

➤ **2022 年 4 月 26 日，公司公布 2021 年年报。**2021 年，公司实现营收 82.83 亿元，同比增长 47.2%；归母净利润 8.52 亿元，同比增长 84.4%；扣非归母净利 8.5 亿元，同比增长 92.3%。2021Q4，公司实现营收 22.8 亿元，同比增长 44.1%、环比增长 11.1%；归母净利润 1.99 亿元，同比增长 6%、环比减少 12.1%；扣非归母净利 1.99 亿元，同比增长 20.8%、环比减少 10.5%。业绩符合预告。

➤ **2021 年归母净利润同比增长主要得益于报告期内精废铝价差的扩大以及废料贸易销量的大幅增长。****精废铝价差：**2021 年精废铝价差达到 4070.2 元/吨，同比上涨 13.89%。**销量：**2021 年公司主要产品中，废料贸易的销量同比大幅增长 48.46%至 70.2 万吨，而铝合金锭和边角料的销量分别减少 10.76%/1.18%至 29.0/5.1 万吨。废料贸易的销量增长主要得益于 2020 年底公司收购了位于美国俄亥俄州的吉拉德工厂。铝合金锭的销量减少主要是由于 2021 年 7-8 月份马来西亚疫情爆发影响，目前马来西亚疫情平稳，影响已经消除。**成本：**2021 年公司铝锭的销售成本为 1.27 万元/吨（不含税），而南通破碎铝的全年不含税均价为 1.34 万元/吨。公司的销售成本仅为南通破碎铝的 94.8%，具备明显的成本优势。这主要是因为公司具备全球采购优势，能够采购到海外成本较低的原材料。

➤ **2021Q4，公司归母净利润环比减少 2744 万元。**分拆来看，归母净利润环比的减少主要是来自于减值损失的增加（减利 4315 万元）以及所得税（减利 1884 万元）。减值损失或主要来自于 Q4 铝价下跌造成的存货跌价，同时 Q3 存在减值转回，因此环比有较大变化。增利点主要有毛利环比增利 5276 万元，或因 Q3 铝锭产销量受到马来西亚疫情影响基数较低。

➤ **核心看点：低成本+高成长，再生铝老将焕发新活力。**①**低成本：**公司核心优势在于国内外的废铝回收体系以及马来西亚的铝合金生产基地带来的综合成本优势。根据 SMM 数据，截至 2022 年 4 月 26 日，2022 年美国 and 国内废铝平均价差达到 5074 元/吨，考虑到公司通过 Metalico 公司采购具备数字化采购优势，实际获取的美国废铝价格或更低。②**高成长：**马来西亚 130 万吨扩产项目已经开建，预计一期 65 万吨将于 2023 年下半年投产。达产后公司马来西亚总产能将达到 156.98 万吨，相比于原产能 26.98 万吨增幅达到 482%。

➤ **盈利预测与投资建议：**公司废铝收购端全球布局，具有低价采购原材料优势，随着废铝回收能力的提升，公司铝锭生产的产能利用率具备较大提升空间，马来西亚 130 万吨项目将打开远期成长空间。假设项目一期 65 万吨于 23 年下半年投产，当年贡献 30 万吨增量。我们上调关于公司的盈利预测，预计 2022-2024 年公司将实现归母净利 10.94 亿元、15.38 亿元、23.85 亿元，对应 4 月 26 日收盘价的 PE 为 7x、5x 和 3x，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**项目进度不及预期，精废铝价差下跌，废铝进出口政策改变等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	8,283	9,296	12,871	19,615
增长率 (%)	47.2	12.2	38.5	52.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	852	1,094	1,538	2,385
增长率 (%)	84.4	28.4	40.6	55.1
每股收益 (元)	0.39	0.50	0.70	1.08
PE	9	7	5	3
PB	1.9	1.5	1.2	0.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 4 月 26 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

3.3 元



分析师：邱祖学

执业证号：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理：张弋清

执业证号：S0100121120057

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

相关研究

1、民生金属 2022 年年度策略系列报告之工金属篇：稳增长发力，供需有望共振

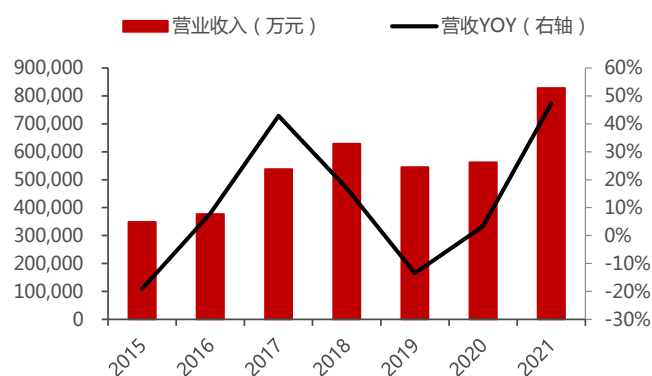
目录

1 事件：公司公布 2021 年年报	3
2 海外渠道优势凸显，业绩亮眼	4
2.1 2021 年业绩：阴极铜产能充分释放，业绩优异	4
2.2 2021Q4 业绩：精废铝价差回落，利润环比下滑	6
3 核心看点：低成本+高成长，再生铝老将焕发新活力	8
4 盈利预测与投资建议	11
5 风险提示	12
插图目录	14
表格目录	14

1 事件：公司公布 2021 年年报

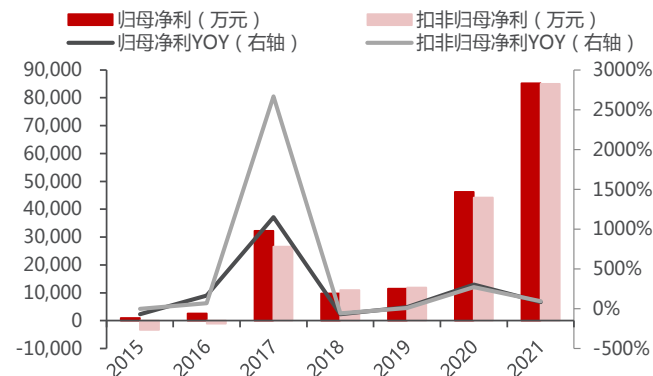
2022 年 4 月 26 日，公司发布 2021 年报。2021 年，公司实现营收 82.83 亿元，同比增长 47.2%；归母净利润 8.52 亿元，同比增长 84.4%；扣非归母净利 8.5 亿元，同比增长 92.3%。2021Q4，公司实现营收 22.8 亿元，同比增长 44.1%、环比增长 11.1%；归母净利润 1.99 亿元，同比增长 6%、环比减少 12.1%；扣非归母净利 1.99 亿元，同比增长 20.8%、环比减少 10.5%。业绩符合此前预告。

图 1：2021 年，公司营收同比增加 47.2%



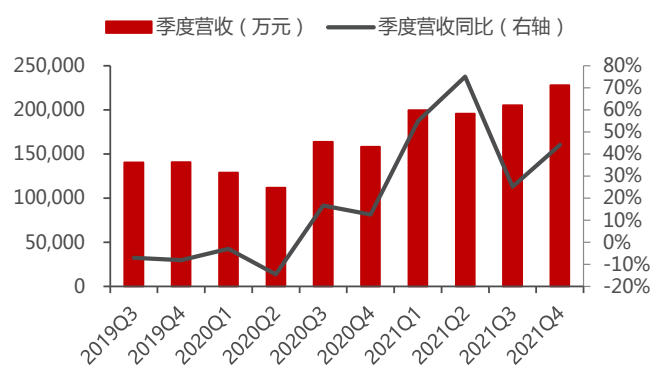
资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：2021 年，公司归母净利润同比增加 84.4%



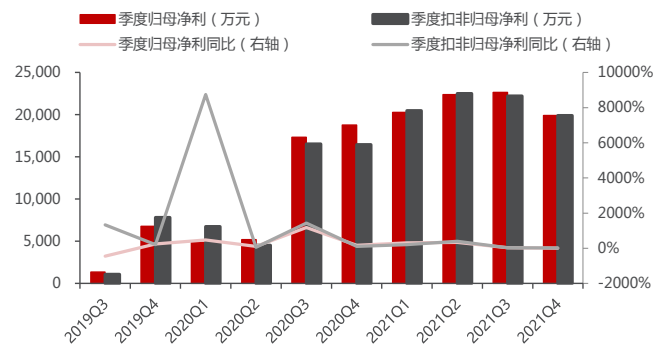
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：2021Q4，公司营收同比增加 44.1%



资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：2021Q4，公司归母净利润同比增加 6%



资料来源：wind，民生证券研究院

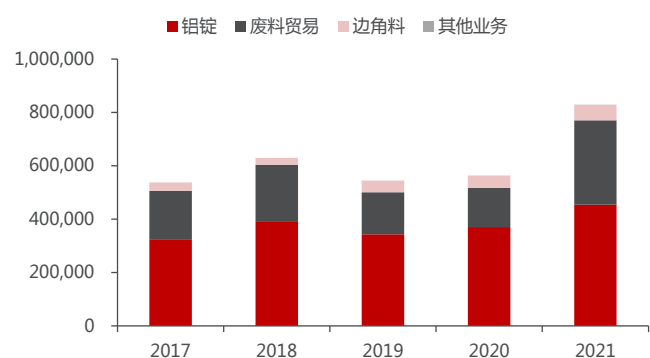
2 海外渠道优势凸显，业绩亮眼

2.1 2021 年业绩：阴极铜产能充分释放，业绩优异

公司专注于废铝再加工业务，是国内铝资源再生领域的龙头企业之一。太仓公司和马来西亚公司的现有产能合计 57 万吨，再加上未来 130 万吨的产能释放，怡球集团或将成为亚洲最大的铝合金锭生产企业之一。

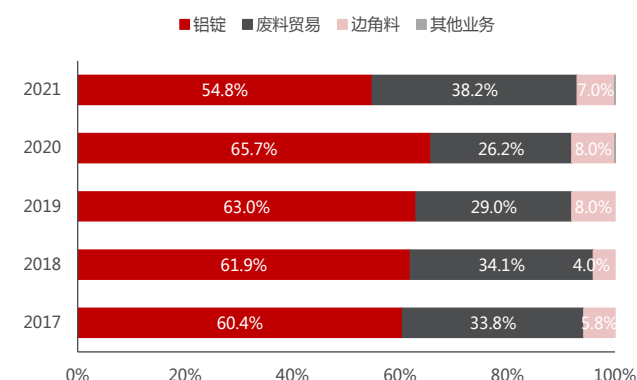
公司的盈利主要来自于再生铝业务的铝锭销售以及废料贸易。2021 年，铝锭销售业务的营收和毛利占比分别为 54.8%和 56.3%，废料贸易业务的营收和毛利占比分别为 38.2%和 31.5%。公司始终聚焦于再生铝合金锭生产销售的主业，2016 年切入上游废料回收业务，2021 年由于铝合金锭业务受疫情影响销量减少，而废料贸易业务端吉隆德工厂贡献产量，2021 年废料贸易业务的营收和毛利占比大幅增加。预计随着马来西亚疫情缓解，以及扩产项目的投建，铝锭销售业务的营收和毛利占比会重新回到 60%以上。

图 5：2017-2021 年，公司分产品营收（单位：万元）



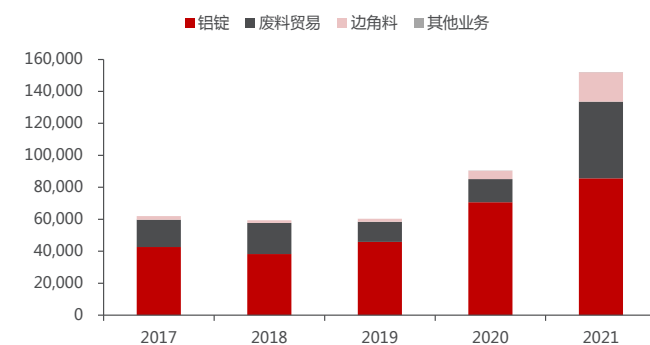
资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：2017-2021 年，公司分产品营收占比



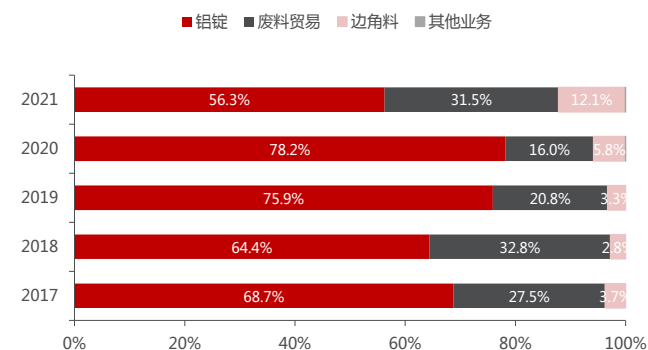
资料来源：wind，民生证券研究院

图 7：2017-2021 年，公司分产品毛利（单位：万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：2017-2021 年，公司分产品毛利占比



资料来源：wind，民生证券研究院

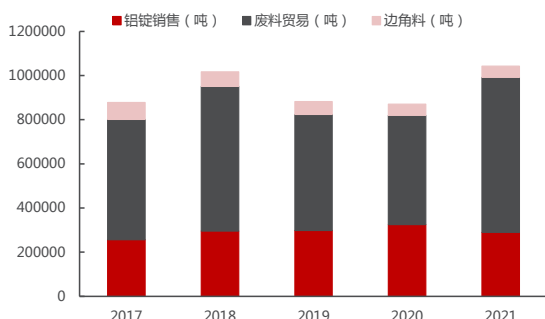
2021 年归母净利润同比增长主要得益于报告期内精废铝价差的扩大以及废料贸易量的大幅增长。

精废铝价差：根据我们的跟踪数据，使用南通破碎铝和 A00 铝锭价格进行测算，2021 年全年精废铝价差达到 4070.2 元/吨，同比上涨 13.89%。

销量：2021 年公司主要产品中，废料贸易的销量同比大幅增长 48.46%至 70.2 万吨，而铝合金锭和边角料的销量分别减少 10.76%/1.18%至 29.0/5.1 万吨。废料贸易的销量增长主要得益于 2020 年底公司收购了位于美国俄亥俄州的吉拉德工厂，进行了优化和整合，并将其与公司原有市场进行战略性合并，扩充了自身的废料贸易产能，较 2020 年相比，Metalico 年处理量增加了近 50%，市场占有率进一步提升。铝合金锭的销量减少主要是由于 2021 年 7-8 月份马来西亚疫情爆发，一定程度上影响了公司的生产经营，目前马来西亚疫情平稳，影响已经消除。

成本：2021 年公司铝锭的销售成本为 1.27 万元/吨（不含税），而南通破碎铝的全年不含税均价为 1.34 万元/吨。公司的销售成本仅为南通破碎铝的 94.8%，具备明显的成本优势。这主要是因为公司具备全球采购优势，能够采购到海外成本较低的原材料，而国内的再生铝企业在采购原材料时，由于国家对废铝的进口严加管控，更多只能采购国内的材料，供应紧张下国内废铝的价格偏高。

图 9：2017-2021 年，公司产品销量情况



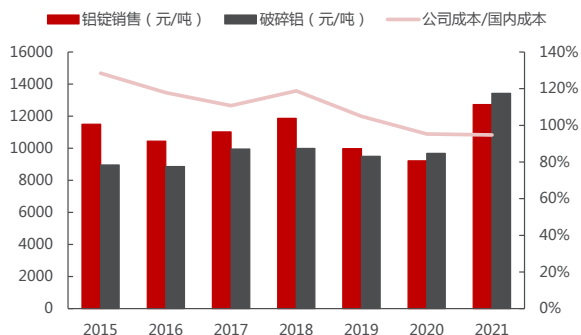
资料来源：wind，民生证券研究院

图 10：马来西亚的疫情已大幅缓解（单位：例）



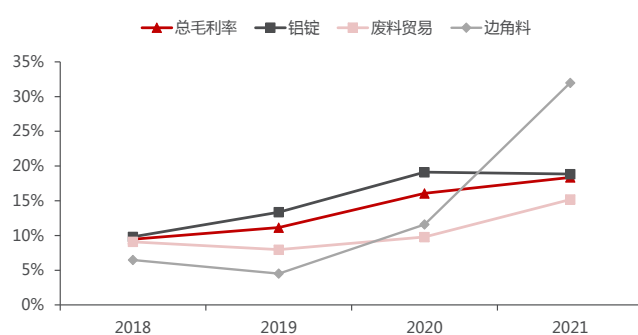
资料来源：wind，民生证券研究院

图 11：2020 年之后，公司的铝锭销售成本相比于国内具备明显优势



资料来源：公司公告，wind，民生证券研究院

图 12：2021 年，公司总毛利率达到 18.4%



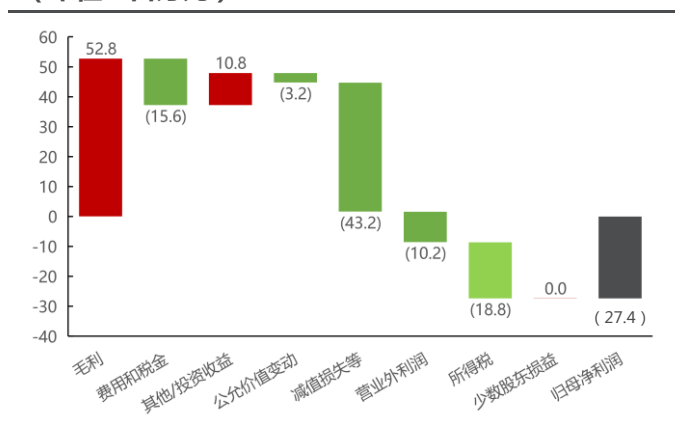
资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 2021Q4 业绩：精废铝价差回落，利润环比下滑

2021Q4，公司归母净利润环比减少 2744 万元。分拆来看，归母净利润环比的减少主要是来自于减值损失的增加（减利 4315 万元）以及所得税（减利 1884 万元）。减值损失或主要是来自于 Q4 铝价下跌造成的存货跌价，同时 Q3 存在减值转回，因此环比有较大变化。其他减利点还有费用和税金（-1561 万元）、营业外利润（-1016 万元）和公允价值变动（-324 万元）。增利点主要有毛利环比增利 5276 万元，主要或因为 Q3 铝锭产销量受到马来西亚疫情影响基数较低，Q4 回归正常后产销量环比有所提升，其他增利点还有其他/投资收益（+1081 万元）。

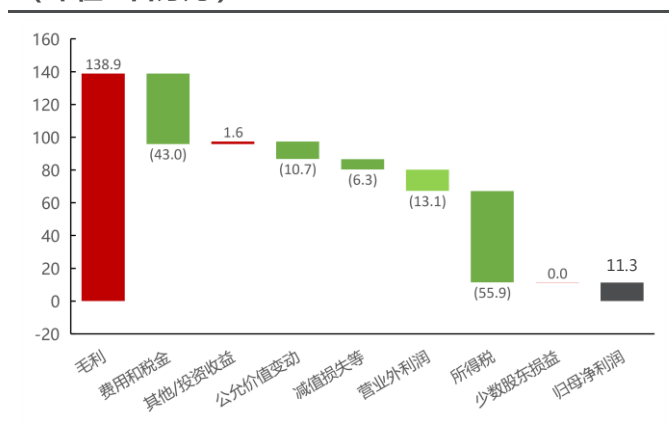
2021Q4，公司归母净利润同比增加 1131 万元。主要原因是毛利同比大幅增长 1.39 亿元，毛利的增长源于精废铝价差的提升（2021Q4 同比提升 1.47%）以及 Metalico 公司废料处理量的同比提升。此外，其他增利点还有其他/投资收益（+157 万元）。同比的减利点主要在于所得税（-5595 万元）、费用和税金（-4305 万元）、营业外利润（-1307 万元）、公允价值变动（-1073 万元）和减值损失（-634 万元）。

图 13：2021Q4，公司归母净利润环比减少 2744 万元
(单位：百万元)



资料来源：wind，民生证券研究院

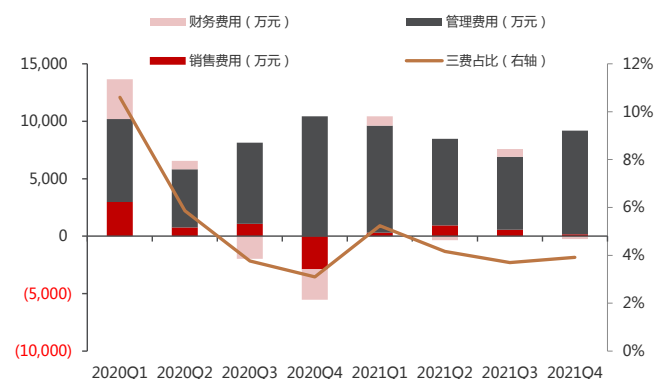
图 14：2021Q4，公司归母净利润同比增加 1131 万元
(单位：百万元)



资料来源：wind，民生证券研究院

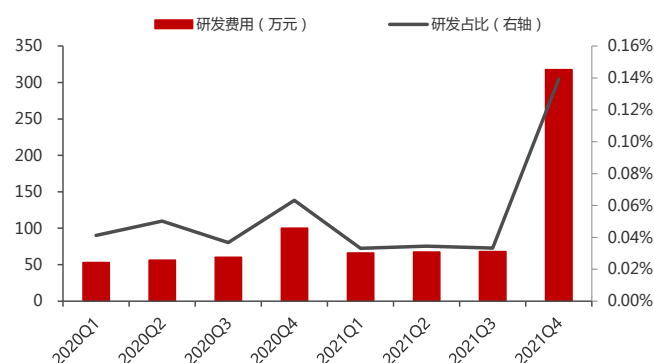
从费用率来看，2021Q4 公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别环比变化 -0.2pct/+0.9pct/-0.4pct，至 0.1%、4.0%和-0.1%。近一年管理费用率有所下滑，从 20Q4 的 6.6%下降到了 21Q4 的 4.0%。Q4 研发费用为 318 万元，研发费用大幅上涨，但占营收比例仍较低，上涨的主要原因为年底员工薪资社保费用的发放同比有所增加。

图 15：2021Q4,公司三费占比为 3.92%



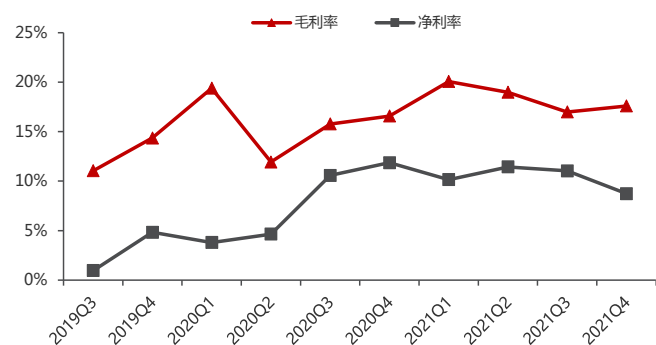
资料来源：wind，民生证券研究院

图 16：2021Q4,公司研发费用为 318 万元 (单位：万元)



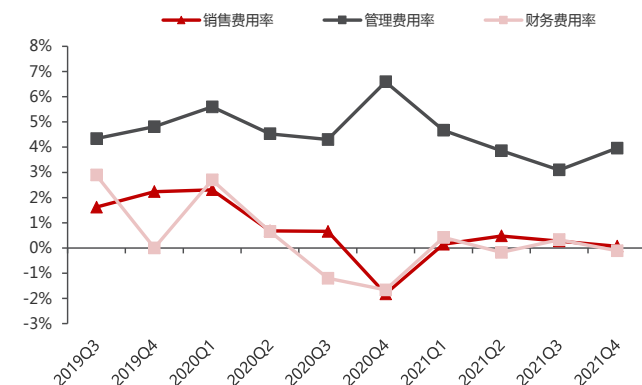
资料来源：wind，民生证券研究院

图 17：2021Q4,公司毛利率为 17.6%



资料来源：wind，民生证券研究院

图 18：2021Q4,公司管理费用率为 4.00%

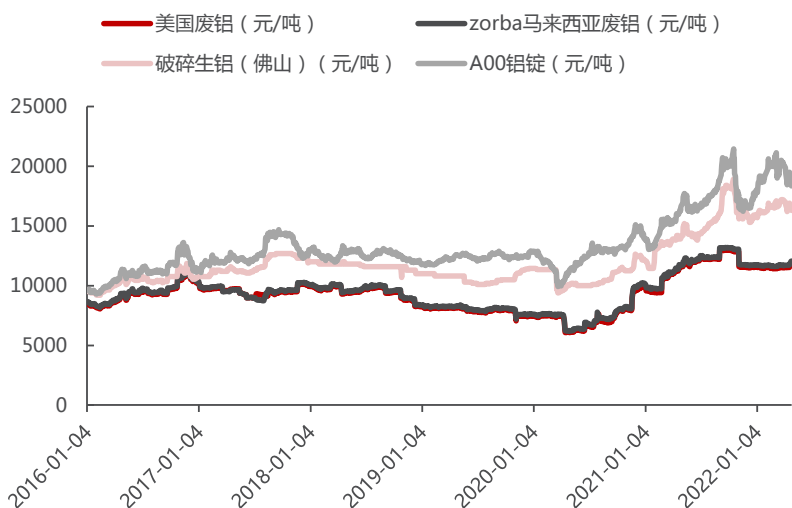


资料来源：wind，民生证券研究院

3 核心看点：低成本+高成长，再生铝老将焕发新活力

公司核心优势在于国内外的废铝回收体系（美国、中国、南美洲、欧洲、澳洲、日本、东南亚等国家和地区）以及马来西亚的铝合金生产基地带来的综合成本优势。国内自 2018 年将废有色金属夹杂物控制标准从 2% 提高到 1% 后，废铝进口量逐渐下降；此外铝灰调整为固废后，海外废铝供应体系更加确保了公司的竞争优势。根据 SMM 数据，美国废铝收购价格明显低于国内废铝回收价格，截至 2022 年 4 月 26 日，2022 年平均价差达到 5074 元/吨，考虑到公司通过 Metalico 公司采购具备数字化采购优势，实际获取的美国废铝价格或更低。另外，在碳中和碳达峰的大背景下，废铝在资源节约、节能减排、汽车产业链 ESG 要求达标方面也更有优势。

图 19：海外废铝价格低于国内废铝价格

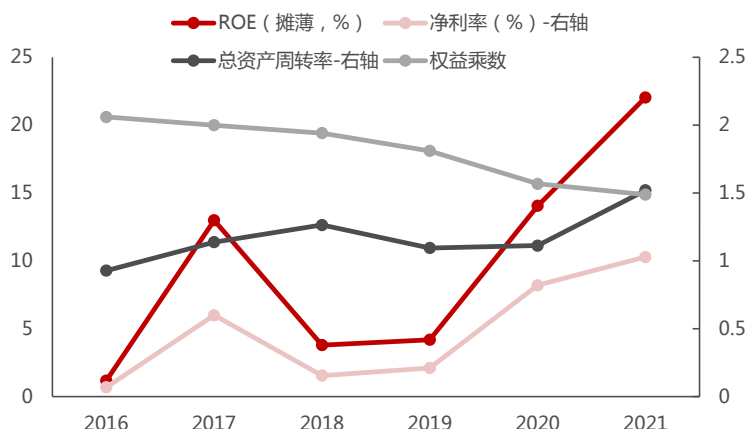


资料来源：wind，SMM，民生证券研究院

公司 2021 年 ROE 同比上升 8pct，主要得益于总资产周转率和净利率的提升。

2016 年收购 Metalico 公司后，公司可及时从产业链上游了解废铝市场的最新动态，Metalico 可根据公司铝行业下游的接单情况快速调整回收策略和品种结构，上市公司整体的资产周转率得到提升，且近年来公司在美国不断扩大回收半径，后续有望进一步提升。

图 20：2021 年公司总资产周转率与净利率提升使得公司 ROE 大幅增长

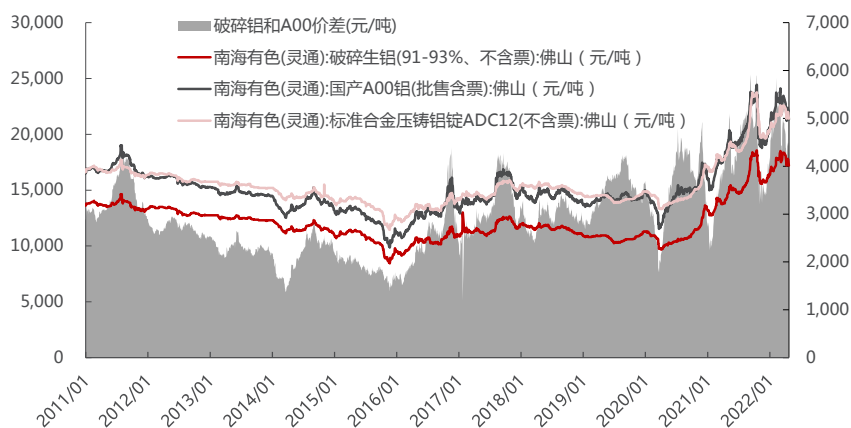


资料来源：wind，民生证券研究院

再生铝的发展是大势所趋，行业景气度高。2020 年中国再生铝占铝供给比例仅为 17%左右，远低于全球 30%的平均水平。同时国家十四五规划更是明确提出将“碳中和碳达峰”作为国家污染防治攻坚战的主攻目标，力争到 2025 年，再生铝产量达到 1150 万吨，据此目标，预计 2020-2025 年间国内再生铝产量年均复合增速将达到 9.22%。受益于供需格局紧张，铝价上涨，截至 2022 年 4 月 25 日精废铝价差达到 4130 元，处于历史高位。

制约国内再生铝行业发展的关键因素为废铝回收体系的不健全。目前，中国废金属回收利用多是通过小型的回收站点完成，仍然处于起步阶段，尚未形成西方发达国家式的完整体系。2021 年 12 月 31 日国家财政部、税务总局发布了 2021 年第 40 号《关于完善资源综合利用增值税政策的公告》，明确规定了从事再生资源回收的增值税一般纳税人销售其收购的再生资源，可以选择适用简易计税方法依照 3%征收率计算缴纳增值税，或适用一般计税方法计算缴纳增值税，该政策降低了回收行业的回收成本，为该行业的规范有序发展奠定了政策保障。

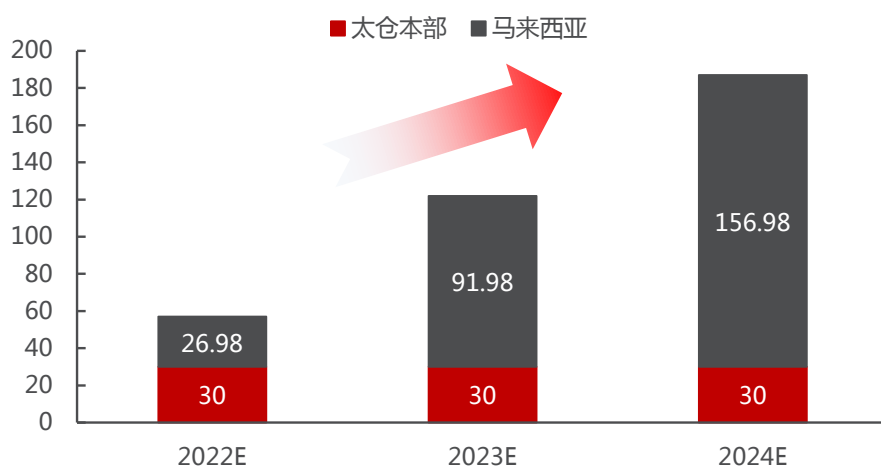
图 21：截至 2022 年 4 月 25 日，精废铝价差为 4130 元，处于历史高位



资料来源：wind，民生证券研究院

公司马来西亚 130 万吨扩产项目已经开建，预计一期 65 万吨和全部的基础建设将于 2023 年下半年投产。项目总投资 46.3 亿人民币，其中 15 亿来自定增募资，剩下的由公司自有资金和银行借款进行补充。达产后公司马来西亚总产能将达到 156.98 万吨，相比于原产能 26.98 万吨增幅达到 482%。

图 22：马来西亚项目两期全部投产后公司总产能将达到 186.98 万吨



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

公司专注于废铝再加工业务，是国内铝资源再生领域的龙头企业之一。太仓公司和马来西亚公司的现有产能合计 57 万吨，再加上未来 130 万吨的产能释放，怡球集团或将成为亚洲最大的铝合金锭生产企业之一。

2022 年公司的业绩的增长主要来自于 Metalico 公司产能利用率的提升、疫情缓解后铝合金锭产销量的同比提升，以及铝价提升后，精废价差的扩大。2023-2024 年，随着马来西亚扩产的 130 万吨项目逐步投产，公司铝合金锭产量将迎来大幅增长，增厚利润。

投资建议：公司废铝收购端全球布局，具有低价采购原材料优势，随着废铝回收能力的提升，公司铝锭生产的产能利用率具备较大提升空间，马来西亚 130 万吨项目将打开远期成长空间。假设项目一期 65 万吨于 23 年下半年投产，当年贡献 30 万吨增量。我们上调关于公司的盈利预测，预计 2022-2024 年公司将实现归母净利润 10.94 亿元、15.38 亿元、23.85 亿元，对应 4 月 26 日收盘价的 PE 为 7x、5x 和 3x，维持“推荐”评级。

5 风险提示

1) 项目进展不及预期。公司 2023-2024 年的业绩增长主要来自于马来西亚扩产项目的投产,该项目目前在建设中,仍需投入较多人力物力,可能会受疫情反复等突发情况影响导致项目进展不及预期,届时产量释放节奏将放缓,会对盈利产生影响。

2) 精废铝价差下跌。公司生产的产品为铝合金锭,原料为废铝,若废铝采购价格大幅上涨,造成精废铝价差缩小,会对公司盈利能力产生较大影响。

3) 废铝进出口政策改变等。公司核心优势在于海外采购低价废铝的渠道,若废铝进口限制放开,国内的废铝紧张格局会被缓解,海外的废铝价格或将上涨,同时国内的其他再生铝企业也可以大量采购海外原料,公司的比较优势削弱,对公司的核心竞争力产生影响。

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	8,283	9,296	12,871	19,615
营业成本	6,762	7,418	10,236	15,544
营业税金及附加	12	17	22	34
销售费用	19	28	51	78
管理费用	322	372	515	785
研发费用	5	5	7	11
EBIT	1,122	1,456	2,040	3,163
财务费用	9	31	41	67
资产减值损失	-36	-16	-16	-16
投资收益	13	5	6	10
营业利润	1,094	1,413	1,989	3,089
营业外收支	23	7	8	8
利润总额	1,117	1,420	1,997	3,097
所得税	266	327	459	712
净利润	852	1,094	1,538	2,385
归属于母公司净利润	852	1,094	1,538	2,385
EBITDA	1,270	1,486	2,079	3,224

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	802	922	1,060	1,219
应收账款及票据	936	1,072	1,481	2,252
预付款项	24	223	307	398
存货	1,952	2,174	3,021	4,569
其他流动资产	426	423	430	444
流动资产合计	4,140	4,813	6,300	8,882
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1,086	1,063	1,166	1,358
无形资产	294	409	545	691
非流动资产合计	1,610	1,730	2,305	2,880
资产合计	5,749	6,543	8,604	11,762
短期借款	1,089	932	1,438	2,132
应付账款及票据	286	308	436	656
其他流动负债	384	389	539	789
流动负债合计	1,759	1,629	2,413	3,576
长期借款	29	109	199	309
其他长期负债	97	97	97	97
非流动负债合计	126	206	296	406
负债合计	1,885.0	1,834.9	2,708.7	3,981.7
股本	2,202	2,202	2,202	2,202
少数股东权益	-0.01	-0.01	-0.01	-0.01
股东权益合计	3,864.4	4,707.9	5,895.6	7,780.2
负债和股东权益合计	5,749	6,543	8,604	11,762

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	47.20	12.23	38.46	52.39
EBIT 增长率	117.98	29.78	40.06	55.09
净利润增长率	84.43	28.40	40.61	55.09
盈利能力 (%)				
毛利率	18.36	20.20	20.47	20.75
净利润率	10.28	11.76	11.95	12.16
总资产收益率 ROA	14.81	16.71	17.87	20.27
净资产收益率 ROE	22.04	23.23	26.08	30.65
偿债能力				
流动比率	2.35	2.95	2.61	2.48
速动比率	1.23	1.48	1.23	1.09
现金比率	0.46	0.57	0.44	0.34
资产负债率 (%)	32.79	28.04	31.48	33.85
经营效率				
应收账款周转天数	40.47	40.62	40.64	40.61
存货周转天数	105.34	107.95	108.43	107.76
总资产周转率	1.44	1.42	1.50	1.67
每股指标 (元)				
每股收益	0.39	0.50	0.70	1.08
每股净资产	1.76	2.14	2.68	3.53
每股经营现金流	0.21	0.28	0.25	0.25
每股股利	0.08	0.11	0.16	0.23
估值分析				
PE	9	7	5	3
PB	1.9	1.5	1.2	0.9
EV/EBITDA	6.02	5.01	3.80	2.65
股息收益率 (%)	2.42	3.44	4.82	6.88

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	852	1,094	1,538	2,385
折旧和摊销	148	30	40	60
营运资金变动	-669	-546	-1,091	-1,974
经营活动现金流	459	626	544	555
资本开支	-104	-131	-594	-616
投资	40	-9	-9	-9
投资活动现金流	-52	-135	-596	-615
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-69	-76	596	803
筹资活动现金流	-257	-371	190	219
现金净流量	125	120	138	159

插图目录

图 1：2021 年，公司营收同比增加 47.2%	3
图 2：2021 年，公司归母净利润同比增加 84.4%	3
图 3：2021Q4，公司营收同比增加 44.1%	3
图 4：2021Q4，公司归母净利润同比增加 6%	3
图 5：2017-2021 年，公司分产品营收（单位：万元）	4
图 6：2017-2021 年，公司分产品营收占比	4
图 7：2017-2021 年，公司分产品毛利（单位：万元）	4
图 8：2017-2021 年，公司分产品毛利占比	4
图 9：2017-2021 年，公司产品销量情况	5
图 10：马来西亚的疫情已大幅缓解（单位：例）	5
图 11：2020 年之后，公司的铝锭销售成本相比于国内具备明显优势	5
图 12：2021 年，公司总毛利率达到 18.4%	5
图 13：2021Q4，公司归母净利润环比减少 2744 万元（单位：百万元）	6
图 14：2021Q4，公司归母净利润同比增加 1131 万元（单位：百万元）	6
图 15：2021Q4，公司三费占比为 3.92%	7
图 16：2021Q4，公司研发费用为 318 万元（单位：万元）	7
图 17：2021Q4，公司毛利率为 17.6%	7
图 18：2021Q4，公司管理费用率为 4.00%	7
图 19：海外废铝价格低于国内废铝价格	8
图 20：2021 年公司总资产周转率与净利率提升使得公司 ROE 大幅增长	9
图 21：截至 2022 年 4 月 25 日，精废铝价差为 4130 元，处于历史高位	9
图 22：马来西亚项目两期全部投产后公司总产能将达到 186.98 万吨	10

表格目录

盈利预测与财务指标	1
公司财务报表数据预测汇总	13

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