

镁价回调利润环比下降，期待青阳项目投产

2022 年 08 月 19 日

► **事件：公司发布 2022 半年报。**2022 上半年，公司实现营收 49.65 亿元，同比增长 38%；归母净利润 5.03 亿元，同比增长 253.3%；扣非归母净利润 4.88 亿元，同比增长 339.7%。2022Q2，公司实现营收 24.63 亿元，同比增长 32.3%、环比减少 1.6%；归母净利润 1.99 亿元，同比增长 197.6%、环比减少 34.5%；扣非归母净利润 1.96 亿元，同比增长 213.4%、环比减少 33%。业绩符合业绩预告。

► **2022H1，公司归母净利润同比大幅增长 253.3%，创历史新高，归母净利润同比的大幅增长主要得益于毛利同比增长 6 亿元。**而毛利的增长主要是因为镁合金产品价格的涨幅大于成本端的涨幅，单位盈利空间扩大。价格端 2022H1 镁锭/镁合金均价分别为 37573/40312 元/吨，同比增长 126%/117%。而成本端硅铁只上涨了 23.56%。根据我们测算，2022H1 镁锭毛利同比增长 20190 元/吨，贡献了利润的主要增长。同时公司抓住汽车轻量化发展的时机，着力拓展下游深加工业务。在整体销售规模提升的基础上，深加工产品营业收入占总营业收入的比例显著增加，2021/2022H1 镁、铝深加工产品营业收入占总营业收入的比重分别为 19.47%/22.71%。

► **2022Q2，公司归母净利润同比有较大涨幅，而环比来看则有所回调。**归母净利润同环比的增长和回调主要是由于毛利的同比增长及环比回调，毛利的变化主要受产品价格的波动影响。价：镁锭、镁合金和铝合金均价分别同比增长 43.2%、42%和 11%，环比下降 36.8%、35.9%和 6.58%，成本：作为镁锭的原材料端，硅铁价格 2022Q2 同比上涨 21%，环比上涨 2.3%，环比来看一定程度上压缩了单吨盈利空间。

► **核心看点：①镁价震荡筑底，下游汽车轻量化+镁建筑模板应用催化镁合金需求，环保趋严原镁供应端收缩。**截至 2021 年 8 月 17 日，据我们测算，镁冶炼毛利为 9023 元/吨，镁盈利回调至低位，镁铝比回落至 1.4，进入合理镁铝比区间。供给端环保趋严，原镁小厂生存艰难，或有减停产；需求端汽车轻量化+镁建筑模板用镁合金亮点十足，新能源为轻量化扩容。②**客户嫁接+国企大平台资源，宝钢或打造“中国镁业”。**宝钢入股后，国企平台助力、宝武集团资源共享，叠加宝钢金属直接业务对接和客户导入，宝钢金属或将公司打造为“中国镁业”。

► **投资建议：**考虑到短期镁价下跌和远期青阳、巢湖、五台等项目逐渐投产带来的增量。我们预计公司 2022-2024 年将实现归母净利 9.49、10.58 和 18.48 亿元，EPS 分别为 1.47 元、1.64 元和 2.86 元，对应 8 月 18 日收盘价的 PE 分别为 17、15 和 9 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**镁价大幅下跌，项目进展不及预期，需求增长不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	8117	10854	13399	18576
增长率 (%)	36.5	33.7	23.4	38.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	493	949	1058	1848
增长率 (%)	102.2	92.5	11.4	74.7
每股收益 (元)	0.76	1.47	1.64	2.86
PE	33	17	15	9
PB	4.8	3.9	3.2	2.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 8 月 18 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

25.27 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理 张弋清

执业证书：S0100121120057

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

相关研究

1.云海金属 (002182.SZ) 2021 年年报点评：
Q4 镁价大涨，利润环比持续增长-2022/03/16

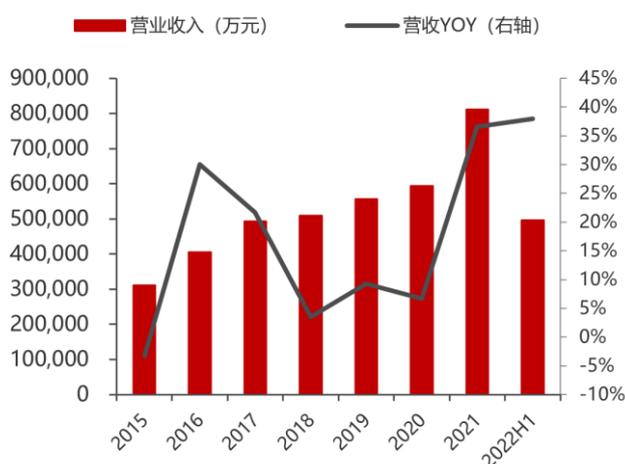
目录

1 事件：公司发布 2022 半年报	3
2 点评	4
2.1 2022 年上半年业绩：镁价同比大增，业绩创新高	4
2.2 2022Q2 业绩：镁价回调，利润同比依然坚挺	6
2.3 镁铝比进入合理区间，镁价震荡筑底	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 2022 半年报

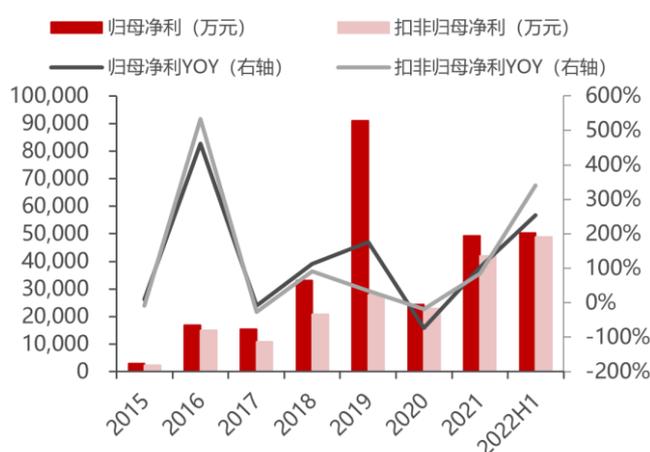
公司发布 2022 半年报。2022 上半年，公司实现营收 49.65 亿元，同比增长 38%；归母净利润 5.03 亿元，同比增长 253.3%；扣非归母净利 4.88 亿元，同比增长 339.7%。2022Q2，公司实现营收 24.63 亿元，同比增长 32.3%、环比减少 1.6%；归母净利润 1.99 亿元，同比增长 197.6%、环比减少 34.5%；扣非归母净利 1.96 亿元，同比增长 213.4%、环比减少 33%。业绩符合业绩预告。

图1：2022 上半年，公司营收同比增加 38%



资料来源：wind，民生证券研究院

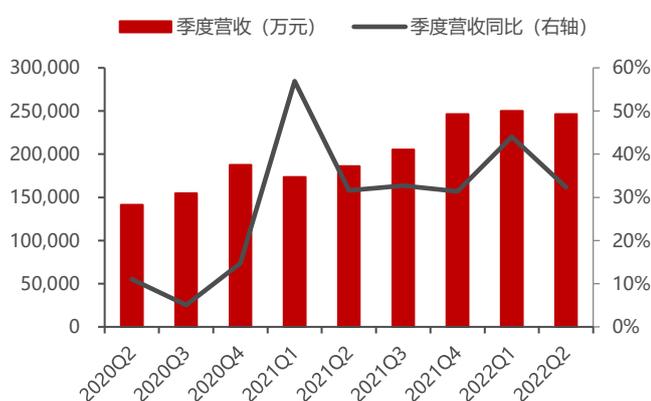
图2：2022 上半年，公司归母净利润同比增加 253.3%



资料来源：wind，民生证券研究院

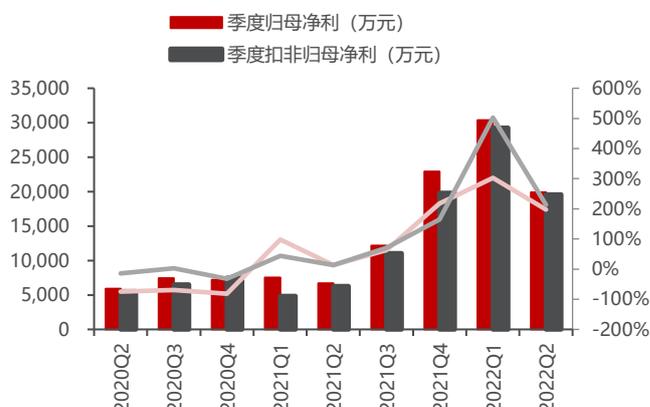
单季度来看，2022Q2，公司实现营收 24.63 亿元，同比增长 32.3%、环比减少 1.6%；归母净利润 1.99 亿元，同比增长 197.6%、环比减少 34.5%；扣非归母净利 1.96 亿元，同比增长 213.4%、环比减少 33%。

图3：2022Q2，公司营收同比增加 32.3%



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2022Q2，公司归母净利润同比增加 197.6%



资料来源：wind，民生证券研究院

2 点评

2.1 2022 年上半年业绩：镁价同比大增，业绩创新高

公司是集矿业开采、有色金属冶炼和回收加工为一体的高新技术企业，已经形成了“白云石开采—原镁冶炼—镁合金铸造—镁合金加工—镁合金回收”的完整镁产业链，是名副其实的镁合金龙头企业。主营业务为镁、铝合金材料的生产及深加工、销售业务，主要产品包括镁合金、镁合金压铸件、铝合金、铝挤压微空调扁管、铝挤压汽车结构件、中间合金以及金属锶等。产品主要应用于汽车、电动自行车轻量化和消费电子及建筑等领域。

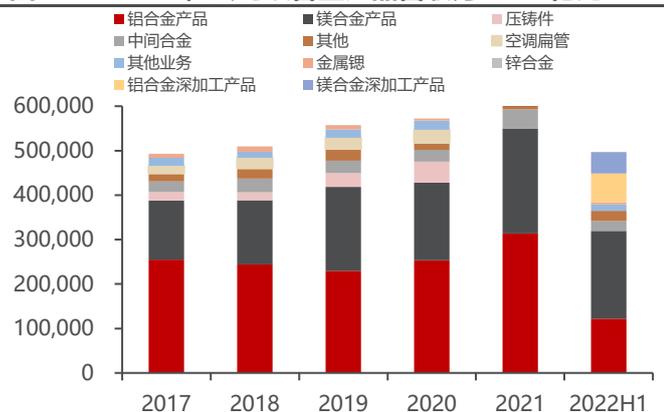
公司抓住汽车轻量化发展的时机，在稳定镁、铝合金基础材料供应的基础上，着力拓展下游深加工业务；在整体销售规模提升的基础上，深加工产品营业收入占总营业收入的比例显著增加，2021 年度镁、铝深加工产品营业收入占总营业收入的 19.47%；2022 年上半年，深加工产品营业收入占总营业收入的 22.71%。方向盘骨架、仪表盘支架、中控支架、座椅支架、显示屏支架等镁质汽车零部件产品业务量同比增长，市场占有率进一步提升；镁合金建筑模板已经规模销售，开拓了在建筑领域的新应用。

从细分产品营收来看，2022 年上半年，铝合金产品、镁合金产品、铝合金深加工产品、镁合金深加工产品、中间合金及金属锶分别贡献 12.18、19.74、6.51、4.76、2.26 和 0.5 亿元营收，占总营收比例分别为 24.5%、39.8%、13.1%、9.6%、4.5%和 1%。2022 年上半年镁合金产品营收同比增速最大（+118.23%），主要是公司不断完善镁合金下游的全面布局，同时铝合金有较大降幅，相应的镁合金深加工产品带来的营收也有较大提升，营收同比增长 63.26%。

2022 年上半年，公司毛利率同比上升 8.81pct 至 20.76%。分产品来看，铝合金产品、镁合金产品、铝合金深加工产品、镁合金深加工产品、中间合金及金属锶的毛利率分别为 1.82%、40.93%、10.45%、2.44%、3.95%和 30.94%，分别同比变化-4.8pct、+25.5pct、-8.3pct、-7.1pct、-1.6pct 和 13.7pct。

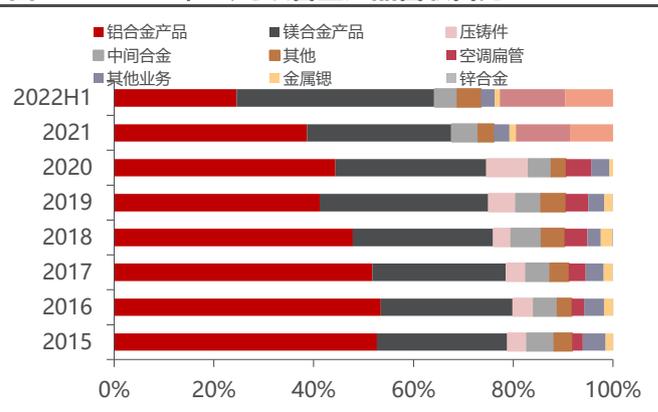
2022H1，公司归母净利润同比大幅增长 253.3%，归母净利润同比的大幅增长主要得益于毛利同比增长 6 亿元。而毛利的增长主要是因为镁合金产品价格的涨幅大于成本端的涨幅，单位盈利空间扩大。价格端 2022H1 镁锭/镁合金均价分别为 37573/40312 元/吨，同比增长 126%/117%。而成本端硅铁只上涨了 23.56%。根据我们测算，2022H1 镁锭毛利同比增长 20190 元/吨，贡献了利润的主要增长。同时公司抓住汽车轻量化发展的时机，着力拓展下游深加工业务。在整体销售规模提升的基础上，深加工产品营业收入占总营业收入的比例显著增加，2021/2022H1 镁、铝深加工产品营业收入占总营业收入的比重分别为 19.47%/22.71%。

图5: 2022H1, 公司镁合金产品营收为 19.7 亿元



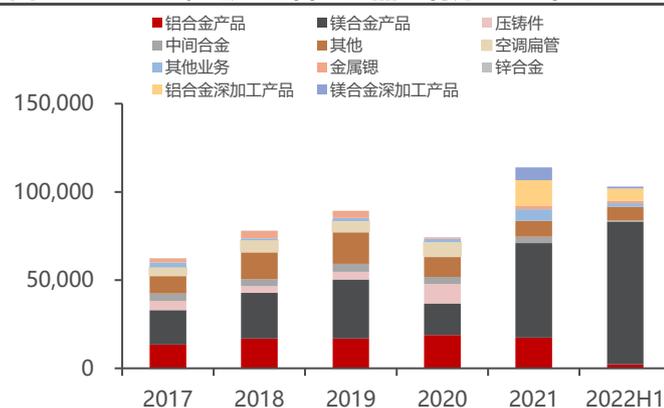
资料来源: wind, 民生证券研究院

图6: 2022H1, 公司镁合金产品营收占比 39.8%



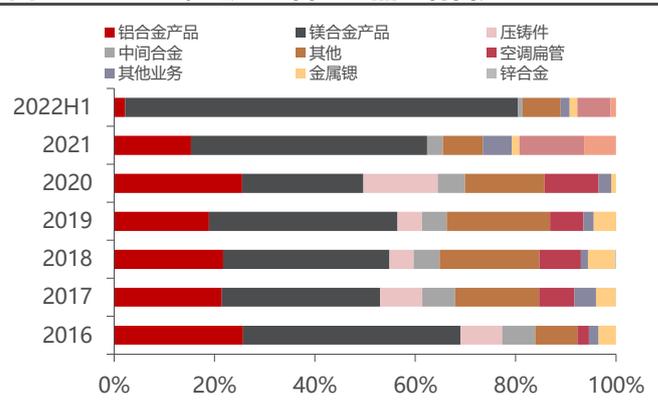
资料来源: wind, 民生证券研究院

图7: 2022H1, 公司镁合金产品毛利为 8.08 亿元



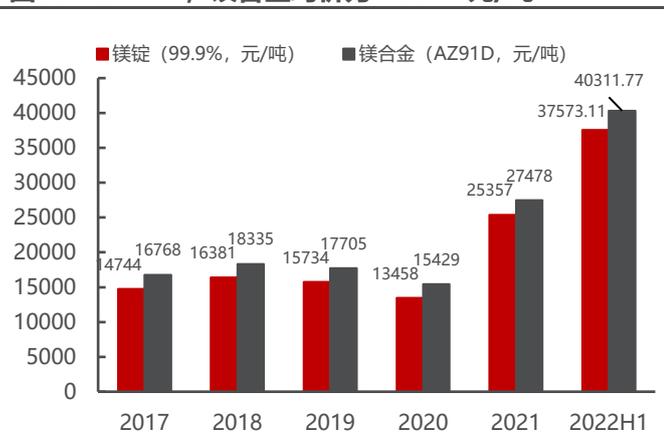
资料来源: wind, 民生证券研究院

图8: 2022H1, 公司镁合金产品毛利占比 84.9%



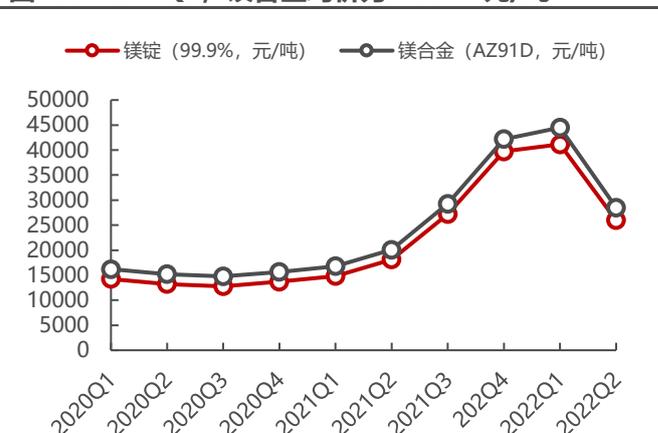
资料来源: wind, 民生证券研究院

图9: 2022H1, 镁合金均价为 40312 元/吨



资料来源: wind, 民生证券研究院

图10: 2022Q2, 镁合金均价为 28514 元/吨



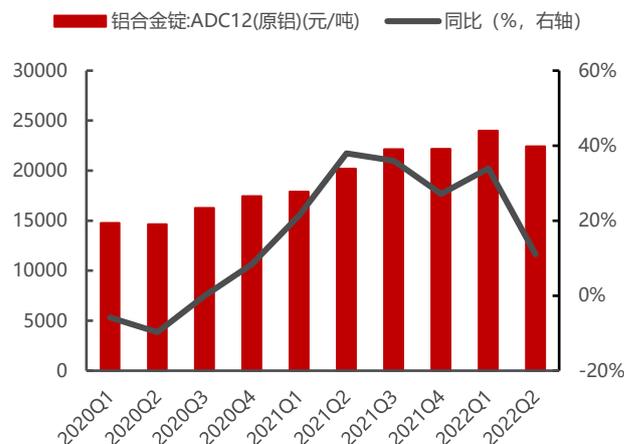
资料来源: wind, 民生证券研究院

图11: 2022Q2, 硅铁价格同比上涨 21%



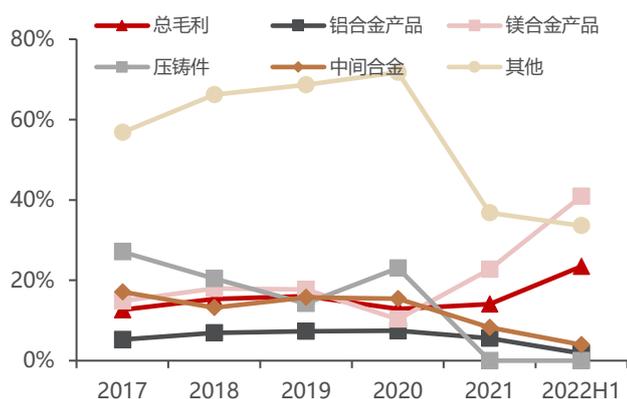
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图12: 2022Q2, 铝合金锭均价同比上涨 11%



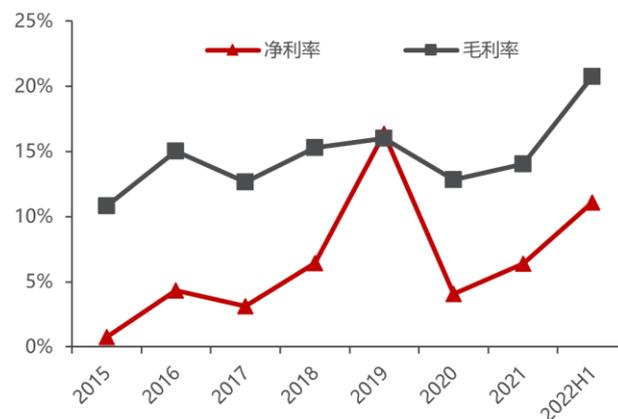
资料来源: wind, 民生证券研究院

图13: 2022H1, 镁合金产品毛利率上升至 40.93%



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图14: 2022H1, 公司毛利率为 20.76%



资料来源: wind, 民生证券研究院

2.2 2022Q2 业绩: 镁价回调, 利润同比依然坚挺

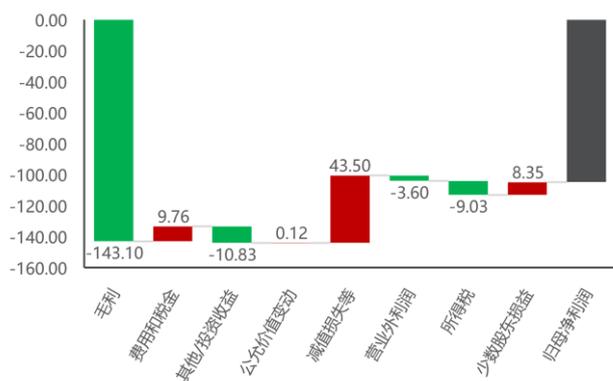
2022Q2, 公司归母净利润虽然环比有所回调, 但是同比仍然维持较大涨幅, 分拆来看, 归母净利润环比回调及同比增长主要是由于毛利的环比回调及同比增长。毛利的增长主要是因为产品价格的提升, 镁锭、镁合金和铝合金均价分别同比增长 43.2%、42%和 11%, 环比下降 36.8%、35.9%和 6.58%, 作为镁锭的原材料端, 硅铁价格 2022Q2 同比上涨 21%, 环比上涨 2.3%, 价差缩小, 环比上利润空间被压缩, 单位盈利空间受到制约, 同比上利润仍然坚挺。

环比来看, 毛利是主要的减利点 (-1.43 亿元), 除此之外还有其他投资收益 (-1083 万元)、所得税 (-903 万元) 及营业外利润 (-360 万元), 而利润增长点主要在于减值损失等 (+4350 万元), 费用和税金 (+976 万元) 及少数股东损益

(+835 万元)。

同比来看，2022Q2，除毛利(+1.9 亿元)之外，增利点主要在资产减值损失(+2952 万元)，减利点主要是所得税(-4167 万元)、费用和税金(-2426 万元)及少数股东损益(-2047 万元)，2022H1，毛利是主要的增利点(+6 亿元)，减利点包括费用和税金(-8231 万元)、所得税(-6679 万元)、少数股东损益(-4903 万元)、其他投资收益(-3145 万元)及资产减值损失等(+1133 万元)。

图15: 2022Q2, 公司归母净利润环比减少 1.05 亿元 (单位: 百万元)



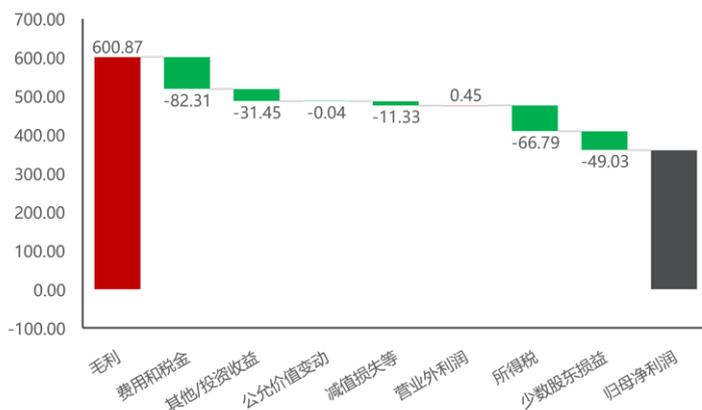
资料来源: wind, 民生证券研究院

图16: 2022Q2, 公司归母净利润同比增加 1.32 亿元 (单位: 百万元)



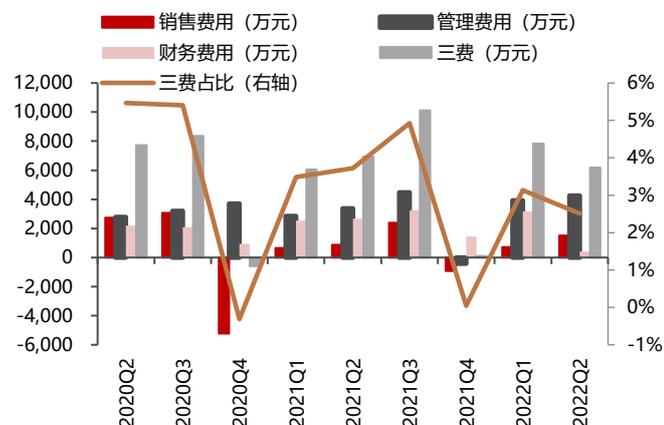
资料来源: wind, 民生证券研究院

图17: 2022H1, 公司归母净利润同比增加 3.6 亿元 (单位: 百万元)

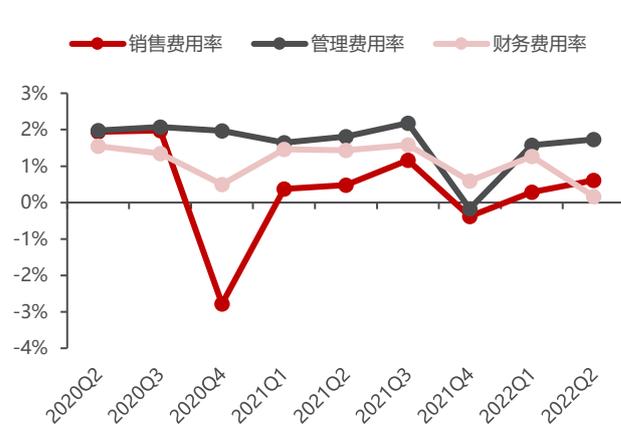


资料来源: wind, 民生证券研究院

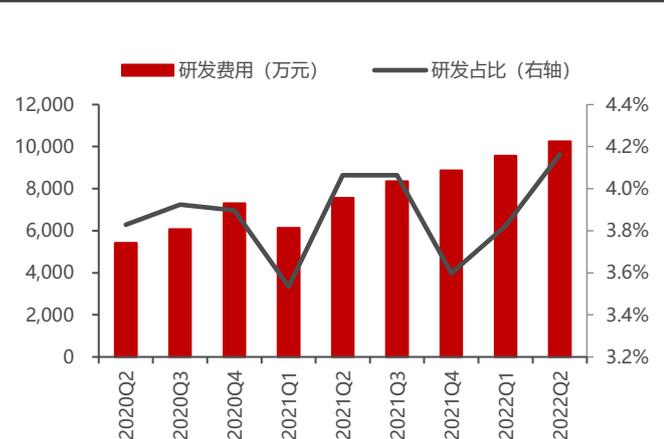
从费用率来看，2022Q2 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别环比变化 0.3pct、0.2pct 和 -1.1pct，其中销售费用率和管理费用率分别为 0.6% 和 1.7%，或为季度费用调节所致。Q2 研发费用为 1.03 亿元，研发费用率达到 4.2%，公司不断持续投入科研，一方面挖掘内部新兴需求增长点，另一方面追求工业技术的革新，提高生产效率。

图18: 2022Q2, 公司三费占比为 2.8%


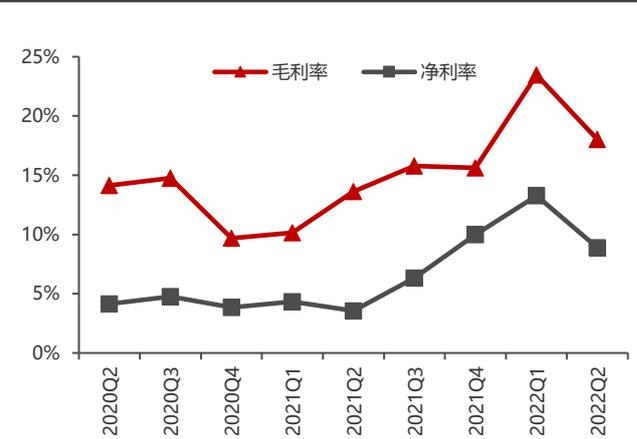
资料来源: wind, 民生证券研究院

图19: 2022Q2, 公司销售费用率为 0.6%


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图20: 2022Q2, 公司研发费用为 10254 万元


资料来源: wind, 民生证券研究院

图21: 2022Q2, 公司净利率为 8.9%


资料来源: wind, 民生证券研究院

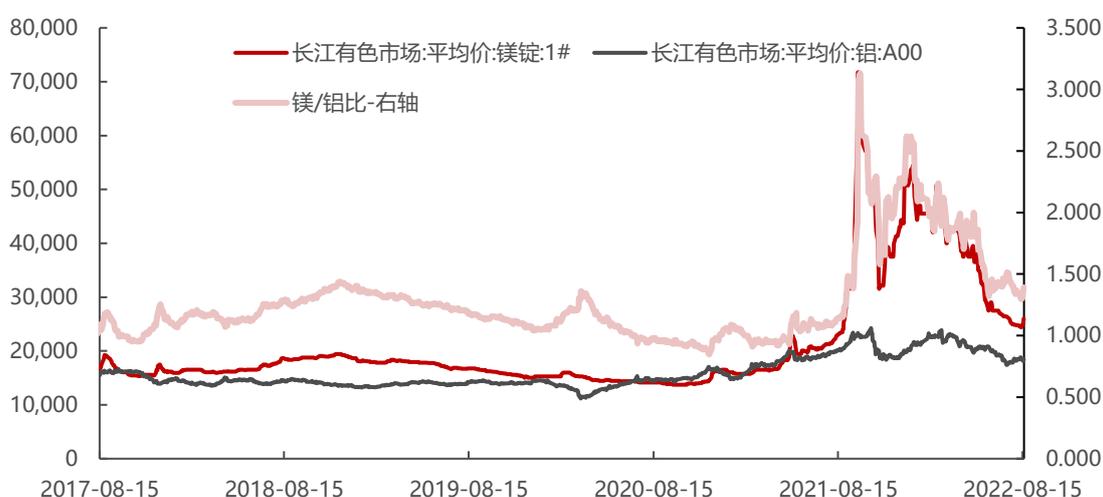
2.3 镁铝比进入合理区间, 镁价震荡筑底

2022 年至今 (截至 2022 年 8 月 18 日), 镁锭均价相比 2021 年全年均价下降 3.85% 至 26000 元/吨; 另外, 截至 2022 年 8 月 17 日, 据我们测算, 镁冶炼毛利为 9023 元/吨, 镁盈利回调至低位。镁价震荡筑底, 下游汽车轻量化+镁建筑模板应用催化镁合金需求, 环保趋严原镁供应端收缩。截至 2022 年 8 月 17 日, 据我们测算, 镁冶炼毛利为 9023 元/吨, 镁盈利回调至低位, 镁铝比回落至 1.4, 进入合理镁铝比区间。供给端环保趋严, 原镁小厂生存艰难, 或有减停产; 需求端汽车轻量化+镁建筑模板用镁合金亮点十足, 新能源为轻量化扩容。②客户嫁接+国企大平台资源, 宝钢或打造“中国镁业”。宝钢入股后, 国企平台助力、宝武集团资源共享, 叠加宝钢金属直接业务对接和客户导入, 宝钢金属或将公司打造为

“中国镁业”。这两点都将加快镁合金在汽车领域的渗透，公司未来的盈利能力有望改善。

此外，公司建立了三大原镁供应基地：山西五台云海、安徽巢湖云海、安徽池州宝镁，以及四大镁合金供应基地：安徽巢湖云海和安徽宝镁主要面对长三角和中部地区客户；山西五台云海主要面对中西部客户及出口，广东惠州子公司主要面对珠三角客户。随着池州、巢湖、五台基地的产能逐步投产，公司盈利能力将逐步提升。

图22：截至2022年8月17日，镁铝价格比为1.4（单位：元/吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

图23：截至2022年8月17日，我们测算镁冶炼的毛利为9023元/吨



资料来源：wind，民生证券研究院测算

3 盈利预测与投资建议

3.1 估值分析

目前公司主营业务为镁铝及其深加工业务，我们选择两家主营也为镁铝合金加工的 A 股企业万丰奥威和三祥新材作为可比公司，可比公司的 2022 年 PE 均值为 24 倍，公司估值水平低于可比公司 PE 均值。公司作为行业龙头，一体化布局，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较大提升空间。

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
002182.SZ	云海金属	25.27	0.76	1.47	1.64	33	17	15
002085.SZ	万丰奥威*	7.01	0.17	0.27	0.36	41	26	19
603663.SH	三祥新材*	17.55	0.50	0.82	1.14	35	21	15
可比公司 PE 均值						38	24	17

资料来源：wind，民生证券研究院预测；

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2022 年 8 月 18 日

3.2 投资建议

考虑到短期镁价下跌和远期青阳、巢湖、五台等项目逐渐投产带来的增量。我们预计公司 2022-2024 年将实现归母净利润 9.49、10.58 和 18.48 亿元，EPS 分别为 1.47 元、1.64 元和 2.86 元，对应 8 月 18 日收盘价的 PE 分别为 17、15 和 9 倍，维持“推荐”评级。

4 风险提示

1) 镁价大幅下跌。公司镁全产业链覆盖，产品的盈利随镁价的波动而变化，若镁价大幅下跌，公司业绩将会受到不利影响。

2) 项目进展不及预期。公司有较多在建项目，包括巢湖项目、五台项目以及青阳项目等，若部分项目的投产、达产进度受到内部或外部因素干扰延期，则会对公司利润产生不利影响。

3) 需求增长不及预期等。公司在建项目较多，产能增长迅速，若下游市场开拓遇到困难，或是需求增长不及预期，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，叠加产量增长不及预期，对公司盈利产生打击。

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	8117	10854	13399	18576
营业成本	6978	9052	11277	15244
营业税金及附加	40	65	76	105
销售费用	30	76	87	115
管理费用	103	177	210	285
研发费用	309	419	516	715
EBIT	703	1066	1234	2112
财务费用	99	106	149	189
资产减值损失	-2	-1	-2	-2
投资收益	-17	11	-3	-2
营业利润	587	1078	1201	2097
营业外收支	-6	-2	-1	-1
利润总额	581	1076	1199	2095
所得税	64	108	120	210
净利润	517	968	1079	1886
归属于母公司净利润	493	949	1058	1848
EBITDA	906	1293	1548	2478

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	244	281	323	371
应收账款及票据	1910	2394	2996	4171
预付款项	286	272	338	485
存货	1103	1393	1755	2370
其他流动资产	587	1255	1704	2320
流动资产合计	4130	5594	7116	9717
长期股权投资	303	331	359	388
固定资产	1618	2118	2664	3230
无形资产	219	223	227	230
非流动资产合计	3280	4239	5041	5796
资产合计	7410	9833	12157	15513
短期借款	1851	3073	3969	4824
应付账款及票据	942	1182	1520	2034
其他流动负债	217	360	422	552
流动负债合计	3011	4615	5910	7410
长期借款	240	240	330	440
其他长期负债	174	124	134	144
非流动负债合计	414	364	464	584
负债合计	3425	4979	6374	7994
股本	646	646	646	646
少数股东权益	597	617	638	676
股东权益合计	3985	4854	5783	7519
负债和股东权益合计	7410	9833	12157	15513

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	36.52	33.73	23.45	38.63
EBIT 增长率	97.45	51.65	15.78	71.21
净利润增长率	102.21	92.54	11.44	74.75
盈利能力 (%)				
毛利率	14.03	16.61	15.84	17.94
净利润率	6.37	8.92	8.05	10.15
总资产收益率 ROA	6.65	9.65	8.70	11.91
净资产收益率 ROE	14.55	22.40	20.56	27.01
偿债能力				
流动比率	1.37	1.21	1.20	1.31
速动比率	0.91	0.85	0.85	0.93
现金比率	0.08	0.06	0.05	0.05
资产负债率 (%)	46.22	50.64	52.43	51.53
经营效率				
应收账款周转天数	78.42	76.21	76.73	76.84
存货周转天数	57.72	56.17	56.81	56.75
总资产周转率	1.10	1.10	1.10	1.20
每股指标 (元)				
每股收益	0.76	1.47	1.64	2.86
每股净资产	5.24	6.55	7.96	10.59
每股经营现金流	0.09	0.86	1.20	1.30
每股股利	0.10	0.15	0.23	0.23
估值分析				
PE	33	17	15	9
PB	4.8	3.9	3.2	2.4
EV/EBITDA	20.08	14.94	13.10	8.56
股息收益率 (%)	0.40	0.61	0.92	0.92

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	517	968	1079	1886
折旧和摊销	203	228	314	366
营运资金变动	-785	-745	-780	-1609
经营活动现金流	57	553	773	842
资本开支	-834	-1164	-1093	-1096
投资	-62	-326	-326	-327
投资活动现金流	-896	-1479	-1423	-1426
股权募资	660	0	0	0
债务募资	315	1172	995	976
筹资活动现金流	827	962	692	632
现金净流量	-17	37	42	48

插图目录

图 1: 2022 上半年, 公司营收同比增加 38%	3
图 2: 2022 上半年, 公司归母净利润同比增加 253.3%	3
图 3: 2022Q2, 公司营收同比增加 32.3%	3
图 4: 2022Q2, 公司归母净利润同比增加 197.6%	3
图 5: 2022H1, 公司镁合金产品营收为 19.7 亿元	5
图 6: 2022H1, 公司镁合金产品营收占比 39.8%	5
图 7: 2022H1, 公司镁合金产品毛利为 8.08 亿元	5
图 8: 2022H1, 公司镁合金产品毛利占比 84.9%	5
图 9: 2022H1, 镁合金均价为 40312 元/吨	5
图 10: 2022Q2, 镁合金均价为 28514 元/吨	5
图 11: 2022Q2, 硅铁价格同比上涨 21%	6
图 12: 2022Q2, 铝合金锭均价同比上涨 11%	6
图 13: 2022H1, 镁合金产品毛利率上升至 40.93%	6
图 14: 2022H1, 公司毛利率为 20.76%	6
图 15: 2022Q2, 公司归母净利润环比减少 1.05 亿元 (单位: 百万元)	7
图 16: 2022Q2, 公司归母净利润同比增加 1.32 亿元 (单位: 百万元)	7
图 17: 2022H1, 公司归母净利润同比增加 3.6 亿元 (单位: 百万元)	7
图 18: 2022Q2, 公司三费占比为 2.8%	8
图 19: 2022Q2, 公司销售费用率为 0.6%	8
图 20: 2022Q2, 公司研发费用为 10254 万元	8
图 21: 2022Q2, 公司净利率为 8.9%	8
图 22: 截至 2022 年 8 月 17 日, 镁铝价格比为 1.4 (单位: 元/吨)	9
图 23: 截至 2022 年 8 月 17 日, 我们测算镁冶炼的毛利为 9023 元/吨	9

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