

产品量利齐升，利润延续高增

2022 年 03 月 19 日

► **事件：2022 年 3 月 18 日，公司发布 2021 年报。**2021 年，公司实现营业收入 246.13 亿元，同比增长 50.7%；归母净利润 18.52 亿元，同比增长 73.1%；扣非归母净利润 15.91 亿元，同比增加 96.7%。2021Q4，公司实现营业收入 75.63 亿元，同比增长 57.3%、环比增长 20.2%；归母净利润 4.50 亿元，同比增加 28.1%、环比减少 19.2%；扣非归母净利润 3.96 亿元，同比增加 82.8%、环比减少 15.9%。业绩符合我们之前预期。

► **公司产能释放，产品量利齐升。**受益于项目产能释放以及下游需求旺盛，公司产品产销两旺，2021 年实现铝板带产量 96.62 万吨，销量 95.45 万吨，同比分别增长 16.14%和 15.38%，实现铝箔产量 19.08 万吨，销量 19.09 万吨，同比分别增长 29.97%和 29.68%。公司订单充足，盈利能力增强，2021 年公司铝板带单吨毛利 2531 元，同比提升 871 元，铝箔单吨毛利 3075 元，同比提升 976 元，毛利率、净利率为 12.8%和 7.7%，分别提升 1.01pct 和 1.00pct。

► **研发投入继续增加，三费费率下降，现金流改善明显。**随着管理不断成熟，公司经营效率继续提升，2021 年公司三费费用 3.91 亿元，同比下降 2.1%，三费费率 1.6%，同比下降 0.9pct，其中销售费用 0.74 亿元，同比增加 16.5%，管理费用为 2.36 亿元，同比增加 27.9%，财务费用 0.81 亿元，同比下降 46.4%。2021 年公司经营性净现金流 20.67 亿元，同比增加 136.1%，经营现金流持续改善，主要因为公司产品销售回款趋好，也从侧面说明公司产品需求较强。

► **未来看点：1) 2022 年多个项目产能释放，业绩或延续快速增长，**公司义瑞一期 36 万吨再生铝项目预计上半年投产，明晟 30 万吨和韩国光阳 12 万项目落地，产能进入释放期，继续催化公司业绩。2) **加大研发促进产品转型升级，高附加值产品占比逐步提高，结构优化，**公司研发投入持续增加，产品结构优化，新能源、新材料用铝、交通运输用铝、汽车轻量化用铝等高附加值产品占比逐步提高。3) **再生铝行业潜力较大，公司有望受益于市场集中度提升，**公司目前拥有 68 万吨再生铝及 12 万吨铝灰渣项目，并新建 70 万吨再生铝项目，国内“双碳”背景下，原生铝产能天花板约束明显，再生铝市场迎来生机，40 号财税文件实施，再生铝市场将进一步规范，集中度有望提升，公司将会受益。4) **内外价差扩大，出口进一步推升业绩，**海外能源危机继续，LME 铝价大幅上涨，内外价差扩大，公司出口产品采取 LME 铝+加工费模式计价，出口有望量利齐增。

► **投资建议：**随着公司再生铝以及铝板带项目的落地，公司业绩有望继续增长。我们预计公司 2022-2024 年将实现归母净利 26.51 亿元、32.88 亿元和 40.71 亿元，EPS 分别为 3.88 元、4.82 元和 5.96 元，对应 3 月 18 日收盘价的 PE 分别为 10、8 和 6 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)	24,613	32,897	38,622	44,776
增长率 (%)	50.7	33.7	17.4	15.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,852	2,651	3,288	4,071
增长率 (%)	73.1	43.1	24.0	23.8
每股收益 (元)	2.71	3.88	4.82	5.96
PE	14	10	8	6
PB	2.4	2.0	1.6	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 3 月 18 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

37.7 元



分析师：邱祖学

执业证号：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理：张弋清

执业证号：S0100121120057

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

相关研究

1.明泰铝业 2021 年年度业绩预增公告点评：
铝板带箔量价齐升，业绩同比大增

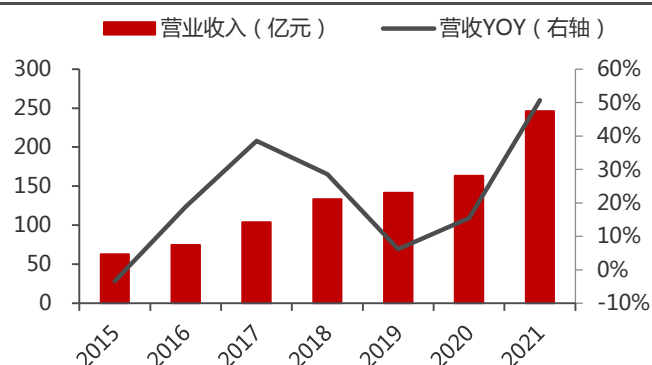
目录

1 事件：公司发布 2021 年年报	3
2 点评	4
2.1 2021 年度业绩：项目多点开花，助力公司业绩释放.....	4
2.2 未来看点	8
3 盈利预测与投资建议	10
3.1 估值分析	10
3.2 投资建议	10
4 风险提示	11
插图目录	13
表格目录	13

1 事件：公司发布 2021 年年报

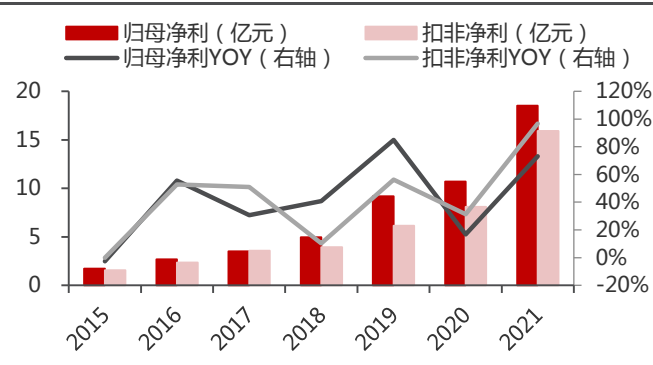
公司发布 2021 年年报。2021 年，公司实现营收 246.13 亿元，同比增长 50.7%；归母净利润 18.52 亿元，同比增长 73.1%；扣非归母净利润 15.91 亿元，同比增加 96.7%。2021Q4，公司实现营收 75.63 亿元，同比增长 57.3%、环比增长 20.2%；归母净利润 4.50 亿元，同比增加 28.1%、环比减少 19.2%；扣非归母净利润 3.96 亿元，同比增加 82.8%、环比减少 15.9%。业绩符合我们之前预期。

图 1：2021 年，公司营收同比增加 50.7%



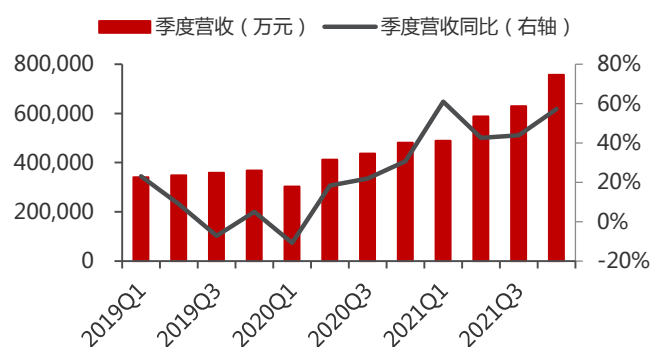
资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：2021 年，公司归母净利润同比增加 73.1%



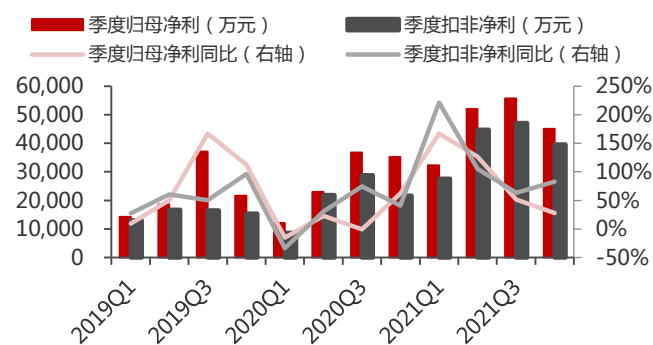
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：2021Q4，公司营收同比增加 57.3%



资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：2021Q4，公司归母净利润同比增加 28.1%



资料来源：wind，民生证券研究院

2 点评

2.1 2021 年度业绩：项目多点开花，助力公司业绩释放

2021 年项目持续投产，公司产品产销两旺，盈利能力提升。产销量继续增长：

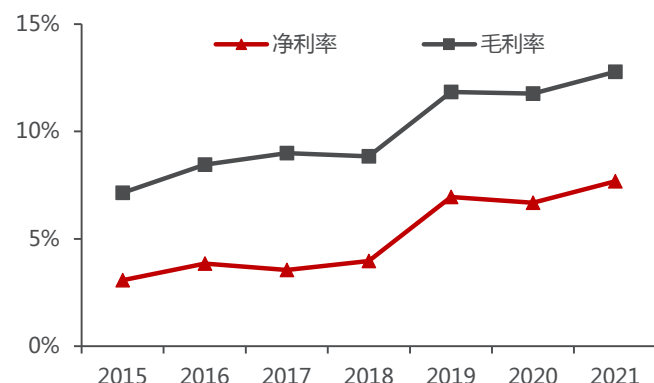
2021 年 5 月，明晟新材 30 万吨产能第一条生产线投产，10 月，韩国光阳 12 万吨项目投产，产能逐步释放，需求受益于经济复苏，表现较强，呈现产销两旺，2021 年公司实现铝板带产量 96.62 万吨，销量 95.45 万吨，同比分别增长 16.14%和 15.38%，实现铝箔产量 19.08 万吨，销量 19.09 万吨，同比分别增长 29.97%和 29.68%，实现铝型材产量 1.71 万吨，销量 1.50 万吨，同比分别增长 50%和 74%。

订单充足，单吨毛利提升：公司订单充足，需求旺盛，产品加工费提升，2021 年公司铝板带单吨毛利 2531 元，同比提升 871 元，铝箔单吨毛利 3075 元，同比提升 976 元，毛利率、净利率为 12.8%和 7.7%，分别提升 1.01pct 和 1.00pct。**产能扩张，带动资产负债率上升：**公司在建项目较多，资金需求较强，2021 年资产负债率 41.5%，同比提升 12.1pct。

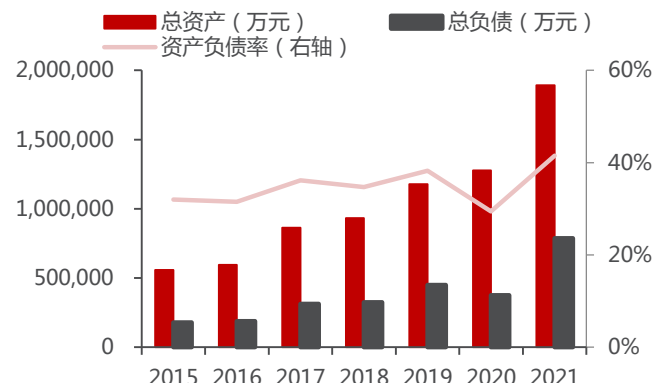
表 1：公司板带箔详细经营数据

板块	项目	单位	2017	2018	2019	2020	2021
铝板带	产量	万吨	55.29	65.42	75.02	83.19	96.62
	销量	万吨	55.62	64.98	74.55	82.73	95.45
	收入	亿元	89.15	103.79	114.67	128.57	192.31
	单价	元/吨	16,029	15,972	15,381	15,541	20,147
	成本	亿元	82.36	95.38	103.26	114.84	168.15
	毛利	亿元	6.79	8.41	11.41	13.73	24.16
	单吨毛利	元/吨	1,220.86	1,294.40	1,530.00	1,659.62	2,531.06
	产量	万吨	8.17	10.88	11.31	14.68	19.08
铝箔	销量	万吨	8.05	10.8	11.05	14.72	19.09
	收入	亿元	13.60	17.67	18.66	24.57	39.95
	单价	元/吨	16,900	16,358	16,886	16,689	20,926
	成本	亿元	11.47	15.18	15.55	21.48	34.08
	毛利	亿元	2.13	2.49	3.11	3.09	5.87
	单吨毛利	元/吨	2,645.96	2,305.56	2,814.48	2,099.18	3,074.91

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 5：2021 年，公司毛利率提升 1.0pct


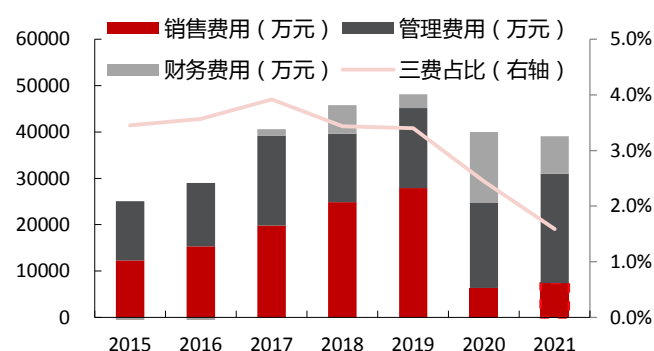
资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：2021 年，公司资产负债率提升 12.1pct


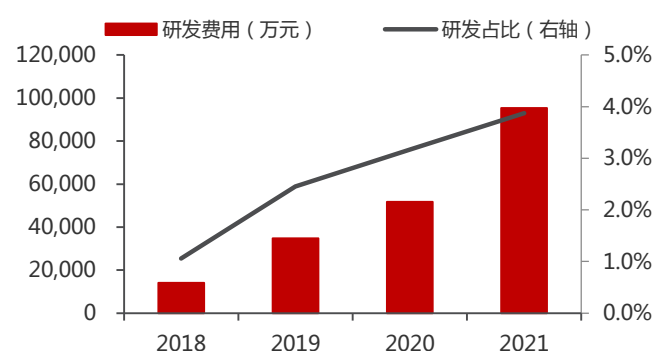
资料来源：wind，民生证券研究院

三费费率继续改善，下降 0.9pct。公司 2021 年三费费用 3.91 亿元，同比下降 2.1%，三费费率 1.6%，同比下降 0.9pct，其中销售费用 0.74 亿元，同比增加 16.5%，主要因为公司产销规模扩大；管理费用为 2.36 亿元，同比增加 27.9%，主要因为规模扩大，细分增量主要在职工薪酬和宣传咨询费项；财务费用 0.81 亿元，同比下降 46.4%，主要系利息收入增加。

研发投入大幅增加，专利申请 139 项。2021 年公司研发投入 9.53 亿元，同比增长 84.2%，研发投入占营收比例 3.87%，提升 0.7pct，主要因为公司加大高端阳极氧化用铝合金坯料、电池箔、动力电池、新能源汽车结构件、电池托盘用铝，轨道交通用铝、船舰隔板、车用全铝罐车材料等研究项目研发力度。公司全年累计申报专利 139 项，授权 99 件，开展技术攻关 10 项，成果颇丰。

图 7：2021 年，公司期间费用率下降 0.9pct


资料来源：wind，民生证券研究院

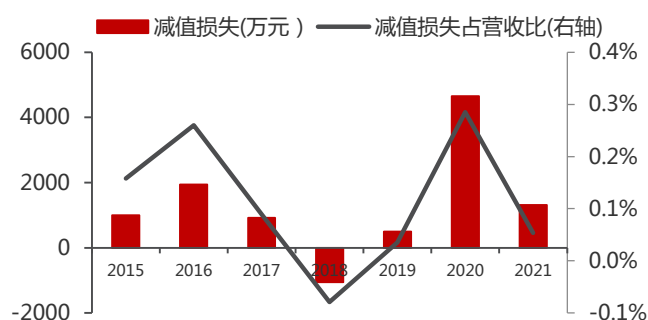
图 8：2021 年，公司研发费率上升 0.7pct


资料来源：wind，民生证券研究院

资产减值损失 0.13 亿元，同比减少 0.33 亿元。2021 年公司资产减值损失同比减少 71.8%，主要系本期计提存货跌价减少所致。2021 年公司信用减值损失转回 0.44 亿元，2020 年计提信用减值损失 0.14 亿元，主要系计提的坏账准备转回所致。

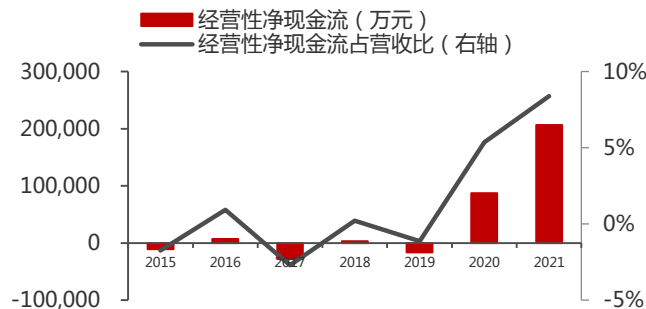
经营性净现金流增加 11.9 亿元，持续改善。2021 年公司经营性净现金流 20.67 亿元，同比增加 136.1%，主要系公司产品销售回款继续向好，也说明公司产品需求较强，不只是加工费方面提升，销售回款也在继续改善。

图 9：2021 年，资产减值损失下降



资料来源：wind，民生证券研究院

图 10：2021 年，经营性现金流持续改善



资料来源：wind，民生证券研究院

主要子公司 2021 年业绩同比明显增加。2021 年公司主要子公司业绩同比持续增长，其中明泰科技、郑州明泰 2021 年分别实现净利润 7.99 亿元和 1.48 亿元，同比分别增长 39.1%和 76.7%，泰宏新材料实现净利润 0.89 亿元，扭亏为盈，而巩电热力因为煤价上涨，成本上升，而电价受国家调控，利润受到影响。

表 2：主要参控股子公司净利润变化

公司名称	权益比例	主要经营活动	2020 年净利润（万元）	2021H1 净利润（万元）	2021 年净利润（万元）
明泰科技	100%	铝制品加工	57453	36868	79944
郑州明泰	80.6%	铝制品加工	8399	5654	14840
泰鸿新材料	100%	铝制品加工	-9	4910	8867
明泰交通新材料	87.9%	交通用材加工	6044	3050	5143
巩电热力	90.4%	热力供应；煤研石。劣质煤发电	5574	2409	3477

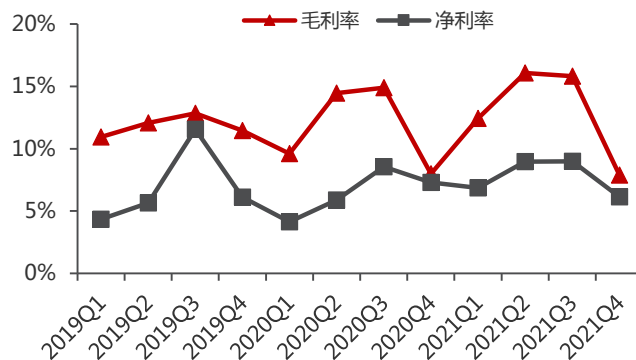
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.2 2021Q4 业绩：原料大幅波动拖累利润

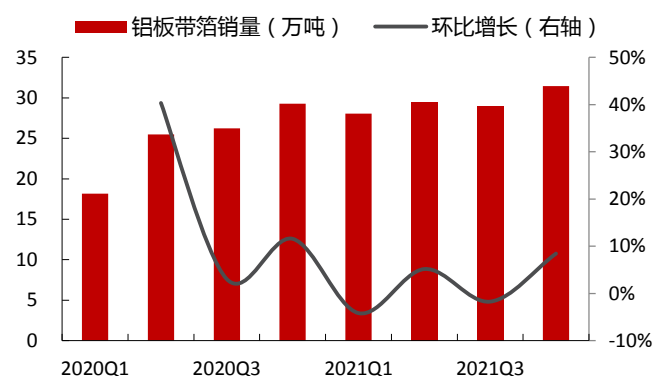
2021Q4，公司归母净利润 4.50 亿元，同比增加 28.1%、环比减少 19.2%；扣非归母净利 3.96 亿元，同比增加 82.8%、环比减少 15.9%，主要因为电解铝价格大幅波动，一方面铝价快速上涨，公司产品向下游传导存在时滞，导致毛利率受影响，2021Q4 公司毛利率、净利率为 7.9%和 6.1%，分别下降 7.9pct 和 6.1pct，另一方面，电解铝价格大幅下降，公司存货减值风险增加，2021Q4 公司铝板带箔销量约 31.5 万吨，环比增加 2.5 万吨，而公司存货价值减少 4.43 亿元，部分因为公司对存货计提了减值。

图 11：2021Q4，电解铝现货价大幅波动

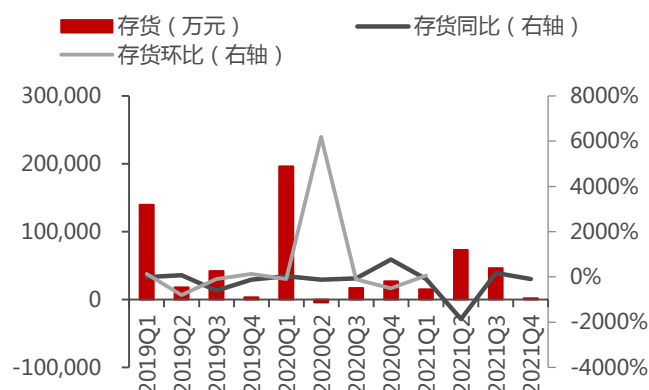

资料来源：wind，民生证券研究院

图 12：2021Q4，毛利率下降 7.9pct


资料来源：wind，民生证券研究院

图 13：2021Q4，公司产品销量环比增加 8.4%


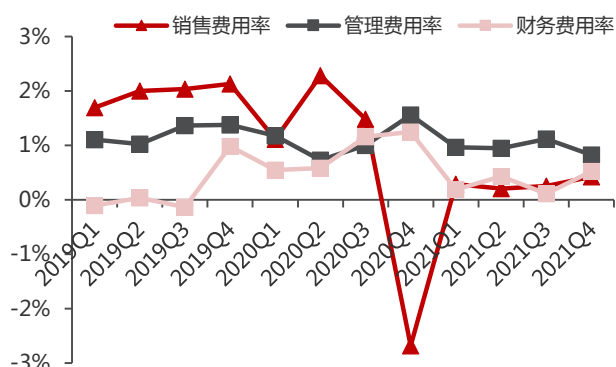
资料来源：wind，民生证券研究院

图 14：2021 年 Q4，存货价值下降 4.4 亿元


资料来源：wind，民生证券研究院

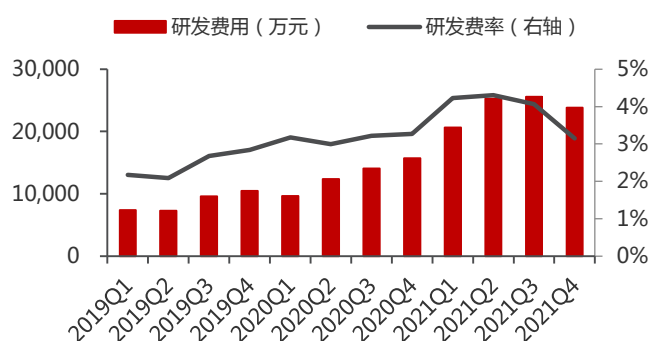
从费用率来看，2021Q4 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别环比变化+0.2pct、-0.3pct 和+0.4pct，三费费率 1.8%，环比上升 0.3pct；2021Q4 公司研发费用环比下降 6.7%，研发费率下降 0.9pct。

图 15：2021 年 Q4，三费费率环比上升 0.3pct



资料来源：wind，民生证券研究院

图 16：2021 年 Q4，研发费用费率下降 0.9pct



资料来源：wind，民生证券研究院

2.3 未来看点：再生铝市场迎来生机，公司明显受益

2022 年多个项目产能释放，年内业绩或延续快速增长。公司 2022 年持续推进义瑞新材、明晟新材料和韩国光阳项目建设，其中：义瑞新材项目新增 70 万吨再生铝及绿色新型铝合金材料产能，预计一期 36 万吨热轧粗轧项目上半年投产；明晟新材料新增产能 30 万吨，第一条线已经投产，产能开始释放，后续项目将继续推进；韩国光阳铝业 12 万吨项目 2021 年 10 月投产，产能处于爬坡期；2022 年公司再生铝项目落地，明晟新材料和韩国光阳项目产能开始释放，年内业绩或继续快速增长。

公司加大研发促进产品转型升级，高附加值产品占比逐步提高，结构优化。公司自成立以来不断谋求转型升级，持续加大对技术和产品的投入，积极开发像新能源车等国家中重点领域的新产品，优化产品结构，新能源、新材料用铝、交通运输用铝、汽车轻量化用铝等高附加值产品占比逐步提高，铝箔对公司利润的贡献度也在逐步提升。

再生铝行业潜力较大，公司有望受益于市场集中度提升。公司目前拥有 68 万吨再生铝及 12 万吨铝灰渣项目，并新建 70 万吨再生铝及绿色新型铝合金材料项目，一期 36 万吨有望上半年投产。公司目前在国内变形铝保级利用领域处于行业领先地位，国内“双碳”大环境下，原生铝产能天花板约束明显，再生铝市场迎来生机，40 号财税文件实施，再生铝市场将进一步规范，市场集中度有望提升，公司作为再生铝市场龙头，有望受益。而再生铝产能的推进，也有利于公司扩大原料自给能力，降本增效。

内外价差扩大，出口有望量利齐增。海外能源危机蔓延，欧洲能源价格居高不下，电解铝企业减产明显，供需紧张，LME 铝走势强于国内，内外价差扩大，目前进口亏损将近 3000 元/吨，公司出口产品定价采用 LME 铝价+加工费模式，而原材料采用国内铝现货定价，公司毛利润=(LME 铝价-国内现货铝价)+加工费，

可以赚取内外价差的利润，此外，海外铝产品紧张，可以进一步带动出口需求，公司出口有望迎来量利齐增。

3 盈利预测与投资建议

3.1 估值分析

目前公司主营再生铝和铝材加工业务，我们选择三家 A 股企业，主营铝材加工的南山铝业和亚太科技，以及主营再生铝业务的怡球资源，可比公司的 2022 年 PE 的均值为 11 倍，公司估值水平低于行业均值。同时公司作为铝上下游加工一体化企业，成本优势明显，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。

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
601677.SH	明泰铝业	37.70	2.71	3.88	4.82	14	10	8
600219.SH	南山铝业	4.06	0.29	0.36	0.44	14	11	9
002540.SZ	亚太科技	5.38	0.33	0.43	0.54	16	12	10
601388.SH	怡球资源	4.40	0.41	0.45	0.75	11	10	6
可比公司估值平均值						14	11	8

资料来源：wind，民生证券研究院预测；

注：亚太科技数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2022 年 3 月 18 日

3.2 投资建议

随着公司再生铝以及铝板带项目的落地，公司业绩有望继续增长。我们预计公司 2022-2024 年将实现归母净利润 26.51 亿元、32.88 亿元和 40.71 亿元，EPS 分别为 3.88 元、4.82 元和 5.96 元，对应 3 月 18 日收盘价的 PE 分别为 10、8 和 6 倍，维持“推荐”评级。

4 风险提示

1) 原材料价格大幅上涨。公司铝产品加工量大于再生铝产量，需要外购电解铝，公司销售采取铝锭价+加工费模式，原材料价格比较温和时，公司可以将成本传导到下游，当原料价格大幅上涨时，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，产能持续增长，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，对公司盈利产生影响。

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	24,613	32,897	38,622	44,776
营业成本	21,469	28,543	33,292	38,288
营业税金及附加	111	150	177	204
销售费用	74	99	116	134
管理费用	236	348	400	464
研发费用	953	1,217	1,429	1,657
EBIT	2,214	2,539	3,208	4,028
财务费用	81	23	16	-2
资产减值损失	-13	0	0	0
投资收益	51	66	97	102
营业利润	2,173	3,260	4,038	4,997
营业外收支	-31	-7	-7	-6
利润总额	2,142	3,253	4,031	4,991
所得税	251	520	645	799
净利润	1,890	2,733	3,386	4,192
归属于母公司净利润	1,852	2,651	3,288	4,071
EBITDA	2,648	3,132	3,909	4,835

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,909	3,345	3,847	4,424
应收账款及票据	2,779	2,741	3,379	4,045
预付款项	662	856	999	1,154
存货	3,724	4,809	5,639	6,500
其他流动资产	2,697	3,620	3,735	4,440
流动资产合计	12,771	15,370	17,599	20,562
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3,686	4,698	5,706	6,623
无形资产	442	548	660	764
非流动资产合计	6,157	7,931	9,232	10,241
资产合计	18,929	23,302	26,831	30,803
短期借款	376	693	354	196
应付账款及票据	3,683	4,189	4,979	5,831
其他流动负债	2,415	3,462	3,429	2,845
流动负债合计	6,474	8,344	8,762	8,872
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	1,386	1,386	1,386	1,386
非流动负债合计	1,386	1,386	1,386	1,386
负债合计	7,860	9,730	10,148	10,258
股本	682	682	682	682
少数股东权益	394	476	575	696
股东权益合计	11,068	13,572	16,683	20,545
负债和股东权益合计	18,929	23,302	26,831	30,803

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	50.69	33.66	17.40	15.93
EBIT 增长率	61.72	14.68	26.36	25.56
净利润增长率	73.08	43.12	24.04	23.81
盈利能力 (%)				
毛利率	12.77	13.23	13.80	14.49
净利率	7.68	8.31	8.77	9.36
总资产收益率 ROA	9.78	11.38	12.25	13.22
净资产收益率 ROE	17.35	20.24	20.41	20.51
偿债能力				
流动比率	1.97	1.84	2.01	2.32
速动比率	1.29	1.16	1.25	1.45
现金比率	0.45	0.40	0.44	0.50
资产负债率 (%)	41.53	41.76	37.82	33.30
经营效率				
应收账款周转天数	17.00	17.96	17.62	17.63
存货周转天数	63.32	61.49	61.82	61.96
总资产周转率	1.30	1.41	1.44	1.45
每股指标 (元)				
每股收益	2.71	3.88	4.82	5.96
每股净资产	15.64	19.18	23.60	29.08
每股经营现金流	3.03	3.86	4.46	4.36
每股股利	0.28	0.34	0.40	0.48
估值分析				
PE	14	10	8	6
PB	2.4	2.0	1.6	1.3
EV/EBITDA	9.16	7.71	5.96	4.67
股息收益率 (%)	0.74	0.89	1.07	1.28

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1,890	2,733	3,386	4,192
折旧和摊销	434	593	701	807
营运资金变动	-274	-610	-969	-1,919
经营活动现金流	2,067	2,634	3,048	2,976
资本开支	-399	-2,281	-1,959	-1,754
投资	-728	0	0	-200
投资活动现金流	-1,632	-2,216	-1,862	-1,852
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	317	-339	-157
筹资活动现金流	-147	18	-684	-547
现金净流量	277	436	502	577

插图目录

图 1：2021 年，公司营收同比增加 55.5%	3
图 2：2021 年，公司归母净利润同比增加 10.5%	3
图 3：2021Q4，公司营收同比增加 38.1%	3
图 4：2021Q4，公司归母净利润同比减少 33.6%	3
图 5：2021 年，公司毛利率提升 1.0pct	5
图 6：2021 年，公司资产负债率提升 12.1pct	5
图 7：2021 年，公司期间费用率下降 0.9pct	5
图 8：2021 年，公司研发费率上升 0.7pct	5
图 9：2021 年，资产减值损失下降	6
图 10：2021 年，经营性现金流持续改善	6

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1：公司板带箔详细经营数据	4
表 2：主要参控股子公司净利润变化	6
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

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。	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：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001