

➤ **2022 年 4 月 22 日，公司发布 2022 一季报：** 2022Q1，公司实现营收 13.05 亿元，同比增长 77.94%、环比增长 22.57%；归母净利润 4.47 亿元，同比增长 27.04%、环比增长 119.95%；扣非归母净利 4.44 亿元，同比增长 29.46%、环比增长 124.27%。

➤ **2022Q1 归母净利润同比环比均有增加。** 同比来看，2022Q1 归母净利润同比增长 0.99 亿元，尽管 Q1 铁精粉价格同比下滑 13.79%，球团价格同比下滑 0.57%，但公司产能释放且预计公司增加铁矿外采量加工销售使得销量增加，进而促使 Q1 毛利同比增加 1.77 亿元；**环比来看**，2022Q1 归母净利润环比增长 2.33 亿元，主要由于 Q1 铁精粉价格环比增加 11.42%，球团价格环比增加 2.08%，且销量增加使得公司毛利环比增加 3.81 亿元，此外营业外收支环比及减值损失共同支撑 Q1 业绩增长。

➤ **未来核心看点：持续扩张新产能，提升核心竞争力**

① **产能持续扩张，驱动公司业绩释放。** 2021 年公司公开发行股票上市，募集资金净额 181,524.79 万元。其中，募投项目“重新集铁矿采选工程项目”已陆续完工转固，促使公司铁精粉产能持续扩张；“金日晟 150 万吨/年球团工程”已陆续完工转固，2021 年实现 0.52 亿元的项目收益，将增加球团销量，进一步拓展公司产业链；“金日晟 140 和 185 万吨干抛废石项目”也将分别于 2022 年底与 2023 年 6 月完成从而提升公司砂石产能。

② **拟发行可转债，公司产量有望进一步提升。** 近期公司启动发行可转换债券，拟募集资金总额 152,000 万元，其中包含“选矿技改选铁选云母工程”、“智能矿山采选机械化、自动化升级改造项目”、“周油坊铁矿采选工程项目”。可转债项目实施后，公司年产量将新增铁精粉 39 万吨，云母精矿 10 万吨，同时机械化、自动化、信息化水平也将有所提升，为可持续快速发展打下强有力的基础。

➤ **盈利预测与投资建议：** 我们认为，随着公司募投项目逐步落实，铁精粉产能将持续扩张，同时增加球团产能增强公司盈利能力，预计公司 2022-24 年归母净利润预计依次为 18.7/20.48/22.3 亿元，对应 4 月 22 日收盘价的 PE 为 10x、9x 和 8x，低于可比公司平均水平，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示：** 产品价格大幅波动，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)	4,895	6,372	6,813	6,880
增长率 (%)	96.0	30.2	6.9	1.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,625	1,870	2,048	2,230
增长率 (%)	174.5	15.1	9.5	8.9
每股收益 (元)	1.08	1.24	1.36	1.48
PE	11	10	9	8
PB	3.6	2.9	2.4	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 04 月 22 日收盘价）

谨慎推荐

首次评级

当前价格：
12.06 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

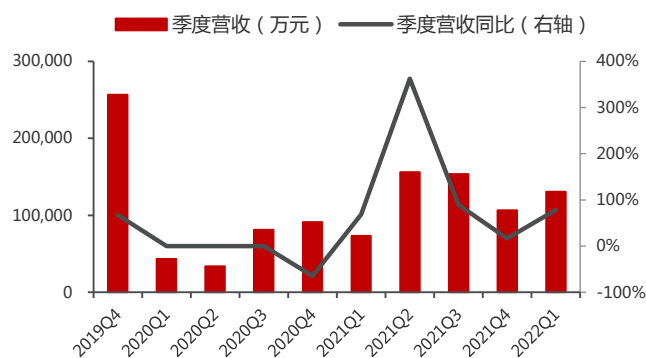
目录

1 事件：公司公布 2021 年报	3
2 2022 年一季度业绩拆解：公司销量增加，毛利增长较多	3
3 核心看点：持续扩张新产能，提升核心竞争力	5
4 盈利预测与投资建议	7
4.1 盈利预测假设与业务拆分.....	7
4.2 估值分析与投资建议.....	8
5 风险提示	9
插图目录	11
表格目录	11

1 事件：公司公布 2021 年报

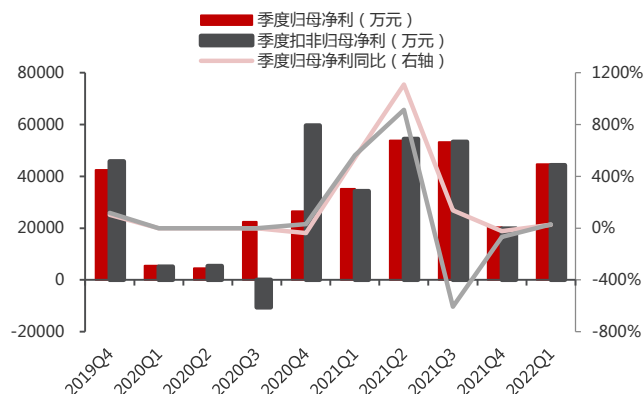
公司公布 2022 年一季报：2022Q1，公司实现营收 13.05 亿元，同比增长 77.94%，环比增长 22.57%；归母净利润 4.47 亿元，同比增长 27.04%，环比增长 119.95%；扣非归母净利润 4.44 亿元，同比增长 29.46%，环比增长 124.27%。

图 1：2022Q1，公司营收同比增长 77.94%



资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：2022Q1，公司归母净利润同比增长 27.04%

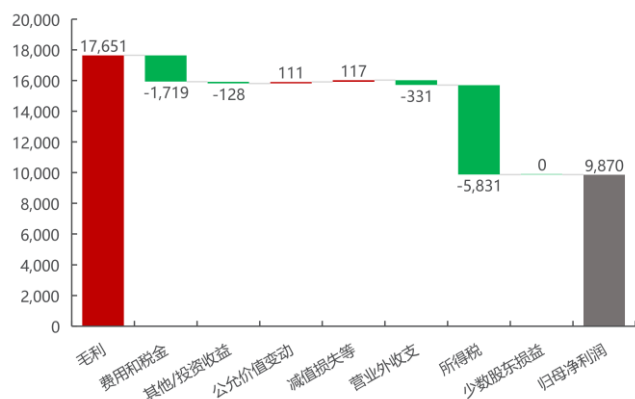


资料来源：wind，民生证券研究院

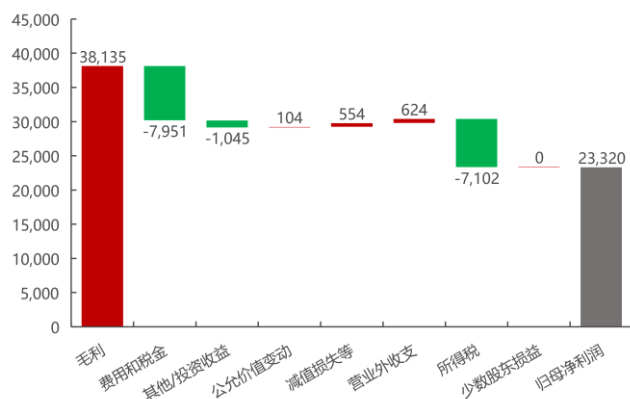
2 2022 年一季度业绩拆解：公司销量增加，毛利增长较多

分季度同比来看，2022Q1 vs 2021Q1：2022Q1 归母净利润同比增长 0.99 亿元，核心在于公司销量增加使得毛利同比增加 1.77 亿元。主要的减利点在于所得税（-0.58 亿元），主要由于本期公司营业收入增加，所得税费用随之增加所致；费用和税金（-0.17 亿元），主要由于管理费用增加 0.22 亿元且销售收入增长导致附加税增加所致；营业外收支（-0.03 亿元），主要由于债务减免及因新冠疫情公益性捐款增加所致。

分季度环比来看，2022Q1 vs 2021Q4：2022Q1 归母净利润环比增长 2.33 亿元，核心在于毛利环比增加 3.81 亿元。其中增利点还有营业外收支（+0.06 亿元）及减值损失（+0.05 亿元）；主要的减利点包括所得税（-0.71 亿元）和其他/投资收益（-0.10 亿元）。

图 3：2022Q1 业绩同比变化拆分（单位：万元）


资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：2022Q1 业绩环比变化拆分（单位：万元）


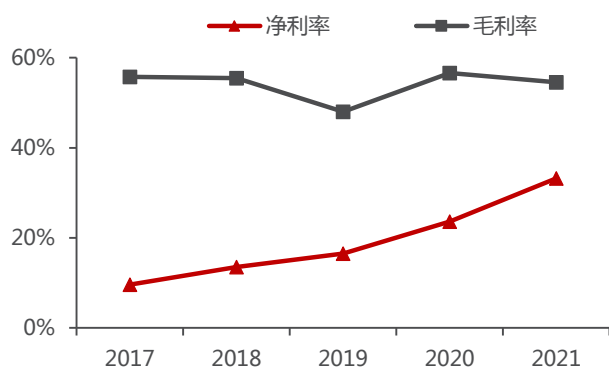
资料来源：wind，民生证券研究院

销量方面，由于公司产能释放且预计公司增加铁矿外采量加工销售，使得公司 22Q1 销量增加。

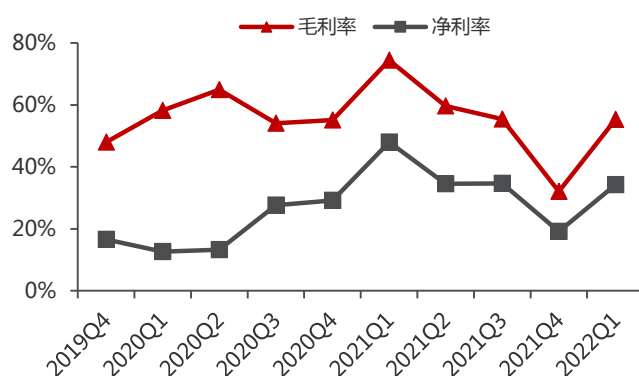
2022Q1 公司毛利率 55.34%，同比下滑 19.06pct，环比上升 23.33pct。

毛利率同比下降较多，主要由于铁矿石价格回落，以及预计公司外采铁矿进行加工销售，从而使得公司成本较高的产品销量占比增加，进而导致销售成本涨幅明显。毛利率环比回升主要由于铁矿石价格回升。

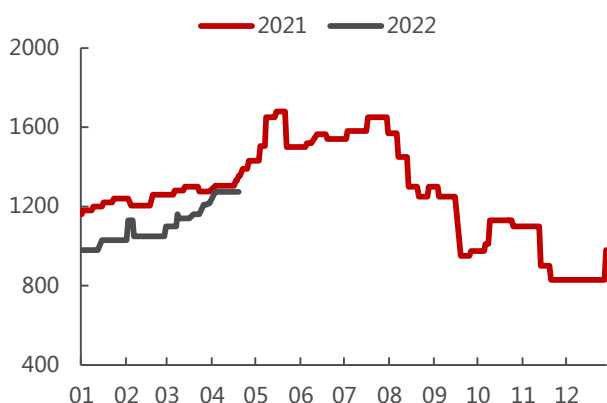
2022Q1，铁精粉价格同比下降 13.79%，球团价格同比下降 0.57%，主要由于压减粗钢产量政策的实施。公司的主要产品为铁精粉和球团矿。2022Q1 铁精粉均价为 1070.67 元/吨，同比下降 13.79%，环比上升 11.42%；球团价格较为稳定，2022Q1 均价为 1272.67 元/吨，同比下降 0.57%，环比上升 2.08%。

图 5：公司毛利率情况


资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：公司分季度毛利率情况


资料来源：wind，民生证券研究院

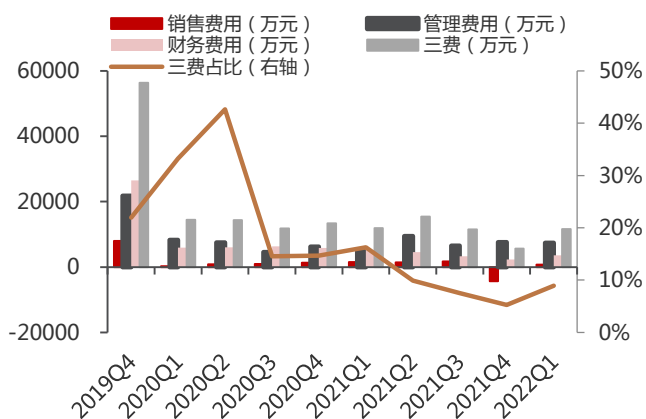
图 7：铁精粉价格:65%Fe (元/吨)


资料来源：我的钢铁网，民生证券研究院

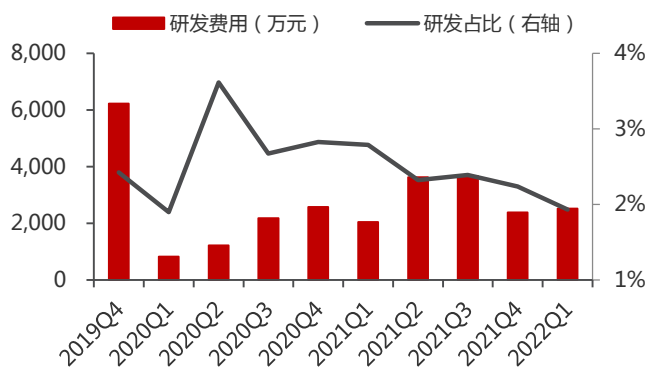
图 8：球团价格:Fe≥62% (元/吨)


资料来源：我的钢铁网，民生证券研究院

期间费用同比下滑。公司 2022Q1 期间费用同比减少 0.03 亿元至 1.17 亿元，占营收比重 8.94%。其中销售费用同比减少 0.08 亿元至 0.07 亿元，主要由于公司本期安徽铁精粉客户销售模式改为场地自提，销售费用减少所致；管理费用同比增长 0.22 亿元至 0.74 亿元，主要由于公司本期业务增长，人员增加所致；财务费用同比减少 0.17 亿元至 0.35 亿元，主要由于公司贷款综合利率下降，且归还部分银行借款，利息支出随之减少所致。此外，2022Q1 研发费用同比增长 0.05 亿元至 0.25 亿元，基本持平。

图 9：公司三费情况


资料来源：wind，民生证券研究院
 (注：由于执行新收入准则，致年度销售费用大幅下滑，四季度呈负值)

图 10：公司研发费用情况


资料来源：wind，民生证券研究院

3 核心看点：持续扩张新产能，提升核心竞争力

合理使用募集资金，持续进行产能扩张。2021 年公司公开发行股票上市，募集资金净额 181,524.79 万元。其中“重新集铁矿采选工程项目”已于 2019 年底陆续完工转固促使公司铁精粉产能持续扩张；募投项目“金日晟 150 万吨/年球团

工程”已陆续完工转固，2021 年实现 0.52 亿元的项目收益，将增加球团销量，进一步拓展公司产业链；“金日晟 140 和 185 万吨干抛废石项目”也将分别于 2022 年底与 2023 年 6 月完成从而提升公司砂石产能。

表 1 公司 IPO 项目规划

项目名称	项目内容	2021 年完成情况
重新集铁矿采选工程项目	原矿产能 450 万吨，选矿比 3.3571，可产铁精粉 126 万吨。措施工程基建期 1 年，第 2 年底形成 100 万 t 出矿能力；主体工程基建期 3 年，第 4 年采矿 210 万 t，第 5 年达产。	本年度投入金额：21,755.96 万元，投资进度 43.34%，2019 年 11 月起陆续完工转固。
安徽金日晟矿业有限责任公司 150 万吨/年球团工程	本项目建设期为 13 个月，投产后前 4 个月达到生产能力的 80%，随后达产。	本年度投入金额：18,076.95 万元，投资进度 42.84%，2021 年起陆续完工转固。
安徽金日晟矿业有限责任公司周油坊铁矿年产 140 万吨干抛废石加工技改项目	本项目产品为骨料(20-10mm)、砂(5-0.075mm)、石粉(0.075-0mm)，其中骨料年产 53.20 万吨，砂年产 72.80 万吨，石粉年产 14.00 万吨，项目基建期 6 个月。	本年度投入金额：554.30 万元，投资进度 5.28%，预计 2023 年 6 月完成。
安徽金日晟矿业有限责任公司重新集铁矿 185 万吨/年干抛废石加工技改项目	本次项目产品为骨料(20-10mm)、砂(5-0.075mm)、石粉(0.075-0mm)，项目基建期 6 个月。	本年度投入金额：2,524.88 万元，投资进度 25.76%，预计 2022 年 12 月完成。
补充流动资金	为应对不确定的经济周期波动风险，公司亟需补充流动资金，将外部资金成本波动等不确定因素对公司的影响逐步降低，为公司的稳健发展奠定扎实基础。	-

资料来源：公司公告，民生证券研究院

拟发行可转债，公司产量有望进一步提升。近期公司启动发行公司可转换债券，拟募集资金总额 152,000 万元，用于“选矿技改选铁选云母工程”、“智能矿山采选机械化、自动化升级改造项目”、“周油坊铁矿采选工程项目”。可转债项目实施后，公司年产量将新增铁矿石 39 万吨，云母精矿 10 万吨，同时机械化、自动化、信息化水平也将有所提升。公司坚定以产品成本进一步降低、盈利能力进一步增强为目标，为可持续快速发展打下强有力的基础。

表 2：公司可转债项目规划

项目名称	项目内容	项目利润
选矿技改选铁选云母工程	本项目主要铺设管道 39.5 公里，新建建筑面积 6,940 平方米。拟用管道将周油坊、重新集铁矿矿浆输送至新建选铁车间、选云母车间进行选别，预计年产铁精粉 5 万吨、云母精矿 10 万吨。	预计项目内部收益率(税后)为 16.25%
智能矿山采选机械化、自动化升级改造项目	项目包括三大类：(1)智能采矿系统机械化、自动化升级改造项目；(2)智能选矿系统机械化、自动化升级改造项目；(3)智能矿山建设相应的信息化、自动化综合管控云平台软实力的升级改造项目。	本项目效益主要表现为通过增加公司的核心竞争力，从而产生间接经济效益。
周油坊铁矿采选工程项目	采用低品位矿采选技术，充分利用国内贫矿资源本工程采矿采用充填法，地表不塌陷，利用尾砂充填采空区，减少了尾砂占地，有利于保护和改善生态环境。本次项目建设期为 2 年。	项目投资财务内部收益率(税后)(FIRR)13.63%
补充流动资金及偿还贷款	拟将本次募集资金总额中的 46,764.18 万元用于补充流动资金及偿还贷款，此举将缓解公司营运资金压力，满足公司经营规模持续增长	-

带来的营运资金需求，优化资产结构，增加抗风险能力，进一步提高公司整体盈利能力。

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

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 63.72、68.13、68.80 亿元，同比增速分别为 30.18%、6.92%、0.99%。具体拆分来看，大中矿业收入主要分为铁精粉、球团、砂石及其他业务：

- (1) **铁精粉方面**，假设铁矿价格略有回落，而铁精粉销量由于进一步深加工比例增加而减少，2022 年收入将有所回落，但伴随公司产能持续扩张，2023-24 年收入将会有所回升，因此我们预计铁精粉板块 2022-24 年营业收入分别为 19.29、22.17、24.20 亿元，同比增速分别为-12.64%、14.89%、9.19%。
- (2) **球团方面**，假设球团价格略有回落，伴随金日晟 150 万吨/年球团工程正在陆续完工，球团销量 2022-23 年有望持续增加，且预计公司增加外采铁矿石并加工成球团销售，我们预计球团板块营业收入 2022-24 年分别为 43.13、44.16、41.75 亿元，同比增速分别为 66.31%、2.4%、-5.47%。
- (3) **砂石方面**，假设砂石价格维持震荡，且 IPO 扩产项目将分别于 2022 年 12 月与 2023 年 6 月完成，我们预计砂石板块营业收入 2022-24 年分别为 1.2、1.7、2.75 亿元，同比增速分别为 39.68%、41.67%、61.76%。
- (4) **其他方面**，我们预计 2022 年营收为 0.1 亿元，同比增长 39.91%，2023-24 年同比持平。

从毛利率角度看，2022 年预计公司外采铁矿石并进一步深加工，导致公司毛利率将有所下滑，2023-24 年随着公司产能逐步释放，毛利率将有所回升，预计公司 2022-24 年总毛利率持小幅稳定上行，分别为 47.49%、47.79%和 50.56%，

表 3：公司营业收入测算

	2021	2022E	2023E	2024E
铁精粉收入 (万元)	220870.61	192942.44	221664.25	242024.92
铁精粉成本 (万元)	71058.92	58164.30	66198.44	69510.49
铁精粉毛利 (万元)	149811.69	134778.14	155465.81	172514.43
铁精粉毛利率	67.83%	69.85%	70.14%	71.28%
球团收入 (万元)	259312.06	431250.00	441600.00	417450.00
球团成本 (万元)	146723.29	269768.30	280158.50	255789.29

球团毛利 (万元)	112588.77	161481.70	161441.50	161660.71
球团毛利率	43.42%	37.45%	36.56%	38.73%
砂石收入 (万元)	8591.15	12000.00	17000.00	27500.00
砂石成本 (万元)	4513.73	6304.80	8931.80	14448.50
砂石毛利 (万元)	4077.42	5695.20	8068.20	13051.50
砂石毛利率	47.46%	47.46%	47.46%	47.46%
其他收入 (万元)	714.77	1000.00	1000.00	1000.00
其他成本 (万元)	368.34	368.00	368.00	368.00
总收入 (万元)	489488.58	637192.44	681264.25	687974.92
总成本 (万元)	222664.28	334605.40	355656.74	340116.28
毛利 (万元)	266824.30	302587.04	325607.51	347858.63
YOY		13.40%	7.61%	6.83%
毛利率	54.51%	47.49%	47.79%	50.56%

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，我们选择安宁股份和金岭矿业作为行业可比公司，截至2022年4月22日收盘数据，可比公司对应2022-24年平均PE分别为10x、9x和9x。我们认为，随着公司募投项目逐步落实，铁精粉产能将持续扩张，同时增加球团产能增强公司盈利能力，预计公司2022-24年归母净利润预计依次为18.7/20.48/22.30亿元，对应4月22日收盘价的PE为10x、9x和8x，低于可比公司平均水平，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

表4：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	
002978.SZ	安宁股份	34.3	3.58	3.65	4.17	4.61	10	9	8	7	推荐
000655.SZ	金岭矿业*	6.44	0.21	0.58	0.65	0.66	31	11	10	10	/
可比公司均值							20	10	9	9	
001203.SZ	大中矿业	12.06	1.08	1.24	1.36	1.48	11	10	9	8	谨慎推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

(注：股价为2022年4月22日收盘价；带*数据采用Wind一致预期)

5 风险提示

1) 产品价格大幅波动。公司主要产品铁精矿和球团的价格受宏观经济状况、供需关系等多方面因素影响。由于开采及洗选成本变动相对较小,公司利润及利润率和商品价格走势密切相关。

2) 下游需求不及预期。公司主要产品的下游应用领域主要为钢铁冶炼行业,政府多次表示压减粗钢产量将打压铁矿需求,从而影响公司产品销售。

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	4,895	6,372	6,813	6,880
营业成本	2,227	3,388	3,593	3,479
营业税金及附加	189	255	269	273
销售费用	4	5	5	5
管理费用	287	306	351	346
研发费用	117	140	154	154
EBIT	2,074	2,278	2,440	2,621
财务费用	154	92	55	21
资产减值损失	1	-2	0	-1
投资收益	2	2	2	2
营业利润	1,926	2,195	2,403	2,616
营业外收支	-16	-5	-1	-2
利润总额	1,911	2,190	2,402	2,614
所得税	286	320	354	384
净利润	1,625	1,870	2,048	2,230
归属于母公司净利润	1,625	1,870	2,048	2,230
EBITDA	2,389	2,639	2,832	3,022

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	661	1,342	2,315	3,693
应收账款及票据	247	511	483	510
预付款项	49	71	76	73
存货	377	558	599	577
其他流动资产	451	344	403	359
流动资产合计	1,785	2,825	3,875	5,212
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3,288	3,408	3,570	3,603
无形资产	2,864	2,844	2,817	2,792
非流动资产合计	6,569	6,639	6,752	6,761
资产合计	8,354	9,465	10,627	11,973
短期借款	636	0	0	0
应付账款及票据	369	830	786	791
其他流动负债	670	875	876	893
流动负债合计	1,675	1,705	1,662	1,684
长期借款	1,584	1,484	1,384	1,284
其他长期负债	102	105	103	97
非流动负债合计	1,686	1,589	1,487	1,381
负债合计	3,361	3,295	3,149	3,065
股本	1,508	1,508	1,508	1,508
少数股东权益	-0.00	-0.03	-0.06	-0.09
股东权益合计	4,992	6,170	7,478	8,908
负债和股东权益合计	8,354	9,465	10,627	11,973

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	96.05	30.18	6.92	0.99
EBIT 增长率	122.35	9.84	7.07	7.46
净利润增长率	174.47	15.05	9.54	8.88
盈利能力 (%)				
毛利率	54.51	46.84	47.26	49.43
净利润率	33.20	29.34	30.06	32.41
总资产收益率 ROA	19.45	19.75	19.27	18.62
净资产收益率 ROE	32.55	30.30	27.39	25.03
偿债能力				
流动比率	1.07	1.66	2.33	3.09
速动比率	0.81	1.29	1.93	2.71
现金比率	0.39	0.79	1.39	2.19
资产负债率 (%)	40.24	34.81	29.63	25.60
经营效率				
应收账款周转天数	16.89	21.25	19.79	20.28
存货周转天数	61.81	60.31	60.81	60.64
总资产周转率	0.59	0.67	0.64	0.57
每股指标 (元)				
每股收益	1.08	1.24	1.36	1.48
每股净资产	3.31	4.09	4.96	5.91
每股经营现金流	1.27	1.73	1.63	1.82
每股股利	0.40	0.46	0.49	0.53
估值分析				
PE	11	10	9	8
PB	3.6	2.9	2.4	2.0
EV/EBITDA	8.37	7.02	6.17	5.29
股息收益率 (%)	3.32	3.79	4.07	4.40

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1,625	1,870	2,048	2,230
折旧和摊销	314	361	393	400
营运资金变动	-296	251	-70	31
经营活动现金流	1,918	2,607	2,461	2,747
资本开支	-357	-448	-505	-409
投资	-5	101	-49	31
投资活动现金流	-735	-338	-552	-376
股权募资	1,815	0	0	0
债务募资	-1,739	-787	-100	-100
筹资活动现金流	-773	-1,588	-935	-993
现金净流量	411	681	973	1,378

插图目录

图 1：2022Q1，公司营收同比增长 77.94%	3
图 2：2022Q1，公司归母净利润同比增长 27.04%	3
图 3：2022Q1 业绩同比变化拆分（单位：万元）	4
图 4：2022Q1 业绩环比变化拆分（单位：万元）	4
图 5：公司毛利率情况	4
图 6：公司分季度毛利率情况	4
图 7：铁精粉价格:65%Fe（元/吨）	5
图 8：球团价格:Fe≥62%（元/吨）	5
图 9：公司三费情况	5
图 10：公司研发费用情况	5

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1 公司 IPO 项目规划	6
表 3：公司可转债项目规划	6
表 3：公司营业收入测算	7
表 4：可比公司估值预测	8
公司财务报表数据预测汇总	10

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