

➤ **事件概述：**4 月 14 日，公司发布 2021 年年报：2021 年公司实现营收 861.83 亿元，同比增长 45.42%；归母净利润 28.66 亿元，同比增长 606.09%；扣非归母净利润 28.61 亿元，同比增长 520.54%。分季度来看，2021Q4，公司实现营收 221.87 亿元，同比增长 39.73%；归母净利润-9.11 亿元，同比下降 481.70%；扣非归母净利润-9.39 亿元，同比下降 476.05%。

➤ **点评：钢材与稀土产量齐升，毛利率提升 1.51pct**

① **量：2021 年钢产量增加 5.36%，稀土精矿产量增加 42.00%。**公司全年产钢 1644.73 万吨，同比增加 5.36%；生产稀土精矿 17.04 万吨，同比增加 42%；生产萤石 10.05 万吨。

② **价：公司吨钢成本控制优秀，稀土精矿基准价持续上调。**2021 年原料价格上涨，公司自产矿首次增破 850 万吨，并提升能效、降低成本，测算实际吨钢成本仅上升 31.55%，而钢材售价提升约 33.28%。另外，公司与北方稀土约定的精矿基准价同比增 29.12%，2021 年度公司整体毛利率提升 1.51pct 至 11.18%。

③ **毛利下滑与减值损失拖累 2021Q4 业绩。**环比来看，受房地产需求疲软影响，钢材价格开始回调，而原料价格相对持稳，导致公司毛利率环比下滑 9.96 pct 至 1.27%，毛利下滑 24.77 亿元。此外，减值损失（-2.89 亿元）、其他/投资收益（-0.97 亿元）、与营业外收支（-0.66 亿元），共同拖累 2021Q4 业绩。

➤ **未来核心看点：稀土业务前景可期，钢材原料保障性较强**

① **稀土氧化物储量丰富，稀土精矿价格有望继续上调。**公司控股股东包钢集团拥有的白云鄂博矿，已探明稀土氧化物储量 3500 万吨，公司拥有的尾矿库稀土氧化物储量约 1382 万吨，稀土精矿生产能力达 45 万吨。公司与北方稀土最新协议交易量提升，而基准价上调后仍为市场价格的 52%。目前稀土板块下游需求旺盛，供需维持紧平衡状态，预计公司稀土精矿价格仍有望继续上调。

② **拥有“板、管、轨、线”四条精品产线，原料保障优势突出。**公司钢铁产能 1750 万吨，已经形成“板、管、轨、线”四条精品线的生产格局。其次，公司钢铁原料保障性较强，2021 年全年自产矿首次增产破 850 万吨，实现历史跨越。另外，公司拥有 800 万吨焦炭生产能力，为高炉原料提供保障。

盈利预测与投资建议：稀土板块下游需求旺盛，行业市场规模将继续扩展，我们认为公司稀土业务前景可期；同时“双碳”背景下钢铁业务盈利能力有望持续改善。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润依次为 40.89/53.14/64.34 亿元，对应 4 月 15 日收盘价的 PE 为 25x、19x 和 16x，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**原材料价格上涨，下游需求不及预期，新冠疫情持续影响，海外稀土矿山扩产进度过快。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	86,183	87,168	90,945	92,277
增长率（%）	45.4	1.1	4.3	1.5
归属母公司股东净利润（百万元）	2,866	4,089	5,314	6,434
增长率（%）	606.1	42.6	30.0	21.1
每股收益（元）	0.06	0.09	0.12	0.14
PE	36	25	19	16
PB	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 04 月 15 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

2.24 元



分析师：邱祖学

执业证号：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理：孙二春

执业证号：S0100121120036

邮箱：sunerchun@mszq.com

相关研究

1.【民生金属·公司点评】包钢股份(600010)：稀土精矿售价、交易总量双双提升，驱动业绩释放

目录

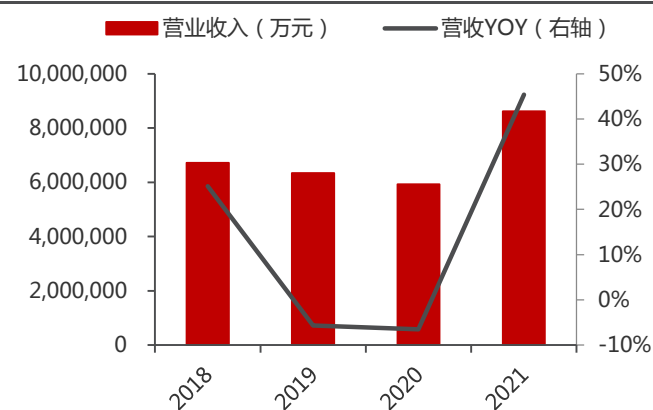
1 事件概述：公司公布 2021 年年报	3
2 点评：钢材与稀土产量齐升，毛利率提升 1.51pct	3
3 核心看点：稀土业务前景可期，钢材原料保障性较强	6
4 盈利预测与投资建议	7
4.1 盈利预测假设与业务拆分	7
4.2 估值分析与投资建议	8
5 风险提示	10
插图目录	12
表格目录	12

1 事件概述：公司公布 2021 年年报

公司公布 2021 年年报：2021 年公司实现营收 861.83 亿元，同比增长 45.42%；归母净利润 28.66 亿元，同比增长 606.09%；扣非归母净利润 28.61 亿元，同比增长 520.54%。

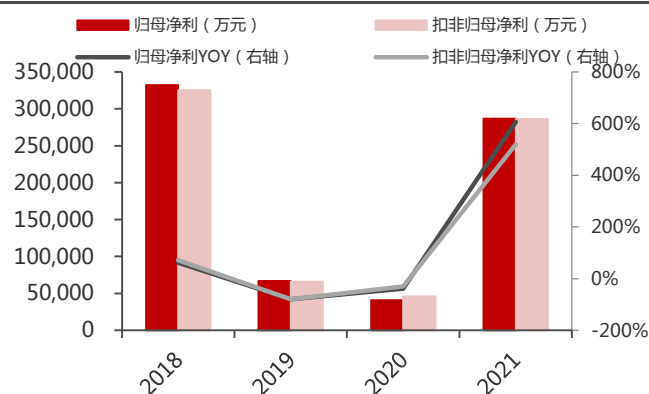
分季度来看，2021Q4，公司实现营收 221.87 亿元，同比增长 39.73%、环比下降 9.66%；归母净利润-9.11 亿元，同比下降 481.70%，环比下降 189.92%；扣非归母净利润-9.39 亿元，同比下降 476.05%，环比下降 190.99%。

图 1：2021 年，公司实现营收 861.83 亿元



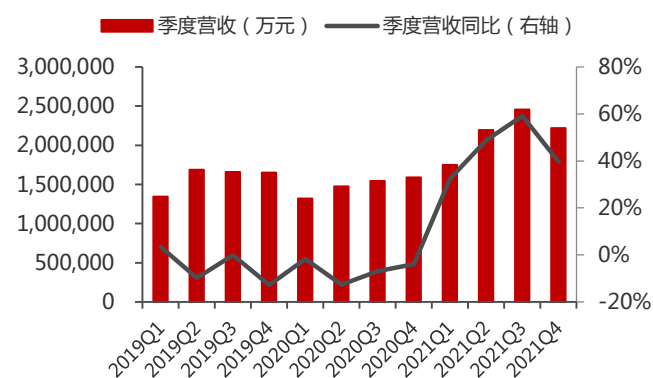
资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：2021 年，公司实现归母净利润 28.66 亿元



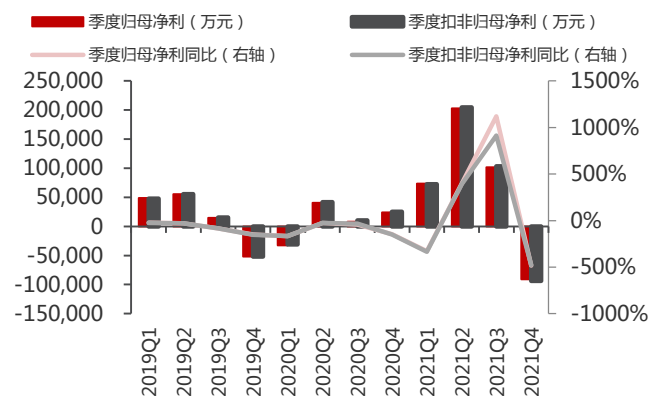
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：2021Q4，公司实现营收 221.87 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：2021Q4，公司实现归母净利润-9.11 亿元

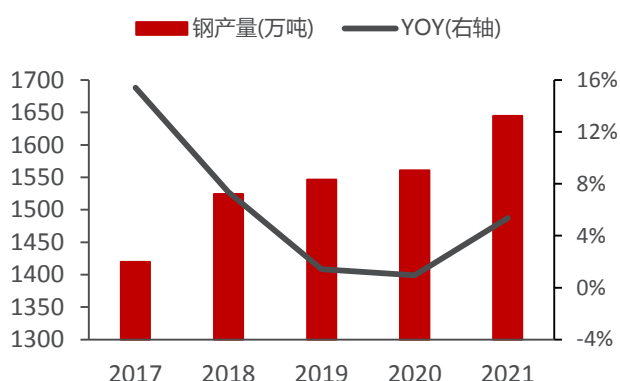


资料来源：wind，民生证券研究院

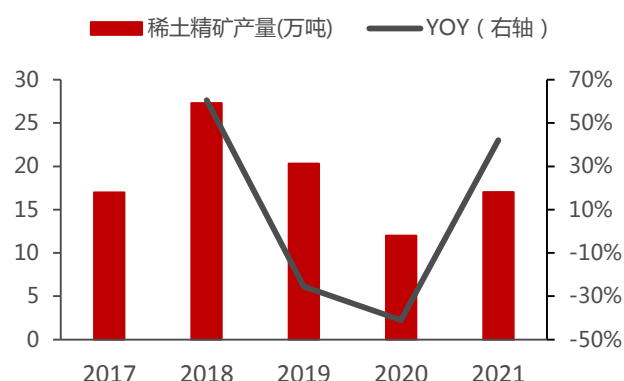
2 点评：钢材与稀土产量齐升，毛利率提升 1.51pct

量：2021 年钢产量增加 5.36%，稀土精矿产量增加 42.00%。公司全年产钢 1644.73 万吨，同比增加 5.36%；生产稀土精矿 17.04 万吨，同比增加 42%；生产萤石 10.05 万吨。

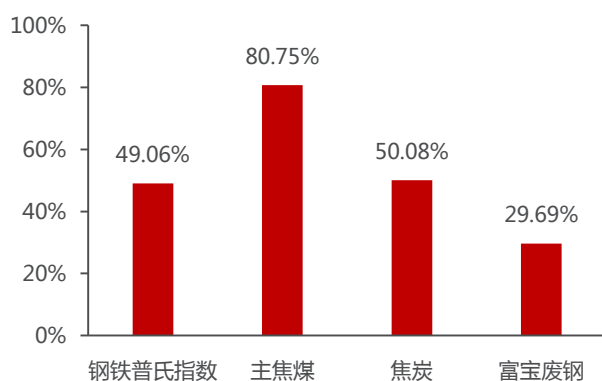
价：公司吨钢成本控制优秀，稀土精矿基准价持续上调。2021 年钢材产品主要原材料铁矿石价格同比+49.06%，主焦煤价格同比+80.75%，焦炭价格+50.08%，废钢价格+29.69%。面对原料价格上涨，公司发挥自产矿优势，聚焦生产决策的动态精准提升能效、降低成本。测算公司实际吨钢成本仅上升 31.55%，而产品实际售价提升约 33.28%。另外，公司与北方稀土约定的精矿基准价同比增 29.12%，利润贡献明显，2021 年度公司整体毛利率提升 1.51pct 至 11.18%。

图 5：2021 年钢产量增加 5.36%


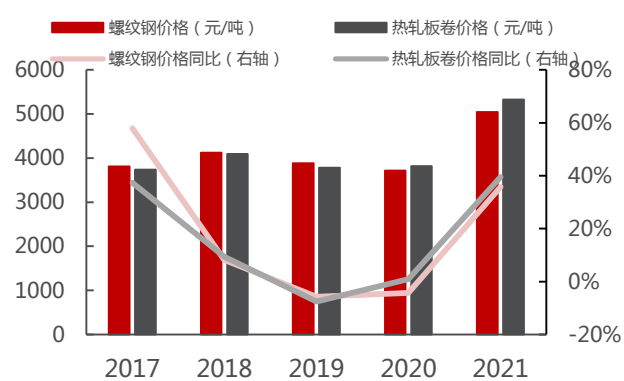
资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：2021 年稀土精矿产量增加 42.00%


资料来源：wind，民生证券研究院

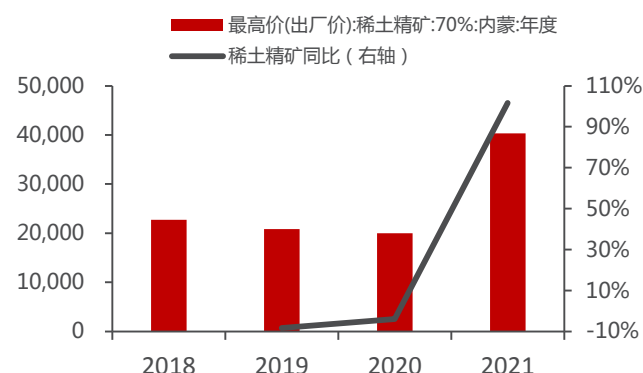
图 7：2021 年原料价格涨幅明显


资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：2021 年钢价市场价格走高


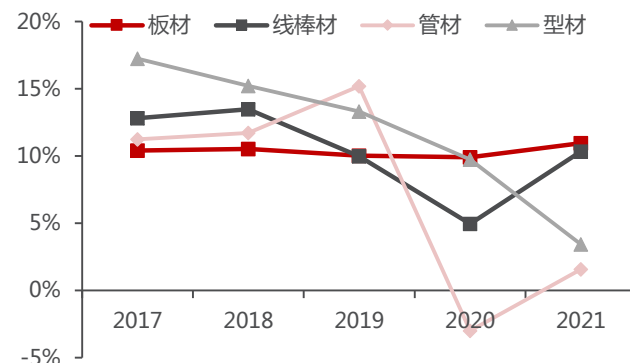
资料来源：wind，民生证券研究院

图 9：2021 年稀土精矿市场价格大涨（单位：元/吨）



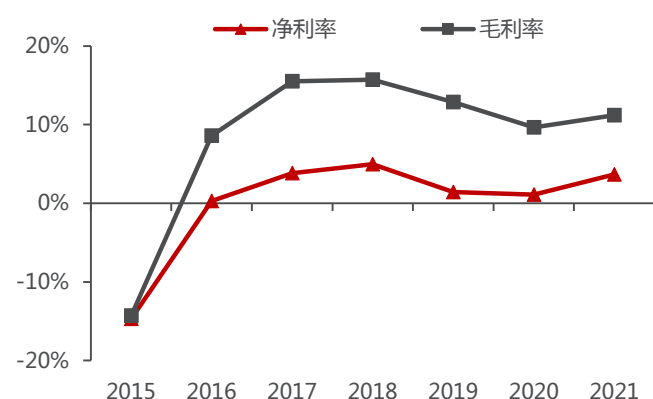
资料来源：wind，民生证券研究院

图 10：公司分产品毛利率（%）



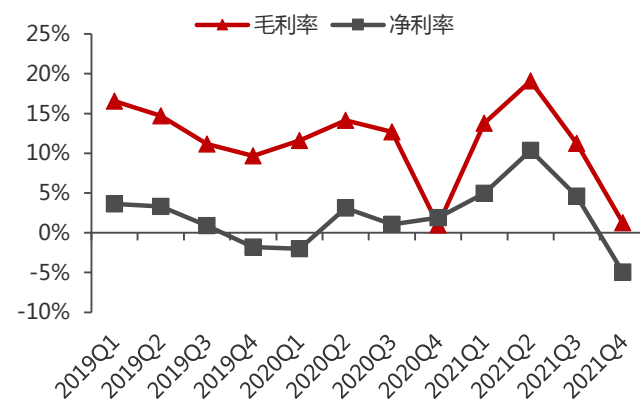
资料来源：wind，民生证券研究院

图 11：2021 年毛利率上升至 11.18%



资料来源：wind，民生证券研究院

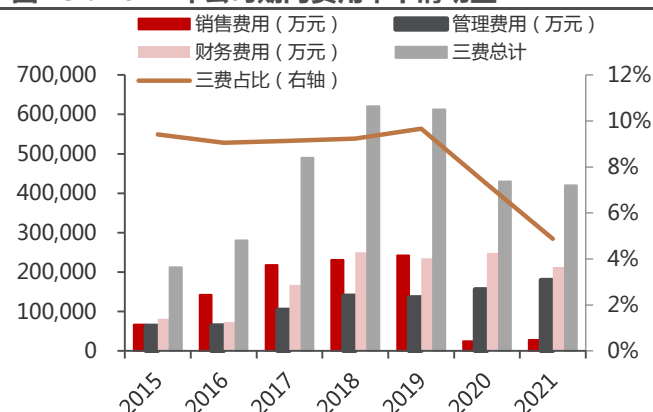
图 12：公司分季度毛利率变化



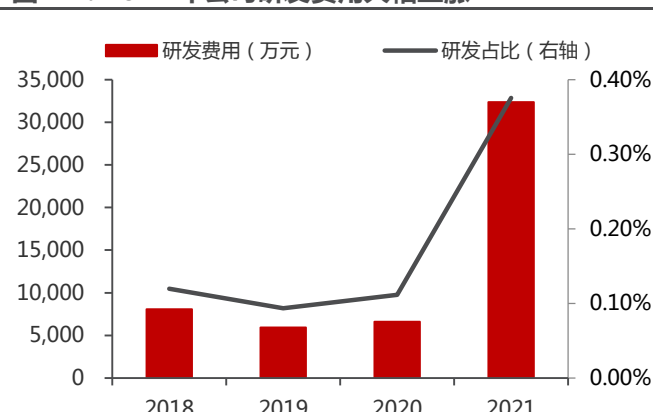
资料来源：wind，民生证券研究院

期间费用率下滑明显。公司 2021 年期间费用同比下滑 2.31%至 42.00 亿元，占营收比重 4.87%；其中销售费用增加 12.47%至 2.75 亿元；管理费用增加 14.67%至 17.94 亿元；财务费用下降 14.43%至 21.31 亿元，财务费用下降主要由于本年度融资规模缩小所致。

公司研发费用大幅上涨。公司 2021 年加大研发投入，研发费用较上年同期增加 390.11%至 3.23 亿元，占营收比重 0.38%。

图 13：2021 年公司期间费用率下滑明显


资料来源：wind，民生证券研究院

图 14：2021 年公司研发费用大幅上涨


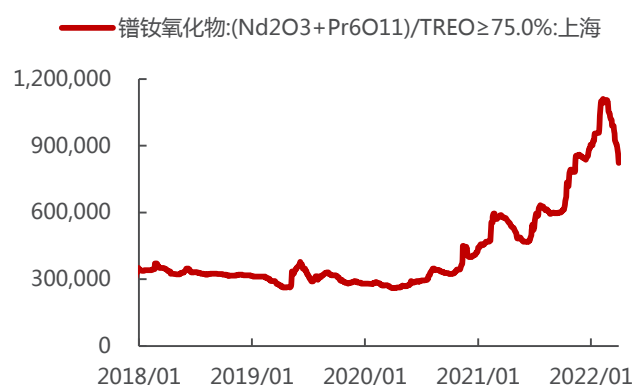
资料来源：wind，民生证券研究院

毛利下滑与减值损失拖累 2021Q4 业绩。2021Q4，归母净利润-9.11 亿元，环比下降 189.92%；扣非归母净利润-9.39 亿元，环比下降 190.99%。环比来看，受房地产需求疲软影响，钢材价格开始回调，而原料需求及价格相对持稳，导致 2021Q4 公司毛利率环比下滑 9.96 pct 至 1.27%，毛利下滑 24.77 亿元。此外，减值损失（-2.89 亿元）、其他/投资收益（-0.97 亿元）、与营业外收支（-0.66 亿元），共同拖累 2021Q4 业绩。

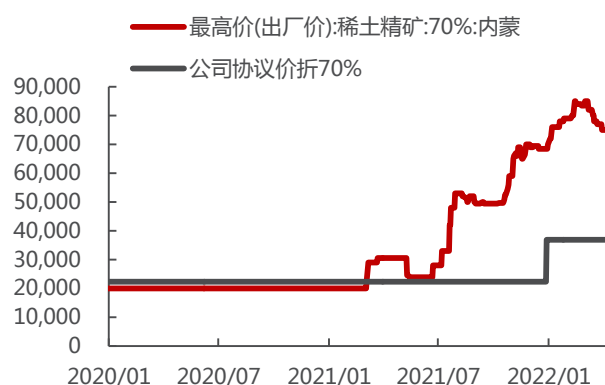
3 核心看点：稀土业务前景可期，钢材原料保障性较强

稀土折氧化物储量丰富。公司控股股东包钢集团拥有的白云鄂博矿是世界闻名的资源宝库，2021 年报显示已探明稀土折氧化物储量 3500 万吨，居世界第一；公司拥有的白云鄂博矿尾矿库资源储量 2 亿吨，稀土折氧化物储量约 1382 万吨，公司稀土精矿生产能力达 45 万吨。

稀土精矿价格有望继续上调。公司与北方稀土续签《稀土精矿供应合同》，拟自 2022 年 1 月 1 日起双方稀土精矿销售价格调整为不含税 26887.20 元/吨（干量，REO=51%），REO 每增减 1%，不含税价格增减 527.2 元/吨（干量），稀土精矿 2022 年交易总量不超过 23 万吨（干量，REO=50%）。公司稀土精矿协议量提升，而交易价格虽然提升 65%，但仍显著低于市场价（仅为市场价的 52%）。目前新能源汽车、工业电机需求量高速增长，稀土板块下游需求旺盛，供需维持紧平衡状态，下游稀土产品价格处于高位，我们预计稀土行业市场规模将继续扩展，稀土精矿价格有望继续上行，公司产品交易价格仍有涨价空间。

图 15：下游稀土产品价格处于高位（单位：元/吨）


资料来源：wind，民生证券研究院

图 16：公司协议价远低于市场价格（单位：元/吨）


资料来源：wind，民生证券研究院

拥有“板、管、轨、线”四条精品产线，原料保障优势突出。公司钢铁产能 1750 万吨，已经形成“板、管、轨、线”四条精品线的生产格局。CSP、宽厚板生产能力高达 970 万吨，是我国西北地区最大的板材生产基地；同时公司拥有全年总生产能力 210 万吨的世界先进的万能轧机高速钢轨生产线和全年总生产能力 180 万吨的无缝管生产线。其次，公司钢铁原料保障性较强，2021 年全年自产矿首次增产破 850 万吨，实现历史跨越，且控股股东包钢集团探明铁矿石储量为 14 亿吨。另外，公司拥有 800 万吨焦炭生产能力，为高炉原料提供保障。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

我们预计公司 2022-24 年营业收入分别为 871.68、909.45、922.77 亿元，同比增速分别为 1.14%、4.33%、1.46%。具体拆分来看，包钢股份收入主要分为钢铁、稀土、萤石及其他业务：

- (1) **钢材方面**，我们预计钢价将保持高位震荡运行，且结合公司运营计划预计钢材产量整体将保持微增，因此预计钢材板块营业收入 2022-24 年分别为 739.95、763.24、765.54 亿元，同比增速分别为-2.08%、3.15%、0.3%。
- (2) **稀土方面**，下游磁材行业需求旺盛，有望拉动稀土价格持续上涨。公司与北方稀土续签关联交易，产品交易价格由 15950 元/吨提升至 26360 元/吨，同时交易量将有所提升。我们预计建材营业收入 2022-

24 年分别为 50.08、63.66、73.21 亿元，同比增速分别为 74.63%、27.11%、15%。

(3) **萤石方面**，我们预计萤石价格将保持稳定，且结合公司运营计划预计钢材产量将大幅增加，我们预计其他板块营收 2022-24 年分别为 5.24、6.06 和 7.32 亿元，同比分别增长 378%、15.5%和 20.91%。

(4) **其他方面**，我们预计营收 2022-24 年分别为 76.4、76.5 和 76.7 亿元，同比分别增长 0.03%、0.13%和 0.26%。

从毛利率角度看，预计公司 2022-24 年总毛利率分别为 14.05%、15.29%和 16.38%，其中钢铁板块由于铁矿等原材料价格疲软，而钢材价格相对坚挺，毛利率将呈现上升的趋势，2022-24 年分别为 9.71%、9.96%和 10.32%；稀土板块得益于价格明显提升，2022-24 年毛利率分别为 84.91%、85.57%和 85.84%；萤石板块预计 2022-24 年毛利率分别为 51.93%、51.93%和 53.3%；萤石板块预计 2022-24 年毛利率分别为 7.07%、7.06%和 7.04%

表 1：公司营业收入测算

	2021A	2022E	2023E	2024E
钢材销量 (万吨)	1,572.63	1,572.63	1,588.36	1,620.13
单价 (元/吨)	4,805.18	4,705.18	4,805.18	4,725.18
钢材收入 (亿元)	755.68	739.95	763.24	765.54
稀土交易量 (万吨)	17.98	19.00	21.00	23.00
单价 (元/吨)	15,951.30	26,360.00	30,314.00	31,829.70
稀土收入 (亿元)	28.68	50.08	63.66	73.21
萤石销量 (万吨)	6.59	30.00	33.00	38.00
单价 (元/吨)	1,664.29	1,747.50	1,834.87	1,926.62
萤石收入 (亿元)	1.10	5.24	6.06	7.32
其他收入 (亿元)	76.38	76.40	76.50	76.70
总收入 (亿元)	861.83	871.68	909.45	922.77
增速	45.42%	1.14%	4.33%	1.46%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

(注：2021 年单价由当年度“收入/销量”测算，22E-24E 为假设值)

4.2 估值分析与投资建议

根据公司的业务属性，我们分别选择鞍钢股份和方大特钢作为钢铁行业可比公司，并选择北方稀土和盛和资源作为稀土行业可比公司。截至 2022 年 4 月 15 日收盘数据，钢铁行业可比公司对应 2022-24 年平均 PE 分别为 5x、5x 和 4x，可比公司 CAGR (21-24) 为 11.18%；稀土行业可比公司对应 2022-23 年平均 PE 分别为 18x 和 15x，可比公司 CAGR (21-23) 为 28.84%。

我们认为，稀土板块下游需求旺盛，行业市场规模将继续扩展，包钢股份稀土

业务前景可期；同时“双碳”背景下，钢铁业务盈利能力有望持续改善。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润依次为 40.89/53.14/64.34 亿元，对应 4 月 15 日收盘价的 PE 为 25x、19x 和 16x。尽管公司 PE 估值高于可比公司，但其对应 CAGR (21-24) 为 32.64%，明显高于可比公司平均水平，维持“推荐”评级。

表 2：重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)				CAGR	PE (倍)				评级
			2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E	
000898.SZ	鞍钢股份	3.85	0.74	0.84	0.91	1.02	11.29%	5	5	4	4	推荐
600507.SH	方大特钢	8.73	1.27	1.42	1.59	1.74	11.07%	7	6	5	5	推荐
可比公司均值（钢铁业务）							11.18%	6	5	5	4	
600111.SH	北方稀土	34.72	1.41	2.02	2.37	/	29.65%	25	17	15	/	推荐
600392.SH	盛和资源*	15.93	0.61	0.89	1.00	/	28.04%	26	18	16	/	/
可比公司均值（稀土业务）							28.84%	25	18	15	/	
600010.SH	包钢股份	2.24	0.06	0.09	0.12	0.14	32.64%	37	25	19	16	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

（注：股价为 2022 年 4 月 15 日收盘价；带*数据采用 Wind 一致预期；盛和资源 2021 年 EPS 为预测值）

5 风险提示

1) 原材料价格上涨。铁矿石、焦炭等原料价格持续上涨,企业成本压力增大,挤压行业利润。

2) 下游需求不及预期。国内经济消费和投资恢复迟缓,经济转型调整压力仍在,下游企业发展增速不达预期影响需求。

3) 新冠疫情持续影响。疫情防控形势严峻复杂,给公司的生产经营管理及产品运输等事项带来一定的风险。

4) 海外稀土矿山扩产进度过快。若稀土价格持续上涨,激发海外矿山开采热情,或是海外分离技术取得突破,从而对稀土供应端产生压力。

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	86,183	87,168	90,945	92,277
营业成本	76,546	74,921	77,042	77,161
营业税金及附加	983	976	1,037	1,046
销售费用	275	306	355	332
管理费用	1,794	2,092	2,274	2,233
研发费用	323	340	364	366
EBIT	5,863	8,533	9,874	11,139
财务费用	2,131	1,878	1,815	1,521
资产减值损失	-461	-389	-141	-71
投资收益	50	84	55	66
营业利润	3,786	6,394	8,005	9,658
营业外收支	-96	-55	-3	5
利润总额	3,690	6,339	8,003	9,663
所得税	522	887	1,360	1,449
净利润	3,168	5,452	6,642	8,214
归属于母公司净利润	2,866	4,089	5,314	6,434
EBITDA	10,141	12,217	13,706	14,994

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	5,376	8,267	14,385	20,560
应收账款及票据	1,914	2,181	2,239	2,197
预付款项	2,949	3,300	3,267	3,308
存货	18,969	16,892	18,113	17,812
其他流动资产	3,215	3,165	3,218	3,368
流动资产合计	32,423	33,805	41,222	47,245
长期股权投资	3,071	3,165	3,264	3,360
固定资产	47,895	48,903	48,487	47,409
无形资产	6,085	6,176	6,287	6,388
非流动资产合计	65,103	66,122	65,565	65,482
资产合计	97,526	99,928	106,787	112,727
短期借款	650	0	0	0
应付账款及票据	17,993	16,213	17,243	17,047
其他流动负债	11,907	11,990	12,348	12,317
流动负债合计	30,550	28,203	29,591	29,364
长期借款	3,650	3,050	2,450	1,950
其他长期负债	3,134	3,018	3,008	2,938
非流动负债合计	6,784	6,068	5,458	4,888
负债合计	37,334	34,271	35,049	34,252
股本	9,405	9,405	9,405	9,405
少数股东权益	526	576	626	683
股东权益合计	60,192	65,657	71,738	78,476
负债和股东权益合计	97,526	99,928	106,787	112,727

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	45.42	1.14	4.33	1.46
EBIT 增长率	85.93	45.54	15.72	12.81
净利润增长率	606.09	42.64	29.96	21.08
盈利能力 (%)				
毛利率	11.18	14.05	15.29	16.38
净利润率	3.68	6.25	7.30	8.90
总资产收益率 ROA	1.94	2.62	3.35	4.01
净资产收益率 ROE	5.19	7.03	8.60	9.72
偿债能力				
流动比率	0.63	0.75	0.82	0.87
速动比率	0.32	0.44	0.50	0.54
现金比率	0.17	0.26	0.32	0.35
资产负债率 (%)	56.61	56.19	53.67	50.35
经营效率				
应收账款周转天数	10.04	13.33	12.23	12.60
存货周转天数	92.76	103.89	100.18	101.42
总资产周转率	0.58	0.56	0.57	0.58
每股指标 (元)				
每股收益	0.06	0.09	0.12	0.14
每股净资产	1.41	1.50	1.61	1.75
每股经营现金流	0.24	0.25	0.27	0.30
每股股利	0.02	0.03	0.04	0.04
估值分析				
PE	36	25	19	16
PB	1.6	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	12.07	9.50	8.00	6.84
股息收益率 (%)	0.00	1.18	1.66	1.96

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	3,168	5,452	6,642	8,214
折旧和摊销	4,278	3,684	3,832	3,855
营运资金变动	1,169	-102	-376	-249
经营活动现金流	10,974	11,373	12,149	13,513
资本开支	-950	-1,734	-2,261	-2,660
投资	-115	-122	-127	-126
投资活动现金流	-1,075	-1,761	-2,328	-2,719
股权募资	73	0	0	0
债务募资	-6,086	52	-2,450	-4,920
筹资活动现金流	-8,127	-3,112	-6,089	-8,593
现金净流量	1,767	6,490	3,726	2,192

插图目录

图 1：2021 年，公司实现营收 861.83 亿元	3
图 2：2021 年，公司实现归母净利润 28.66 亿元	3
图 3：2021Q4，公司实现营收 221.87 亿元	3
图 4：2021Q4，公司实现归母净利润-9.11 亿元	3
图 5：2021 年钢产量增加 5.36%	4
图 6：2021 年稀土精矿产量增加 42.00%	4
图 7：2021 年原料价格涨幅明显	4
图 8：2021 年钢价市场价格走高	4
图 9：2021 年稀土精矿市场价格大涨（单位：元/吨）	5
图 10：公司分产品毛利率（%）	5
图 11：2021 年毛利率上升至 11.18%	5
图 12：公司分季度毛利率变化	5
图 13：2021 年公司期间费用率下滑明显	6
图 14：2021 年公司研发费用大幅上涨	6
图 15：下游稀土产品价格处于高位（单位：元/吨）	7
图 16：公司协议价远低于市场价格（单位：元/吨）	7

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1：公司营业收入测算	8
表 2：重点公司盈利预测、估值与评级	9
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