

煤炭拖累 24 年业绩，期待 25 年电解铝量利齐升

2025 年 03 月 27 日

➤ **事件：公司发布 2024 年年报。**2024 年公司实现营收 383.73 亿元，同比上升 1.99%；归母净利润 43.07 亿元，同比下降-27.07%；扣非归母净利 41.14 亿元，同比下降 29.31%。分季度看，2024Q4，公司实现归母净利润 7.68 亿元，同比下降 57.38%、环比下降 38.74%；扣非归母净利 7.01 亿元，同比下降 60.44%，环比下降 44.20%。

➤ **煤炭量价齐跌拖累 24 年业绩**

1) **量：**2024 年煤炭产量下滑，电解铝产量上升。2024 年公司煤炭产量 673.9 万吨，同比减少 43.06 万吨，减幅 6.01%；电解铝产量 162.85 万吨，同比增加 11.05 万吨，增幅 7.28%；碳素产量 43.83 万吨，同比减少 10.66 万吨，减幅 19.56%；铝箔产量 9.68 万吨，同比减少 1.59 万吨，增幅 19.65%。

2) **利：**我们测算 2024 年公司吨铝毛利 4462 元，同比增加 509 元；公司煤炭成本受产量影响上升，叠加煤价下行带动毛利下滑，2024 年煤炭吨毛利 170 元，同比下降 299 元。

➤ **2025 年经营计划。**公司 2025 年计划生产铝产品 170 万吨，商品煤 720 万吨，炭素产品 66 万吨，铝箔 13.50 万吨，冷轧产品 21.50 万吨，自供电量 98 亿度。

➤ **2024Q4 业绩拆分：氧化铝上涨侵蚀利润。环比来看，**主要增利项：费用及税金（4.58 亿元，主要是研发费用、财务费用环比减少），其他/投资收益（2.74 亿元，主要是参股龙州铝业投资收益），少数股东损益（3.17 亿元）。主要减利项：毛利（-12.63 亿元，主要是氧化铝上涨影响），减值损失等（-1.37 亿元），营业外利润（-0.65 亿元），所得税（-0.49 亿元）。

➤ **未来看点：1) 电解铝成本优势突出，新疆电力价格稳定。**公司新疆和云南电解铝产能分别有 80 万吨和 90 万吨，新疆因为电价较低，成本处于全国低位，公司成本优势明显，安全垫较厚。云南地区水电为主，受煤炭影响较小，新疆地区煤炭资源丰富，煤价涨幅也远远低于内陆，成本变动较小，低且稳定的成本构筑了较深的护城河。2) **估值低，煤铝齐飞彰显业绩弹性。**公司煤炭为无烟煤和贫瘦煤，顺周期预期下，煤铝齐飞概率大，公司业绩弹性十足，加上估值低，股价弹性高。

➤ **投资建议：**公司电解铝成本优势明显，煤铝业绩弹性十足，低估值、高弹性有望催化股价。我们预计公司 2025-2027 年将实现归母净利 59.10 亿元、64.81 亿元和 70.10 亿元，对应现价的 PE 分别为 7、7 和 6 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**电解铝需求不及预期，煤价下降超预期，铝箔项目进展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	38,373	40,816	42,416	43,168
增长率（%）	2.0	6.4	3.9	1.8
归属母公司股东净利润（百万元）	4,307	5,910	6,481	7,010
增长率（%）	-27.1	37.2	9.7	8.2
每股收益（元）	1.91	2.63	2.88	3.12
PE	10	7	7	6
PB	1.9	1.6	1.4	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 3 月 26 日收盘价）

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：qiuzuxue@mszq.com

分析师 孙二春

执业证书：S0100523120003

邮箱：sunerchun@mszq.com

相关研究

1.神火股份 (000933.SZ) 2024 年三季报点评：业绩环比改善，顺周期下潜力十足-2024/10/22

2.神火股份 (000933.SZ) 2024 年半年报点评：煤炭拖累 H1 业绩，期待 Q3 云南神火量利齐升-2024/08/23

3.神火股份 (000933.SZ) 2023 年年报点评：税率调整驱动业绩超预期，成本优势构建公司核心竞争力-2024/03/27

4.神火股份 (000933.SZ) 2023 年三季报点评：量价齐升，助力 Q3 业绩回升-2023/10/24

5.神火股份 (000933.SZ) 2023 年半年报点评：煤价下行拖累 Q2 业绩，顺周期带来高弹性-2023/08/25

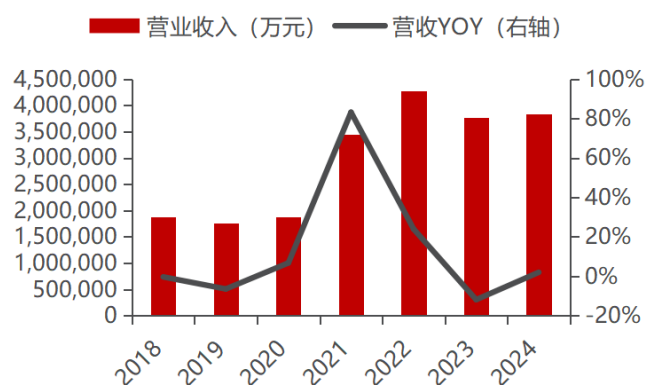
目录

1 事件：公司发布 2024 年年报	3
2 2024 年业绩：煤炭量价齐跌拖累业绩	4
3 2024Q4 业绩：氧化铝上涨侵蚀公司利润	7
4 电解铝成本优势明显，期待煤铝齐飞	9
5 盈利预测与投资建议	10
6 风险提示	11
插图目录	13
表格目录	13

1 事件：公司发布 2024 年年报

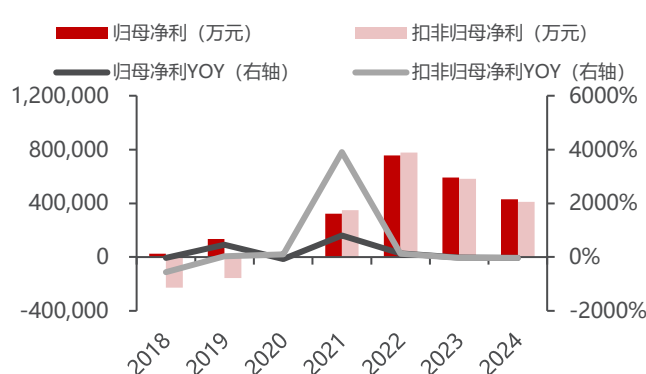
公司发布 2024 年年报。2024 年，公司实现营收 383.73 亿元，同比上升 1.99%；归母净利润 43.07 亿元，同比下降-27.07%；扣非归母净利润 41.14 亿元，同比下降 29.31%。分季度看，2024Q4，公司实现营收 100.59 亿元，同比上升 11.82%、环比下降 0.34%；归母净利润 7.68 亿元，同比下降 57.38%、环比下降 38.74%；扣非归母净利润 7.01 亿元，同比下降 60.44%，环比下降 44.20%。

图1：2024 年，公司实现营收 383.73 亿元



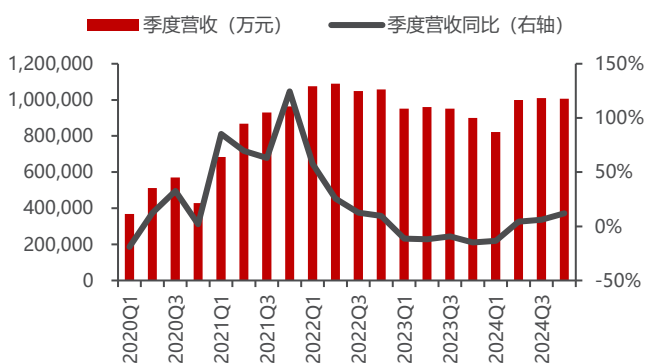
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2024 年，归母净利润 43.07 亿元



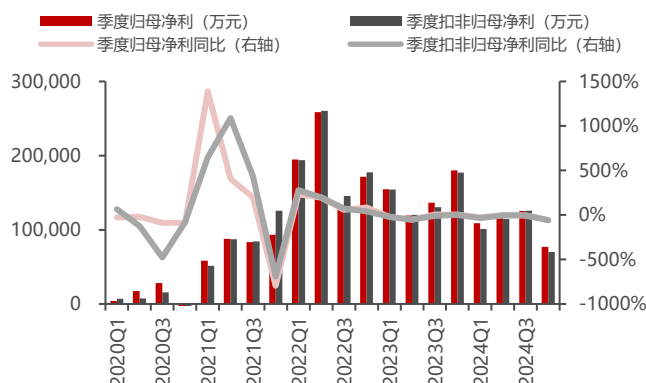
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2024Q4，公司实现营收 100.59 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2024Q4，公司归母净利润 7.68 亿元



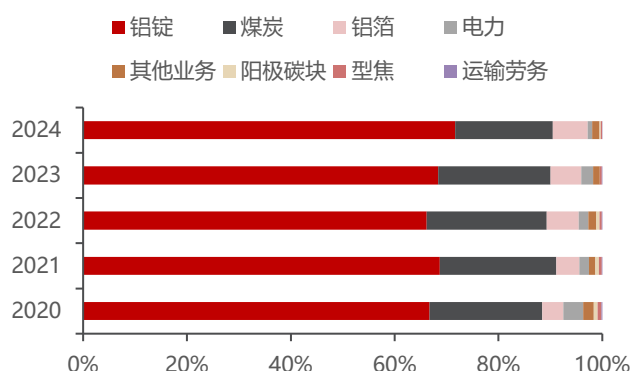
资料来源：wind，民生证券研究院

2 2024 年业绩：煤炭量价齐跌拖累业绩

从营收方面来看，2024 年公司铝锭营收 259.91 亿元，同比上升 2.76%，占总营收 67.73%，煤炭营收 68.30 亿元，同比下降 14.75%，占总营收比 17.80%，铝箔营收 24.23 亿元，同比上升 10.90%，占营收比重 6.31%。

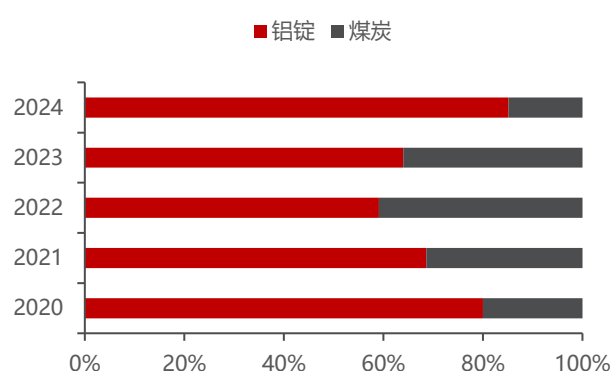
从毛利方面来看，2024 年公司铝锭贡献毛利 65.27 亿元，同比上升 8.11%，占总毛利比 80.12%；公司煤炭贡献毛利 11.38 亿元，同比减少 66.52%，占毛利总比 13.97%。

图5：2024 年，公司铝锭营收占比 67.73%



资料来源：wind，民生证券研究院

图6：2024 年，公司铝锭毛利占比 80.12%

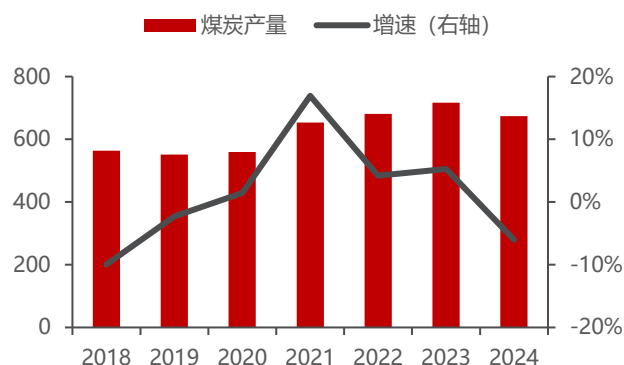


资料来源：wind，民生证券研究院

量：煤炭产量下滑，电解铝产量上升。2024 年公司煤炭产量 673.90 万吨，同比减少 43.06 万吨，减幅 6.01%；电解铝产量 162.85 万吨，同比增加 11.05 万吨，增幅 7.28%；碳素产量 43.83 万吨，同比减少 10.66 万吨，减幅 19.56%；铝箔产量 9.68 万吨，同比减少 1.59 万吨，增幅 19.65%。

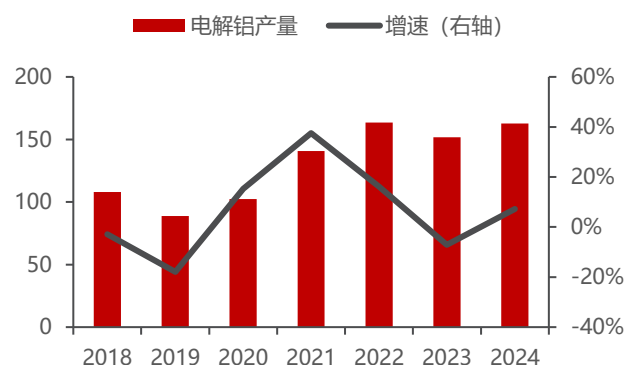
利：煤炭价格下跌，盈利能力下滑。吨盈利看，电解铝价格上涨，2024 年公司吨铝毛利 4462 元，同比增加 509 元；公司煤炭成本受产量下滑影响上升，叠加煤价下行带动毛利下滑，2024 年煤炭吨毛利 170 元，同比下降 299 元。

图7：2024 年，公司煤炭产量同比减少 6.01%（单位：万吨）



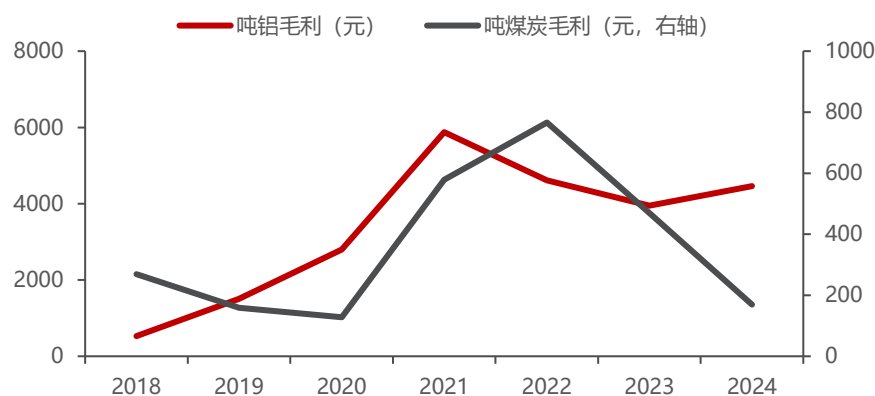
资料来源：wind，民生证券研究院

图8：2024 年，公司电解铝产量同比上升 7.28%（单位：万吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

图9：公司煤炭和电解铝吨毛利

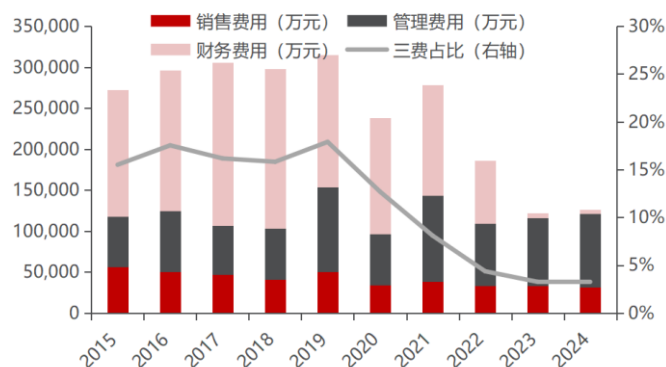


资料来源：wind，民生证券研究院

三费费率上升 0.05pct，净利率下滑 5.38pct。公司 2024 年三费费用 12.65 亿元，同比上升 3.34%，三费费率 3.30%，同比上升 0.05pct，其中销售费用 3.18 亿元，同比下降 3.97%；管理费用为 8.96 亿元，同比上升 7.91%，主要是计入管理费用的职工薪酬、企业年金、折旧摊销等费用增加；财务费用 0.51 亿元，同比下滑 18.42%。

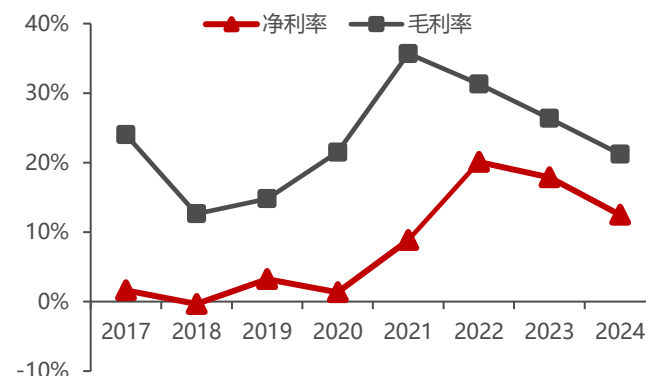
公司毛利率、净利率为 21.23%和 12.50%，同比分别下降 5.13pct 和 5.38pct。毛利率下降主要因为煤炭量价齐跌，盈利能力下降。

图10：2024 年，公司三费费率同比上升 0.05pct



资料来源：wind，民生证券研究院

图11：2024 年，公司净利率同比下降 5.38pct



资料来源：wind，民生证券研究院

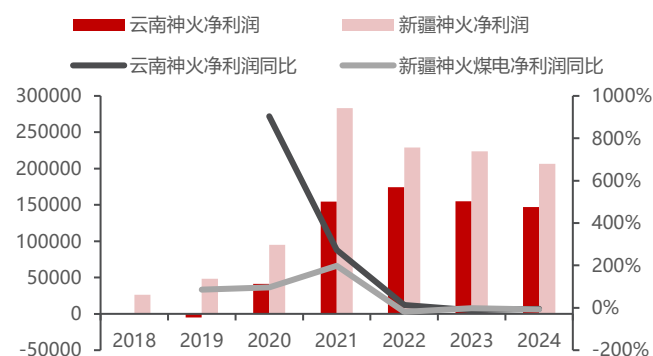
新疆和云南神火净利同比减少。2024 年铝价上涨，子公司云南神火和新疆神火盈利能力上升，2024 年云南神火和新疆神火净利润为 14.71 亿元和 20.64 亿元，同比分别减少 5.05%和 7.74%，吨净利为 1776 元和 2580 元，同比减少 444 元和同比减少 148 元。

表1：2024 年主要子公司营收及净利润

子公司名称	主要业务	持股比例	现有产能 (万吨)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)
新疆煤电	电解铝	100.00%	80	139.55	20.64
新疆炭素	阳极炭块	100.00%	40	16.20	1.31
云南神火	电解铝	58.25%	90	144.80	14.71
兴隆公司	煤炭	82.00%	-	18.68	3.32
新龙公司	煤炭	100.00%	-	20.24	3.69
神火新材	铝箔	85.31%	-	40.15	0.64

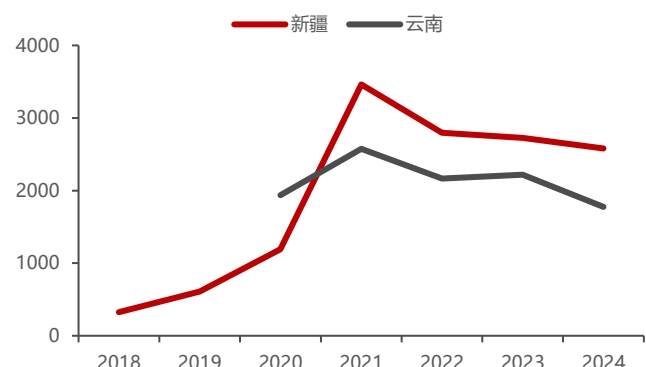
资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

图12：云南神火和新疆神火煤电净利润（单位：万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图13：云南神火和新疆神火吨净利（单位：元）

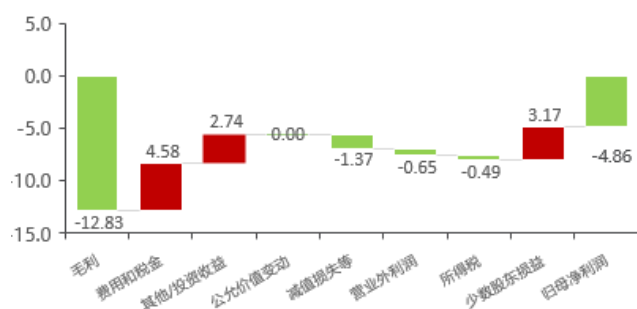


资料来源：wind，民生证券研究院

3 2024Q4 业绩：氧化铝上涨侵蚀公司利润

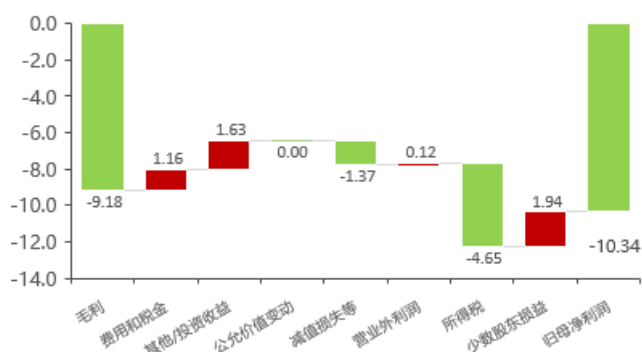
2024Q4，公司归母净利润同比环比均下滑。环比来看，主要增利项：费用和税金（+4.58 亿元），少数股东损益（+3.17 亿元），其他/投资收益（+2.74 亿元）。主要减利项：毛利（-12.83 亿元，主要是原料氧化铝上涨导致），减值损失等（-1.37 亿元）。同比来看，主要增利项：少数股东损益（+1.94 亿元），其他/投资收益（+1.63 亿），费用和税金（+1.16 亿元）。主要减利项：毛利（-9.18 亿元），所得税（-4.65 亿元），减值损失等（-1.37 亿元）。

图14：2024Q4，公司归母净利润环比下滑 4.86 亿元（单位：亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图15：2024Q4，公司归母净利润同比下滑 10.34 亿元（单位：亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

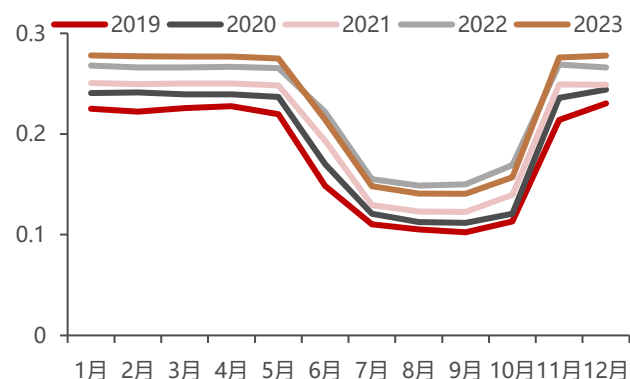
2024Q4 铝价上涨。2024Q4 铝价走强，长江有色铝锭均价 20534 元/吨，环比上升 972 元/吨，云南电价季节性上升，叠加氧化铝价格较强，侵蚀电解铝利润。2024Q4 无烟精煤价格略上涨，河南永城无烟精煤均价 1215 元/吨，环比上涨 2.7 元/吨。

图16：2024Q4 铝均价环比增加 972 元/吨（单位：元/吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

图17：云南省电力交易基准价变化（单位：元/KWh）



资料来源：wind，民生证券研究院

图18：2024Q4，氧化铝价格大涨（单位：元/吨）

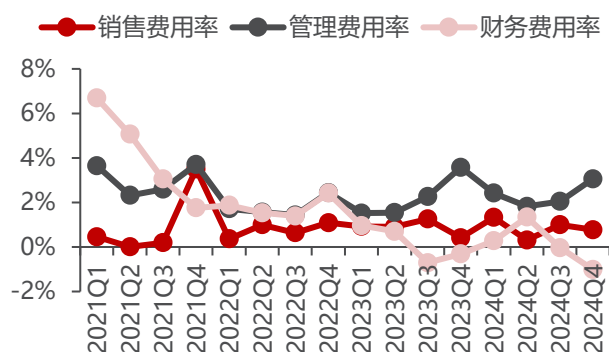

资料来源：SMM，民生证券研究院

图19：2024Q4，永城无烟精煤价格环比略上涨（单位：元/吨）

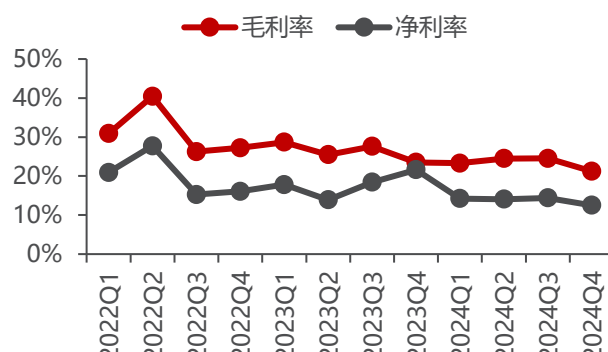

资料来源：wind，民生证券研究院

2024Q4 三费费率环比小幅下降 0.20pct。从费用率来看，公司 2024Q4 三费费率下滑，2024Q4 公司销售费用率环比下降 0.22pct，管理费用率环比上升 1.01pct，财务费用率环比下降 0.99pct。

2024Q4 净利率环比下降 1.92pct，同比下降 9.10pct。2024Q4 公司毛利率、净利率为 21.23%和 12.50%，同比分别下降 2.29pct、下降 9.10pct，环比分别下降 3.31pct、下降 1.92pct。毛利率环比下降，主要受到氧化铝及云南电费上涨等因素影响。

图20：2024Q4，三费费率环比下降 0.20pct


资料来源：wind，民生证券研究院

图21：2022Q1-2024Q4 公司毛利率和净利率


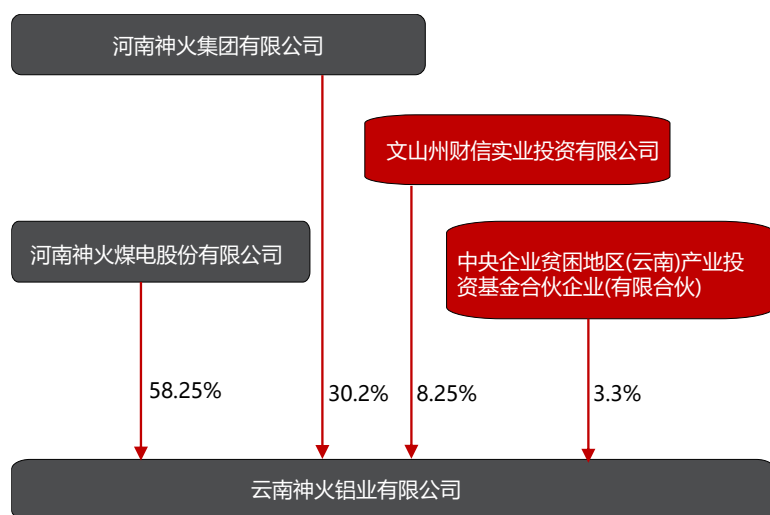
资料来源：wind，民生证券研究院

4 电解铝成本优势明显，期待煤铝齐飞

电解铝成本优势突出，新疆电力价格稳定。公司新疆和云南电解铝产能分别有 80 万吨和 90 万吨，新疆因为电价较低，成本处于全国低位，公司成本优势明显，安全垫较厚。云南地区水电为主，受煤炭影响较小，新疆地区煤炭资源丰富，煤价涨幅也远远低于内陆，成本变动较小，低且稳定的成本构筑了较深的护城河。

收购云南神火股权，权益产能提升。2023 年 8 月 21 日，公司公告收购云南神火 14.85% 股权的公告，公司出资 9.66 亿元和 4.83 亿元分别收购河南资产基金持有的 9.90% 股权和商丘新发持有的 4.95% 股权，云南神火电解铝产能 90 万吨，收购资产对应权益产能 13.4 万吨，折算吨铝产能折价为 1.08 万元，公司收购折价比较便宜。公司当前持有云南神火 58.25% 股权，权益产能进一步扩大。

图22：云南神火主要股东示意图



资料来源：wind，民生证券研究院

积极拓展铝箔产能，打开成长空间。公司铝箔产能 14 万吨，主要为电池铝箔、食品铝箔等。同时公司积极推进云南 11 万吨电池铝箔项目，目前一期坯料项目已开工建设，届时公司铝箔总产能规划 25 万吨，增长较快，有望成为公司新的增长点。

5 盈利预测与投资建议

盈利预测与评级：公司电解铝成本优势明显，煤铝业绩弹性十足，低估值、高弹性有望催化股价。我们预计公司 2025-2027 年将实现归母净利 59.10 亿元、64.81 亿元和 70.10 亿元，对应现价的 PE 分别为 7、7 和 6 倍，维持“推荐”评级。

表2：公司盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	38,373	40,816	42,416	43,168
增长率（%）	2.0	6.4	3.9	1.8
归属母公司股东净利润（百万元）	4,307	5,910	6,481	7,010
增长率（%）	-27.1	37.2	9.7	8.2
每股收益（元）	1.91	2.63	2.88	3.12
PE（现价）	10	7	7	6
PB	1.9	1.6	1.4	1.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 3 月 26 日收盘价）

6 风险提示

1) 电解铝需求不及预期。公司业绩受铝价影响较大，电解铝需求走弱，导致价格下降，将对公司盈利产生影响。

2) 煤价下降超预期。公司主要生产无烟煤和贫瘦煤，主要用来炼钢，煤炭供应弹性较小，但钢铁等房地产前端需求可能不及预期，价格可能下行。

3) 铝箔项目进展不及预期。公司铝箔规划项目较多，若部分项目的投产、达产进度受到外部因素干扰延期，则会对公司利润产生不利影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	38,373	40,816	42,416	43,168
营业成本	30,227	30,429	31,324	31,398
营业税金及附加	525	551	551	561
销售费用	318	335	348	345
管理费用	896	898	891	863
研发费用	448	449	424	432
EBIT	6,014	8,154	8,878	9,568
财务费用	51	46	31	-17
资产减值损失	-95	-60	-50	-45
投资收益	665	367	382	389
营业利润	6,611	8,520	9,266	10,018
营业外收支	-198	-125	-60	-60
利润总额	6,413	8,395	9,206	9,958
所得税	1,615	1,679	1,841	1,992
净利润	4,798	6,716	7,365	7,966
归属于母公司净利润	4,307	5,910	6,481	7,010
EBITDA	7,928	10,096	10,880	11,623

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,283	5,067	8,059	10,701
应收账款及票据	920	987	1,009	1,034
预付款项	696	669	661	682
存货	3,564	3,585	3,733	3,979
其他流动资产	2,634	2,816	2,812	2,819
流动资产合计	11,096	13,123	16,273	19,215
长期股权投资	4,537	5,033	5,582	6,164
固定资产	22,114	22,146	21,783	21,163
无形资产	5,473	5,597	5,712	5,820
非流动资产合计	39,507	40,068	40,315	40,231
资产合计	50,603	53,191	56,588	59,446
短期借款	7,193	5,814	4,519	2,762
应付账款及票据	4,704	4,752	4,720	4,473
其他流动负债	6,402	6,580	6,639	6,463
流动负债合计	18,299	17,146	15,878	13,699
长期借款	4,642	3,642	3,142	2,642
其他长期负债	1,636	1,636	1,646	1,656
非流动负债合计	6,278	5,278	4,788	4,298
负债合计	24,578	22,425	20,667	17,997
股本	2,249	2,249	2,249	2,249
少数股东权益	4,343	5,149	6,033	6,989
股东权益合计	26,025	30,767	35,922	41,449
负债和股东权益合计	50,603	53,191	56,588	59,446

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	1.99	6.37	3.92	1.77
EBIT 增长率	-24.20	35.59	8.88	7.78
净利润增长率	-27.07	37.23	9.66	8.17
盈利能力 (%)				
毛利率	21.23	25.45	26.15	27.27
净利率	12.50	16.45	17.36	18.45
总资产收益率 ROA	8.51	11.11	11.45	11.79
净资产收益率 ROE	19.86	23.07	21.68	20.34
偿债能力				
流动比率	0.61	0.77	1.02	1.40
速动比率	0.36	0.50	0.73	1.04
现金比率	0.18	0.30	0.51	0.78
资产负债率 (%)	48.57	42.16	36.52	30.27
经营效率				
应收账款周转天数	8.01	8.00	7.87	7.93
存货周转天数	43.03	43.00	43.50	46.25
总资产周转率	0.76	0.77	0.75	0.73
每股指标 (元)				
每股收益	1.91	2.63	2.88	3.12
每股净资产	9.64	11.39	13.29	15.32
每股经营现金流	3.43	3.92	4.11	4.10
每股股利	0.80	0.90	1.00	1.10
估值分析				
PE	10	7	7	6
PB	1.9	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	6.61	4.78	3.99	3.32
股息收益率 (%)	4.26	4.79	5.33	5.86

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	4,798	6,716	7,365	7,966
折旧和摊销	1,914	1,942	2,002	2,055
营运资金变动	1,116	-14	-128	-718
经营活动现金流	7,719	8,820	9,246	9,228
资本开支	-1,263	-2,101	-1,727	-1,416
投资	66	-496	-550	-581
投资活动现金流	-807	-2,230	-1,895	-1,609
股权募资	23	0	0	0
债务募资	-5,542	-2,379	-1,785	-2,247
筹资活动现金流	-11,293	-4,806	-4,359	-4,977
现金净流量	-4,372	1,784	2,992	2,642

插图目录

图 1: 2024 年, 公司实现营收 383.73 亿元	3
图 2: 2024 年, 归母净利润 43.07 亿元	3
图 3: 2024Q4, 公司实现营收 100.59 亿元	3
图 4: 2024Q4, 公司归母净利润 7.68 亿元	3
图 5: 2024 年, 公司铝锭营收占比 67.73%	4
图 6: 2024 年, 公司铝锭毛利占比 80.12%	4
图 7: 2024 年, 公司煤炭产量同比减少 6.01% (单位: 万吨)	5
图 8: 2024 年, 公司电解铝产量同比上升 7.28% (单位: 万吨)	5
图 9: 公司煤炭和电解铝吨毛利	5
图 10: 2024 年, 公司三费费率同比上升 0.05pct	6
图 11: 2024 年, 公司净利率同比下降 5.38pct	6
图 12: 云南神火和新疆神火煤电净利润 (单位: 万元)	6
图 13: 云南神火和新疆神火吨净利 (单位: 元)	6
图 14: 2024Q4, 公司归母净利润环比下滑 4.86 亿元 (单位: 亿元)	7
图 15: 2024Q4, 公司归母净利润同比下滑 10.34 亿元 (单位: 亿元)	7
图 16: 2024Q4 铝均价环比增加 972 元/吨 (单位: 元/吨)	7
图 17: 云南省电力交易基准价变化 (单位: 元/KWh)	7
图 18: 2024Q4, 氧化铝价格大涨 (单位: 元/吨)	8
图 19: 2024Q4, 永城无烟精煤价格环比略上涨 (单位: 元/吨)	8
图 20: 2024Q4, 三费费率环比下降 0.20pct	8
图 21: 2022Q1-2024Q4 公司毛利率和净利率	8
图 22: 云南神火主要股东示意图	9

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 2024 年主要子公司营收及净利润	6
表 2: 公司盈利预测与财务指标	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。	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获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048