

➤ **事件概述：**3月22日，公司发布2021年年报：2021年公司实现营收756.74亿元，同比增长42.45%；归母净利润40.91亿元，同比增长43.75%；扣非归母净利润36.90亿元，同比增长49.84%。分季度看，2021Q4，公司实现营收165.19亿元，同比增14.21%；归母净利润6.22亿元，同比降25.86%；扣非归母净利润4.59亿元，同比降23.46%。

➤ **点评：2021年钢材产销双双提升，毛利率上涨0.77pct**

①**量：2021年钢材产品产量同比上涨3.87%，先进钢铁材料销量持续提升。**公司2021年钢材产品产量为1060万吨，同比增长3.87%，销售量为1040.37万吨，同比增长2.11%。其中，专用板材销量533.83万吨，特钢长材销量301.11万吨，建筑螺纹销量205.43万吨；先进钢铁材料销量为181.11万吨，同比增加16.15%，占总销售量17.41%。

②**价：公司降本增效明显，毛利率上涨0.77pct。**2021年主要原材料铁矿石价格同比+49.06%，主焦煤价格同比+80.75%，焦炭价格+50.08%，废钢价格+29.69%，但公司通过降本增效，测算实际吨钢成本仅上升42%，且产品实际售价提升约44.72%，致使2021年度公司整体毛利率上涨0.77pct至11.68%。

➤ **未来核心看点**

①**产品结构优化升级，竞争力稳步提升。**2021年新能源与油气装备领域产品销量占比16.5%；船舶与海工领域产品销量占比11.1%。同时，新研发产品销售转化率达82%；先进钢铁市场需求旺盛，利润贡献度持续提升。

②**深化产业链布局，涉足焦炭、精细化工及数字化领域。**围绕产业链上游在印尼布局焦炭，合资设立金瑞新能源、金祥新能源，分别建设年产260万吨、390万吨的焦炭项目。此外，新产业聚焦新材料、产业互联网等赛道。

③**股权激励助力公司长远发展。**公司2017-2019年连续三年实施股权激励计划。激励对象人数逐年增加，且主要为中层管理人员、核心技术（业务）骨干，充分调动核心团队的积极性，为公司长远发展打下坚实的基础。

④**高力度分红回报股东，股东增持彰显发展信心。**2021年，公司向全体股东每10股派发现金红利3.00元（含税），现金分红比例高达45.07%。股东对公司发展保持信心，2021年11月19日至今南京钢联累计增持25,338,462股。

➤ **盈利预测与投资建议：**公司努力推进品种结构持续优化；深化产业链布局，业绩有望保持稳定增长。我们预计2022-2024年公司归母净利润依次为48.82/57.96/66.40亿元，对应3月23日收盘价的PE为5x、4x和3x，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示：**原材料价格大幅波动，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）	75,674	78,642	91,264	93,375
增长率（%）	42.5	3.9	16.0	2.3
归属母公司股东净利润（百万元）	4,091	4,882	5,796	6,640
增长率（%）	43.8	19.3	18.7	14.6
每股收益（元）	0.66	0.79	0.94	1.08
PE	6	5	4	3
PB	0.9	0.8	0.7	0.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2022年03月23日收盘价）

谨慎推荐

首次评级

当前价格：
3.70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 事件概述：公司公布 2021 年年报	3
2 点评：钢材产销双升，毛利率上涨 0.77pct	3
3 核心看点：产品结构优化，产业链延伸布局	6
4 盈利预测与投资建议	8
4.1 盈利预测预测假设与业务拆分	8
4.2 盈利预测与投资建议	8
5 风险提示	10
插图目录	12
表格目录	12

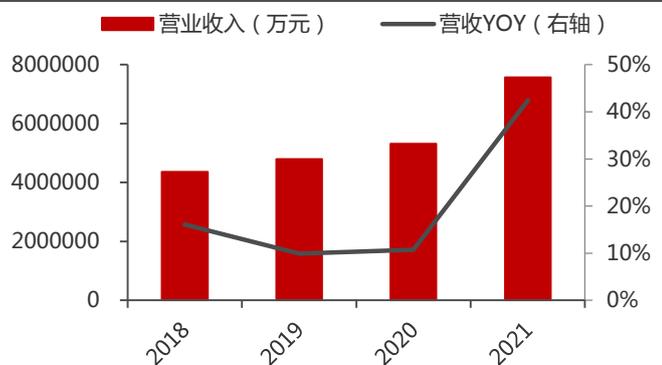
1 事件概述：公司公布 2021 年年报

公司公布 2021 年年报：2021 年公司实现营收 756.74 亿元，同比增长 42.45%；归母净利润 40.91 亿元，同比增长 43.75%；扣非归母净利润 36.90 亿元，同比增长 49.84%。

分季度来看，2021Q4，公司实现营收 165.19 亿元，同比增 14.21%、环比降 19.69%；归母净利润 6.22 亿元，同比降 25.86%、环比降 48%；扣非归母净利润 4.59 亿元，同比降 23.46%、环比降 59%。

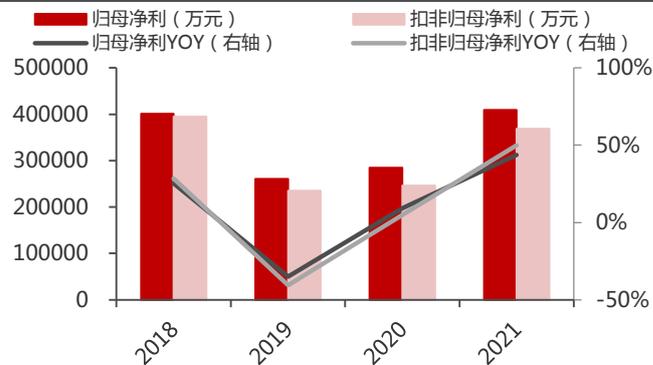
2022 年公司经营目标：钢材产量 1068 万吨；实现营业收入 780 亿元。

图 1：2021 年，公司实现营收 756.74 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：2021 年，公司实现归母净利润 40.91 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：2021Q4，公司实现营收 165.19 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：2021Q4，公司实现归母净利润 6.22 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

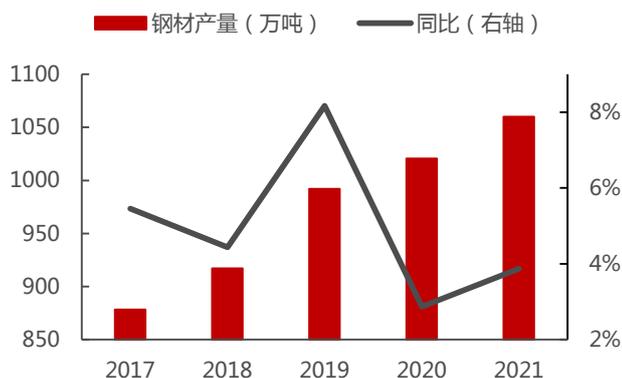
2 点评：钢材产销双升，毛利率上涨 0.77pct

量：2021 年钢材产品产量同比上涨 3.87%，先进钢铁材料销量持续提升。公司 2021 年钢材产品产量为 1060 万吨，同比增长 3.87%，销售量为 1040.37 万吨，同比增长 2.11%。其中，专用板材销量 533.83 万吨，特钢长材销量 301.11

万吨,建筑螺纹销量 205.43 万吨;先进钢铁材料销量为 181.11 万吨,同比增加 16.15%, 占总销售量 17.41%。

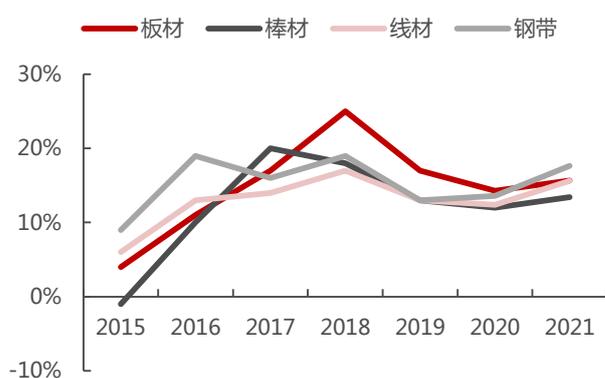
价：钢价涨幅明显，毛利率提升 0.77pct。2021 年钢材产品主要原材料铁矿石价格同比+49.06%，主焦煤价格同比+80.75%，焦炭价格+50.08%，废钢价格+29.69%。面对原材料大幅上涨的压力，公司全工序、全要素、全体系挖潜增效。降低工序成本 4.53 亿元，采购降本 4.69 亿元，测算实际吨钢成本仅上升 42%，且产品实际售价提升约 44.72%，致使 2021 年度公司整体毛利率上涨 0.77pct 至 11.68%。此外，公司先进钢铁材料利润贡献继续提高，销售均价 5905.24 元/吨（不含税），同比增加 22.83%；毛利率 17.55%，同比增加 2.65%；毛利总额 18.77 亿元，同比增加 68.09%。

图 5：公司 2021 年钢材产品产量同比+3.87%



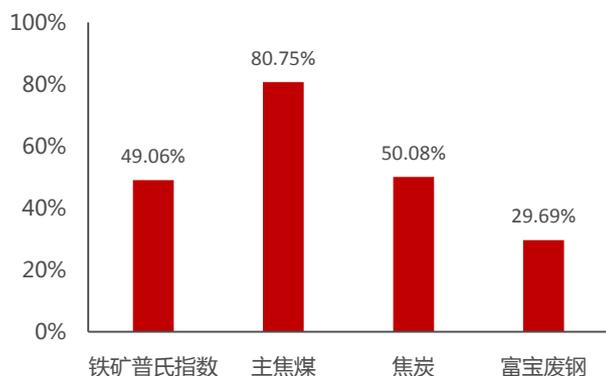
资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：2021 年分产品毛利率（单位：%）



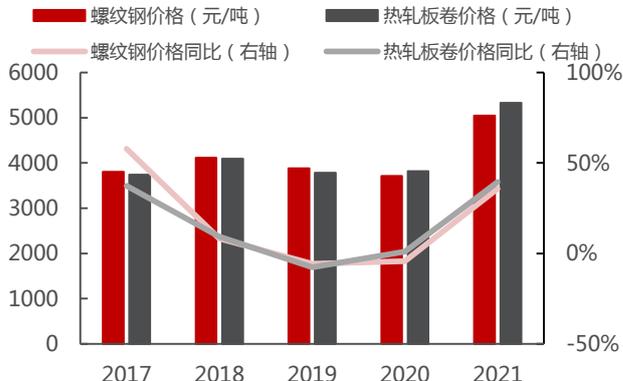
资料来源：wind，民生证券研究院

图 7：2021 年原料价格涨幅明显



资料来源：wind，民生证券研究院

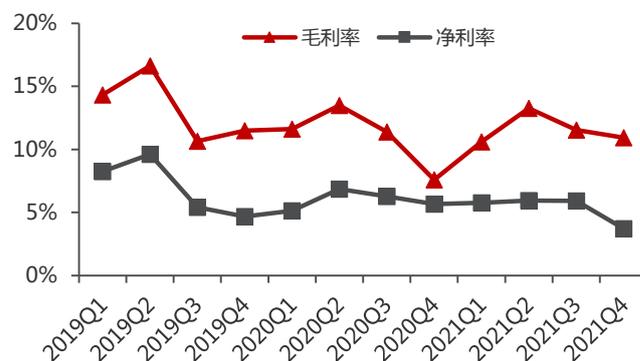
图 8：2021 年钢价市场价格走高



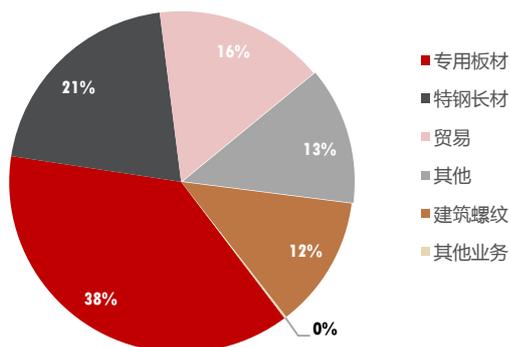
资料来源：wind，民生证券研究院

图 9：2021 年毛利率小幅上升

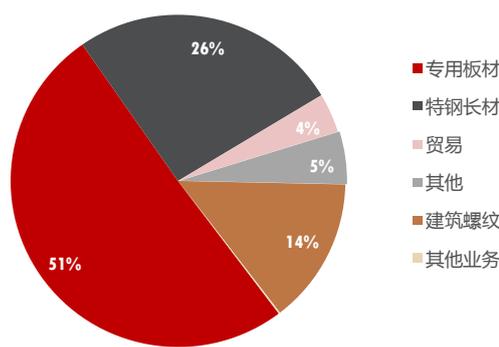

资料来源：wind，民生证券研究院

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 11：2021 年公司分产品营收占比 (单位：%)


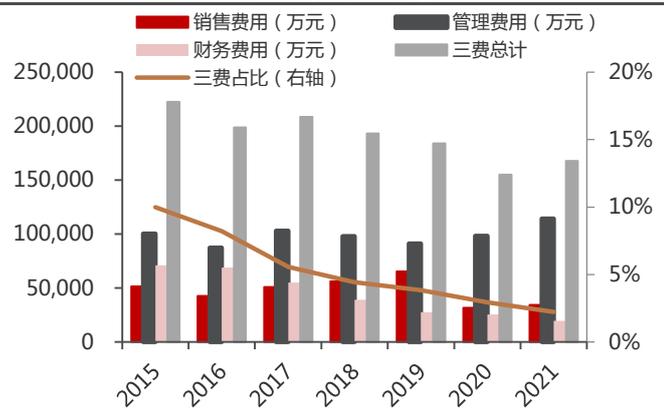
资料来源：wind，民生证券研究院

图 12：2021 年公司分产品毛利占比 (单位：%)


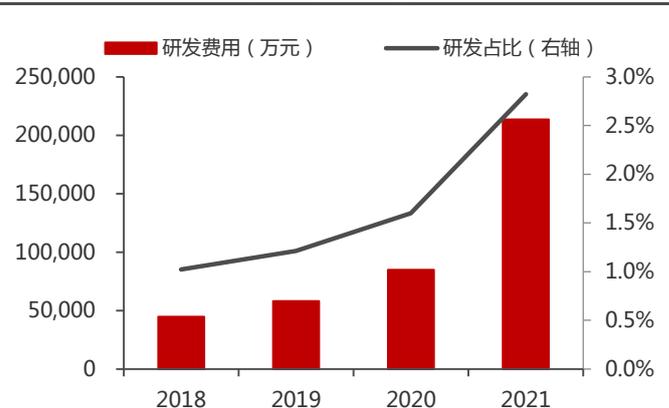
资料来源：wind，民生证券研究院

期间费用率小幅下滑。公司 2021 年期间费用同比下滑 0.7%至 16.79 亿元，占营收比重 2.22%；其中销售费用增加 8.1%至 3.42 亿元，管理费用增加 16.39%至 11.43 亿元，均是由于合并范围增加及职工薪酬增加所致；财务费用因单位融资成本降低及利息收入增加较 2020 年同比下降 23.59%至 1.94 亿元。

公司加大研发投入，研发费用大幅上升。公司 2021 年加快数字化转型，加大对新工艺、新技术、新产品的研发投入，因此本年度研发费用大幅上升，研发投入达 21.35 万元，同比增长 151.45%。

图 13：2021 年公司期间费用率小幅下滑


资料来源：wind，民生证券研究院

图 14：2021 年公司研发费用大幅上升


资料来源：wind，民生证券研究院

毛利下滑，投资收益下滑与减值损失拖累 2021Q4 业绩。 2021Q4，公司归母净利润 6.22 亿元，环比下降 5.86 亿元，环比降幅 48%；扣非归母净利润 4.59 亿元，环比降 59%。环比来看，受房地产需求疲软影响，钢材价格开始回调，而原料需求及价格相对持稳，导致 2021Q4 公司毛利率环比下滑 0.6pct 至 10.93%，毛利下滑 5.65 亿元。此外，减值损失等-1.34 亿元，其他/投资收益-2.12 亿元与营业外利润-0.6 亿元，共同拖累 2021Q4 业绩。

3 核心看点：产品结构优化，产业链延伸布局

产品结构优化升级，竞争力稳步提升。 公司致力于打造全球竞争力先进智造商，不断优化产品结构。重点产品方面，2021 年新能源与油气装备领域产品销量为 171.16 万吨，占比 16.5%；船舶与海工领域产品销量 115.48 万吨，占比 11.1%。产品研发方面，65 个产品实现从 0 到 1 的突破，2021 年新研发产品销售转化率达 82%。先进钢铁方面，市场需求旺盛，利润贡献度持续提升。

深化产业链布局，涉足焦炭、精细化工及数字化领域。 公司加速拓宽产业地图，致力向材料领域进行产业链延伸。围绕产业链上游布局海外焦炭，公司在印尼青山工业园区打造海外焦炭生产基地，合资设立金瑞新能源、金祥新能源，分别建设年产 260 万吨、390 万吨的焦炭项目，预计分别于 2022 年和 2023 年投产。其中，印尼金瑞新能源项目规划建设期 18 个月。目前已完成了 2#焦炉筑炉、烟囱封顶等重大节点任务，进入设备安装调试阶段。印尼金祥新能源项目规划建设期 18 个月，目前现场已进入土建施工阶段。

同时，在新材料领域，公司拟通过收购万盛股份，精细化工新赛道布局。在产业互联网方面，公司控股钢宝股份，打造基于区块链、物联网等新技术应用融合的 C2M 生态综合供应链服务平台，为业务发展提供新的增长点。

股权激励助力公司长远发展。 为健全公司长效激励机制，提高企业优秀人才吸引力，公司 2017-2019 年连续三年实施股权激励计划。其中，2017 年股权激励计划面向董事、高级管理人员及中层管理人员、核心技术（业务）骨干共 40 人，授予股票期权 4035 万份，占当期股本总额 1.02%。2018-2019 年激励对象的人

数进一步增加至 70、71 人，且均为中层管理人员、核心技术（业务）骨干。报告期，2017 年股权激励计划的三个行权期已全部行权，分别有 39、37、34 人累计行权 3558.29 万股；2018 年股权激励计划前两个行权期已行权完毕，行权人数为 69 和 63 人，累计行权 1570.19 万股；2019 年股权激励计划第一个行权期 69 人集中行权 1055 万股。公司股权激励计划将企业核心团队个人利益、公司利益及股东利益结合起来，充分调动企业核心团队的积极性和创造力，有利于为公司长远发展打下坚实的基础。

表 1：公司股权激励计划

	2017 年股权激励计划			2018 年股权激励计划			2019 年股权激励计划		
激励对象	董事、高级管理人员（11 人）；中层管理人员、核心技术（业务）骨干（29 人）			中层管理人员、核心技术（业务）骨干（70 人）			中层管理人员、核心技术（业务）骨干（71 人）		
授予数量（万份）	4035			3178			2198		
占目前股本总额的比例	1.02%			0.72%			0.50%		
业绩考核目标	第一个行权期：2017 年利润总额不低于 5 亿元； 第二个行权期：2018 年利润总额不低于 5.5 亿元； 第三个行权期：2019 年利润总额不低于 6 亿元。			以 2016 年、2017 年归属于上市公司股东的净利润平均值为基数， 第一个行权期：2018 年归属于上市公司股东的净利润增长率不低于 10%，且 2018 年营业收入不低于 415 亿元； 第二个行权期 2019 年归属于上市公司股东的净利润增长率不低于 15%； 第三个行权期：2020 年归属于上市公司股东的净利润增长率不低于 20%。			以 2016 年、2017 年归属于上市公司股东的净利润平均值为基数， 第一个行权期：2019 年归属于上市公司股东的净利润增长率不低于 15%，且 2019 年营业收入不低于 420 亿元。 第二个行权期：2020 年归属于上市公司股东的净利润增长率不低于 20%。		
可行权比例	40%	30%	30%	40%	30%	30%	50%	50%	
行权条件成就	各行权期业绩考核目标均超标达成								

资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

高力度分红回报股东，股东增持彰显发展信心。公司《2021-2023 年度股东回报规划》明确每一年度拟分配的现金红利总额应不低于该年度归属于上市公司股东的净利润的 30%。2021 年，公司向全体股东每 10 股派发现金红利 3.00 元（含税），派发现金红利 18.44 亿元，现金分红比例高达 45.07%。同时，股东对公司未来发展前景保持信心。2021 年 11 月 18 日，公司控股股东南京钢联发布关于增持公司股份计划的《告知函》，截至 2022 年 3 月 19 日，南京钢联通过上海证券交易所交易系统以集中竞价交易方式累计增持本公司股份 25,338,462 股，占公司已发行股份总数的 0.41%，已支付的总金额为人民币 91,954,269.33 元（不含交易费用）。

表 2：公司分红情况

年度	每 10 股派息数（元）	归母净利润（亿元）	现金分红总额（亿元）	股利支付率
2021	3.00	40.91	18.44	45.07%
2020	2.50	28.46	15.31	53.80%
2019	3.00	26.06	13.24	50.80%
2018	3.00	40.08	13.27	33.10%

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

预计公司 2022-24 年收入分别为 786.42、912.64、933.75 亿元，同比增速分别为 3.92%、16.05%、2.31%。具体拆分来看，南钢股份收入可以分为传统的钢材、贸易业务及新增的精细化工与焦炭业务，其中：

(1) **钢铁板块**预计 2022-24 年收入分别为 512.43、539.11、533.11 亿元，同比增速分别为-4.34%、5.21%、-1.11%。

(2) **贸易板块**预计 2022-24 年营收分别为 115.25、121.65、119.90 亿元，同比增速分别为 -4.78%、5.56%、-1.44%。

(3) 随着公司**印尼焦炭**产能的投产，假设 2022-24 年焦炭销量为 130、410 和 540 万吨，则贡献营收分别为 32.79、105.22、136.19 亿元，2023-24 年同比增速分别为 215.38%、31.71%。

(4) 假设公司 2022 年完成**万盛股份**收购，则 2022-24 年贡献营收分别为 25.96、41.11、40.52 亿元，2023-24 年同比增速分别为 58.34%、-1.44%。

(5) 其他营收 2022-24 年预计为 99.98、105.54 和 104.02 亿元，同比分别增长-0.02%、5.56%和-1.44%。

从毛利率角度看，假设由于铁矿等原材料价格回落，叠加万盛股份业绩的释放，我们预计公司的整体毛利率将呈现上升的趋势，预计 2022-24 年毛利率分别为 12.99%、12.61%、13.64%。毛利率的提升主要得益于：1) 受益于铁矿等原材料价格下跌，预计公司钢铁板块 2022-24 年毛利率稳步提升，分别为 16.97%、17.48% 和 19.48%；2) 万盛股份毛利率预计为 26%，随着公司收购完成，将有助于提升公司整体毛利率水平。

4.2 盈利预测与投资建议

根据公司的业务属性，我们选择中信特钢和方大特钢作为可比公司，截至 22 年 3 月 23 日收盘数据，可比公司对应 2022-24 年平均 PE 分为 8x、7x 和 6x。公司努力建设为具有全球竞争力的先进材料智造商：坚持做精做强特钢产品，品种结构持续优化；深化产业链布局，向原材料和精细化工领域延伸，坚定推动数字化转型，同时股权激励、高分红与股东增持彰显发展信心。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润依次为 48.82/57.96/66.40 亿元，对应 3 月 23 日收盘价的 PE 为 5x、4x 和 3x，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

表 3 重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				评级
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
000708.SZ	中信特钢	18.34	1.58	1.84	2.16	2.51	12	10	8	7	推荐
600507.SH	方大特钢	8.32	1.27	1.42	1.59	1.74	7	6	5	5	推荐
			均值				9	8	7	6	
600282.SH	南钢股份	3.7	0.66	0.79	0.94	1.08	6	5	4	3	谨慎推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

(注：股价为 2022 年 3 月 23 日收盘价)

5 风险提示

1) 原材料价格大幅波动。铁矿石、焦炭、废钢等原料价格高位波动，工业用电价格上涨，钢铁企业成本压力增大，挤压行业利润。

2) 下游需求不及预期。钢铁行业的发展与宏观经济的运行情况高度相关。国内经济消费和投资恢复迟缓，输入性通胀压力加大，经济转型调整压力仍在，下游发展增速不达预期从而影响行业需求。

3) 新冠疫情持续影响。疫情防控形势严峻复杂，疫情防控难度加大，给公司的生产经营管理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	75,674	78,642	91,264	93,375
营业成本	66,833	68,426	79,755	80,638
营业税金及附加	316	353	400	413
销售费用	342	409	429	454
管理费用	1,144	1,277	1,448	1,493
研发费用	2,135	2,241	2,583	2,649
EBIT	4,905	5,936	6,649	7,728
财务费用	194	403	383	323
资产减值损失	-386	-270	-78	-173
投资收益	234	441	435	471
营业利润	5,028	5,999	7,094	8,130
营业外收支	-50	-2	3	10
利润总额	4,978	5,997	7,097	8,139
所得税	883	1,066	1,260	1,446
净利润	4,095	4,932	5,837	6,694
归属于母公司净利润	4,091	4,882	5,796	6,640
EBITDA	6,624	8,179	9,132	10,399

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	6,314	6,946	7,085	9,282
应收账款及票据	1,618	1,510	1,849	1,847
预付款项	1,218	1,190	1,409	1,417
存货	8,170	8,698	10,154	10,246
其他流动资产	7,943	8,286	9,106	9,535
流动资产合计	25,264	26,629	29,603	32,327
长期股权投资	2,040	2,108	2,228	2,331
固定资产	19,271	20,449	22,059	23,504
无形资产	1,102	1,175	1,222	1,274
非流动资产合计	32,437	34,874	37,018	38,689
资产合计	57,701	61,503	66,621	71,016
短期借款	6,537	7,024	4,760	3,533
应付账款及票据	12,973	13,310	15,503	15,678
其他流动负债	7,772	7,774	8,598	8,818
流动负债合计	27,281	28,108	28,861	28,029
长期借款	1,618	2,004	2,384	2,764
其他长期负债	1,657	1,247	1,250	1,230
非流动负债合计	3,275	3,251	3,633	3,993
负债合计	30,556	31,359	32,494	32,022
股本	6,159	6,159	6,159	6,159
少数股东权益	758	807	848	901
股东权益合计	27,145	30,144	34,127	38,994
负债和股东权益合计	57,701	61,503	66,621	71,016

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	42.45	3.92	16.05	2.31
EBIT 增长率	45.26	21.01	12.01	16.24
净利润增长率	43.75	19.34	18.71	14.57
盈利能力 (%)				
毛利率	11.68	12.99	12.61	13.64
净利润率	5.41	6.27	6.40	7.17
总资产收益率 ROA	7.09	7.94	8.70	9.35
净资产收益率 ROE	15.50	16.64	17.42	17.43
偿债能力				
流动比率	0.93	0.95	1.03	1.15
速动比率	0.58	0.60	0.63	0.74
现金比率	0.23	0.25	0.25	0.33
资产负债率 (%)	52.96	50.99	48.77	45.09
经营效率				
应收账款周转天数	5.85	5.80	5.82	5.81
存货周转天数	44.62	47.46	46.51	46.83
总资产周转率	1.31	1.28	1.37	1.31
每股指标 (元)				
每股收益	0.66	0.79	0.94	1.08
每股净资产	4.28	4.76	5.40	6.18
每股经营现金流	0.73	1.10	1.40	1.51
每股股利	0.30	0.30	0.30	0.30
估值分析				
PE	6	5	4	3
PB	0.9	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	3.99	3.15	2.60	1.98
股息收益率 (%)	8.11	8.12	8.13	8.15

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	4,095	4,932	5,837	6,694
折旧和摊销	1,719	2,243	2,483	2,671
营运资金变动	-1,878	-594	277	-137
经营活动现金流	4,520	6,775	8,650	9,271
资本开支	-2,559	-4,654	-4,565	-4,287
投资	-2,756	821	-225	-208
投资活动现金流	-5,391	-3,404	-4,377	-4,023
股权募资	194	20	20	20
债务募资	2,216	-340	-1,882	-852
筹资活动现金流	439	-2,739	-4,133	-3,051
现金净流量	-464	631	139	2,198

插图目录

图 1：2021 年，公司实现营收 756.74 亿元.....	3
图 2：2021 年，公司实现归母净利润 40.91 亿元.....	3
图 3：2021Q4，公司实现营收 165.19 亿元.....	3
图 4：2021Q4，公司实现归母净利润 6.22 亿元.....	3
图 5：公司 2021 年钢材产品产量同比+3.87%.....	4
图 6：2021 年分产品毛利率（单位：%）.....	4
图 7：2021 年原料价格涨幅明显.....	4
图 8：2021 年钢价市场价格走高.....	4
图 9：2021 年毛利率小幅上升.....	5
图 10：公司分季度毛利率变化.....	5
图 11：2021 年公司分产品营收占比（单位：%）.....	5
图 12：2021 年公司分产品毛利占比（单位：%）.....	5
图 13：2021 年公司期间费用率小幅下滑.....	6
图 14：2021 年公司研发费用大幅上升.....	6

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1：公司股权激励计划.....	7
表 2：公司分红情况.....	7
表 3 重点公司盈利预测、估值与评级.....	9
公司财务报表数据预测汇总.....	11

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