

原料上涨拖累业绩，技改项目稳步推进

2022 年 08 月 24 日

► **事件概述：**公司发布 2022 年中报，22H1 公司实现营收 38.15 亿元，同比增长 1.24%；归母净利润 1.83 亿元，同比减少 57.5%；扣非归母净利 1.51 亿元，同比减少 63.06%。分季度看，2022Q2，公司实现营收 19.93 亿元，同比增长 1.42%；归母净利润 0.98 亿元，同比减少 62.12%；扣非归母净利 0.86 亿元，同比减少 65.15%。

► **点评：原料价格大幅上涨，拖累上半年业绩**

- 量：钢材产量同比减少 22.87%，其中高温合金产量同比增长 23.01%。**22H1 公司实现钢材产量 23.63 万吨，同比-22.87%。结构上看，高温合金、超高强度钢等高端产品市场需求依然旺盛，高温合金产量 0.38 万吨，同比+23.01%，高温合金在钢铁业务中营收占比同比提升 2.4pct，至 20.18%。
- 价：原料成本上涨，22H1 毛利率同比下滑 5.66pct，至 14.86%。**22H1 公司合金结构钢售价同比+30.7%，工具钢售价同比+8.62%，不锈钢售价同比-8.55%，高温合金售价同比-0.16%。22H1 公司主要原材料上涨明显，其中镍市场价格同比+40.65%，钴市场价格同比+26.88%，明显高于公司产品售价涨幅，导致 22H1 公司整体毛利率同比下滑 5.66pct，至 14.86%。**分季度看**，22Q2 原料价格维持强势，镍市场价格同比+69.14%，钴市场价格同比+39.81%，公司 22Q2 毛利率同比下滑 10.03pct，至 13.99%。

► **未来核心看点：持续加码技改项目，产品结构进一步向高端化转变**

- 高温合金领域未来贡献可期。**高温合金对公司毛利贡献较大，2021 年公司高温合金毛利率高达 42.65%，是公司唯一毛利率上升的业务，2021 年高温合金对公司毛利贡献提升 3.55pct，至 37.93%。22H1 公司高温合金业务稳步增长，占营收比重同比提升 2.4pct，至 20.18%。军用等领域需求增长有望带动高温合金产品销量逐步提升，增厚公司业绩。
- 前期规划的新增 16.68 万吨产能项目稳步推进中。**公司前期规划的多个技改项目在未来，新增 16.68 万吨产能稳步推进中，产品结构有望进一步向高端化转变。
- 加码技改项目，未来 2 年公司产能有望加速扩张。**为进一步提高公司产品交付能力及产品质量，公司继续加码投资建设相关技术改造项目，未来 2 年将会增加相关产能 25 万吨以上，有望持续提升公司国内外市场竞争力和行业影响力。

► **投资建议：**公司重点发展国防军工、航空航天等领域产品，随着多个技改项目逐步投产，产品结构有望进一步优化，驱动业绩释放。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润依次 5.73/11.86/16.25 亿元，对应 2022 年 8 月 23 日收盘价 18.77 元，2022-2024 年 PE 依次为 65/31/23 倍，维持公司“谨慎推荐”评级。

► **风险提示：**下游需求不及预期；原材料涨价超预期；项目进展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	7,414	8,395	10,142	12,353
增长率 (%)	18.2	13.2	20.8	21.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	783	573	1,186	1,625
增长率 (%)	42.0	-26.9	106.9	37.0
每股收益 (元)	0.40	0.29	0.60	0.82
PE	47	65	31	23
PB	6.3	5.8	4.9	4.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 8 月 23 日收盘价）

谨慎推荐

维持评级

当前价格：

18.77 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qizuxue@mszq.com



分析师 尹会伟

执业证书：S0100521120005

邮箱：yinhuiwei@mszq.com

研究助理 孙二春

执业证书：S0100121120036

邮箱：sunerchun@mszq.com

相关研究

- 抚顺特钢 (600399.SH) 2021 年年报点评：持续加码技改项目，产能释放可期-2022/04/01
- 【民生金属·公司点评】抚顺特钢 (600399)：限产政策导致产量下滑，拖累 2021Q4 业绩-2022/01/14

目录

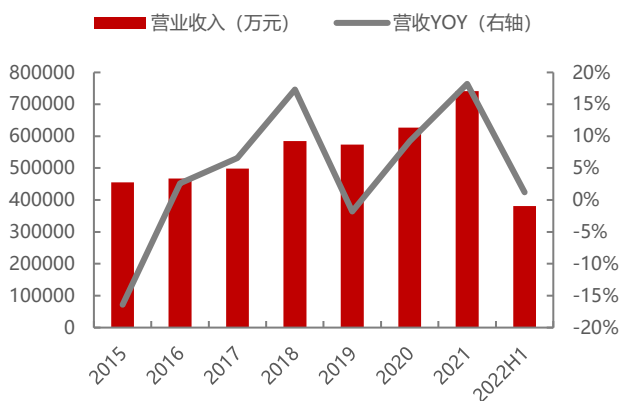
1 事件概述：22H1 公司归母净利润同比下滑 57.5%	3
2 点评：原料价格大幅上涨，拖累上半年业绩	4
2.1 高温合金营收占比提升，原料上涨拖累公司毛利率水平	4
2.2 镍、钴价格高位，拖累 2022Q2 业绩	6
3 核心看点：持续加码技改项目，产品结构进一步向高端化转变	8
4 盈利预测与投资建议	10
5 风险提示	11
插图目录	13
表格目录	13

1 事件概述：22H1 公司归母净利润同比下滑 57.5%

公司发布 2022 年中报：22H1 公司实现营收 38.15 亿元，同比增长 1.24%；归母净利润 1.83 亿元，同比减少 57.5%；扣非归母净利润 1.51 亿元，同比减少 63.06%。

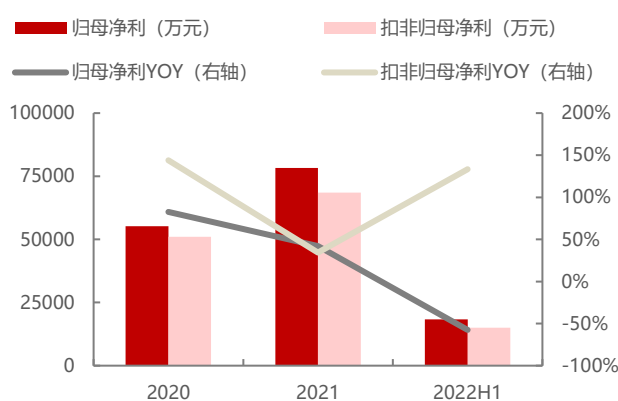
分季度看，2022Q2，公司实现营收 19.93 亿元，同比增长 1.42%、环比增长 9.40%；归母净利润 0.98 亿元，同比减少 62.12%、环比增长 14.59%；扣非归母净利润 0.86 亿元，同比减少 65.15%、环比增长 33.35%。

图1：公司 22H1 营业收入同比增长 1.24%



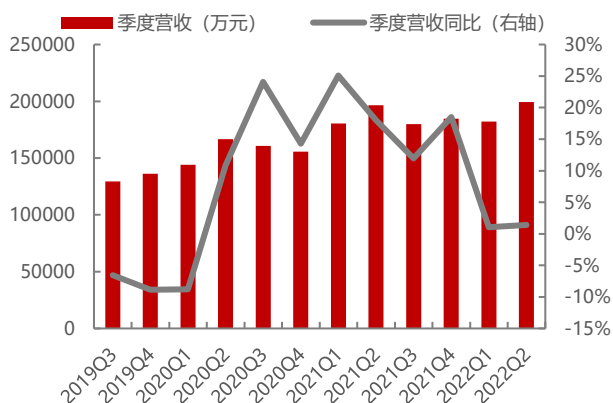
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：公司 22H1 归母净利润同比减少 57.5%



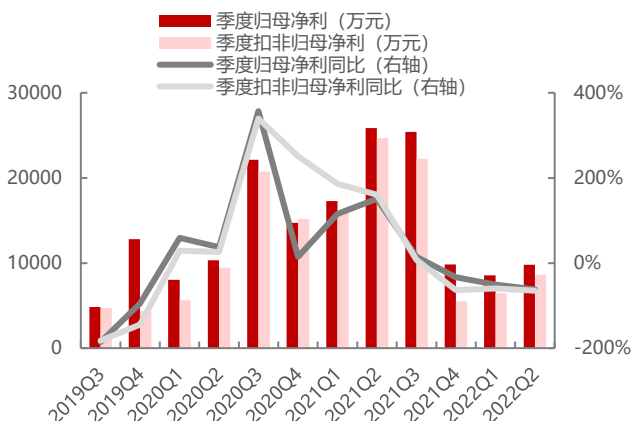
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：公司分季度营业收入及同比变化



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：公司分季度净利润及同比变化



资料来源：wind，民生证券研究院

2 点评：原料价格大幅上涨，拖累上半年业绩

2.1 高温合金营收占比提升，原料上涨拖累公司毛利率水平

量：钢材产量同比减少 22.87%，其中高温合金产量同比增长 23.01%。 22H1 公司实现钢材产量 23.63 万吨，同比-22.87%，销售量 24.12 万吨，同比-19.79%。结构上看，高温合金、超高强度钢等高端产品市场需求依然旺盛，高温合金产量 0.38 万吨，同比+23.01%，高温合金在钢铁业务中营收占比同比提升 2.4pct，至 20.18%；受宏观经济影响，以汽车钢为代表的优钢市场需求下滑，公司合金结构钢产量 12.17 万吨，同比-37.29%；此外，公司特冶不锈钢产量 4.4 万吨，同比+15.48%；工具钢产量 3.69 万吨，同比+6.89%。

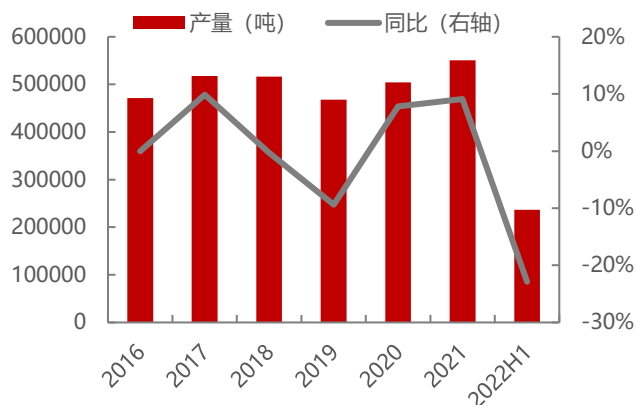
价：原料成本上涨，22H1 毛利率同比下滑 5.66pct，至 14.86%。 22H1 公司合金结构钢售价同比+30.7%，工具钢售价同比+8.62%，不锈钢售价同比-8.55%，高温合金售价同比-0.16%。22H1 公司主要原材料上涨明显，其中镍市场价格同比+40.65%，钴市场价格同比+26.88%，明显高于公司主要产品售价涨幅，公司以镍、钴等价格作为定价基础对主要产品进行调价以转移风险，但仍无法完全将原材料价格上涨增加的成本转移至下游用户，导致 22H1 公司整体毛利率同比下滑 5.66pct，至 14.86%。分季度看，22Q2 原料价格维持强势，镍市场价格同比+69.14%，钴市场价格同比+39.81%，公司 22Q2 毛利率同比下滑 10.03pct，至 13.99%。

表1：公司产品产销情况

产品名称	经营指标	2020 年	2021 年	2022H1
合金结构钢	产量 (万吨)	31.96	31.48	12.17
	销量 (万吨)	31.38	31.55	12.67
	平均售价 (元/吨, 不含税)	8,294.37	9,582.69	11162.55
工具钢	产量 (万吨)	6.27	7.28	5.64
	销量 (万吨)	6.27	7.24	3.47
	平均售价 (元/吨, 不含税)	14,919.62	15,883.55	16982.17
不锈钢	产量 (万吨)	6.25	8.19	4.40
	销量 (万吨)	6.48	7.49	4.44
	平均售价 (元/吨, 不含税)	17,073.77	18,556.13	17233.38
高温合金	产量 (万吨)	0.55	0.59	0.38
	销量 (万吨)	0.58	0.6	0.36
	平均售价 (元/吨, 不含税)	199,434.87	216,993.07	213239.51

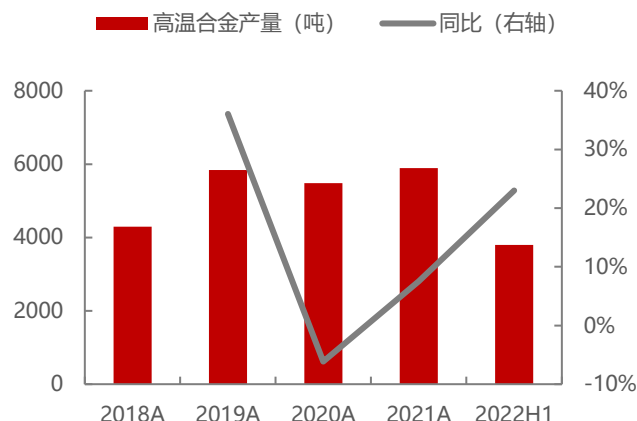
数据来源：公司公告，民生证券研究院

图5: 公司 22H1 钢材产品产量同比-22.87%



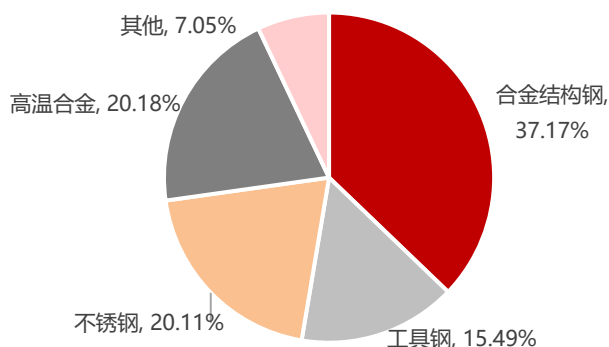
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图6: 公司 22H1 高温合金产量同比+23.01%



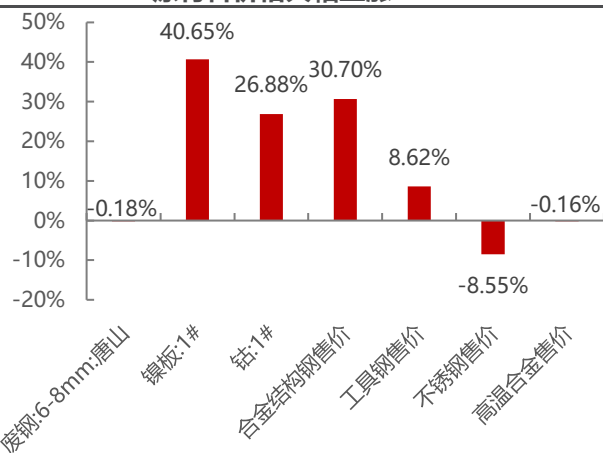
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图7: 2022H1 公司钢铁业务营收分布



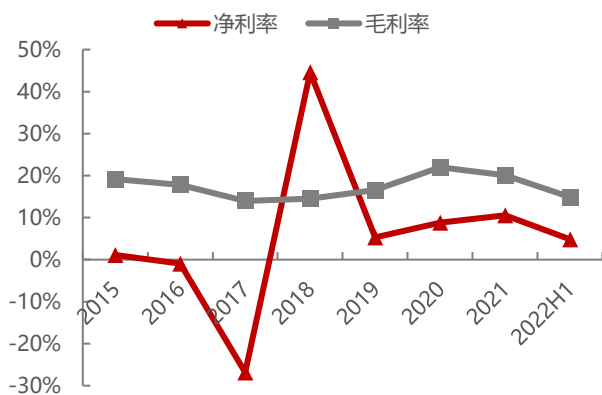
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图8: 2022H1 原材料价格大幅上涨



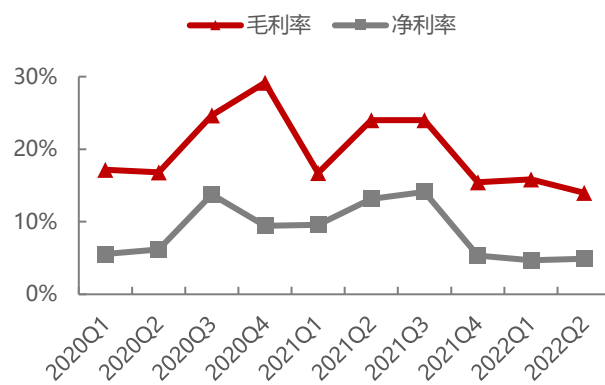
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图9: 22H1 公司毛利率下滑



资料来源: wind, 民生证券研究院

图10: 公司分季度毛利率变化



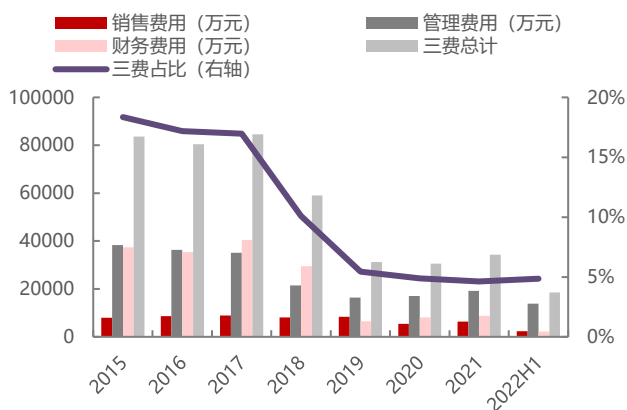
资料来源: wind, 民生证券研究院

三费占营收比重略有下滑, 财务费用同比-47.43%。公司 22H1 三费同比下降 0.69%至 1.85 亿元, 占营收比重同比下滑 0.09pct, 为 4.85%。其中, 销售费用同比-18.68%, 至 0.63 亿元; 管理费用同比+21.75%, 至 1.38 亿元; 财务费

用同比-47.43%，至 0.23 亿元，主要系协定存款利息收入增加，贴现息支出减少所致。

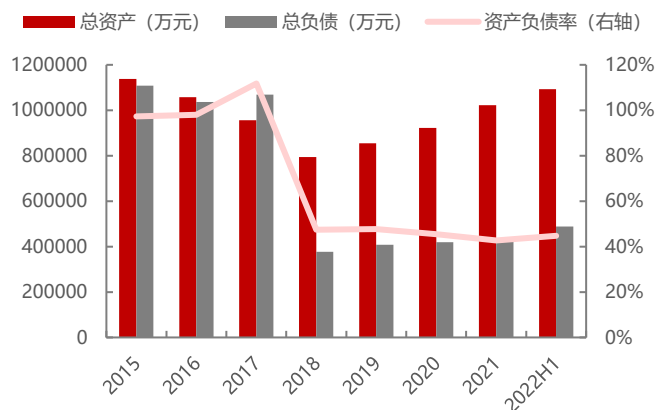
经营性现金流净流入 2.85 亿元。 22H1 年公司主要原材料价格涨幅较大，导致公司存货同比+33.05%，至 24.89 亿元。经营活动产生的现金流量净额 2.82 亿元，主要系现汇回款比例增加所致。

图11: 22H1 公司三费占比 4.85%



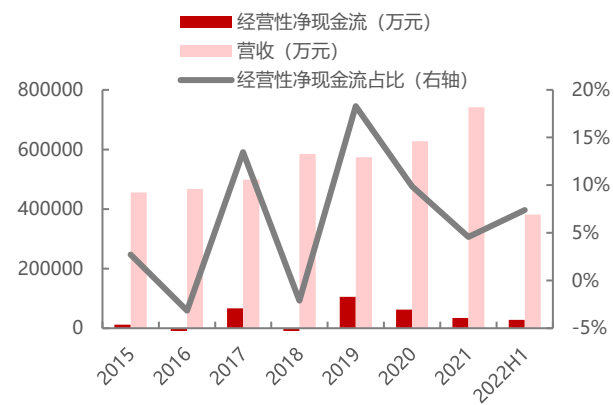
资料来源: wind, 民生证券研究院

图12: 22H1 公司资产负债率小幅提升



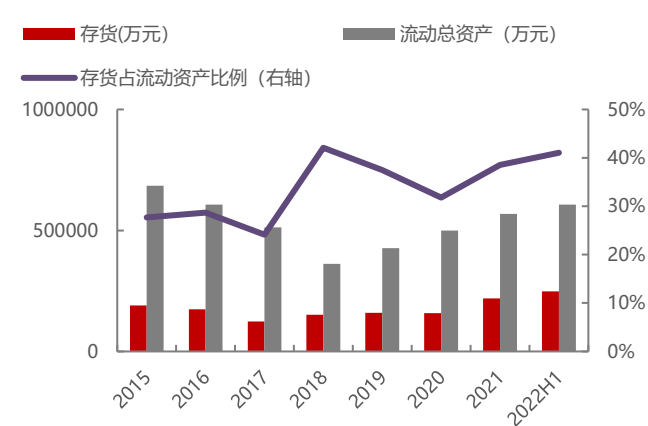
资料来源: wind, 民生证券研究院

图13: 22H1 公司经营性净现金流净流入 2.85 亿元



资料来源: wind, 民生证券研究院

图14: 22H1 公司存货大幅增加



资料来源: wind, 民生证券研究院

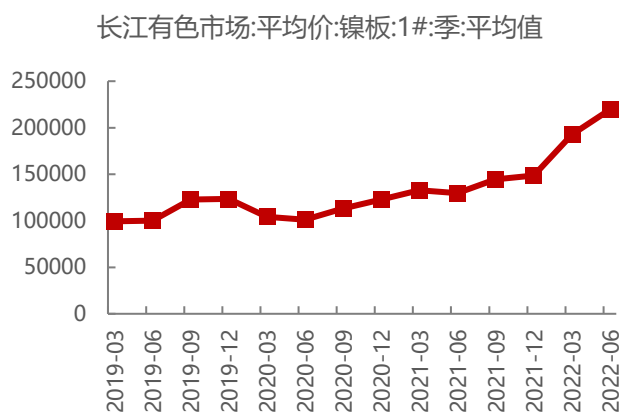
2.2 镍、钴价格高位，拖累 2022Q2 业绩

2022Q2，公司实现营收 19.93 亿元，同比增长 1.42%；归母净利润 0.98 亿元，同比减少 62.12%；扣非归母净利润 0.86 亿元，同比减少 65.15%。

原料价格上涨，产品售价下跌，22Q2 毛利率同比下滑 10.03pct，至 13.99%。 同比来看，测算 22Q2 公司主要产品高温合金售价同比-2.65%，特冶不锈钢售价同比 6.26%，合金结构钢售价同比 19.61%，工具钢售价同比+6.20%。主要原材料镍价格仍较为强势，镍市场价格同比+69.14%，钴市场价格同比+39.81%，公

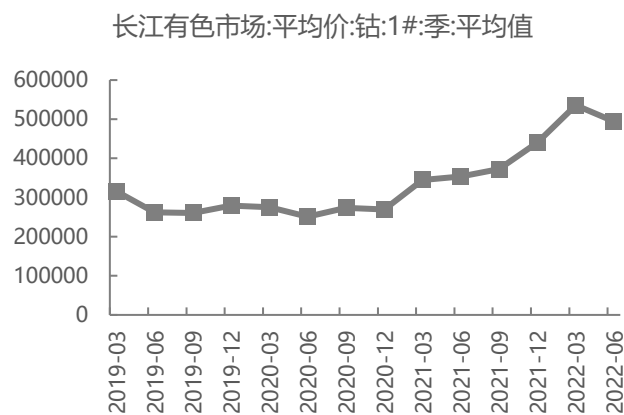
司 22Q2 毛利率同比下滑 10.03pct,至 13.99%。22Q2 公司毛利仅为 2.79 亿元, 同比-40.93%, 成本上涨导致毛利下滑是公司 22Q2 业绩大幅下降的主要原因。

图15: 2022Q2 镍价环比继续走高 (单位: 元/吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图16: 2022Q2 钴价环比小幅下降 (单位: 元/吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

3 核心看点: 持续加码技改项目, 产品结构进一步向高端化转变

22Q3 原料镍及钴价环比大幅下滑, 公司业绩有望逐步回升。22Q3 (截至 8 月 19 日) 镍价环比降低 17.13%, 钴价环比下降 29.79%, 原料价格的下跌将缓解公司成本压力, 公司业绩有望逐步回升。

图17: 22Q3 原料价格走弱 (单位: 元/吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

高温合金领域未来贡献可期。高温合金对公司毛利贡献较大, 2021 年公司高温合金毛利率高达 42.65%, 是唯一毛利率上升的业务, 2021 年高温合金对公司毛利贡献提升 3.55pct, 至 37.93%。22H1 公司高温合金业务稳步增长, 占营收比重同比提升 2.4pct, 至 20.18%。公司高温合金在航空航天市场占有率高达 80% 以上, 军用等领域需求增长有望带动高温合金产品销量持续提升, 进一步增厚公司业绩。

前期规划的新增 16.68 万吨产能项目稳步推进中, 产品结构有望进一步向高端化转变。公司四大主打产品高温合金、超高强度钢、特冶不锈钢、高档工模具钢广泛服务于航空航天、国防军工、能源电力、石油化工、交通运输、机械机电、节能环保等六大领域。公司前期规划的多个技改项目在途, 新增 16.68 万吨产能稳步推进中, 产品结构有望进一步向高端化转变。

表2: 前期规划的新增 16.68 万吨产能项目稳步推进中

项目	项目内容	新增产能	预计投产时间
均质高强度大规格高温合金、超高强度钢工程化建设项目	新建一台 30 吨真空感应炉和一台 30 吨真空自耗炉及其附属设施	4.28	2022 年底
锻造厂新建 70MN 快锻机技术改造工程	新建一台 70MN 快锻机、60 吨操作机、20 吨无轨车		主机已投入生产
高温合金、高强度钢产业化技术改造项目 (1 期)	新建一台 12 吨真空感应炉、一台 1 吨真空感应炉和一台 200kg 真空感应炉及其附属设施; 新建五台 12 吨真空自耗炉及其附属设施	4.4	2022 年底
锻造厂新建 22MN 精锻机生产线及附属设施	相关厂房、设备		2024 年上半年
实林公司新建高合金小棒材生产线及附属设施	相关厂房、设备	8	2023 年底

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

加码技改项目，未来 2 年公司产能有望加速扩张。为进一步提高公司产品交付能力及产品质量，公司继续加码投资建设相关技术改造项目，公司拟 2022-2023 年计划投资总额 10.76 亿元，其中，2022 年度投资总额 5.58 亿元，未来 2 年将会增加相关产能 25 万吨以上。公司将突破现有高温合金、超高强度钢等重点产品产能瓶颈，提升国内外市场竞争力和行业影响力。

表3：加码技改项目，未来 2 年公司产能有望加速扩张

项目	项目内容	新增产能	建设周期
进一步提升军品产能技术改造项目	新建 1 台 12 吨真空感应炉（进口），3 台 12 吨真空自耗炉（进口），同时增加配套辅助工艺设备及辅助设施。	增加感应钢产能 0.48 万吨/年；增加自耗钢产能 0.54 万吨/年	2022-2023
连轧厂提升产能技术改造项目	连轧厂轧线及冷床区域提升生产能力技术改造；精整后部提升生产能力技术改造。	增加产能约 20 万吨/年	2022-2023
第三炼钢厂新建 12 台保护气氛电渣炉技术改造项目	新建 12 台 3 吨保护气氛电渣炉及配套厂房设备设施。	增加电渣钢产能 2.88 万吨/年	2022
第三炼钢厂新建 8 台电渣炉技术改造项目	新建 1 台 30 吨三工位双支臂恒熔速保护气氛电渣炉；3 台 15 吨单支臂保护气氛恒熔速电渣炉；4 台 3 吨恒熔速电渣炉，同时新建配套厂房和辅助设备设施。	增加电渣钢产能 2.7 万吨/年	2022
其他	中心实验室高档品种检验能力提升项目、第二炼钢厂新建铸线及更新三台铸钢车项目、66KV 变电所新建工程等	对目前设备进行提升、改造以提升产品质量。	2022-2023

资料来源：公司公告，民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

公司重点发展国防军工、航空航天等领域产品,随着多个技改项目逐步投产,产品结构有望进一步优化,驱动业绩释放。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润依次 5.73/11.86/16.25 亿元,对应 2022 年 8 月 23 日收盘价 18.77 元,2022-2024 年 PE 依次为 65/31/23 倍,维持公司“谨慎推荐”评级。

5 风险提示

1) **下游需求不及预期。**如果军工、动力燃机等下游领域发展不及预期，导致公司相关产品订单不足，公司相关产线产能利用率不足，可能会影响公司业绩释放。

2) **原材料涨价超预期。**公司产品的原材料主要包括镍、钴、废钢等，如果主要原材料镍、钴等采购价格出现大幅波动，将直接导致公司产品成本出现波动，并进而影响公司的盈利能力。

3) **项目进展不及预期。**产业、环保政策等意外性变化可能会影响项目进展，导致公司盈利释放不及预期。

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	7,414	8,395	10,142	12,353
营业成本	5,924	7,006	7,994	9,667
营业税金及附加	69	76	93	105
销售费用	63	67	85	99
管理费用	192	216	264	309
研发费用	309	401	493	510
EBIT	925	682	1,288	1,753
财务费用	88	65	80	83
资产减值损失	-88	-43	-26	-12
投资收益	34	33	42	50
营业利润	862	594	1,219	1,706
营业外收支	-78	-15	3	4
利润总额	784	579	1,222	1,710
所得税	1	6	37	86
净利润	783	573	1,186	1,625
归属于母公司净利润	783	573	1,186	1,625
EBITDA	1,143	703	1,340	1,776

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,153	1,045	1,026	886
应收账款及票据	345	451	503	670
预付款项	90	166	167	211
存货	2,187	2,779	2,770	4,026
其他流动资产	1,904	2,082	2,234	2,443
流动资产合计	5,679	6,524	6,700	8,235
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3,269	3,602	4,239	4,655
无形资产	757	733	710	686
非流动资产合计	4,544	4,945	5,462	5,905
资产合计	10,224	11,470	12,161	14,140
短期借款	0	100	67	79
应付账款及票据	1,117	1,553	1,498	2,190
其他流动负债	523	661	755	905
流动负债合计	1,641	2,314	2,320	3,174
长期借款	2,409	2,409	1,909	1,409
其他长期负债	314	314	314	314
非流动负债合计	2,724	2,724	2,224	1,724
负债合计	4,365	5,038	4,544	4,898
股本	1,972	1,972	1,972	1,972
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	5,859	6,432	7,618	9,242
负债和股东权益合计	10,224	11,470	12,161	14,140

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	18.21	13.22	20.82	21.80
EBIT 增长率	46.50	-26.29	89.02	36.08
净利润增长率	42.02	-26.86	106.94	37.01
盈利能力 (%)				
毛利率	20.10	16.55	21.18	21.74
净利润率	10.57	6.83	11.69	13.15
总资产收益率 ROA	7.66	5.00	9.75	11.49
净资产收益率 ROE	13.37	8.91	15.57	17.58
偿债能力				
流动比率	3.46	2.82	2.89	2.59
速动比率	2.03	1.52	1.59	1.24
现金比率	0.70	0.45	0.44	0.28
资产负债率 (%)	42.69	43.92	37.36	34.64
经营效率				
应收账款周转天数	19.32	17.30	17.20	17.23
存货周转天数	114.65	129.28	127.54	128.12
总资产周转率	0.76	0.77	0.86	0.94
每股指标 (元)				
每股收益	0.40	0.29	0.60	0.82
每股净资产	2.97	3.26	3.86	4.69
每股经营现金流	0.17	0.19	0.54	0.38
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	47	65	31	23
PB	6.3	5.8	4.9	4.0
EV/EBITDA	33.47	54.76	28.33	21.18
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	783	573	1,186	1,625
折旧和摊销	219	21	52	23
营运资金变动	-747	-355	-261	-923
经营活动现金流	340	378	1,057	757
资本开支	-254	-416	-533	-431
投资	156	-93	47	48
投资活动现金流	-54	-476	-444	-332
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-65	100	-533	-488
筹资活动现金流	-140	-10	-633	-565
现金净流量	138	-108	-19	-141

插图目录

图 1: 公司 22H1 营业收入同比增长 1.24%	3
图 2: 公司 22H1 归母净利润同比减少 57.5%	3
图 3: 公司分季度营业收入及同比变化	3
图 4: 公司分季度净利润及同比变化	3
图 5: 公司 22H1 钢材产品产量同比-22.87%	5
图 6: 公司 22H1 高温合金产量同比+23.01%	5
图 7: 2022H1 公司钢铁业务营收分布	5
图 8: 2022H1 原材料价格大幅上涨	5
图 9: 22H1 公司毛利率下滑	5
图 10: 公司分季度毛利率变化	5
图 11: 22H1 公司三费占比 4.85%	6
图 12: 22H1 公司资产负债率小幅提升	6
图 13: 22H1 公司经营性净现金流净流入 2.85 亿元	6
图 14: 22H1 公司存货大幅增加	6
图 15: 2022Q2 镍价环比继续走高 (单位: 元/吨)	7
图 16: 2022Q2 钴价环比小幅下降 (单位: 元/吨)	7
图 17: 22Q3 原料价格走弱 (单位: 元/吨)	8

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司产品产销情况	4
表 2: 前期规划的新增 16.68 万吨产能项目稳步推进中	8
表 3: 加码技改项目, 未来 2 年公司产能有望加速扩张	9
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
	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