/10.24/12.62 亿元，对现价，2023-2025 年 PE 依次为 15/11/9 倍，维持公司“推荐”评级。

➤ **风险提示：**项目进程不及预期；不锈钢需求不及预期；原材料价格大幅波动。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	39,555	48,108	68,132	96,604
增长率 (%)	26.1	21.6	41.6	41.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	487	727	1,024	1,262
增长率 (%)	-17.7	49.4	40.8	23.2
每股收益 (元)	1.27	1.90	2.68	3.30
PE	22	15	11	9
PB	2.7	1.9	1.7	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 14 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

28.57 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qizuxue@mszq.com

研究助理 孙二春

执业证书：S0100121120036

邮箱：sunerchun@mszq.com

相关研究

- 甬金股份 (603995.SH) 2022 年三季度报点评：加工费下滑+价格下跌拖累业绩，冷轧、钛合金项目未来可期-2022/10/30
- 甬金股份 (603995.SH) 2022 年半年报点评：加码冷轧不锈钢产能，未来成长可期-2022/08/19
- 甬金股份 (603995.SH) 公司深度研究报告：不锈钢冷轧龙头乘风破浪-2022/04/17
- 【民生金属·公司点评】甬金股份 (603995)：多个项目有序投产，驱动公司业绩稳定释放-2022/01/18

目录

1 事件概述：2022 年归母净利润下滑 17.67%	3
2 点评：冷轧不锈钢产品销量创新高	4
2.1 项目逐步投产，销量创新高.....	4
2.2 2022Q4 业绩环比有所提升，同比有所下滑	6
3 核心看点：加码冷轧产能+横向拓展新材料业务，未来成长可期	7
3.1 在建项目陆续投产，预计 2025 年冷轧不锈钢产量将达 570 万吨.....	7
3.2 实施多元化发展战略，布局钛合金、预镀镍新材料板块业务。	8
4 盈利预测与投资建议	9
5 风险提示	10
插图目录	12
表格目录	12

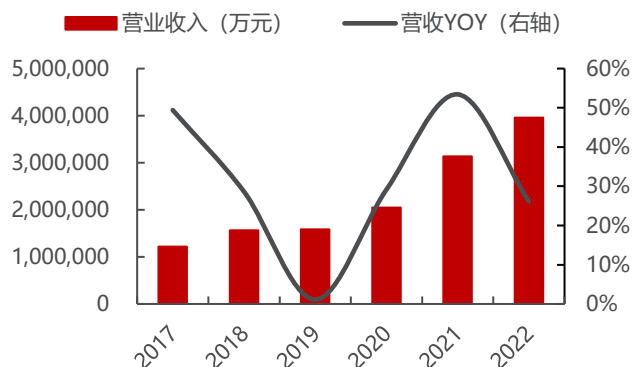
1 事件概述：2022 年归母净利润下滑 17.67%

公司发布 2022 年年报：公司 2022 年实现营业收入 395.55 亿元，同比 +26.11%，实现归母净利 4.87 亿元，同比-17.67%，扣非后归母净利 4.57 亿元，同比-19.09%。

分季度看，22Q4 公司实现营业收入 91.91 亿元，同比+3.52%，实现归母净利润 1.36 亿元，同比-11.92%，扣非后归母净利 1.23 亿元，同比-15.69%。公司 Q4 归母净利润符合预期。

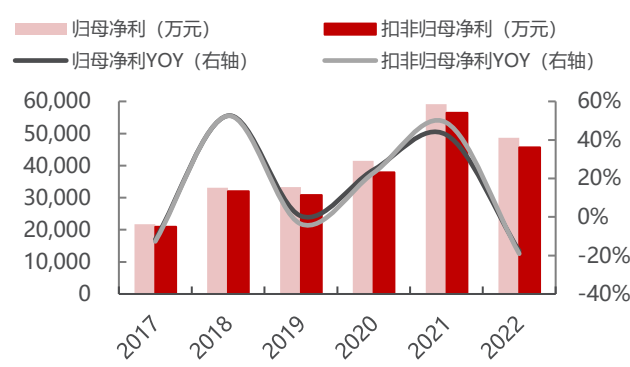
2023 年公司经营目标：冷轧不锈钢计划产销量 280 万吨，同比增加约 13%；合并营业收入预计 420 亿元至 470 亿元，同比增长 5%至 18%，归属于上市公司净利润预计 5.5 亿元至 7.2 亿元，同比增长 13%至 48%。

图1：2022 年营收同比增长 26.11%



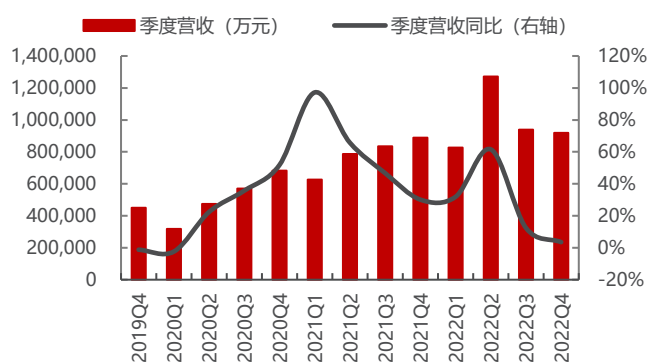
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2022 年归母净利润同比-17.67%



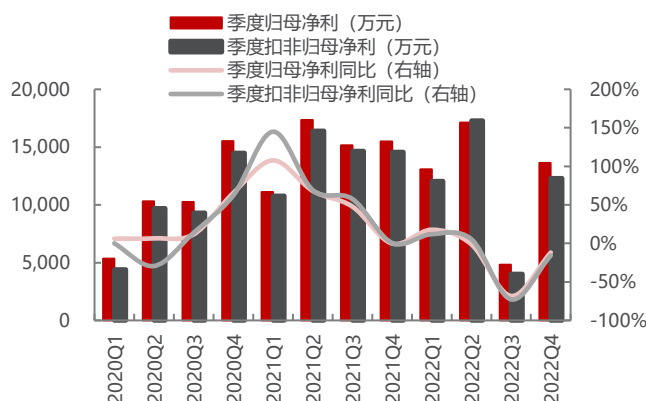
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：公司分季度营业收入及同比变化



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：公司分季度净利润及同比变化



资料来源：wind，民生证券研究院

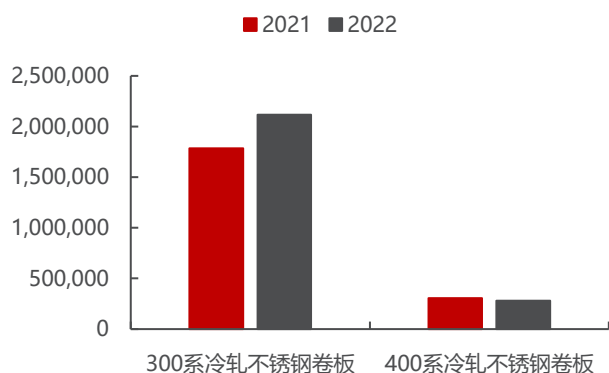
2 点评：冷轧不锈钢产品销量创新高

2.1 项目逐步投产，销量创新高

量：22 年不锈钢产品销量同比+14.65%。随着江苏 IPO 项目全部达产、广东甬金二期、越南甬金等项目逐步贡献产量，公司 22 年实现冷轧不锈钢销量 239.63 万吨，同比+14.65%。其中 300 系冷轧不锈钢产品销量 211.68 万吨，同比+18.52%。400 系冷轧不锈钢产品销量 2.79 万吨，同比-8.07%。22Q4 实现冷轧不锈钢销量 60.42 万吨，同比+19.31%。其中 300 系冷轧不锈钢产品销量 52.68 万吨，同比+21.22%。400 系冷轧不锈钢产品销量 7.74 万吨，同比+7.77%。

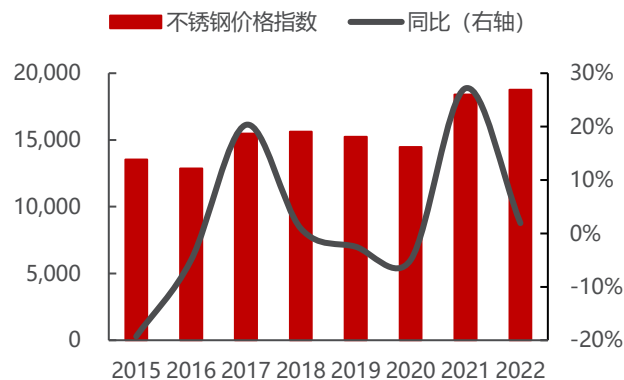
价：22 年毛利率下降 0.71pct，至 4.57%。2022 年主要原材料不锈钢价格指数同比+1.92%。公司 300 系产品 22 年售价为 17041 元/吨，同比+9.52%，400 系产品 22 年售价为 9000 元/吨，同比-5.68%。加工费方面，得益于海外越南项目投产，22 年 300 系 2B 产品加工费同比上升 178.36 元/吨，但国内冷轧不锈钢全年消费不佳，400 系及精密产品加工费下滑，其中宽幅 400 系产品加工费同比下滑 380.62 元/吨，精密 400 系产品加工费同比下滑 366 元/吨，精密 300 系产品加工费同比下滑 794.10 元/吨。毛利率方面，公司 22 年毛利率同下降 0.71pct，至 4.57%。分季度看，22Q4 下游需求较 22Q3 出现回升，季度不锈钢价格指数环比+1.33%，22Q4 毛利率环比上升 0.61pct，同比下降 2.03pct，至 4.62%。

图5：公司冷轧不锈钢销量同比+14.65%（单位：吨）

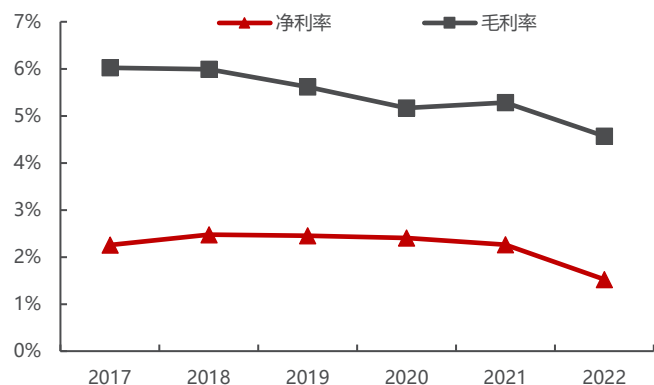


资料来源：wind，民生证券研究院

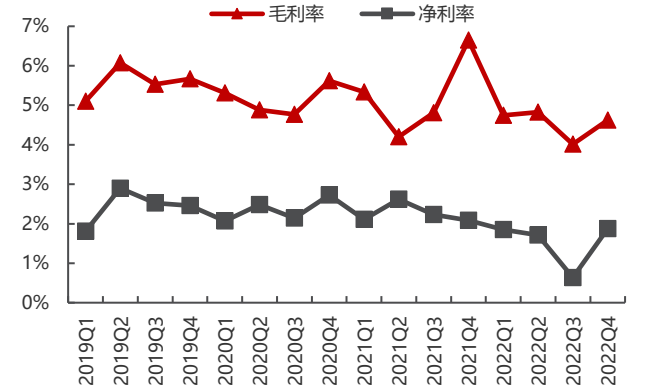
图6：22 年不锈钢价格同比+1.92%（单位：元/吨）



资料来源：钢联数据，民生证券研究院

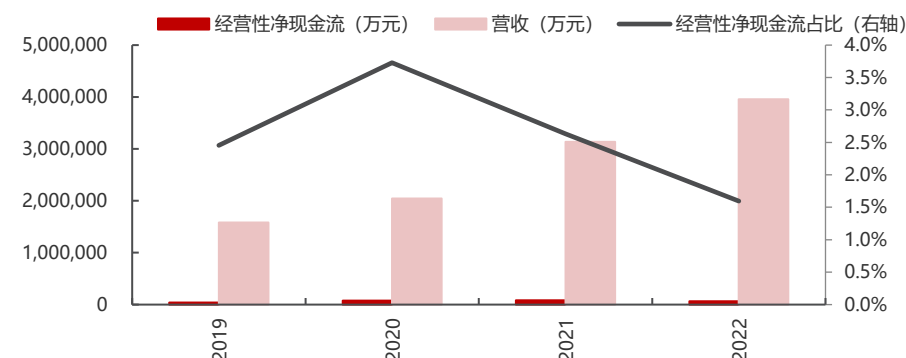
图7：2022 年公司毛利率同比下降 0.71pct


资料来源：wind，民生证券研究院

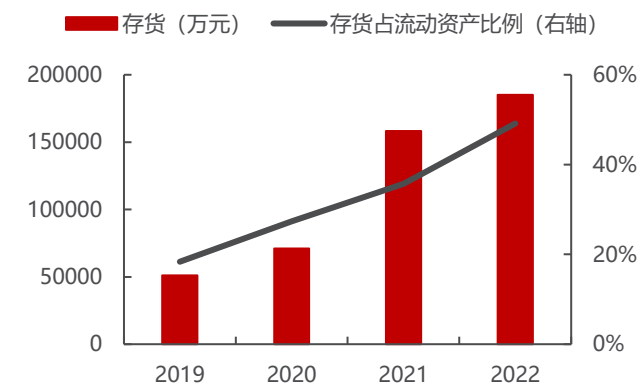
图8：公司分季度毛利率变化


资料来源：wind，民生证券研究院

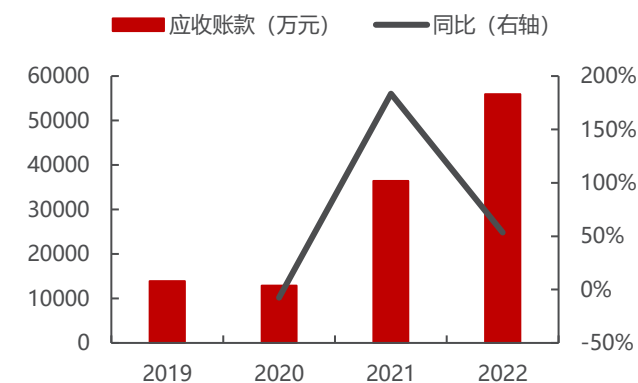
22 年经营性现金流净流入 6.31 亿元。 22 年存货增加和经营净利润下降导致经营性现金流净流入同比-23.59%，至 6.31 亿元。存货方面，公司产能不断投放，原料备库增加+原材料价格上涨，2022 年末公司存货同比增加 2.68 亿元。应收账款方面，公司出口业务中信用证结算量的增加导致了应收账款增加，22 年应收账款同比增加 1.95 亿。

图9：22 年经营性现金流净流入 6.31 亿元


资料来源：wind，民生证券研究院

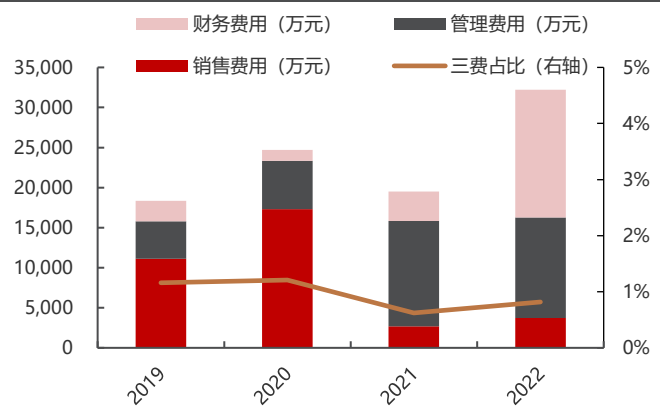
图10：22 年存货同比增加 2.68 亿元


资料来源：wind，民生证券研究院

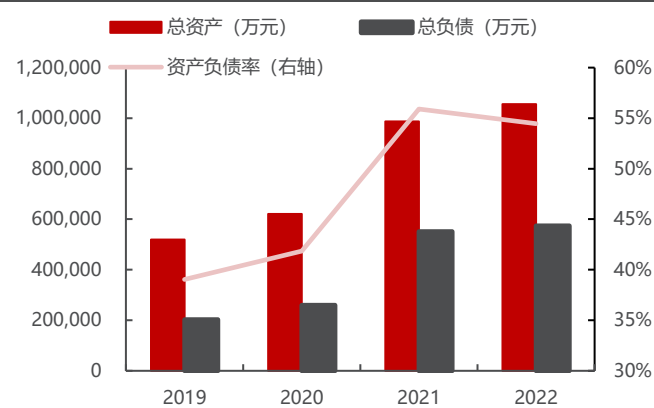
图11：22 年应收账款同比增加 1.95 亿元


资料来源：wind，民生证券研究院

三费比重升至 0.81%，财务费用明显上升。公司 2022 年期间费用增长 65% 至 3.22 亿元，在营收中占比小幅升至 0.81%。其中销售费用同比增加 37.94% 至 0.37 亿元，主要系产品产销量增加及水管产品销售费用较大。汇率波动产生较大汇兑损益导致财务费用同比大幅增加 334.13% 至 1.59 亿元，管理费用下降 4.37% 至 1.26 亿元，主要原因是股权激励费用同比减少。

图12：2022 年公司三费占比 0.81%


资料来源：wind，民生证券研究院

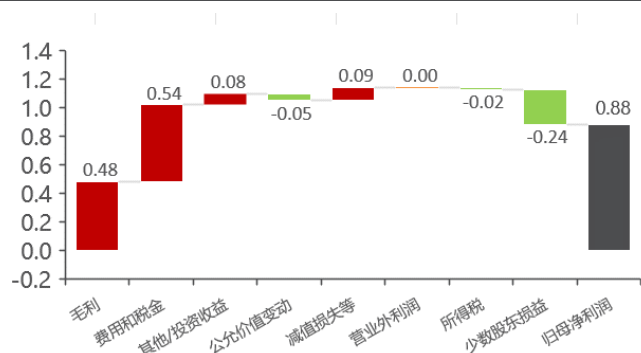
图13：2022 年公司资产负债率略有下降


资料来源：wind，民生证券研究院

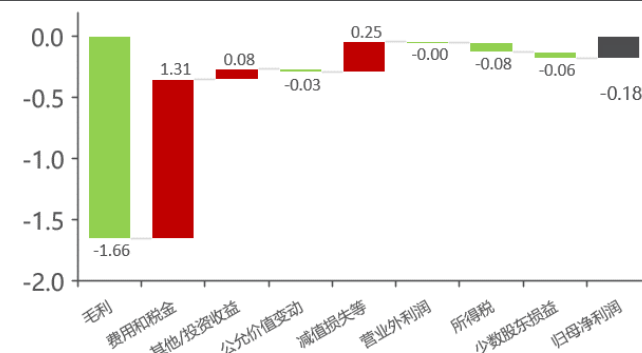
2.2 2022Q4 业绩环比有所提升，同比有所下滑

2022Q4 vs 2022Q3：2022Q4 归母净利润环比增加 0.88 亿元，主要的增利点在于费用和税金 (+0.54 亿元)、毛利 (0.48 亿元)、减值损失 (+0.09 亿元)；主要的减利点包括少数股东损益 (-0.24 亿元)、公允价值变动 (-0.05 亿元)、所得税 (-0.02 亿元)。

2022Q4 vs 2021Q4：2022Q4 归母净利润同比减少 0.18 亿元，主要的增利点在于费用和税金 (+1.31 亿元)、减值损失 (+0.24 亿元)、其他/投资收益 (+0.08 亿元)；主要的减利点包括毛利 (-1.66 亿元)、所得税 (-0.08 亿元)、少数股东损益 (-0.06 亿元)、公允价值变动 (-0.03 亿元)。

图14：2022Q4 业绩环比变化拆分 (单位：亿元)


资料来源：wind，民生证券研究院

图15：2022Q4 业绩同比变化拆分 (单位：亿元)


资料来源：wind，民生证券研究院

3 核心看点：加码冷轧产能+横向拓展新材料业务，未来成长可期

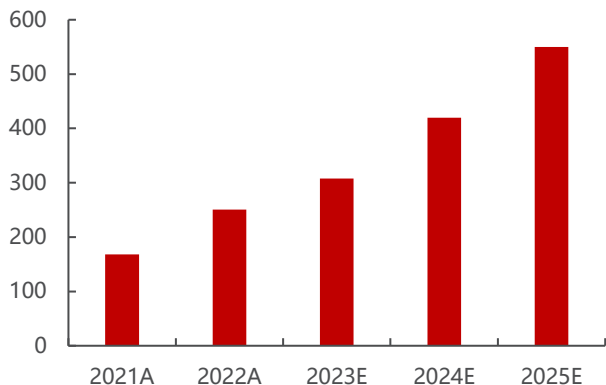
3.1 在建项目陆续投产，预计 2025 年冷轧不锈钢产量将达 570 万吨

公司多个不锈钢冷轧项有序建设投产中，预计 2025 年公司冷轧不锈钢产量增长至 570 万吨，2022-2025 年 CAGR 达到 33.49%，龙头地位将更加稳固。其中，江苏甬金 IPO 项目已于 2022 年全面投产；浙江本部 19.5 万吨超薄精密不锈钢板带项目于 2021 年 7 月开工建设，预计 2023 年 6 月底基本达到全流程试生产；广东甬金二期“年加工 32 万吨宽幅冷轧项目”2022 年初已全面投产，三期处于主设备安装阶段，预计于 2023 年三季度投入试生产。甘肃甬金项目已于 2022 年 4 月正式开工建设，第一条生产线预计 2023 年二季度达到试生产阶段。越南甬金“年产能 25 万吨精密不锈钢带项目”已于 2022 年 4 月正式投产，基本达到盈利预期。2022 年公司在越南北部注册成立内销型企业，计划在 2023 年二季度开工建设，建成一条年加工 8 万吨 BA 表面不锈钢冷轧生产线。2022 年 6 月底泰国甬金公司已经注册完成，预计 2023 年四季度开工建设。随着规划项目全部投产，预计 2022-2025 年公司冷轧不锈钢产量 CAGR 达到 33.49%，规模效应将逐步显现，驱动公司业绩高增长。

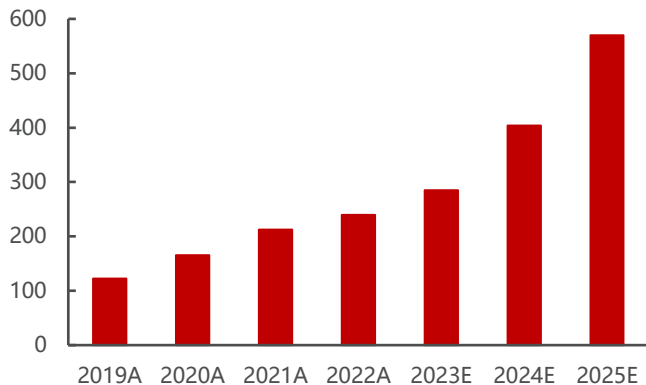
表1：公司新增产能情况

序号	项目实施公司	项目	新增年产能 (万吨)	投产时间	产品
1	本部	年加工 19.5 万吨超薄精密不锈钢板带项目	19.5	2023 年 6 月底达到全流程试生产	精密+宽幅
2	江苏甬金	年加工 9.5 万吨高性能优特不锈钢材料技改项目	9.5	2022 年末	精密+宽幅
3	江苏银家	年产 10 万吨不锈钢管及配件项目	10	2022 年末	其他
4	广东甬金	年加工 35 万吨宽幅精密不锈钢板带技术改造项目	35	2023 年 9 月	宽幅
5	靖江甬金	年加工 120 万吨高品质宽幅不锈钢板带项目	120	2023 年末一期投产	宽幅
6	甘肃甬金	年加工 22 万吨精密不锈钢板带项目	22	2023 年二季度一期试生产	精密+宽幅
7	泰国甬金	年加工 26 万吨超宽精密冷轧不锈钢项目	26	2024 年 6 月	宽幅
8	印尼甬金	年加工 70 吨宽幅冷轧不锈钢项目	70	2024 年末	宽幅
9	江苏锆赛	年加工 5.5 万吨金属层状复合材料项目	5.5	2023 年 6 月	其他
10	江苏锆赛	年加工 7.5 万吨金属层状复合材料及制品项目	7.5	待定	其他
11	越南甬金	年加工 26 万吨精密不锈钢带	26	2023 年二季度开工	宽幅

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图16: 预计公司 2025 年冷轧不锈钢产能达 549.75 万吨 (单位: 万吨)


资料来源: wind, 民生证券研究院预测

图17: 预计 2025 年公司冷轧不锈钢产量将增至 570 万吨 (单位: 万吨)


资料来源: wind, 民生证券研究院预测

3.2 实施多元化发展战略, 布局钛合金、预镀镍新材料板块业务。

实施多元化发展战略, 布局钛合金、预镀镍新材料板块业务。钛合金项目方面, 依托龙佰集团海绵钛原材料资源优势、甬金股份金属板卷材深加工产业链优势及项目管理团队三十多年高端钛合金新材料的经营管理和丰富的钛材生产制造经验, 规划“年产 6 万吨钛合金新材料项目”, 其中一期工程计划建成年产 1.5 万吨钛合金新材料生产线。该项目主设备已订购, 前期能评、环评、施工许可等相关手续正在办理中, 计划 2023 年 5 月正式开工建设, 预计 2024 年一季度达到试生产阶段。柱状电池外壳专用材料(预镀镍材料)项目方面, 依托公司在超薄精密不锈钢带生产领域积累的丰富的技术经验, 结合业内专业的技术团队, 规划“年产 22.5 万吨柱状电池专用外壳材料项目”, 其中一期计划建成年加工 7.5 万吨柱状电池外壳专用材料生产线, 一期项目租用母公司现有厂房以加快建设时间。该项目主设备已订购, 预计 2023 年 10 月进入设备安装阶段, 并于 2024 年第一季度投入试生产。

表2: 新材料项目情况

项目名称	工程计划	项目进度	预计投产时间
年产 6 万吨钛合金新材料项目	一期工程计划建成年产 1.5 万吨钛合金新材料生产线	2023 年 5 月正式开工建设, 2024 年一季度达到试生产阶段	2023 年 5 月正式开工建设, 2024 年一季度达到试生产阶段
年产 22.5 万吨柱状电池专用外壳材料项目	一期计划建成年加工 7.5 万吨柱状电池外壳专用材料生产线	主设备已订购	2023 年 10 月进入设备安装阶段, 2024 年第一季度投入试生产

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

公司是精密冷轧不锈钢带行业龙头，随着多个项目逐步投产，公司业绩有望加速释放。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 7.27/10.24/12.62 亿元，对应现价，2023-2025 年 PE 依次为 15/11/9 倍，维持公司“推荐”评级。

5 风险提示

1) 项目投产进程不及预期。公司目前有多个项目在建，其中越南、泰国、印尼三个海外不锈钢冷轧加工项目可能会受到当地产业及贸易政策影响，一旦出现不确定性的政策变化，项目进展可能不及预期。

2) 冷轧不锈钢需求增长不及预期。不锈钢需求与宏观环境息息相关，当前外部地缘政治冲突不断，有可能会影响全球宏观经济发展，导致不锈钢需求增长不及预期。

3) 原材料价格大幅波动。不锈钢原料主要受镍、铬铁等大宗商品价格决定，当前通胀预期上升，镍等大宗商品价格可能出现较大波动，导致公司原料采购价格超预期上涨，影响公司利润释放。

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	39,555	48,108	68,132	96,604
营业成本	37,748	45,791	64,867	92,307
营业税金及附加	51	58	82	116
销售费用	37	38	55	77
管理费用	126	154	218	309
研发费用	728	876	1,260	1,787
EBIT	905	1,223	1,675	2,090
财务费用	159	84	89	102
资产减值损失	-18	-21	-25	-27
投资收益	-12	-14	-14	-19
营业利润	728	1,104	1,548	1,943
营业外收支	-1	-3	3	5
利润总额	727	1,102	1,551	1,947
所得税	124	204	287	370
净利润	603	898	1,264	1,577
归属于母公司净利润	487	727	1,024	1,262
EBITDA	1,269	1,898	2,528	3,148

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	821	1,121	953	1,117
应收账款及票据	559	766	1,111	1,560
预付款项	295	549	778	1,108
存货	1,850	2,475	3,291	3,888
其他流动资产	238	483	514	646
流动资产合计	3,764	5,394	6,647	8,318
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	4,525	5,664	6,975	8,431
无形资产	451	532	604	678
非流动资产合计	6,788	7,950	8,980	9,955
资产合计	10,552	13,344	15,627	18,274
短期借款	909	1,009	1,109	1,209
应付账款及票据	1,637	2,179	2,686	3,262
其他流动负债	1,213	1,382	1,659	2,166
流动负债合计	3,759	4,569	5,454	6,637
长期借款	848	948	1,248	1,298
其他长期负债	1,138	1,138	1,138	1,138
非流动负债合计	1,986	2,086	2,386	2,436
负债合计	5,745	6,655	7,840	9,073
股本	338	382	382	382
少数股东权益	792	963	1,203	1,518
股东权益合计	4,807	6,688	7,787	9,201
负债和股东权益合计	10,552	13,344	15,627	18,274

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	26.11	21.62	41.62	41.79
EBIT 增长率	0.41	35.13	36.94	24.82
净利润增长率	-17.67	49.45	40.77	23.24
盈利能力 (%)				
毛利率	4.57	4.82	4.79	4.45
净利润率	1.23	1.51	1.50	1.31
总资产收益率 ROA	4.61	5.45	6.55	6.90
净资产收益率 ROE	12.12	12.70	15.55	16.42
偿债能力				
流动比率	1.00	1.18	1.22	1.25
速动比率	0.39	0.48	0.44	0.47
现金比率	0.22	0.25	0.17	0.17
资产负债率 (%)	54.44	49.88	50.17	49.65
经营效率				
应收账款周转天数	4.20	5.00	5.00	5.00
存货周转天数	16.37	17.00	16.00	14.00
总资产周转率	3.87	4.03	4.70	5.70
每股指标 (元)				
每股收益	1.27	1.90	2.68	3.30
每股净资产	10.50	14.97	17.22	20.09
每股经营现金流	1.65	2.86	4.26	6.21
每股股利	0.50	0.50	0.50	0.50
估值分析				
PE	22	15	11	9
PB	2.7	1.9	1.7	1.4
EV/EBITDA	7.96	5.17	3.95	3.12
股息收益率 (%)	1.75	1.75	1.75	1.75

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	603	898	1,264	1,577
折旧和摊销	364	675	853	1,058
营运资金变动	-546	-627	-640	-431
经营活动现金流	631	1,094	1,629	2,375
资本开支	-1,679	-1,830	-1,870	-2,020
投资	-22	-10	-10	-10
投资活动现金流	-1,660	-1,857	-1,896	-2,050
股权募资	166	1,188	0	0
债务募资	556	200	400	150
筹资活动现金流	253	1,063	99	-161
现金净流量	-848	300	-168	164

插图目录

图 1: 2022 年营收同比增长 26.11%	3
图 2: 2022 年归母净利润同比-17.67%	3
图 3: 公司分季度营业收入及同比变化	3
图 4: 公司分季度净利润及同比变化	3
图 5: 公司冷轧不锈钢销量同比+14.65% (单位: 吨)	4
图 6: 22 年不锈钢价格同比+1.92% (单位: 元/吨)	4
图 7: 2022 年公司毛利率同比下降 0.71pct	5
图 8: 公司分季度毛利率变化	5
图 9: 22 年经营性现金流净流入 6.31 亿元	5
图 10: 22 年存货同比增加 2.68 亿元	5
图 11: 22 年应收账款同比增加 1.95 亿元	5
图 12: 2022 年公司三费占比 0.81%	6
图 13: 2022 年公司资产负债率略有下降	6
图 14: 2022Q4 业绩环比变化拆分 (单位: 亿元)	6
图 15: 2022Q4 业绩同比变化拆分 (单位: 亿元)	6
图 16: 预计公司 2025 年冷轧不锈钢产能达 549.75 万吨 (单位: 万吨)	8
图 17: 预计 2025 年公司冷轧不锈钢产量将增至 570 万吨 (单位: 万吨)	8

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司新增产能情况	7
表 2: 新材料项目情况	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
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