

量利齐升助推业绩，产品升级打开增长空间

2022 年 04 月 02 日

► **事件：2022 年 3 月 30 日，公司发布 2021 年报。**2021 年，公司实现营业收入 287.25 亿元，同比增长 28.8%；归母净利润 34.11 亿元，同比增长 66.4%；扣非归母净利润 33.37 亿元，同比增加 71.4%。2021Q4，公司实现营业收入 83.4 亿元，同比增长 24.6%、环比增长 6.3%；归母净利润 8.92 亿元，同比增长 40.3%、环比减少 11.9%；扣非归母净利润 8.59 亿元，同比增长 33.7%、环比减少 15.4%。业绩符合我们之前预期。

► **公司产品结构持续优化，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 年公司冷轧卷/板产销量 82.6 万吨、90.0 万吨，同比分别增加 18.9%和 16.2%，铝型材产销量 19.5 万吨和 19.0 万吨，同比分别增加 4.7%和 0.4%，铝箔产销量 4.9 万吨和 6.0 万吨，同比分别减少 9.2%和 9.0%。2021 年公司冷轧单吨毛利 5981 元，同比增加 990 元；铝型材单吨毛利 4468 元，同比增加 826 元；铝箔单吨毛利 5078 元，同比增加 500 元。公司毛利率、净利率为 24.6%和 13.0%，分别提升 0.9pct 和 3.0pct。

► **受动力煤价格影响，2021Q4 归母净利环比-11.9%。**2021Q4 公司毛利率、净利率为 21.6%和 13.2%，同比分别下降 7.92pct、上升 2.87pct，环比分别下降 4.21pct 和 0.24pct，三费费率 4.49%，同比下降 0.52pct，环比上升 0.40pct。公司 Q4 业绩下滑，主要因为三季度以来，动力煤价格明显上涨，公司自备电厂成本上升，利润受拖累。

► **未来看点：1) 新能源车市场高速增长，轻量化提速。**“双碳”背景下，新能源车市场快速增长，而汽车能耗要求，也将加快传统燃油车轻量化进程，汽车板和动力电池箔需求旺盛。2) **高端冷轧产能继续释放，产品结构继续优化。**公司 20 万吨汽车板和 2.1 万吨动力电池箔产能处于爬坡期，供应继续上升，高性能产品占比继续提升，盈利能力增强，公司另有 20 万吨汽车板产能规划，预计 2023 年投产，产能翻倍。3) **印尼氧化铝项目有望增厚归母净利润 4.8 亿元，**公司印尼一期 100 万吨氧化铝目前处于满产状态，二期 100 万吨预计 2023 年投产，届时达产后，印尼氧化铝项目有望增厚归母净利润 4.8 亿元。4) **内外价差扩大，出口进一步推升业绩，**LME 铝价大幅上涨，内外价差扩大，2021 年公司出口收入占比 32.7%，海外产品采取 LME 铝+加工费模式计价，出口有望量利齐增。

► **投资建议：**随着公司再汽车板以及氧化铝项目的落地，业绩或将继续增长。我们预计公司 2022-2024 年将实现归母净利 40.20 亿元、48.17 亿元和 56.76 亿元，EPS 分别为 0.34 元、0.40 元和 0.47 元，对应 4 月 1 日收盘价的 PE 分别为 12、10 和 9 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**动力煤价格大幅上涨，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)	28725	37697	42158	44718
增长率 (%)	28.8	31.2	11.8	6.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	3411	4020	4817	5676
增长率 (%)	66.4	17.9	19.8	17.8
每股收益 (元)	0.29	0.34	0.40	0.47
PE	14	12	10	9
PB	1.1	1.1	1.0	0.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 4 月 1 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

4.06 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.【民生金属公司点评】南山铝业：成本承压不改业绩亮眼，量价齐升创历史最佳盈利

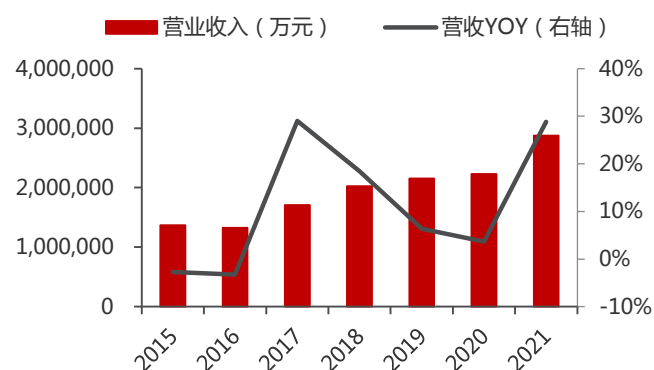
目录

1 事件：公司发布 2021 年年报	3
2 点评	4
2.1 2021 年度业绩：产能不断释放，产品量利齐升	4
2.2 2021Q4 业绩：动力煤价格大幅上涨拖累利润	6
2.3 未来看点：汽车轻量化提速，产能释放助推业绩	7
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

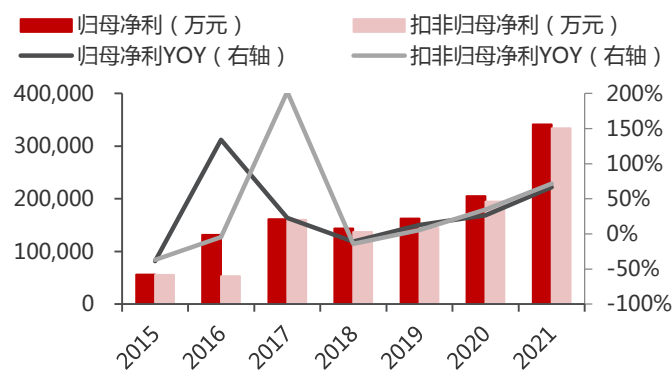
公司发布 2021 年年报。2021 年，公司实现营收 287.25 亿元，同比增长 28.8%；归母净利润 34.11 亿元，同比增长 66.4%；扣非归母净利润 33.37 亿元，同比增加 71.4%。2021Q4，公司实现营收 83.4 亿元，同比增长 24.6%、环比增长 6.3%；归母净利润 8.92 亿元，同比增长 40.3%、环比减少 11.9%；扣非归母净利润 8.59 亿元，同比增长 33.7%、环比减少 15.4%。业绩符合我们之前预期。

图 1：2021 年，公司营收同比增加 28.8%



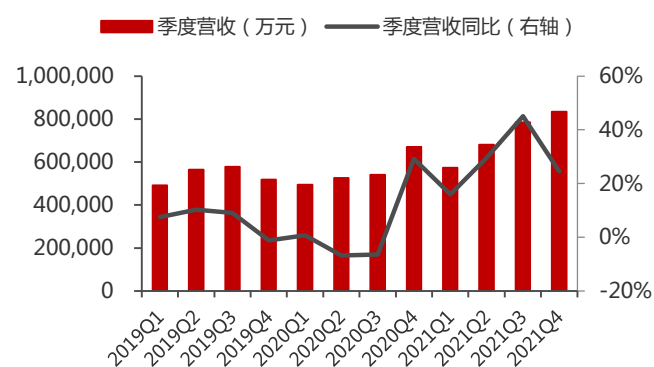
资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：2021 年，公司归母净利润同比增加 66.4%



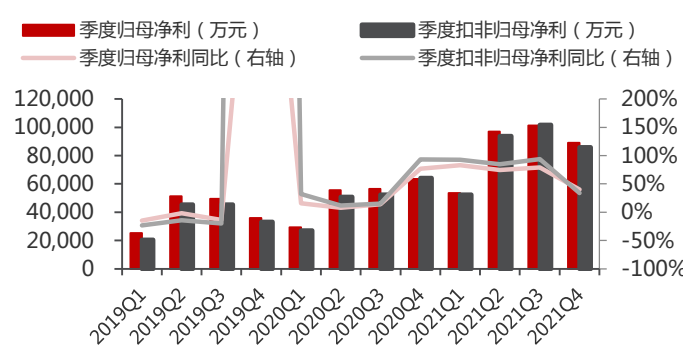
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：2021Q4，公司营收同比增加 24.6%



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 40.3%



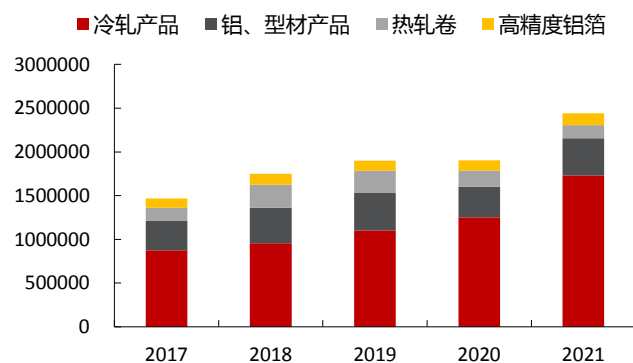
资料来源：wind，民生证券研究院

2 点评

2.1 2021 年度业绩：产能不断释放，产品量利齐升

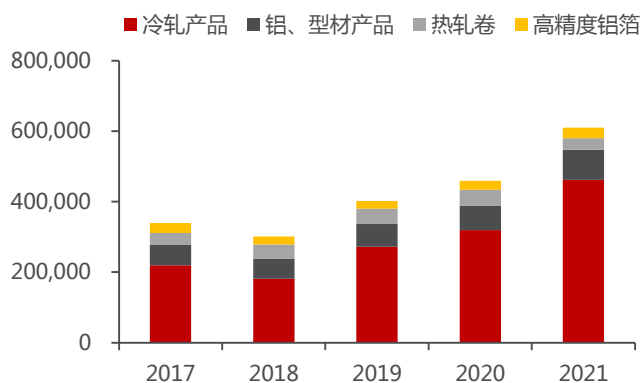
分产品看，冷轧板卷贡献 60.7% 营收和 84.5% 毛利。公司布局产业链较深，上游产品基本自供，最终销售产品以冷轧为主，并且产能在逐步增加，业绩占比逐步提升。2021 年，公司冷轧营收 173.1 亿元，同比增加 38.4%，占总营收 60.7%，铝型材营收 42.5 亿元，同比增加 20.9%，占总营收比 14.9%；毛利方面，公司冷轧贡献毛利 46.2 亿元，同比增加 44.6%，占总毛利比 84.5%，铝型材贡献毛利 8.5 亿元，同比增加 23.1%，占毛利比 15.5%。

图 5：2021 年，公司冷轧营收占比 60.7%（单位：万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：2021 年，公司冷轧贡献毛利占比 84.5%（单位：万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

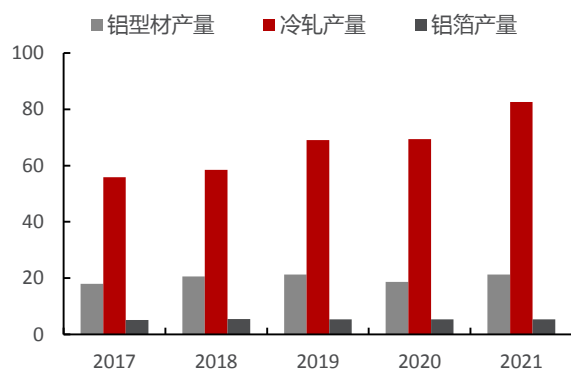
量：多个项目稳步推进，产能逐步释放。公司业务遍布铝全产业链，从上游的氧化铝、阳极、电解铝，到下游的铝热轧和板材。2021 年公司项目稳步推进，多个项目投产，5 月，印尼氧化铝一期 100 万吨项目投产，9 月达产；10 月，2.1 万吨高性能铝箔投产，随着项目产能爬坡，公司产量逐步上升，2021 年公司冷轧卷/板产销量 82.6 万吨、90.0 万吨，同比分别增加 18.9% 和 16.2%，铝型材产销量 19.5 万吨和 19.0 万吨，同比分别增加 4.7% 和 0.4%，铝箔产销量 4.9 万吨和 6.0 万吨，同比分别减少 9.2% 和 9.0%。

利：高端产品占比提升，盈利能力提升。公司积极布局高端产品，产品结构不断优化，盈利能力提升。**吨盈利方面**，2021 年公司冷轧单吨毛利 5981 元，同比增加 990 元；铝型材单吨毛利 4468 元，同比增加 826 元；铝箔单吨毛利 5078 元，同比增加 500 元。**毛利率方面**，公司综合毛利率 24.6%，同比上升 0.9pct；其中，冷轧产品毛利率 26.7%，同比上升 1.1pct；铝型材产品毛利率 20.0%，同比上升 0.4pct。

2021 年，铝产品价格大幅上涨，公司毛利率仍在上升，高端产品毛利贡献较

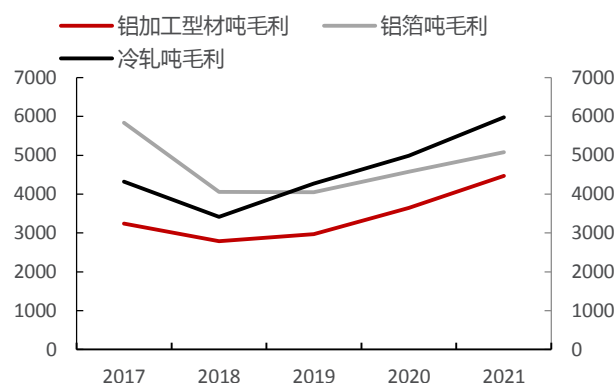
大，产品结构调整效果明显，2021 年公司高端产品销量占比 12.66%，同比增加 6.66pct，毛利占公司铝产品毛利 19.89%，同比增加 6.62pct。

图 7：2021 年，公司冷轧产量同比增加（单位：万吨）



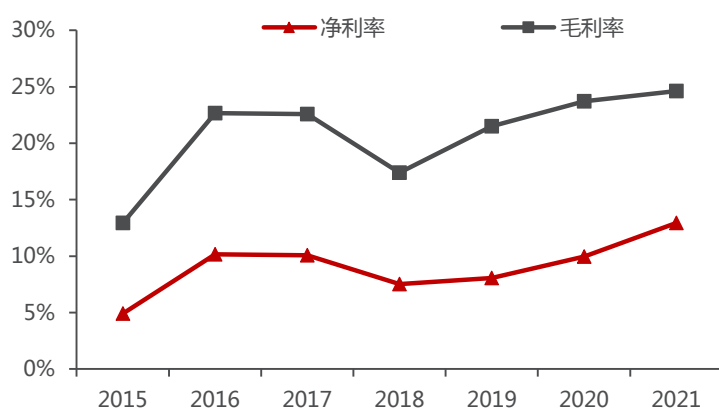
资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：2021 年，公司冷轧产品吨毛利增加 990 元（单位：元）



资料来源：wind，民生证券研究院

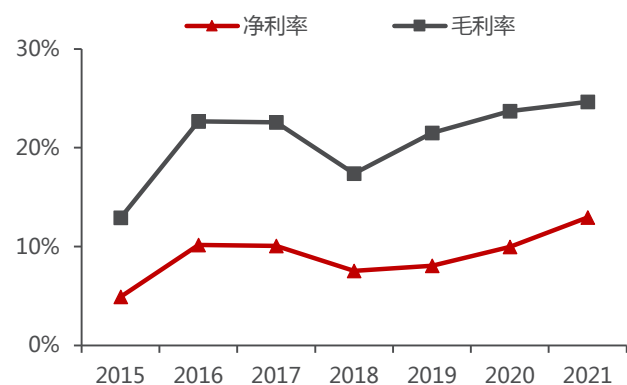
图 9：2021 年，公司毛利率提升 0.9pct



资料来源：Wind，民生证券研究院；

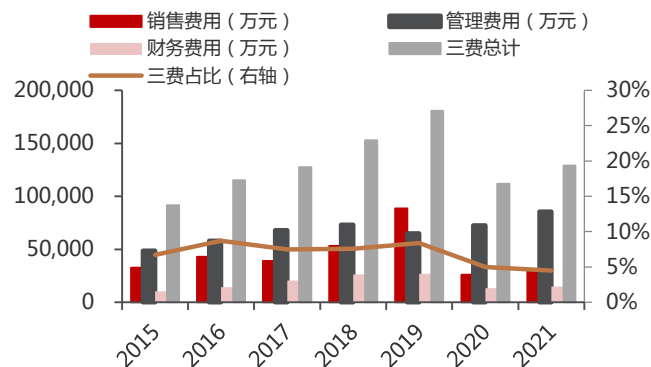
三费费率下降 0.52pct，净利率上升 3.0pct。公司 2021 年三费费用 12.91 亿元，同比上升 15.54%，三费费率 4.49%，同比下降 0.52pct，环比上升 0.40pct，其中销售费用 2.89 亿元，同比上升 11.82%，主要是市场推广费上升；管理费用为 8.54 亿元，同比增加 17.92%，主要因为管理层薪酬增加；财务费用 1.48 亿元，同比上升 9.87%，主要系汇兑损失大幅增加。公司毛利率、净利率为 24.6% 和 13.0%，分别提升 0.9pct 和 3.0pct。

图 10：2021 年，公司净利率上升 3.0pct



资料来源：wind，民生证券研究院

图 11：2021 年，公司三费费率下降 0.52pct



资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 2021Q4 业绩：动力煤价格大幅上涨拖累利润

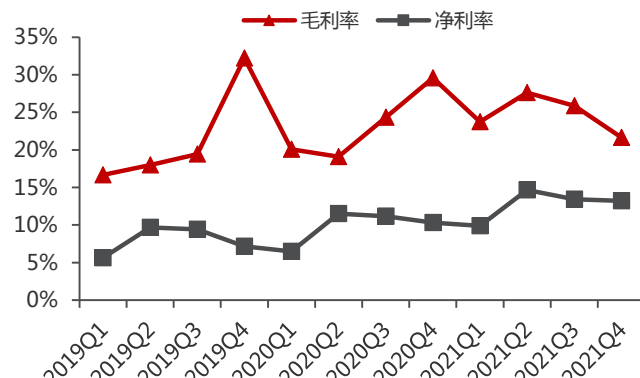
2021Q4 净利率同比下降 2.87pct，环比下降 0.24pct。2021Q4，公司归母净利润 8.92 亿元，同比增长 40.3%，环比减少 11.9%；扣非归母净利润 8.59 亿元，同比增长 33.7%，环比减少 15.4%。2021Q4 公司毛利率、净利率为 21.6% 和 13.2%，同比分别下降 7.92pct、上升 2.87pct，环比分别下降 4.21pct 和 0.24pct。公司 Q4 业绩下滑，主要因为三季度以来，动力煤价格明显上涨，公司自备电厂成本上升，利润受拖累，公司毛利率在 3 季度开始走低。

图 12：2021Q4，动力煤现货价大幅上升



资料来源：wind，民生证券研究院

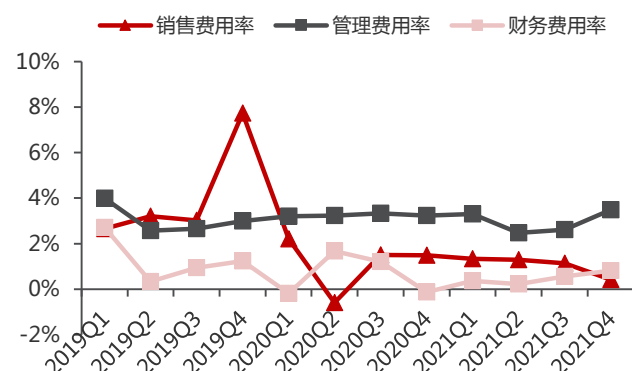
图 13：2021Q4，毛利率下降



资料来源：wind，民生证券研究院

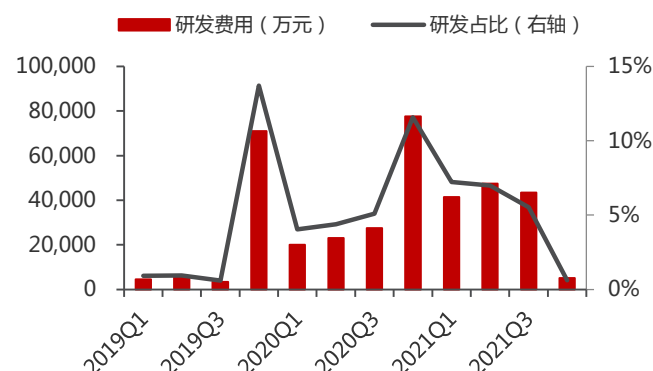
三费费率环比上升 0.4pct。从费用率来看，2021Q4 公司销售费用率环比下降 0.7pct，管理费用率环比上升 0.9pct，财务费用率环比上升 0.2pct；2021Q4 公司研发费用环比下降 88.2%，研发费率下降 4.9pct。

图 14：2021 年 Q4，三费费率环比上升 0.4pct



资料来源：wind，民生证券研究院

图 15：2021 年 Q4，研发费用费率下降 4.9pct

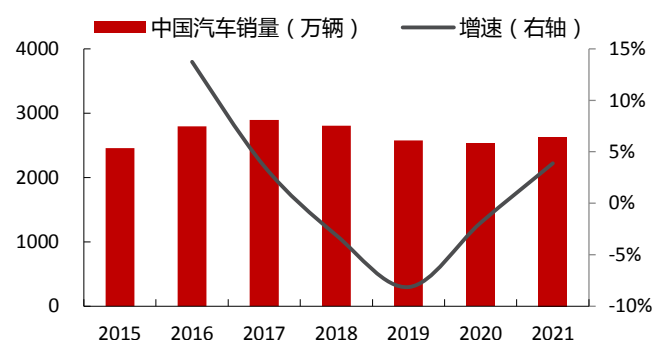


资料来源：wind，民生证券研究院

2.3 未来看点：汽车轻量化提速，产能释放助推业绩

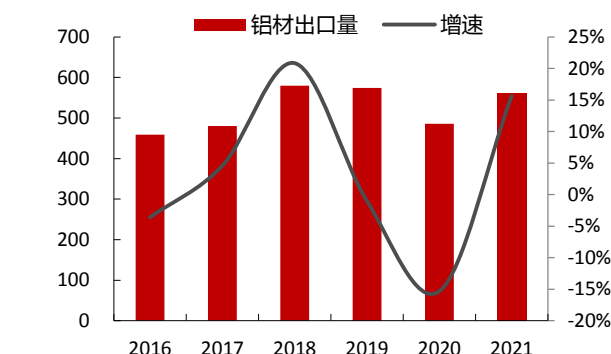
下游需求保持高景气。2021 年，随着疫情防控趋松，国内外经济持续复苏，需求逐步走强，我国汽车销量 2625 万辆，同比增加 3.9%，市场开始见底回升。公司业务海外占比较高，2021 年，我国铝材出口量，我国铝材出口量 562 万吨，同比增加 15.6%，主要因为海外需求复苏强劲，内外价差扩大，出口利润较高，下游保持高景气。

图 16：2021 年，我国汽车销量见底回升



资料来源：wind，民生证券研究院

图 17：2021 年，我国铝材出口明显增长



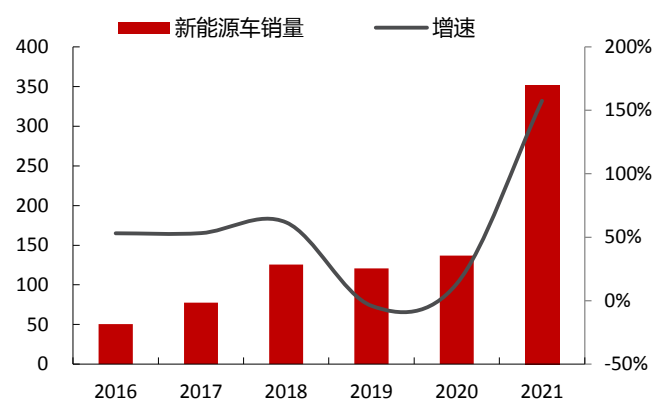
资料来源：wind，民生证券研究院

新能源车延续高增，汽车轻量化推升需求。双碳背景下，新能源汽车市场渗透率快速提升，2021 年销量大幅增长，根据《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》，要求到 2025 年，我国新能源汽车新车销售量占比 20% 左右，来新能源汽车市场前景广阔，2021 年新能源车销量 352 万辆，同比增加 157%，未来旺盛需求持续。新能源车电池固有重量较大，需要通过车身轻量化减低能耗，延长续航里程，所以新能源车对“四门两盖”轻量化需求更强，同时，新能源车对电池箔的

需求也将快速增长。

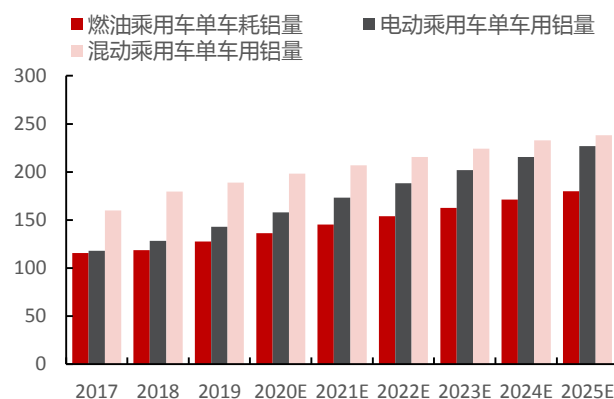
《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》发布，提出传统能源乘用车平均百公里油耗 2025 年达到 5.6 升、2030 年达到 4.8 升、2035 年达到 4.0 升，能耗降低要求则表明传统燃油车轻量化也势在必行，汽车行业用铝量逐步上升。根据国际铝业协会预测，2030 年燃油车单车用铝量达到 220 kg，较 2019 年增长 82%，普通燃油车轻量化也将提速，铝合金汽车板需求较强。

图 18：新能源车市场蓬勃发展（单位：万辆）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 19：汽车轻量化加快（千克/辆）



资料来源：国际铝业协会，民生证券研究院

高端冷轧产能继续释放，产品结构继续优化。公司在新能源车领域积极布局，汽车板方面，目前在产产能 20 万吨，产能逐步释放，并以自筹资金约 20 亿元再度增加汽车板年产能 20 万吨，项目预计于 2023 年投产，届时公司有望拥有汽车板产能 40 万吨/年，产能翻倍增长，以匹配新能源车市场快速增长的需求。**高性能铝箔方面**，公司 2.1 万吨动力电池箔于 2021 年 10 月投产，产能也将逐步释放，公司在汽车板和动力电池箔领域，享受新能源车市场带来的红利，随着高端产品占比提高，公司盈利能力提升，产品结构继续优化。

公司作为国内汽车板龙头，与国际某知名新能源车主机厂、蔚来、广汽新能源、北汽新能源、奥迪、戴勒姆、通用、宝马、日产、现代等客户进行业务合作或认证工作，未来公司将进一步加快汽车板产能释放进程及第三条、第四条生产线建设进程，应对日益增长的市场需求

印尼氧化铝项目逐步放量，贡献新的增长点。氧化铝项目合计产能 200 万吨，分两期建设，18 年年底开始建设，一期今年 5 月已投产，9 月达产，目前处于满产状态，二期预计 2022 年下半年投产。按照 2021 年氧化铝平均价格 2749 元/吨，烧碱 2340 元/吨，铝土矿价格 312 元/吨测算，氧化铝不含税完全成本为 2247 元/吨，保守估计两期完全达产后或将增厚归母净利润 4.8 亿元。

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。公司海外产品收入占比 32.7%，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

目前公司主营电解铝和铝材加工业务，我们选择三家 A 股主营铝材加工的明泰铝业、亚太科技以及华峰铝业，作为可比公司，2022 年可比公司 PE 平均值为 12 倍，与南山铝业 2022 年 PE 相同。公司作为铝上下游加工一体化企业，成本具有优势，稳定性较强，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 1：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	2.81	3.64	4.39	15	12	10
002540.SZ	亚太科技	5.26	0.33	0.43	0.54	16	12	10
601702.SH	华峰铝业	9.47	0.48	0.75	0.96	20	13	10
600219.SH	南山铝业	4.06	0.29	0.34	0.40	14	12	10
可比公司估值平均值						17	12	10

资料来源：wind，民生证券研究院预测；

注：亚太科技、华峰铝业数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2022 年 4 月 1 日

3.2 投资建议

随着公司再汽车板以及氧化铝项目的落地，业绩或将继续增长。我们预计公司 2022-2024 年将实现归母净利润 40.20 亿元、48.17 亿元和 56.76 亿元，EPS 分别为 0.34 元、0.40 元和 0.47 元，对应 4 月 1 日收盘价的 PE 分别为 12、10 和 9 倍，维持“推荐”评级。

4 风险提示

1) 原材料价格大幅上涨。公司自备电厂原料动力煤,动力煤价格大幅上涨,将影响自备电厂成本,对公司的利润产生不利影响。

2) 产能释放不及预期。公司有较多产能规划,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	28725	37697	42158	44718
营业成本	21650	29011	32084	33611
营业税金及附加	258	339	391	409
销售费用	290	380	548	516
管理费用	854	942	1012	1073
研发费用	1374	1960	2024	1968
EBIT	4258	5064	6099	7141
财务费用	148	404	506	518
资产减值损失	-24	-12	-14	-15
投资收益	54	75	105	100
营业利润	4145	4851	5825	6858
营业外收支	-5	4	2	2
利润总额	4139	4855	5827	6860
所得税	420	485	583	686
净利润	3719	4369	5244	6174
归属于母公司净利润	3411	4020	4817	5676
EBITDA	6401	7761	9030	10321

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	18273	20000	21000	24150
应收账款及票据	3895	5418	6084	6380
预付款项	1110	870	963	1128
存货	6429	8402	9276	9767
其他流动资产	990	1737	2124	2582
流动资产合计	30697	36428	39447	44007
长期股权投资	498	552	608	664
固定资产	27504	29191	31097	33048
无形资产	2341	2327	2313	2306
非流动资产合计	32481	36412	38502	40601
资产合计	63178.2	72839.8	77949.1	84608.0
短期借款	8092	10912	10061	11334
应付账款及票据	3950	5717	6236	6497
其他流动负债	2972	3564	3766	3903
流动负债合计	15014	20193	20064	21733
长期借款	0	1000	2000	2000
其他长期负债	640	590	600	610
非流动负债合计	640	1590	2600	2610
负债合计	15654.5	21783.2	22663.9	24343.6
股本	11950	11950	11950	11950
少数股东权益	4657	5007	5434	5932
股东权益合计	47523.7	51056.5	55285.2	60264.4
负债和股东权益合计	63178.2	72839.8	77949.1	84608.0

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	28.82	31.23	11.83	6.07
EBIT 增长率	61.57	18.92	20.44	17.09
净利润增长率	66.43	17.86	19.83	17.83
盈利能力 (%)				
毛利率	24.63	23.04	23.90	24.84
净利润率	12.95	11.59	12.44	13.81
总资产收益率 ROA	5.40	5.52	6.18	6.71
净资产收益率 ROE	7.96	8.73	9.66	10.45
偿债能力				
流动比率	2.04	1.80	1.97	2.02
速动比率	1.54	1.34	1.46	1.52
现金比率	1.22	0.99	1.05	1.11
资产负债率 (%)	24.78	29.91	29.08	28.77
经营效率				
应收账款周转天数	36.40	36.44	36.69	36.56
存货周转天数	108.40	105.71	105.53	106.07
总资产周转率	0.45	0.52	0.54	0.53
每股指标 (元)				
每股收益	0.29	0.34	0.40	0.47
每股净资产	3.59	3.85	4.17	4.55
每股经营现金流	0.37	0.53	0.66	0.79
每股股利	0.06	0.07	0.09	0.10
估值分析				
PE	14	12	10	9
PB	1.1	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	6.04	5.25	4.42	3.68
股息收益率 (%)	1.55	1.72	2.09	2.46

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	3719	4369	5244	6174
折旧和摊销	2142	2698	2931	3180
营运资金变动	-1845	-1344	-998	-713
经营活动现金流	4416	6336	7889	9401
资本开支	-1180	-4571	-4969	-5225
投资	-24	-2355	-356	-356
投资活动现金流	-1205	-6850	-5219	-5482
股权募资	681	0	0	0
债务募资	2922	3769	159	1283
筹资活动现金流	218	2241	-1670	-769
现金净流量	3274	1727	1000	3150

插图目录

图 1：2021 年，公司营收同比增加 28.8%	3
图 2：2021 年，公司归母净利润同比增加 66.4%	3
图 3：2021Q4，公司营收同比增加 24.6%	3
图 4：2021Q4，公司归母净利润同比增加 40.3%	3
图 5：2021 年，公司冷轧营收占比 60.7%（单位：万元）	4
图 6：2021 年，公司冷轧贡献毛利占比 84.5%（单位：万元）	4
图 7：2021 年，公司冷轧产量同比增加（单位：万吨）	5
图 8：2021 年，公司冷轧产品吨毛利增加 990 元	5
图 9：2021 年，公司毛利率提升 0.9pct	5
图 10：2021 年，公司净利率上升 3.0pct	6
图 11：2021 年，公司三费费率下降 0.52pct	6
图 12：2021Q4，动力煤现货价大幅上升	6
图 13：2021Q4，毛利率下降	6
图 14：2021 年 Q4，三费费率环比上升 0.3pct	7
图 15：2021 年 Q4，研发费用费率下降 4.9pct	7
图 16：2021 年，我国汽车销量见底回升	7
图 17：2021 年，我国铝材出口明显增长	7
图 18：新能源车市场蓬勃发展（单位：万辆）	8
图 19：汽车轻量化加快（千克/辆）	8

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1：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