

2022 年业绩承压，降本增效继续推进

2023 年 03 月 20 日

➤ **事件概述：**3 月 18 日，公司发布 2022 年年报：2022 年，公司实现营业收入 232.39 亿元，同比+7.2%；归母净利润 9.26 亿元，同比-66.1%；扣非归母净利润 7.68 亿元，同比-71.0%。2022Q4，公司实现营业收入 50.78 亿元，同比-10.7%、环比+4.6%；归母净利润-1.6 亿元，同比-127.1%、环比-200.4%；扣非归母净利润-2.83 亿元，同比-149.6%、环比减少 313.7%。

➤ **点评：营收实现正增长，毛利率同比回落**

① **量：2022 年钢材产品产量同比微幅下滑 1.54%，铁精粉产量同比下滑 68.87%。**公司 2022 年钢材产品产量为 434.81 万吨，同比-1.54%，销售量为 434.83 万吨，同比-1.64%。分季度看，公司 2022Q4 实现钢材产品产量 118.13 万吨，环比 Q3+9.82%；销售量 118.82 万吨，环比 Q3+10.10%。铁精粉方面，公司 2022 年铁精粉产量 21.94 万吨，同比-68.87%。

② **价：原料成本高位波动，毛利率下滑 11.55pct 至 8.44%。**2022 年原料成本高位波动，铁矿石价格下降，能源成本高企。2022 年公司营收同比+7.19%，营业成本+22.67%，营收增长速度低于营业成本涨幅。公司 2022 年毛利率下滑 11.55pct 至 8.44%。2022Q4 公司营收环比+4.16%，营业成本环比+6.17%，使得 2022Q4 毛利率环比下滑 1.41pct，至 4.18%。

③ **公司拟发行可转债募集资金总额不超过 31 亿。**将投向超高温亚临界发电节能降碳升级改造、智慧工厂建设改造、超低排放环保改造以及偿还借款。

➤ **未来核心看点：区域优势叠加产品特色，低成本与股权激励行稳致远**

① **股票激励计划为公司长远发展奠定基石。**2022 年 9 月，公司将解除限售条件的考核指标确定为“2022/2023/2024 年加权平均净资产收益率不低于 20%，且不低于同行业对标公司同期 70 分位加权平均净资产收益率水平”。

② **全流程及炉料结构优势、精细化管理保障公司吨钢成本位于行业低水平。**2021 年度公司吨钢成本处于 22 家行业可比公司中最低水平，2022 年吨钢成本同比下降 5.30%至 3554.77 元/吨，预计仍处于行业内较低水平。

③ **公司产品江西区域内占有率高，弹簧扁钢与汽车板簧具有特色。**弹簧扁钢是公司的战略产品，多年来在汽车弹簧用钢细分市场一直保持较高占有率，产品线已延伸至汽车板簧，并不断推进新产品开发。

盈利预测与投资建议：我们认为，伴随下游需求逐步复苏，公司降本工艺进一步取得成效，公司业绩或逐步修复，2023-25 年归母净利润预计依次为 12.58/16.44/18.42 亿元，对应 3 月 20 日收盘价的 PE 为 11x、8x 和 7x，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**下游需求不及预期、钢价大幅下跌、原材料价格大幅波动。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	23239	19171	19619	19812
增长率 (%)	7.2	-17.5	2.3	1.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	926	1258	1632	1842
增长率 (%)	-66.1	35.9	29.7	12.9
每股收益 (元)	0.40	0.54	0.70	0.79
PE	15	11	8	7
PB	1.6	1.4	1.2	1.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 03 月 20 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

5.76 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001
邮箱：qizuxue@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 任恒

执业证书：S0100122020015
邮箱：renheng@mszq.com

相关研究

- 方大特钢 (600507.SH) 2022 年三季度报点评：Q3 业绩承压，股权激励为长远发展奠基-2022/11/03
- 方大特钢 (600507.SH) 2022 年半年报点评：H1 业绩不及预期，降本增效持续推进-2022/08/27
- 方大特钢 (600507) 2021 年年报点评：精细化管理保障成本竞争优势，公司业绩稳步释放-2022/03/19

目录

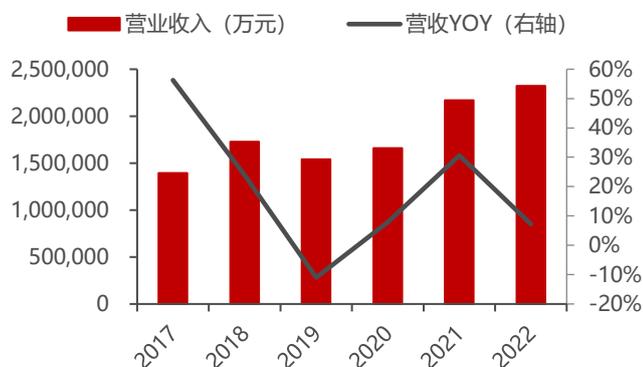
1 事件概述：公司公布 2022 年年报	3
2 点评：营收实现正增长，毛利率同比回落	3
2.1 2022 年产销量微幅下滑，毛利率同比回落	3
2.2 2022Q4 业绩环比同比有所下滑	6
2.3 拟发行可转债，确立未来三年股东回报规划	7
3 核心看点：区域优势叠加产品特色，低成本与股权激励行稳致远	7
4 盈利预测与投资建议	8
5 风险提示	9
插图目录	11
表格目录	11

1 事件概述：公司公布 2022 年年报

公司发布 2022 年年报：2022 年，公司实现营收 232.39 亿元，同比增长 7.2%；归母净利润 9.26 亿元，同比减少 66.1%；扣非归母净利润 7.68 亿元，同比减少 71%。2022Q4，公司实现营收 50.78 亿元，同比减少 10.7%、环比增长 4.6%；归母净利润-1.6 亿元，同比减少 127.1%、环比减少 200.4%；扣非归母净利润-2.83 亿元，同比减少 149.6%、环比减少 313.7%。业绩符合预期。

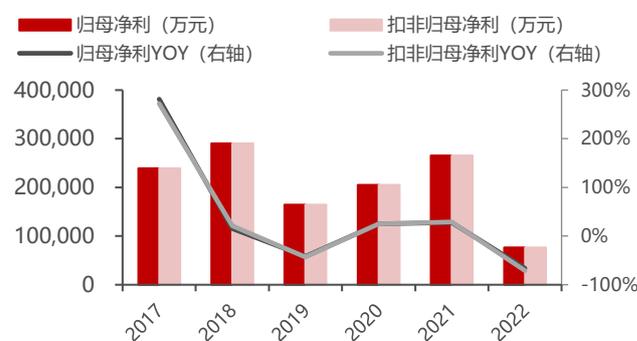
2023 年生产经营目标：钢材产销量 405 万吨；板簧产量 10.76 万吨、销量 11.945 万吨。

图1：2022 年，公司实现营收 232.39 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2022 年，公司实现归母净利润 9.26 亿元



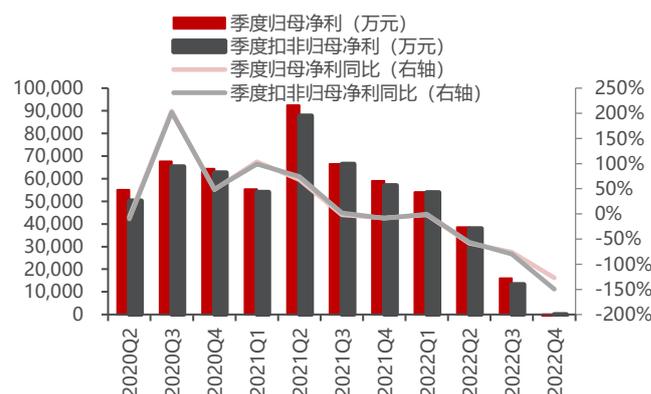
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2022Q4，公司营收同比减少 10.72%



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2022Q4，公司归母净利润同比减少 127.08%



资料来源：wind，民生证券研究院

2 点评：营收实现正增长，毛利率同比回落

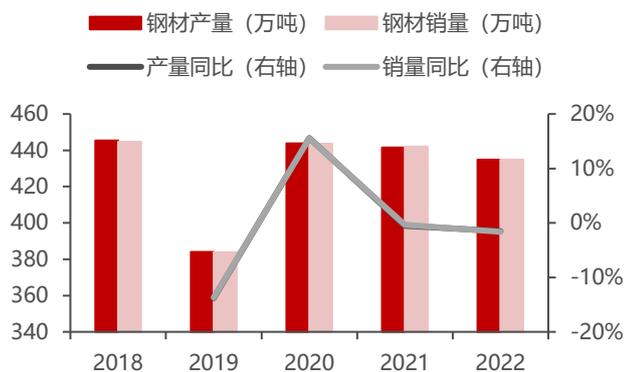
2.1 2022 年产销量微幅下滑，毛利率同比回落

量：2022 年钢材产品产量同比微幅下滑 1.54%，铁精粉产量同比下滑 68.87%。公司 2022 年钢材产品（包含汽车板簧）产量为 434.81 万吨，同比-

1.54%，销售量为 434.83 万吨，同比-1.64%。其中，公司战略产品弹簧扁钢 2022 年产量为 41.63 万吨，同比-32.64%；销量为 41.32，同比-33.39%。分季度看，公司 2022Q4 实现钢材产品产量 118.13 万吨，同比-1.72%，环比 Q3+9.82%；销售量 118.82 万吨，同比-1.35%，环比 Q3+10.10%。铁精粉方面，公司 2022 年铁精粉产量 21.94 万吨，同比-68.87%；由于三、四季度公司基本没有外卖铁精粉产品，公司 2022 年铁精粉销量仅为 5.59 万吨，同比-89.58%，铁精粉期末库存同比增长 97.15%至 33.20 万吨。

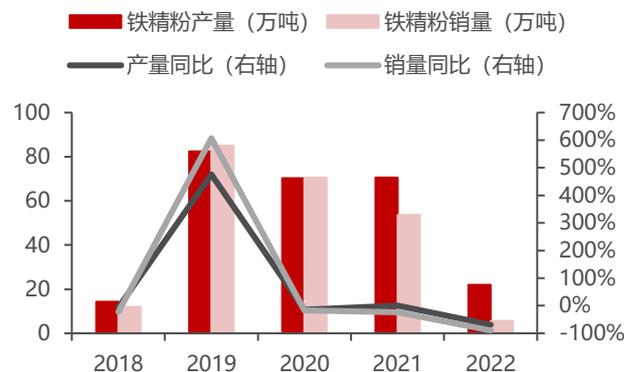
价：原料成本高位波动，毛利率下滑 11.55pct 至 8.44%。2022 年钢材产品主要原材料铁矿石市场全年平均价格同比-24.65%，焦炭价格同比+0.85%，主焦煤价格同比+19.35%，废钢价格同比-5.74%。2022 年公司营收同比+7.19%，营业成本+22.67%，营收增长速度低于营业成本涨幅，使得毛利率下滑同比 11.55pct，至 8.44%。分季度看，2022Q4 钢材产业链市场价格环比走弱，其中铁矿石价格环比下滑 4.17%，螺纹钢价格环比下滑 3.74%。2022Q4 公司营收环比+4.16%，营业成本环比+6.17%。营业成本增幅大于营收增速，导致 2022Q4 毛利率环比下滑 1.41pct，至 4.18%。

图5：公司 2022 年钢材产销量小幅下滑



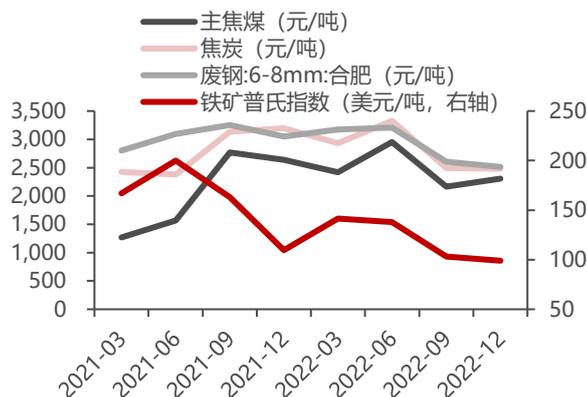
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：公司 2022 年铁精粉产销量下滑明显



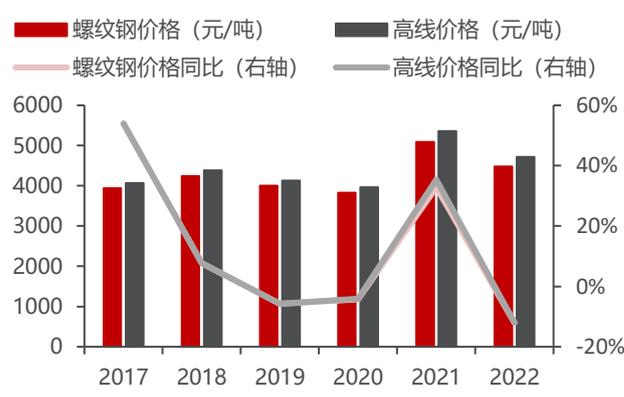
资料来源：wind，民生证券研究院

图7：2022 年原材料价格整体上涨

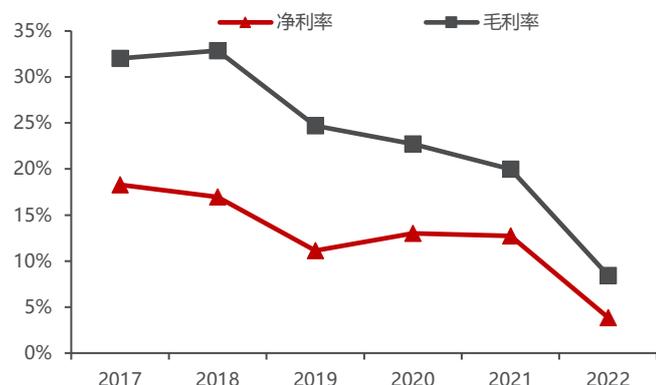


资料来源：wind，民生证券研究院

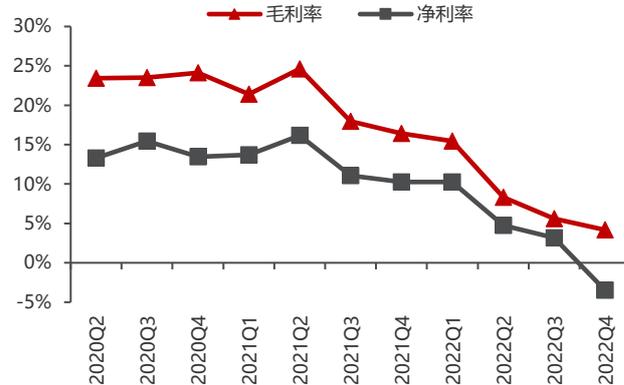
图8：2022 年钢材市场价格回落



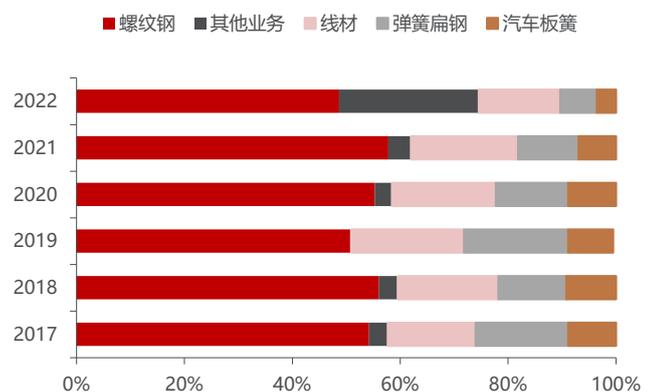
资料来源：Mysteel，民生证券研究院

图9：2022 年公司毛利率小幅下滑（单位：%）


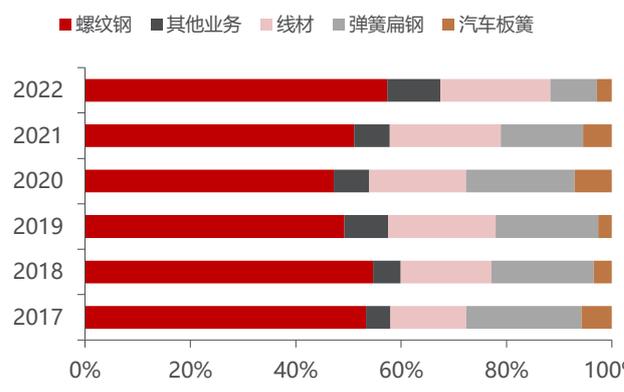
资料来源：wind，民生证券研究院

图10：公司分季度毛利率变化（单位：%）


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：%）


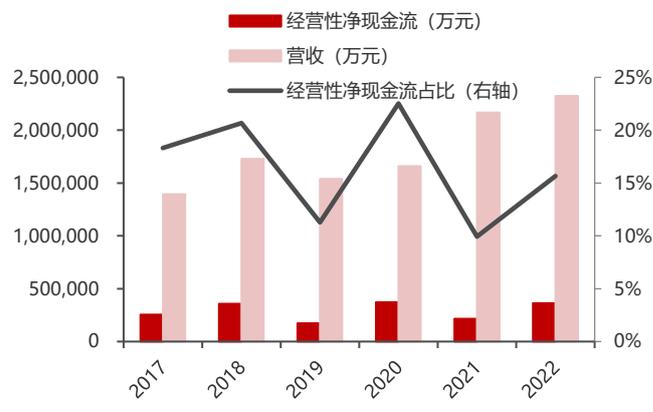
资料来源：wind，民生证券研究院

2022 年期间费用增加。公司 2022 年期间费用同比增加 74.84%至 9.54 亿元，期间费用率同比增加 1.55pct 至 4.11%。其中，**销售费用同比减少 26.43% 至 0.37 亿元**，主要原因是 2022 年压降销售费用，其中职工薪酬减少 776.34 万元，业务费减少 273.38 万元对销售费用减少贡献较大。**管理费用同比增加 53.78% 至 10.27 亿元**，主要原因是管理费用较上年同期增加，主要系本期发行限制性股票，确认股权激励费用，导致工资及奖励福利增加 3.75 亿。**财务费用同比增加 36.25% 至 1.10 亿元**，主要原因是本期支付借款利息所致，其中利息支出增加 0.74 亿元。

2022 年公司经营性净现金流增加，同比增长 68.89%至 36.37 亿元。主要系本期销售商品、提供劳务收到的现金增加所致。经营性净现金流占比同比增加 5.72pct 至 15.65%。

图13：2022 年公司期间费用同比减少


资料来源: wind, 民生证券研究院

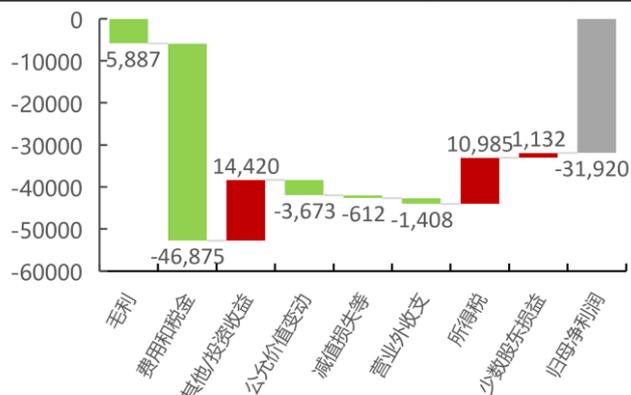
图14：2022 年公司经营性净现金流同比增加


资料来源: wind, 民生证券研究院

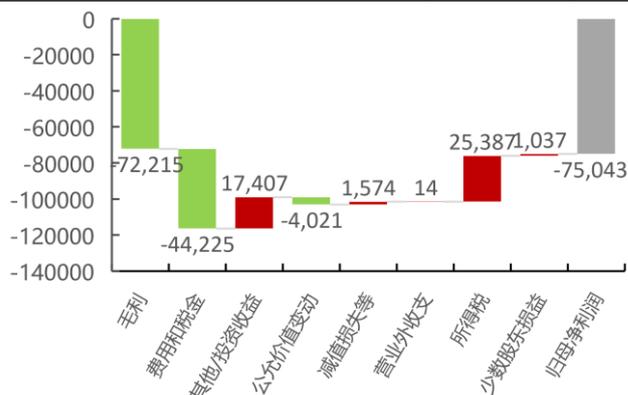
2.2 2022Q4 业绩环比同比有所下滑

2022Q4 vs 2022Q3：2022Q4 归母净利润环比减少 31,920 万元，主要的增利点在于其他/投资收益 (+14,420 万元)、所得税 (+10,985 万元)、少数股东权益 (+1,132 万元)；主要的减利点包括毛利 (-5,887 万元)、费用和税金 (-46,875 万元)、公允价值变动 (-3,673 万元)、减值损失等 (-612 万元)、营业外收支 (-1,408 万元)。

2022Q4 vs 2021Q4：2022Q4 归母净利润同比减少-75,043 万元，主要的增利点在于其他/投资收益 (+17,407 万元)、减值损失等 (+1,574 万元)、所得税 (+25,387 万元)、少数股东权益 (+1,037 万元)、营业外收支 (+14 万元)；主要的减利点包括毛利 (-72,215 万元)、费用和税金 (-44,225 万元)、公允价值变动 (-4,021 万元)。其中费用端变动主要因 2022 年发行限制性股票，确认股权激励费用以及支付借款利息所致；毛利下滑主要由于原材料价格上涨，营业成本相对收入增速更快；公允价值变动主要系交易性金融资产公允价值变动所致。

图15：2022Q4 业绩环比变化拆分 (单位: 万元)


资料来源: wind, 民生证券研究院

图16：2022Q4 业绩同比变化拆分 (单位: 万元)


资料来源: wind, 民生证券研究院

2.3 拟发行可转债，确立未来三年股东回报规划

公司拟发行可转债募集资金总额不超过人民币 31 亿。扣除发行费用后，募集资金将主要投向超高温亚临界发电节能降碳升级改造项目、智慧工厂建设改造项目、超低排放环保改造项目以及偿还借款，募集资金不足部分由公司自有资金或通过其他融资方式解决。

表1：可转债募集资金所投资项目

序号	项目名称	项目总投资金额 (万元)	募集资金拟投入金额 (万元)
1	方大特钢超高温亚临界发电节能降碳升级改造项目	125,032.35	118,300.00
2	方大特钢智慧工厂建设改造项目	39,728.60	30,263.00
3	超低排放环保改造项目	104,038.00	68,437.00
4	偿还借款	93,000.00	93,000.00
	合计	361,798.95	310,000.00

资料来源：公司公告，民生证券研究院

此外，在未来三年（2023 年-2025 年）股东回报规划中，公司提出 2023-2025 年以现金方式累计分配的利润不少于母公司三年实现的年均可分配利润的百分之三十。

3 核心看点：区域优势叠加产品特色，低成本与股权激励行稳致远

股票激励计划为公司长远发展奠定基石。2022 年 5 月 6 日，公司办理完成 2022 年 A 股限制性股票激励计划首次授予登记工作，首次向 1,197 名激励对象授予 17,585.50 万股限制性股票，授予价格为 4.29 元/股。剩余预留的 3,922 万股限制性股票因 12 个月内未明确激励对象，已于 2023 年 3 月失效。2022 年 9 月，公司将解除限售条件的考核指标确定为“2022/2023/2024 年加权平均净资产收益率不低于 20%，且不低于同行业对标公司同期 70 分位加权平均净资产收益率水平”。股权激励计划能够继续促进激励对象发挥积极性，进一步提高公司凝聚力，有效发挥激励作用，确保公司长期稳定发展，为股东带来更高效、更持久的回报。

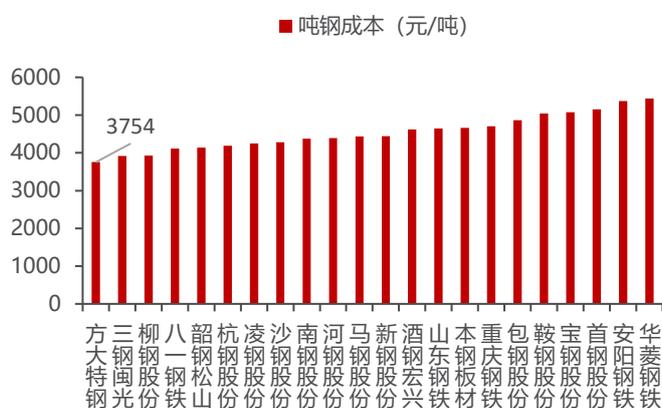
表2：设定不同的可解除限售比例情况

加权平均净资产收益率实际完成值 (A)	公司层面可解除限售比例 (X)
$A \geq 14\%$	$X = 100\%$
$12\% \leq A < 14\%$	$X = 90\%$
$10\% \leq A < 12\%$	$X = 80\%$
$A < 10\%$	$X = 0$

资料来源：公司公告，民生证券研究院

全流程及炉料结构优势、精细化管理保障公司吨钢成本位于行业低水平。公司拥有包括完整铁前工序和钢后工序在内的全流程生产工序，使得装备与产品结构能够高效匹配。公司炉料结构具有经济性优势，以性价比为主线，通过配料结构优化，经济用煤、矿、废钢和生铁，降低采购和生产成本。原料运输可依托长江、赣江，钢材销售半径短，以省内销售为主，物流成本具有优势。公司以精细化管理为主线，建立起从采购、生产、销售到技术、设备、运营管理、后勤保障等各级各类职能部门全覆盖的降本创效体系。成本管控使得公司吨钢成本处于行业低水平。2021 年度公司吨钢成本为 3753.76 元/吨，处于 22 家行业可比公司中最低水平。2022 年公司吨钢成本同比下降 5.30%至 3554.77 元/吨，预计仍处于行业内较低水平。

图17：2021 年公司吨钢成本在可比公司中最低



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司产品江西区域内占有率高，弹簧扁钢与汽车板簧具有特色。公司生产的螺纹钢、优线主要通过代理商在江西省及周边地区销售，少量为重点工程直供，在江西省内具有较高的品牌知名度和市场占有率。弹簧扁钢是公司的战略产品，产品销往全国各地，多年来在汽车弹簧用钢细分市场一直保持较高的占有率，具有稳定的合作关系和较强的议价能力，是公司的高效益产品之一；利用弹簧扁钢原材料制造商及先期研发优势，公司将产品线进一步延伸至汽车板簧，目前已覆盖轻微簧、中重簧、客车簧等全系列产品，主要配套商用车市场，少量配套乘用车。公司重点开展弹簧扁钢等产品开发，在高强度弹簧钢方面开展了大量的基础研究，积累了大量的技术数据，形成了全过程的控制技术。钢筋产品研发积极响应国家政策和标准导向，推进产品升级换代，成功开发高强钢筋产品，推进产品升级换代。

4 盈利预测与投资建议

我们认为，伴随下游需求逐步复苏，降本工艺进一步取得成效，公司业绩或逐步修复，2023-25 年归母净利润预计依次为 12.58/16.44/18.42 亿元，对应 3 月 20 日收盘价的 PE 为 11x、8x 和 7x，维持“推荐”评级。

5 风险提示

1) 下游需求不及预期。当前国内经济存在复苏预期，若经济复苏不及预期将会影响下游需求减少，进而直接影响公司业绩情况。

2) 钢价大幅下跌。目前钢材生产受到国家政策影响，产量受限，一旦国家相关政策放松，钢材供应增速可能出现较大抬升，钢材基本面失衡，钢价下跌拖累钢厂盈利。

3) 原材料价格大幅波动。钢材原料铁矿石进口依存度较高，且受海外四大矿企产出影响较大，一旦出现矿山意外等事件，铁矿石价格可能出现非理性上涨，侵蚀钢企利润。焦炭等能源价格上涨也会挤压公司利润。

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	23239	19171	19619	19812
营业成本	21277	16787	16733	16689
营业税金及附加	103	84	86	87
销售费用	37	31	31	32
管理费用	1027	844	863	872
研发费用	79	58	59	59
EBIT	846	1464	1944	2172
财务费用	-110	-119	-106	-139
资产减值损失	-9	-4	-3	-1
投资收益	69	19	20	20
营业利润	1145	1608	2076	2339
营业外收支	-26	-22	-20	-18
利润总额	1119	1586	2056	2321
所得税	222	317	411	464
净利润	896	1268	1645	1857
归属于母公司净利润	926	1258	1632	1842
EBITDA	1294	1971	2491	2784

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	5571	5134	6248	7025
应收账款及票据	749	731	748	756
预付款项	144	137	137	137
存货	1638	1335	1332	1330
其他流动资产	983	1685	1707	1716
流动资产合计	9086	9023	10172	10963
长期股权投资	4129	4148	4168	4188
固定资产	2838	2884	2925	3018
无形资产	916	868	866	863
非流动资产合计	8267	8331	8441	8516
资产合计	17353	17354	18613	19479
短期借款	623	623	623	623
应付账款及票据	4650	4220	4207	4196
其他流动负债	2623	1785	1785	1784
流动负债合计	7896	6628	6615	6603
长期借款	592	592	592	592
其他长期负债	116	117	121	121
非流动负债合计	708	709	713	713
负债合计	8604	7337	7329	7316
股本	2332	2332	2332	2332
少数股东权益	293	303	316	331
股东权益合计	8749	10017	11285	12163
负债和股东权益合计	17353	17354	18613	19479

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	7.19	-17.50	2.34	0.99
EBIT 增长率	-75.80	73.03	32.76	11.75
净利润增长率	-66.10	35.86	29.67	12.90
盈利能力 (%)				
毛利率	8.44	12.44	14.71	15.76
净利润率	3.99	6.56	8.32	9.30
总资产收益率 ROA	5.34	7.25	8.77	9.46
净资产收益率 ROE	10.95	12.95	14.88	15.57
偿债能力				
流动比率	1.15	1.36	1.54	1.66
速动比率	0.92	1.13	1.31	1.43
现金比率	0.71	0.77	0.94	1.06
资产负债率 (%)	49.58	42.28	39.37	37.56
经营效率				
应收账款周转天数	4.39	4.50	4.50	4.50
存货周转天数	28.10	29.11	29.11	29.11
总资产周转率	1.24	1.10	1.09	1.04
每股指标 (元)				
每股收益	0.40	0.54	0.70	0.79
每股净资产	3.63	4.17	4.70	5.07
每股经营现金流	1.56	0.30	0.94	1.06
每股股利	0.00	0.16	0.42	0.47
估值分析				
PE	15	11	8	7
PB	1.6	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	7.41	4.83	3.37	2.74
股息收益率 (%)	0.00	2.81	7.29	8.23

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	896	1268	1645	1857
折旧和摊销	448	507	547	612
营运资金变动	2424	-1130	-51	-28
经营活动现金流	3637	691	2183	2479
资本开支	132	-558	-642	-674
投资	-4317	0	0	0
投资活动现金流	-4181	-558	-642	-674
股权募资	754	0	0	0
债务募资	-1095	-516	0	0
筹资活动现金流	-3029	-570	-427	-1029
现金净流量	-3570	-437	1114	776

插图目录

图 1: 2022 年, 公司实现营收 232.39 亿元.....	3
图 2: 2022 年, 公司实现归母净利润 9.26 亿元.....	3
图 3: 2022Q4, 公司营收同比减少 10.72%.....	3
图 4: 2022Q4, 公司归母净利润同比减少 127.08%.....	3
图 5: 公司 2022 年钢材产销量小幅下滑.....	4
图 6: 公司 2022 年铁精粉产销量下滑明显.....	4
图 7: 2022 年原材料价格整体上涨.....	4
图 8: 2022 年钢材市场价格回落.....	4
图 9: 2022 年公司毛利率小幅下滑 (单位: %).....	5
图 10: 公司分季度毛利率变化 (单位: %).....	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 年公司期间费用同比减少.....	6
图 14: 2022 年公司经营性净现金流同比增加.....	6
图 15: 2022Q4 业绩环比变化拆分 (单位: 万元).....	6
图 16: 2022Q4 业绩同比变化拆分 (单位: 万元).....	6
图 17: 2021 年公司吨钢成本在可比公司中最低.....	8

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 可转债募集资金所投资项目.....	7
表 2: 设定不同的可解除限售比例情况.....	7
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：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026