



海绵钛价格上涨拖累业绩，钛材有望持续放量

2023 年 05 月 04 日

➤ **事件概述：**2022 年，公司实现营收 66.35 亿元，同比增长 26.5%；归母净利润 5.57 亿元，同比减少 0.6%；扣非归母净利 5.15 亿元，同比增长 0.1%。**2023Q1**，公司实现营收 18.75 亿元，同比增长 18.4%、环比增长 22.1%；归母净利润 1.37 亿元，同比减少 29.3%、环比增长 186.5%；扣非归母净利 1.32 亿元，同比减少 31.2%、环比增长 268%。

➤ **点评：23Q1 钛产品销量回升，毛利受原料价格上涨拖累**

① **量：**2022 年钛产品销量同比增长 18.67%。公司钛产品逐步放量，2022 年钛产品销量为 3.16 万吨，同比+18.67%。23Q1 公司钛产品销量同比+8.76%，至 8344.51 吨。

② **价：**海绵钛价格涨幅较大，侵蚀公司毛利，公司 22 毛利率下滑 1.63pct，至 21.64%。2022 年钛板市场均价同比+1.96%，但主要原料海绵钛价格走势相对更强，2022 年海绵钛均价同比+11.91%，侵蚀公司毛利，2022 年公司毛利率下滑 1.63pct，至 21.64%。23Q1 钛板均价同比下滑 1.49%，海绵钛价格同比上涨 4.71%，23Q1 毛利率同比下滑 5.86%，至 18.54%。

➤ **未来核心看点：加快募投项目建设，钛材有望持续放量**

① **公司是国内钛材龙头，“十四五”规划成为国际钛业强企。**公司钛材年产量位居全国第一，是国内及出口航空航天钛材的最主要供应商之一，2022 实际钛加工材产能达到 34214 吨。公司“十四五”发展战略计划达到 5 万吨钛产品及一定量的锆、镍等金属产品生产能力，有望建成国际钛业强企。

② **高端钛材项目逐步投产，钛产品结构持续优化。**公司 2021 年初成功完成非公开发行股票，募集资金净额 19.68 亿元，保障募投的钛材项目顺利实施。（1）宇航级宽幅钛合金板材、带箔材项目预计增产板材 1500 吨/年、钛带 5000 吨/年、箔材 500 吨/年；（2）高品质钛锭、管材、型材项目预计增产钛锭 10000 吨/年、管材 290 吨/年、钛合金型材 100 吨/年；随着钛材项目逐步投产，届时公司钛产品结构将进一步优化。

③ **海绵钛及四氯化锆扩产，公司原料自给率提升。**年产 12000 吨海绵钛及 3000 吨四氯化锆的项目逐步投产，公司原料自给率提升，保障公司业绩稳定性。

➤ **投资建议：**受益于航天航空等下游领域发展，公司产品需求空间广阔，随着高端产品项目投产，公司盈利能力有望持续攀升。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 7.03/8.82/10.99 亿元，对应现价，PE 依次为 23/18/15 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**下游需求不及预期；原材料价格波动风险；项目进展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	6,635	7,594	8,881	10,266
增长率 (%)	26.5	14.5	17.0	15.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	557	703	882	1,099
增长率 (%)	-0.6	26.1	25.5	24.6
每股收益 (元)	1.17	1.47	1.85	2.30
PE	29	23	18	15
PB	2.6	2.4	2.2	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 04 月 28 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

33.73 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 张航

执业证书：S0100522080002

邮箱：zhanghang@mszq.com

分析师 张建业

执业证书：S0100522080006

邮箱：zhangjianye@mszq.com

研究助理 孙二春

执业证书：S0100121120036

邮箱：sunerchun@mszq.com

相关研究

1.宝钛股份 (600456.SH) 2022 年三季度报点评：钛产品销量下滑拖累 Q3 业绩，高端钛材项目稳步推进-2022/10/26

2.宝钛股份 (600456.SH) 2022 年半年报点评：期间费用拖累 Q2 业绩，钛材有望持续放量-2022/08/26

3.宝钛股份 (600456.SH) 2021 年年报点评：21Q4 业绩不及预期，钛材有望持续放量-2022/04/17

4.宝钛股份 (600456.SH)：22Q1 业绩预告点评：钛行业维持高景气度，22Q1 业绩大幅增长-2022/04/01

5.【民生金属·公司点评】宝钛股份 (600456)：海绵钛价格上涨，拖累 2021Q4 业绩-2022/01/23

目录

1 事件概述：公司公布 2022 年年报及 2023 年一季报.....	3
2 点评：23Q1 钛产品销量回升，毛利受原料价格上涨拖累.....	4
2.1 原料价格上涨侵蚀毛利	4
2.2 2023Q1 业绩环比增长、同比下滑	7
3 核心看点：募投项目稳步推进，钛材有望持续放量	9
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

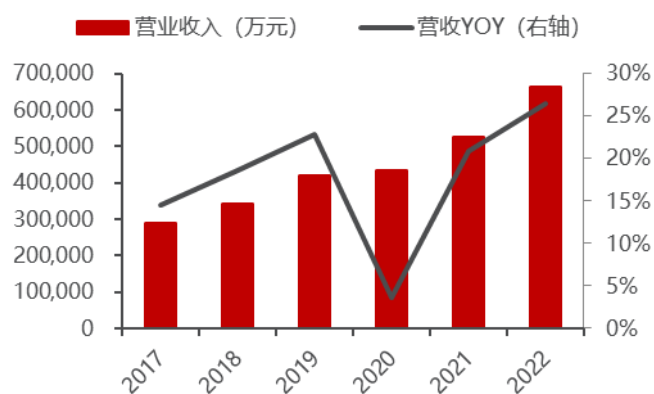
1 事件概述：公司公布 2022 年年报及 2023 年一季报

公司发布 2022 年年报：2022 年，公司实现营收 66.35 亿元，同比增长 26.5%；归母净利润 5.57 亿元，同比减少 0.6%；扣非归母净利润 5.15 亿元，同比增长 0.1%

2023Q1，公司实现营收 18.75 亿元，同比增长 18.4%、环比增长 22.1%；归母净利润 1.37 亿元，同比减少 29.3%、环比增长 186.5%；扣非归母净利润 1.32 亿元，同比减少 31.2%、环比增长 268%。

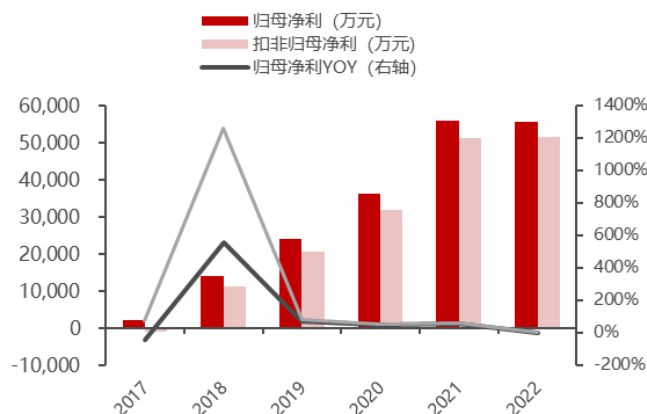
2023 经营计划：实现钛产品产量 3.5 万吨。

图 1：公司 2022 年度实现营收 66.35 亿元



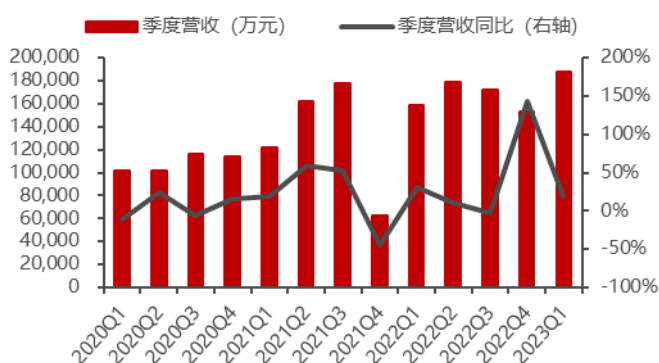
资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：公司 2022 年度实现归母净利润 5.57 亿元



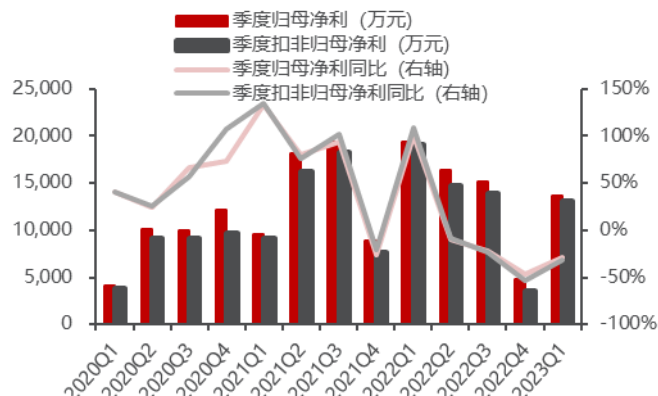
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：公司 2023Q1 实现营收 18.75 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：公司 2023Q1 实现归母净利润 1.37 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

2 点评: 23Q1 钛产品销量回升, 毛利受原料价格上涨拖累

2.1 原料价格上涨侵蚀毛利

量: 2022 年钛产品销量同比增长 18.67%。公司钛产品逐步放量, 2022 年钛产品销量为 3.16 万吨, 同比+18.67%。23Q1 公司钛产品销量同比+8.76%, 至 8344.51 吨。

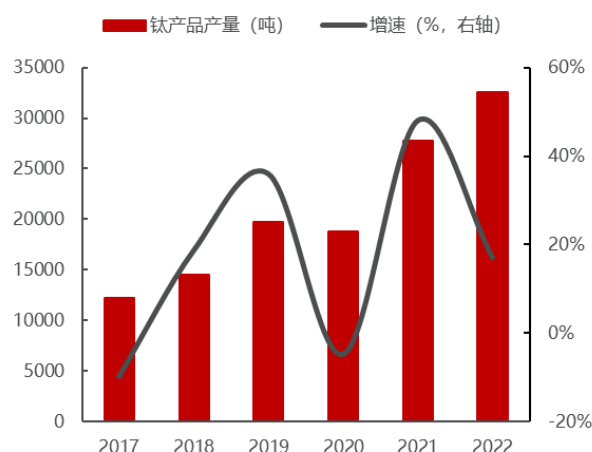
价: 海绵钛价格涨幅较大, 侵蚀公司毛利, 公司 22 毛利率下滑 1.63pct, 至 21.64%。2022 年钛板市场均价同比+1.96%, 但主要原料海绵钛价格走势相对更强, 2022 年海绵钛均价同比+11.91%, 侵蚀公司毛利, 2022 年公司毛利率下滑 1.63pct, 至 21.64%。23Q1 钛板均价同比下滑 1.49%, 海绵钛价格同比上涨 4.71%, 原料涨幅大于产品价格涨幅, 23Q1 毛利率同比下滑 5.86%, 至 18.54%。

表1: 公司主要产品销量情况 (单位: 吨)

类别	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023Q1
钛产品	19321.62	18829.15	26636.54	31,609.35	8,344.51
其他金属产品	239.53	134.09	717.29	743.54	243.47

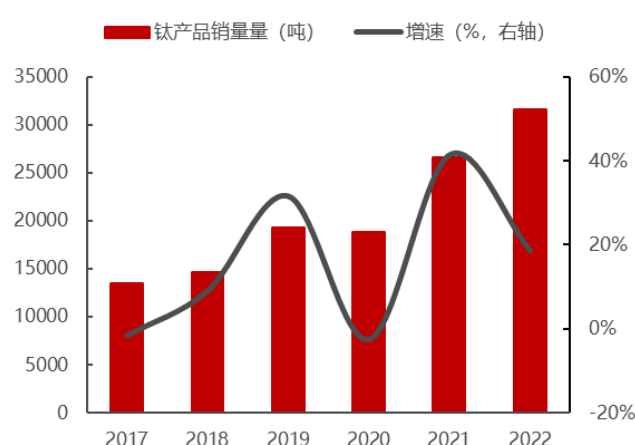
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图 5: 2022 年钛产品产量同比+17.01%



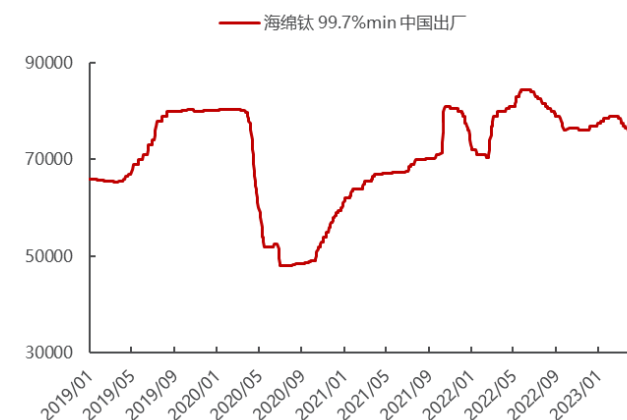
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 6: 2022 年钛产品销量同比+18.67%



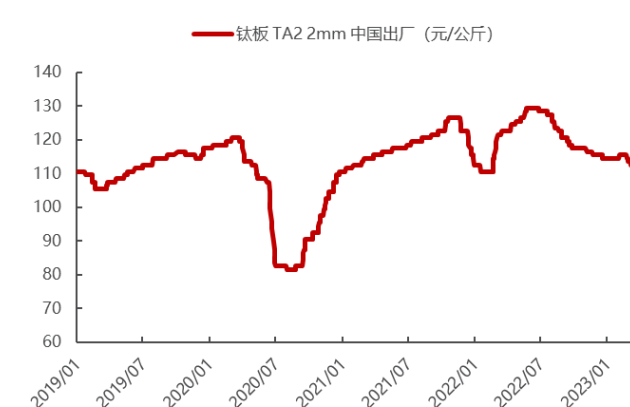
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 7：海绵钛市场价格走势（单位：元/吨）



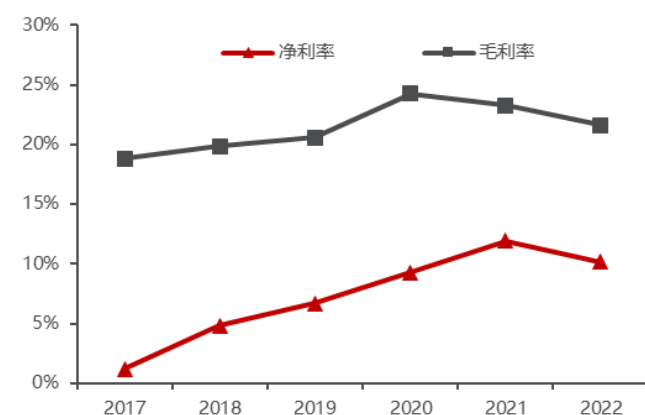
资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：钛板市场价格走势（单位：元/公斤）



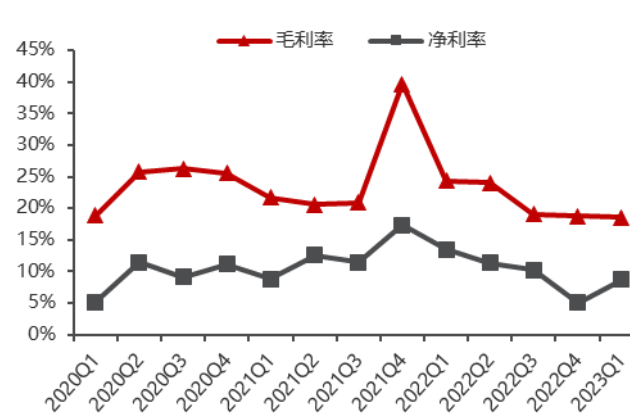
资料来源：wind，民生证券研究院

图 9：2022 年毛利率小幅下滑



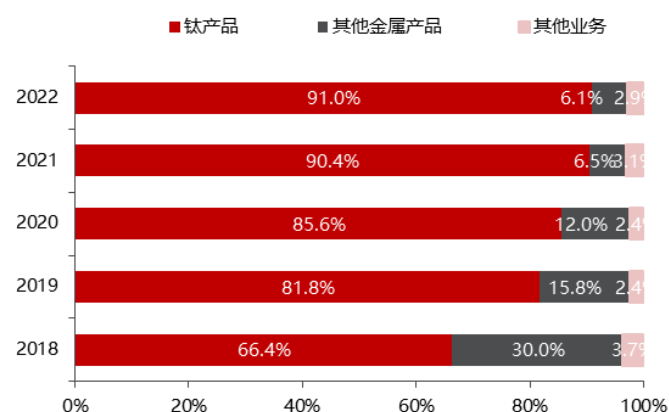
资料来源：wind，民生证券研究院

图 10：公司分季度毛利率变化



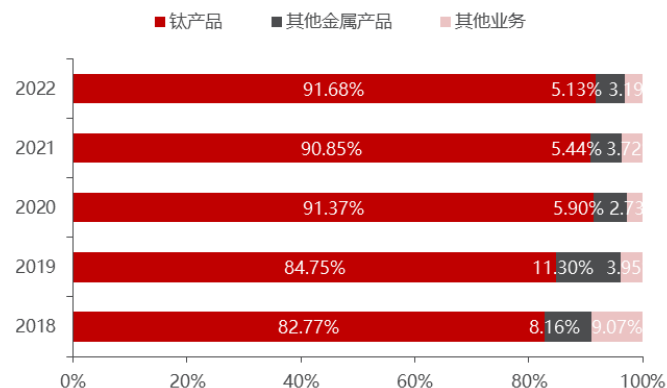
资料来源：wind，民生证券研究院

图 11：公司分产品营收占比（单位：%）



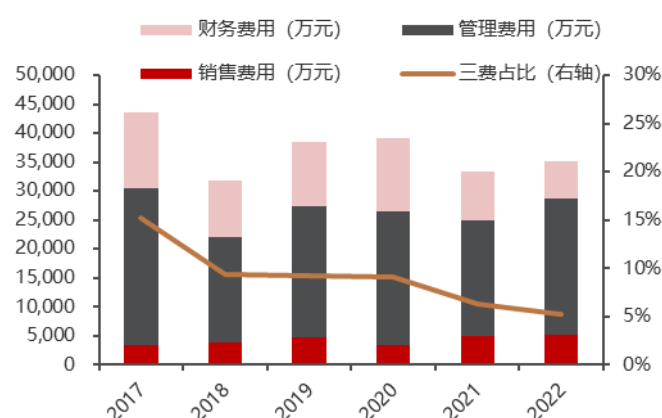
资料来源：wind，民生证券研究院

图 12：公司分产品毛利占比（单位：%）

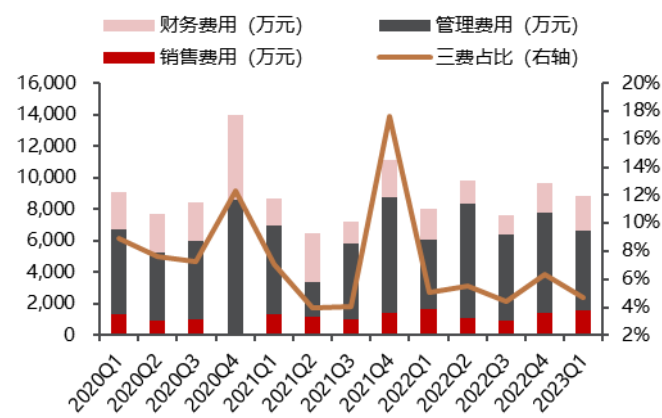


资料来源：wind，民生证券研究院

2022 年期间费用率下滑。公司 2022 年期间费用同比增加 0.17 亿元,至 3.52 亿元,期间费用率同比下滑 1.07pct 至 5.30%。其中管理费用增加 0.36 亿元,主要是公司职工薪酬增加所致;财务费用减少 0.20 亿元,主要是公司汇兑收益增加所致;销售费用增加 0.02 亿元,主要是销售人员薪酬增加所致。2023Q1 期间费用同比增加 0.08 亿元至 0.89 亿元,期间费用率同比下滑 0.34pct,至 4.7%。

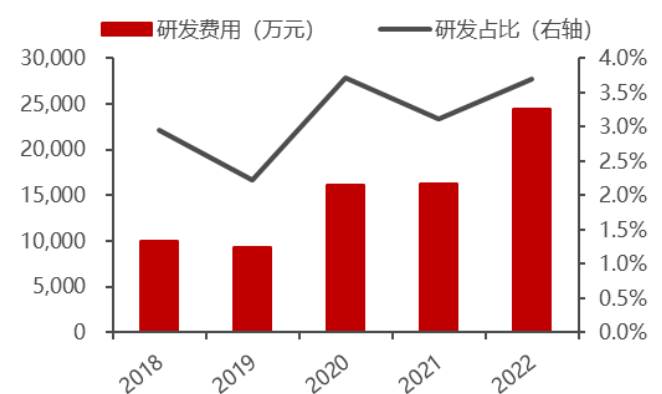
图 13: 2022 年公司期间费用率下滑


资料来源: wind, 民生证券研究院

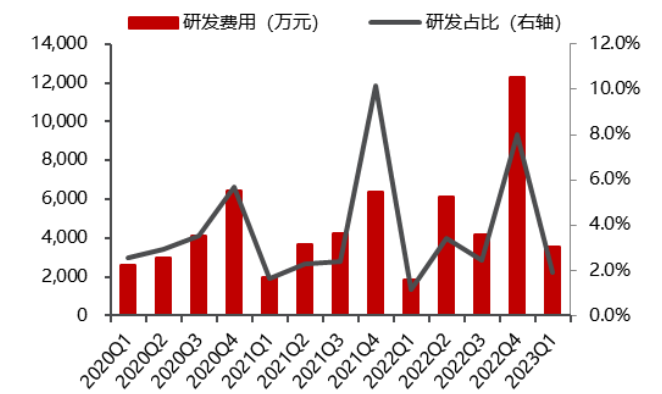
图 14: 2023Q1 公司期间费用同比增加


资料来源: wind, 民生证券研究院

2022 年研发费用大幅增加。公司 2022 研发费用同比增长 50.10%, 至 2.45 亿元, 主要系研发相关材料费、工资及劳务费增加所致。23Q1 研发费用同比增长 92.98%, 至 0.33 亿元。

图 15: 2022 年公司研发费用大幅增加


资料来源: wind, 民生证券研究院

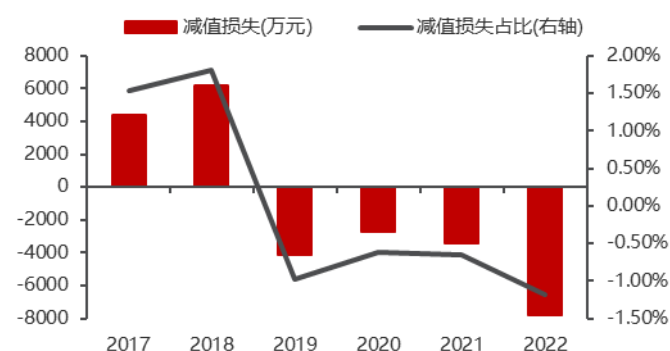
图 16: 2023Q1 公司研发费用同比增加


资料来源: wind, 民生证券研究院

2022 年资产减值损失增加。2022 年公司资产减值损失 0.78 亿元, 同比 +127.51%, 主要是报告期公司计提的存货跌价准备和固定资产减值损失增加所致。2023Q1 资产减值损失-0.18 亿元, 同比减少 0.16 亿元。

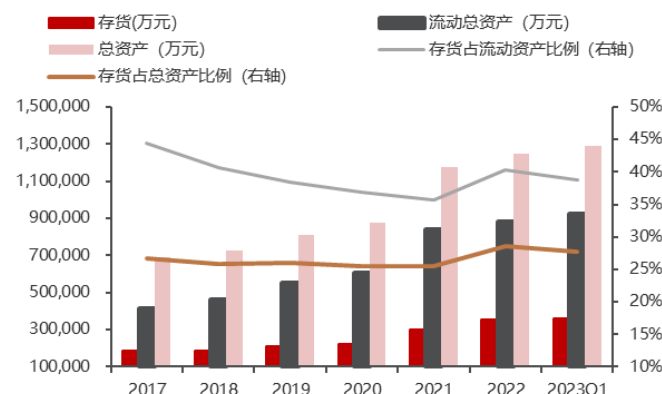
2022 年末存货增加。22Q4 钛产品销量下滑，公司 2022 年末钛产品库存量同比+25.59%，至 4559.95 吨。公司 2022 年期末存货 35.65 亿元，同比增加 5.69 亿元，其中在产品增加 3.16 亿元，库存商品增加 3.02 亿元，发出商品增加 0.15 亿元，自制半成品增加 0.33 亿元。

图 17：2022 年公司资产减值损失增加



资料来源：wind，民生证券研究院

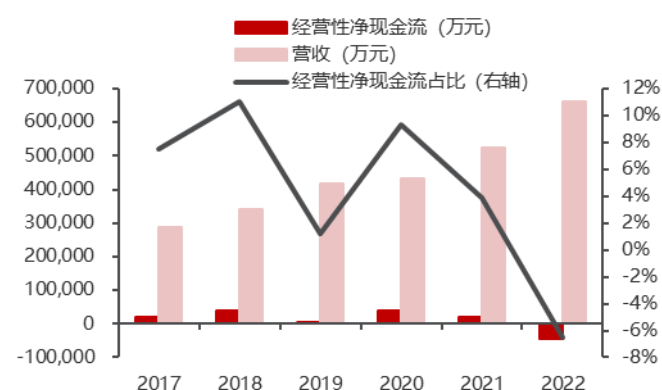
图 18：2022 年末公司存货增加



资料来源：wind，民生证券研究院

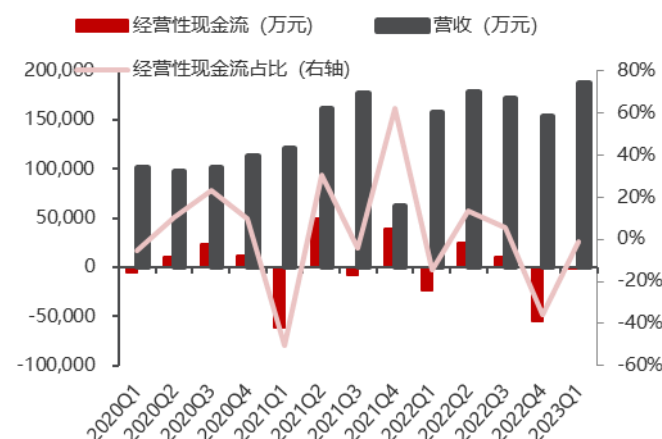
2022 年经营性现金流净流出 4.35 亿元。2022 年经营性现金流同比减少 311.49%（去年净流入 2.06 亿元），主要系公司购买商品接受劳务支付的现金增加所致。2023Q1 公司经营性净现金流为-0.15 亿元。

图 19：2022 年公司经营性现金流为负



资料来源：wind，民生证券研究院

图 20：2023Q1 经营性现金流为负



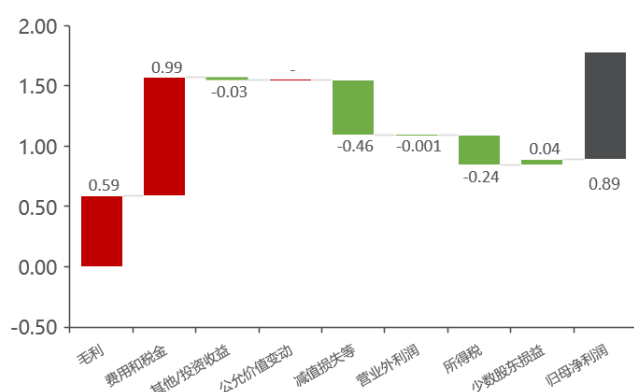
资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 2023Q1 业绩环比增长、同比下滑

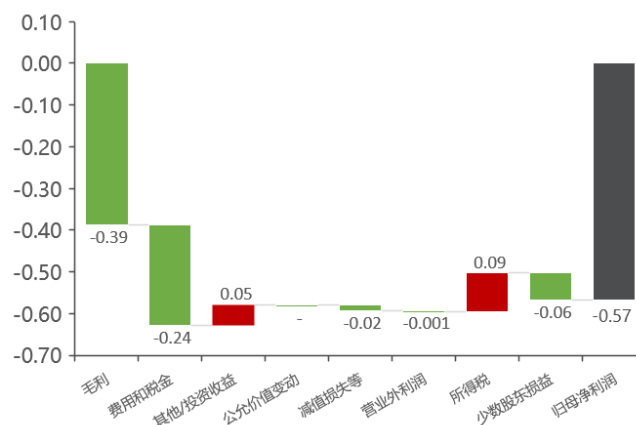
2023Q1 vs 2022Q4：2023Q1 归母净利润环比增加 0.89 亿元，主要的增利点在于毛利（+0.59 亿元）、费用和税金（+0.99 亿元）；主要的减利点为减值

损失 (-0.46 亿元)、所得税 (-0.24 亿元)。23Q1 业绩环比增长主要因为毛利增加、费用和税金减少。2023Q1, 公司毛利率环比-0.26%, 但由于疫情影响减退, 钛产品销量环比增加 14.29%, 至 0.83 万吨, 毛利额环比增加 0.59 亿元, 至 3.48 亿元。2023Q1 费用和税金环比减少 0.99 亿元, 主要因为管理费用环比减少 0.13 亿元, 研发费用环比减少 0.88 亿元。

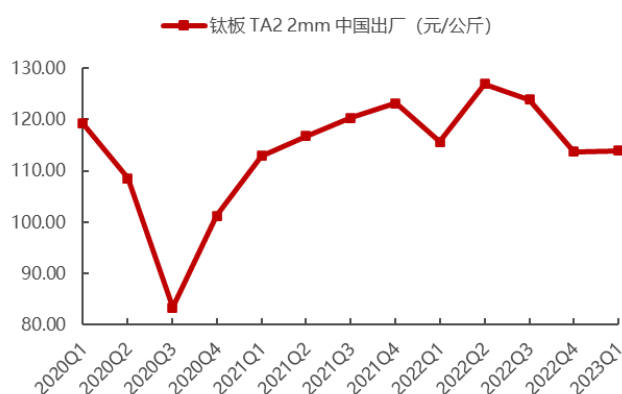
2023Q1 vs 2022Q1: 2023Q1 归母净利润同比减少 0.57 亿元, 主要的增利点在于所得税 (+0.09 亿元)、其他/投资收益 (+0.05 亿元); 主要的减利点为毛利 (-0.39 亿元)、费用和税金 (-0.24 亿元)。2023Q1, 钛产品销量同比增加 8.76%, 至 0.83 万吨, 但钛板均价同比下滑 1.49%, 而海绵钛价格同比上涨 4.71%, 导致 23Q1 公司毛利率同比下滑 5.86%, 至 18.54%, 毛利额减少 0.39 亿元, 至 3.48 亿元。

图 21: 2023Q1 业绩环比变化拆分 (单位: 亿元)


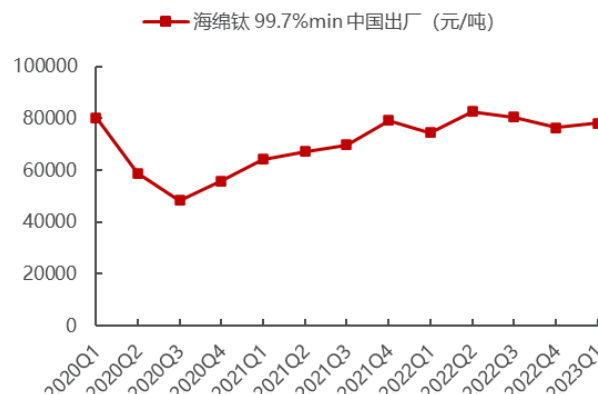
资料来源: wind, 民生证券研究院

图 22: 2023Q1 业绩同比变化拆分 (单位: 亿元)


资料来源: wind, 民生证券研究院

图 23: 钛板季度价格 (单位: 元/公斤)


资料来源: wind, 民生证券研究院

图 24: 海绵钛季度价格 (单位: 元/吨)


资料来源: wind, 民生证券研究院

3 核心看点：募投项目稳步推进，钛材有望持续放量

公司是国内钛材龙头，“十四五”规划成为国际钛业强企。公司为钛及钛合金产品研发、生产和销售高新技术企业，拥有从海绵钛、熔铸、锻造到板材、管棒等全套加工生产系统，钛产业链较为完善。公司钛材年产量位居全国第一，是国内及出口航空航天钛材的最主要供应商之一，公司 2022 实际钛加工材产能达到 34214 吨。公司“十四五”发展战略计划达到 5 万吨钛产品及一定量的锆、镍等金属产品生产能力，有望建成国际钛业强企。

高端钛材项目逐步投产，钛产品结构持续优化。公司 2021 年初成功完成非公开发行股票，募集资金净额 19.68 亿元，有力保障募投的钛材项目顺利实施。(1) 宇航级宽幅钛合金板材、带箔材项目预计增产板材 1500 吨/年、钛带 5000 吨/年、箔材 500 吨/年；(2) 高品质钛锭、管材、型材项目预计增产钛锭 10000 吨/年、管材 290 吨/年、钛合金型材 100 吨/年；随着钛材项目逐步投产，届时公司钛产品结构有望进一步优化。

海绵钛及四氯化锆扩产，公司原料自给率提升。年产 12000 吨海绵钛及 3000 吨四氯化锆的扩建项目逐步投产，公司原料自给率提升，保障公司业绩稳定性。

表2：公司主要在建项目情况

项目名称	预算金额 (亿元)	新增年产能 (吨/年)	2022 年底项目进度
年产 12000 吨海绵钛生产线及年产 3000 吨四氯化锆生产线项目	2.4	海绵钛：12000 四氯化锆：3000	100.00%
宇航级宽幅钛合金板材、带箔材建设项目	7.8	板材：1500 钛带：5000 箔材：500	70.00%
高品质钛锭、管材、型材生产线建设项目	5.1	钛锭：10000 管材：290 钛合金型材：100	80.00%

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

受益于航天航空等下游领域发展，公司产品需求空间广阔，随着高端产品项目投产，公司盈利能力有望持续攀升。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 7.03/8.82/10.99 亿元，对应现价，PE 依次为 23/18/15 倍，维持“推荐”评级。

5 风险提示

1) 下游需求不及预期。公司钛产品主要由军用、民用、出口三部分构成，目前国内外宏观经济扰动较大，可能会压制民用、出口领域的钛材消费。

2) 原材料价格波动风险。原材料海绵钛成本在钛材生产成本中占比较高，受海绵钛原料成本、下游需求、环保安全督查趋严等因素影响，海绵钛可能出现短期供需错配，若海绵钛价格大幅上涨，会对公司生产成本控制造成一定压力。

3) 项目进展不及预期。产业、环保政策等不利变化可能会影响公司规划项目进展，导致公司未来增长速度不及预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	6,635	7,594	8,881	10,266
营业成本	5,199	5,903	6,838	7,792
营业税金及附加	41	46	53	62
销售费用	51	58	67	77
管理费用	235	266	311	359
研发费用	245	270	313	372
EBIT	831	1,057	1,303	1,605
财务费用	65	71	72	73
资产减值损失	-78	-31	-29	-26
投资收益	-2	-3	-3	-2
营业利润	740	956	1,203	1,508
营业外收支	6	6	5	5
利润总额	747	962	1,208	1,513
所得税	74	115	145	189
净利润	672	847	1,063	1,324
归属于母公司净利润	557	703	882	1,099
EBITDA	1,136	1,406	1,689	2,013

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	905	1,173	1,258	1,426
应收账款及票据	3,985	4,166	4,626	5,016
预付款项	167	236	256	298
存货	3,565	3,923	4,110	4,710
其他流动资产	202	144	171	170
流动资产合计	8,824	9,643	10,421	11,620
长期股权投资	12	10	8	7
固定资产	2,527	2,623	2,775	2,905
无形资产	184	213	249	287
非流动资产合计	3,635	3,897	4,083	4,176
资产合计	12,459	13,540	14,504	15,796
短期借款	250	200	175	150
应付账款及票据	1,577	1,834	2,003	2,239
其他流动负债	2,094	2,075	2,059	2,114
流动负债合计	3,921	4,109	4,237	4,503
长期借款	743	1,093	1,193	1,293
其他长期负债	1,031	941	901	861
非流动负债合计	1,774	2,034	2,094	2,154
负债合计	5,694	6,143	6,331	6,657
股本	478	478	478	478
少数股东权益	573	717	897	1,122
股东权益合计	6,765	7,397	8,173	9,138
负债和股东权益合计	12,459	13,540	14,504	15,796

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	26.47	14.46	16.95	15.60
EBIT 增长率	7.59	27.11	23.25	23.19
净利润增长率	-0.56	26.14	25.50	24.60
盈利能力 (%)				
毛利率	21.64	22.26	23.01	24.10
净利率	8.40	9.26	9.93	10.71
总资产收益率 ROA	4.47	5.19	6.08	6.96
净资产收益率 ROE	9.00	10.52	12.12	13.71
偿债能力				
流动比率	2.25	2.35	2.46	2.58
速动比率	1.28	1.33	1.42	1.46
现金比率	0.23	0.29	0.30	0.32
资产负债率 (%)	45.70	45.37	43.65	42.15
经营效率				
应收账款周转天数	86.05	83.00	78.00	74.00
存货周转天数	227.15	229.23	213.00	205.00
总资产周转率	0.55	0.58	0.63	0.68
每股指标 (元)				
每股收益	1.17	1.47	1.85	2.30
每股净资产	12.96	13.98	15.23	16.78
每股经营现金流	-0.91	2.04	2.12	2.29
每股股利	0.45	0.60	0.80	1.00
估值分析				
PE	29	23	18	15
PB	2.6	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	13.39	10.63	8.80	7.30
股息收益率 (%)	1.33	1.78	2.37	2.96

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	672	847	1,063	1,324
折旧和摊销	305	349	386	408
营运资金变动	-1,627	-359	-591	-797
经营活动现金流	-435	976	1,011	1,095
资本开支	-353	-574	-536	-463
投资	0	-33	-33	-33
投资活动现金流	-253	-605	-568	-494
股权募资	29	0	0	0
债务募资	-12	210	35	35
筹资活动现金流	120	-103	-359	-434
现金净流量	-556	268	85	168

插图目录

图 1: 公司 2022 年度实现营收 66.35 亿元.....	3
图 2: 公司 2022 年度实现归母净利润 5.57 亿元	3
图 3: 公司 2023Q1 实现营收 18.75 亿元.....	3
图 4: 公司 2023Q1 实现归母净利润 1.37 亿元.....	3
图 5: 2022 年钛产品产量同比+17.01%	4
图 6: 2022 年钛产品销量同比+18.67%	4
图 7: 海绵钛市场价格走势 (单位: 元/吨)	5
图 8: 钛板市场价格走势 (单位: 元/公斤)	5
图 9: 2022 年毛利率小幅下滑.....	5
图 10: 公司分季度毛利率变化.....	5
图 11: 公司分产品营收占比 (单位: %)	5
图 12: 公司分产品毛利占比 (单位: %)	5
图 13: 2022 年公司期间费用率下滑	6
图 14: 2023Q1 公司期间费用同比增加	6
图 15: 2022 年公司研发费用大幅增加.....	6
图 16: 2023Q1 公司研发费用同比增加	6
图 17: 2022 年公司资产减值损失增加.....	7
图 18: 2022 年末公司存货增加	7
图 19: 2022 年公司经营性现金流为负.....	7
图 20: 2023Q1 经营性现金流为负.....	7
图 21: 2023Q1 业绩环比变化拆分 (单位: 亿元)	8
图 22: 2023Q1 业绩同比变化拆分 (单位: 亿元)	8
图 23: 钛板季度价格 (单位: 元/公斤)	8
图 24: 海绵钛季度价格 (单位: 元/吨)	8

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司主要产品销量情况 (单位: 吨)	4
表 2: 公司主要在建项目情况	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。	公司评级	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