

➤ **事件概述：**4 月 18 日，公司发布 2021 年报：2021 年，公司实现营业收入 533.01 亿元，同比增长 24.07%；归母净利润 20.07 亿元，同比增长 10.72%；扣非归母净利 18.18 亿元，同比增长 13.95%。2021Q4，公司实现营业收入 112.54 亿元，同比减少 1.62%；归母净利润 0.92 亿元，同比减少 74.94%；扣非归母净利-0.72 亿元，同比减少 136.39%。

➤ **点评：原材料大幅上涨，优特钢产量上升**

① **量：2021 年铸管产品产销保持稳定，优特钢产量稳步增长。**2021 年公司完成铸管、管件及铸件产量 295 万吨，与去年基本持平；同时公司加大产品结构调整，完成优特钢产量 207 万吨，同比增加 30%，完成普通钢材产量 374.65 万吨，同比减少 2.85%；完成钢格板产量 8.82 万吨，同比增加 37.81%。

② **价：原材料大幅上涨，公司整体毛利率下滑。**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%。面对原材料大幅上涨，加之四季度钢价下滑明显，公司 2021 年毛利率下滑 2.83pct 至 10.17%，其中铸管毛利率下降 10.09pct 至 10.25%。

➤ **未来核心看点：球墨铸铁管行业龙头，下游需求未来可期**

① **球墨铸铁管市场集中度高，公司位处行业龙头。**公司现有铸管产能 300 万吨，目前已形成覆盖国内外主要地区的球墨铸铁管产能布局，产品出口到世界 120 多个国家和地区，销售网络覆盖亚洲、欧洲、非洲、美洲。公司在球墨铸铁管新材料、产品、工艺、智能化等开展自主研发，产品竞争力强。公司生产规模和综合技术实力居全球首位，球墨铸铁管行业龙头地位明确。

② **稳增长为 2022 年主旋律，球墨铸铁管下游需求可期。**稳增长背景下，基建投资作为逆周期调节工具，2022 年投资增速有望企稳回升。其中，水利、环境与公共设施将是基建投向的发力点之一，而球墨铸铁管被广泛应用于市政工程中的供水供气、排水排污等领域，下游需求有望逐步释放。

③ **产品升级加速推进，优特钢产销齐升。**公司依据市场变化和公司发展需要，推进产品结构调整。2021 年公司优特钢产量 207.41 万吨，同比增加 29.96%，开发新产品 31 个牌号，包括车辆车轴用钢、斗齿用钢、磨球用钢、汽车紧固件用钢、风电高强螺栓和家电螺栓用钢等产品，铁路车辆车轴用钢已批量供货。

盈利预测与投资建议：受益于基建需求提振，公司铸管产品毛利率有望提升，同时优特钢产量稳步增加，我们预计公司 2022-24 年归母净利润预计依次为 22.2/25.93/30.68 亿元，对应 4 月 20 日收盘价的 PE 为 8x、7x 和 6x，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。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	53,301	56,102	58,580	60,034
增长率 (%)	24.1	5.3	4.4	2.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,007	2,220	2,593	3,068
增长率 (%)	10.7	10.6	16.8	18.3
每股收益 (元)	0.50	0.56	0.65	0.77
PE	9	8	7	6
PB	0.7	0.6	0.6	0.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 04 月 20 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：
4.54 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】“稳增长”下的管材行业——基建发力助力需求，成本下移增厚利润

目录

1 事件概述：公司公布 2021 年年报	3
2 点评：Q4 业绩不及预期，优特钢产量提升	4
3 核心看点：球墨铸铁管行业龙头，下游需求可期	6
4 盈利预测与投资建议	8
4.1 盈利预测假设与业务拆分	8
4.2 估值分析与投资建议	9
5 风险提示	10
插图目录	12
表格目录	12

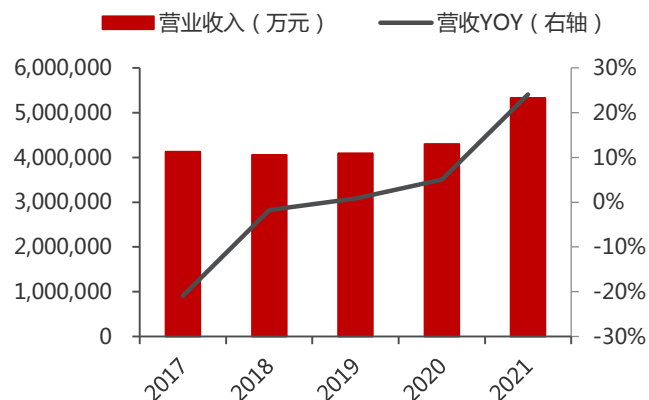
1 事件概述：公司公布 2021 年年报

公司公布 2021 年年报：2021 年，公司实现营收 533.01 亿元，同比增长 24.07%；归母净利润 20.07 亿元，同比增长 10.72%；扣非归母净利 18.18 亿元，同比增长 13.95%。

分季度来看，2021Q4，公司实现营收 112.54 亿元，同比减少 1.62%、环比减少 16.17%；归母净利润 0.92 亿元，同比减少 74.94%、环比减少 84.17%；扣非归母净利-0.72 亿元，同比减少 136.39%、环比减少 111.81%。

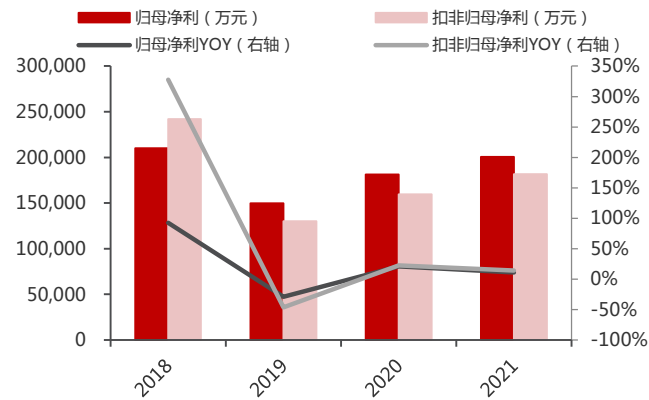
2022 年公司经营目标：实现营业收入 500 亿元，营业成本对应控制在 446.15 亿元。主要产品产量：铸管 290 万吨，铸件 21 万吨，特管 1 万吨，钢格板 10 万吨。

图 1：2021 年，公司实现营收 533.01 亿元



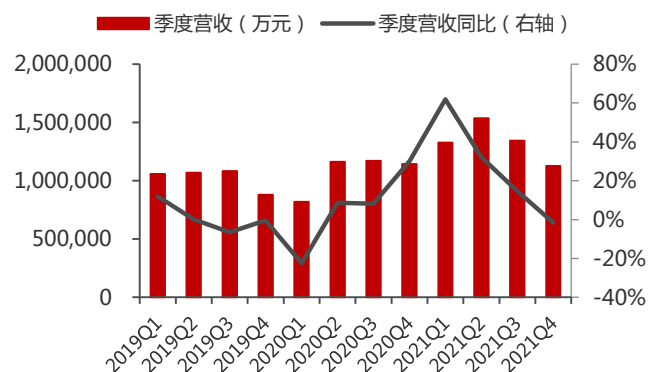
资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：2021 年，公司实现归母净利润 20.07 亿元



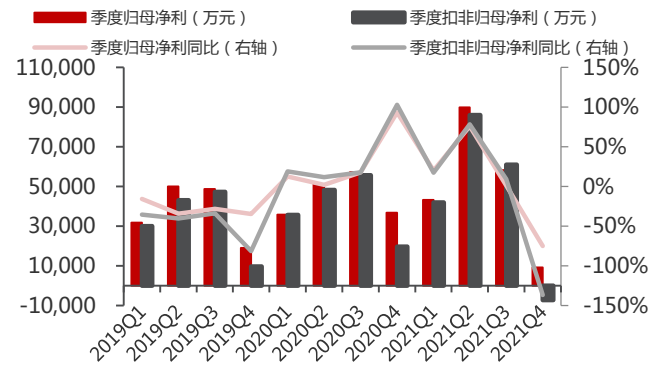
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：2021Q4，公司实现营收 112.54 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 0.92 亿元



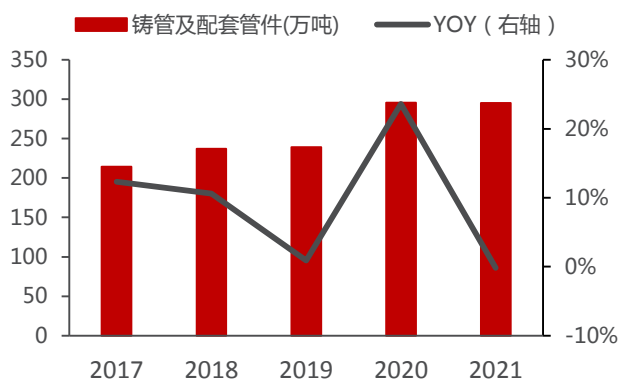
资料来源：wind，民生证券研究院

2 点评：Q4 业绩不及预期，优特钢产量提升

量：2021 年铸管产品产销保持稳定，优特钢产量稳步增长。2021 年公司完成铸管、管件及铸件产量 295 万吨，与去年基本持平；同时公司加大产品结构调整，完成优特钢产量 207 万吨，同比增加 30%，完成普通钢材产量 374.65 万吨，同比减少 2.85%；完成钢格板产量 8.82 万吨，同比增加 37.81%。

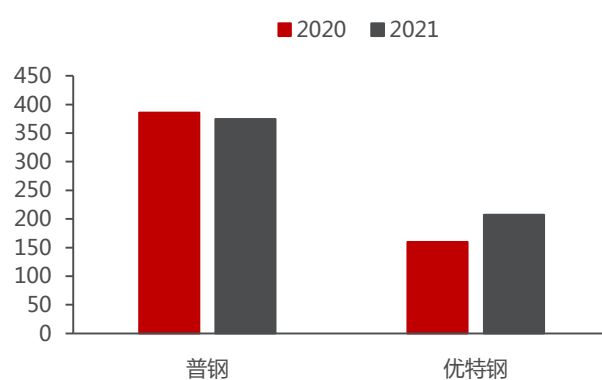
价：原材料大幅上涨，公司毛利率下滑 2021 年钢材产品主要原材料铁矿石价格同比+49.06%，主焦煤价格同比+80.75%，焦炭价格+50.08%，废钢价格+29.69%。面对原材料大幅上涨，加之四季度钢价下滑明显，公司 2021 年毛利率下滑 2.83pct 至 10.17%，其中铸管毛利率下降 10.09pct 至 10.25%。

图 5：2021 年铸管及其配套管件产量（万吨）



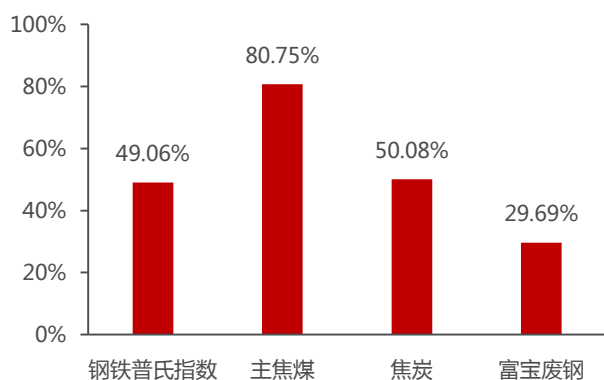
资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：2021 年普钢及优特钢产量（万吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 7：2021 年原料价格涨幅明显



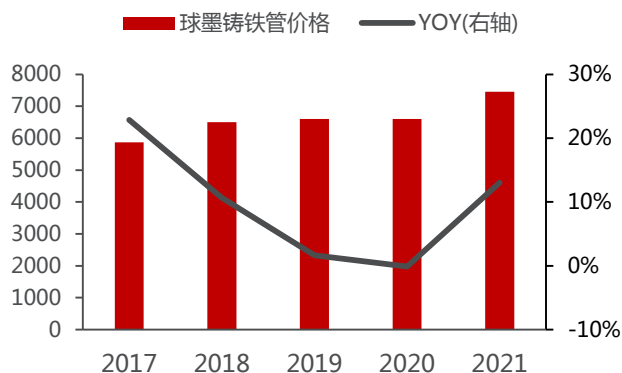
资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：2021 年钢材价格（元/吨）



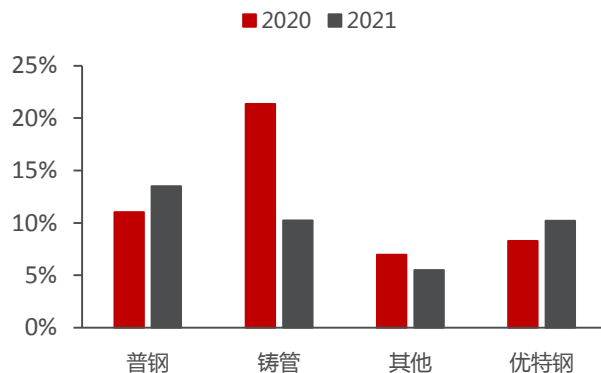
资料来源：wind，民生证券研究院

图 9：2021 年全球墨铸铁管价格上涨 13.02% (元/吨)



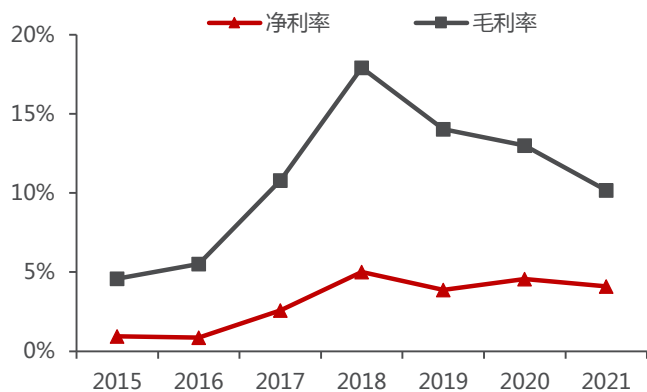
资料来源：wind，民生证券研究院

图 10：2021 年分产品毛利率



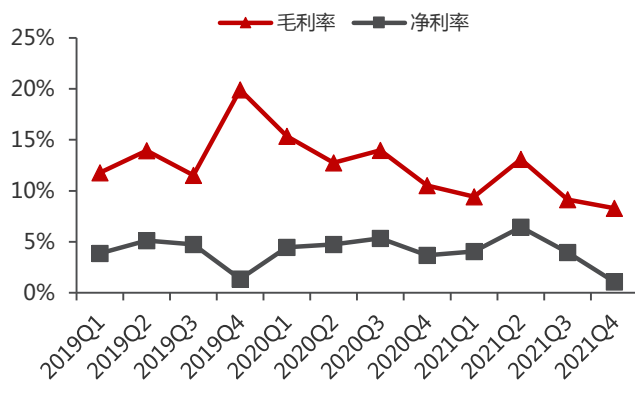
资料来源：wind，民生证券研究院

图 11：2021 年毛利率下滑至 10.17%



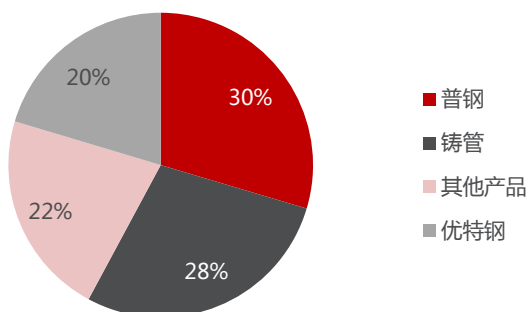
资料来源：wind，民生证券研究院

图 12：公司分季度毛利率变化



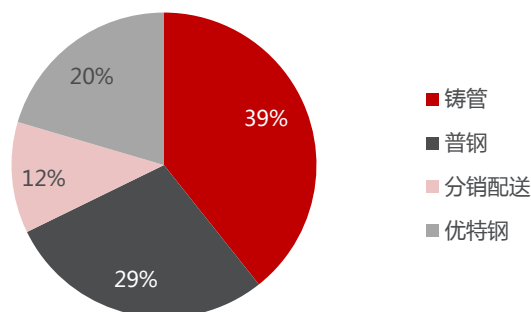
资料来源：wind，民生证券研究院

图 13：2021 年分产品营收占比



资料来源：wind，民生证券研究院

图 14：2021 年分产品毛利占比



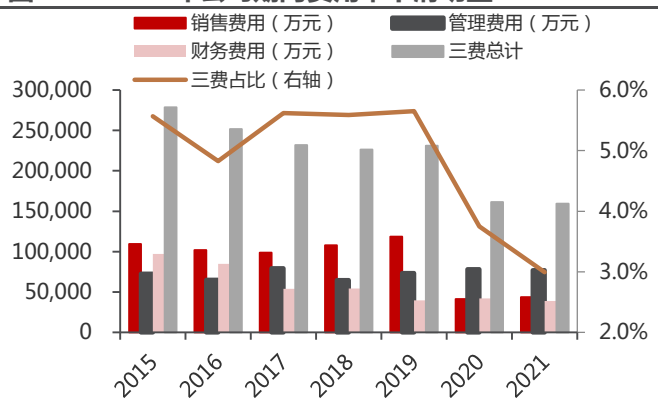
资料来源：wind，民生证券研究院

期间费用率下滑。公司 2021 年期间费用同比下滑 1.04%至 15.95 亿元，占营收比重 2.99%；其中销售费用增加 6.37%至 4.37 亿元，主要是由于办公费用增

加；管理费用下降 1.49%至 7.71 亿元；财务费用下降 7.47%至 3.87 亿元，均无重大变化，但收益于营业收入大幅增加，期间费用率下滑 0.76pct 至 2.99%。

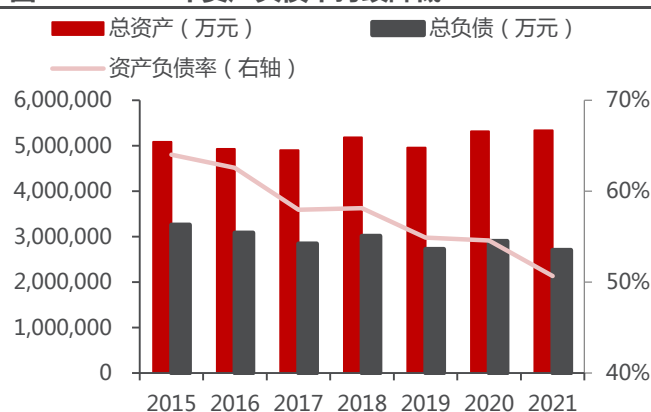
公司资产负债率持续降低。公司 2021 年总负债同比下滑 6.86%至 270.42 亿，其中，非流动负债增加 3.10 亿元至 56.44 亿元，流动负债同比下降 25.03 亿元至 213.97 亿元。流动负债下滑主要由于合同负债与一年内到期的非流动负债分别下降 13.68 与 18.60 亿元。

图 15：2021 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 16：2021 年资产负债率持续降低



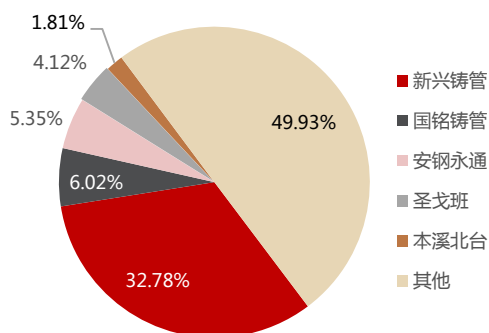
资料来源：wind，民生证券研究院

毛利下滑与减值损失拖累 2021Q4 业绩。2021Q4，归母净利润 0.92 亿元，环比减少 84.17%；扣非归母净利润-0.72 亿元，环比减少 111.81%。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 0.83 pct 至 8.30%，毛利下滑 2.92 亿元。此外，减值损失(-5.06 亿元)、费用和税金(-1.16 亿元)、少数股东损益(-0.76 亿元)，共同拖累 2021Q4 业绩。

3 核心看点：球墨铸铁管龙头，管材下游需求可期

球墨铸铁管市场集中度高，公司位处行业龙头。公司现有铸管产能 300 万吨，目前已形成覆盖国内外主要地区的球墨铸铁管产能布局，2020 年公司铸管国内市占率达 32.78%，居于全国首位。2021 年污水管销量增长率连续 5 年超 20%，热力管在北方多省市推广使用，产品出口到世界 120 多个国家和地区，销售网络覆盖亚洲、欧洲、非洲、美洲，牢牢掌控着市场销售终端。公司在球墨铸铁管新材料、产品、工艺、智能化等开展自主研发，产品竞争力强。公司生产规模和综合实力居全球首位，球墨铸铁管行业龙头地位明确。

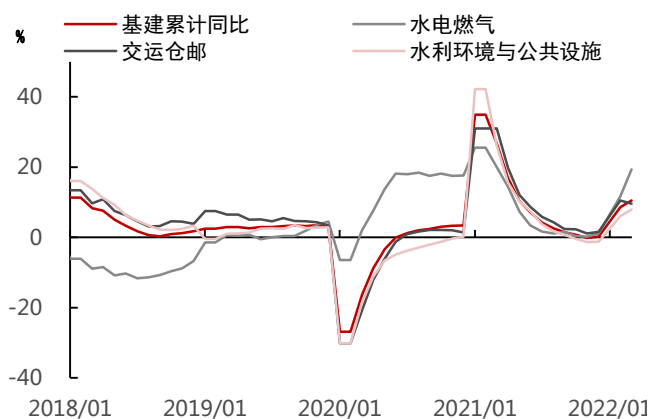
图 17：2020 年全球墨铸铁管市场集中度



资料来源：wind，民生证券研究院

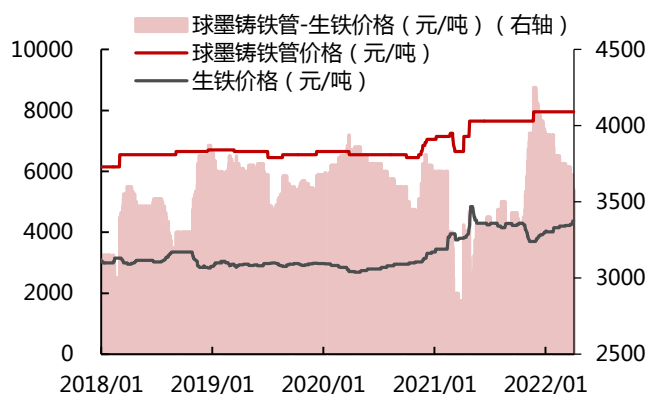
稳增长为 2022 年主旋律，球墨铸铁管下游需求可期。中央经济工作会议已强调 2022 年经济工作要“稳字当头、稳中求进”。基建投资作为逆周期调节工具，2022 年投资增速有望企稳回升。而水利、环境与公共设施将是 2022 年基建投向的发力点之一，助力钢管需求迎来爆发。球墨铸铁管因具有韧性好、强度高、耐腐蚀、施工方便和性价比高等诸多优点，被广泛应用于市政工程中的供水供气、排水排污等领域。因此在稳增长背景下，国内铸管市场将迎来新的发展机遇，球墨铸铁管的下游需求有望逐步释放。

图 18：基建投资累计同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图 19：球墨铸铁管—生铁价差图



资料来源：wind，民生证券研究院

产品升级加速推进，优特钢产销齐升。公司依据市场变化和公司发展需要，推进产品结构调整。2021 年，公司优特钢产量 207.41 万吨，同比增加 29.96%；销量 227.59 万吨，同比增加 42.87%。公司优特钢产品主要包括Φ6~Φ280mm 的冷墩钢、钢绞线、墨球钢、轴承钢、紧固件钢等优特钢线材及棒材产品。2021 年公司开发新产品 31 个牌号，包括车辆车轴用钢、斗齿用钢、磨球用钢、汽车紧固件用钢、风电高强螺栓和家电螺栓用钢等产品，铁路车辆车轴用钢已批量供货。

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 561.02、585.80、600.34 亿元，同比增速分别为 5.25%、4.42%、2.48%。具体拆分来看，新兴铸管收入主要分为普钢、铸管产品、优特钢及其他业务：

- (1) **普钢方面**，我们预计钢价将保持高位震荡运行，且预计普钢产量整体持平，因此预计普钢板块营业收入 2022-24 年分别为 153.44、154.70、149.73 亿元，同比增速分别为-2.77%、0.82%、-3.21%。
- (2) **铸管方面**，受益于基建需求回暖，我们预计铸管产品产量及价格有望持续提升，铸管产品营业收入 2022-24 年分别为 168.52、172.98、178.92 亿元，同比增速分别为 11.94%、2.64%、3.44%。
- (3) **优特钢方面**，我们预计优特钢价格将保持高位震荡运行，且预计产量将稳步增长，因此预计优特钢板块营收 2022-24 年分别为 117.16、131.35 和 142.37 亿元，同比分别增长 7.92%、12.12%和 8.39%。
- (4) **其他方面** 我们预计营收 2022-24 年分别为 121.9、126.78 和 129.31 亿元，同比分别增长 5%、4%和 2%。

从毛利率角度看，预计公司 2022-24 年总毛利率分别为 10.53%、10.61%和 11.63%，其中钢铁板块毛利率难有明显变化，2022-24 年分别为 11.93%、12.58%和 12.55%；优特钢板块同理，2022-24 年毛利率分别为 8.9%、9.25%和 9.52%；铸管产品得益于产品价格坚挺，预计 2022-24 年毛利率分别为 13.38%、12.98%和 16.33%；其他板块预计 2022-24 年毛利率预计维持在 6.41%。

表 1：公司营业收入测算

	2021A	2022E	2023E	2024E
普钢销量 (万吨)	351.95	350.00	345.00	340.00
单价 (元/吨)	4,483.97	4,383.97	4,483.97	4,403.97
普钢收入 (亿元)	157.81	153.44	154.70	149.73
铸管产品 (万吨)	295.11	312.00	315.00	320.00
单价 (元/吨)	5,101.32	5,401.32	5,491.32	5,591.32
铸管收入 (亿元)	150.55	168.52	172.98	178.92
优特钢销量 (万吨)	227.59	250.35	275.38	302.92
单价 (元/吨)	4,769.88	4,679.88	4,769.88	4,699.88
优特钢收入 (亿元)	108.56	117.16	131.35	142.37
其他收入 (亿元)	116.10	121.90	126.78	129.31
总收入 (亿元)	533.01	561.02	585.80	600.34
增速	24.07%	5.25%	4.42%	2.48%

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,我们选择中信特钢和常宝股份作为行业可比公司,截至2022年4月20日收盘数据,可比公司对应2022-24年平均PE分别为11x、9x和8x。我们认为,受益于基建需求提振,公司铸管产品毛利率有望提升,同时优特钢产量稳步增加,公司2022-24年归母净利润预计依次为22.2/25.93/30.68亿元,对应4月20日收盘价的PE为8x、7x和6x,低于可比公司平均水平,维持“推荐”评级。

表 2：可比公司估值预测

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				评级
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
000708.SH	中信特钢	18.83	1.58	1.84	2.16	2.51	12	10	9	8	推荐
002478.SZ	常宝股份*	4.55	0.15	0.36	0.47	0.53	30	13	10	9	/
可比公司均值							21	11	9	8	
000778.SZ	新兴铸管	4.54	0.50	0.56	0.65	0.77	9	8	7	6	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

(注：股价为2022年4月20日收盘价；带*数据采用Wind一致预期)

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。房地产拿地和新开工数据未见回暖,同时由于地方政府债务高企以及优质项目稀缺,基建投资增速可能不及预期。同时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。

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	53,301	56,102	58,580	60,034
营业成本	47,880	50,193	52,362	53,050
营业税金及附加	333	410	407	424
销售费用	437	486	498	514
管理费用	771	881	890	913
研发费用	529	551	577	591
EBIT	3,031	3,582	3,845	4,543
财务费用	387	401	379	336
资产减值损失	-402	-419	-382	-398
投资收益	503	539	559	574
营业利润	2,988	3,337	3,777	4,446
营业外收支	-45	-60	15	24
利润总额	2,944	3,277	3,792	4,470
所得税	764	867	986	1,153
净利润	2,180	2,410	2,806	3,317
归属于母公司净利润	2,007	2,220	2,593	3,068
EBITDA	4,213	4,789	5,152	5,896

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	9,533	10,581	10,690	10,458
应收账款及票据	5,385	5,921	6,038	6,187
预付款项	669	883	858	890
存货	5,452	6,417	6,470	6,619
其他流动资产	3,589	4,126	3,993	4,110
流动资产合计	24,627	27,928	28,049	28,265
长期股权投资	4,549	4,693	4,822	4,956
固定资产	17,834	18,446	18,659	18,875
无形资产	2,581	2,953	3,395	3,814
非流动资产合计	28,753	29,648	30,346	30,903
资产合计	53,381	57,576	58,394	59,168
短期借款	8,204	8,004	7,904	7,904
应付账款及票据	6,962	7,902	8,034	8,210
其他流动负债	6,231	8,292	7,397	7,858
流动负债合计	21,397	24,199	23,335	23,972
长期借款	878	778	728	748
其他长期负债	4,766	4,681	4,607	2,607
非流动负债合计	5,644	5,459	5,335	3,355
负债合计	27,042	29,658	28,671	27,328
股本	3,991	3,989	3,989	3,989
少数股东权益	2,811	3,001	3,214	3,463
股东权益合计	26,339	27,918	29,724	31,841
负债和股东权益合计	53,381	57,576	58,394	59,168

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	24.07	5.25	4.42	2.48
EBIT 增长率	7.59	18.20	7.34	18.15
净利润增长率	10.72	10.63	16.78	18.33
盈利能力 (%)				
毛利率	10.17	10.53	10.61	11.63
净利润率	4.09	4.30	4.79	5.52
总资产收益率 ROA	3.76	3.86	4.44	5.18
净资产收益率 ROE	8.53	8.91	9.78	10.81
偿债能力				
流动比率	1.15	1.15	1.20	1.18
速动比率	0.86	0.84	0.89	0.86
现金比率	0.45	0.44	0.46	0.44
资产负债率 (%)	50.66	51.51	49.10	46.19
经营效率				
应收账款周转天数	14.33	15.32	14.99	15.10
存货周转天数	41.56	47.39	45.45	46.09
总资产周转率	1.00	0.97	1.00	1.01
每股指标 (元)				
每股收益	0.50	0.56	0.65	0.77
每股净资产	6.60	7.00	7.45	7.98
每股经营现金流	0.79	0.99	0.95	1.14
每股股利	0.15	0.22	0.25	0.30
估值分析				
PE	9	8	7	6
PB	0.7	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	5.34	4.53	4.01	3.25
股息收益率 (%)	3.30	4.86	5.52	6.62

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	2,180	2,410	2,806	3,317
折旧和摊销	1,182	1,206	1,306	1,352
营运资金变动	-699	-178	-575	-422
经营活动现金流	3,169	3,936	3,807	4,548
资本开支	-3,093	-2,023	-1,869	-1,758
投资	30	-171	-133	-126
投资活动现金流	-2,684	-1,831	-1,291	-1,357
股权募资	490	1	0	0
债务募资	-93	269	-924	-1,780
筹资活动现金流	-1,187	-1,056	-2,408	-3,423
现金净流量	-718	1,048	109	-232

插图目录

图 1：2021 年，公司实现营收 533.01 亿元.....	3
图 2：2021 年，公司实现归母净利润 20.07 亿元.....	3
图 3：2021Q4，公司实现营收 112.54 亿元.....	3
图 4：2021Q4，公司实现归母净利润 0.92 亿元.....	3
图 5：2021 年铸管及其配套管件产量（万吨）.....	4
图 6：2021 年普钢及优特钢产量（万吨）.....	4
图 7：2021 年原料价格涨幅明显.....	4
图 8：2021 年钢材价格（元/吨）.....	4
图 9：2021 年球墨铸铁管价格上涨 13.02%（元/吨）.....	5
图 10：2021 年分产品毛利率.....	5
图 11：2021 年毛利率下滑至 10.17%.....	5
图 12：公司分季度毛利率变化.....	5
图 13：2021 年分产品营收占比.....	5
图 14：2021 年分产品毛利占比.....	5
图 15：2021 年公司期间费用率下滑明显.....	6
图 16：2021 年资产负债率持续降低.....	6
图 17：2020 年球墨铸铁管市场集中度.....	7
图 18：基建投资累计同比增速.....	7
图 19：球墨铸铁管—生铁价差图.....	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：可比公司估值预测.....	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：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001