

先进产能持续释放，汇兑收益助推业绩

2023 年 03 月 27 日

➤ **事件概述：**3 月 21 日，公司发布 2022 年年报：2022 年，公司实现营收 62.23 亿元，同比增长 47.25%；归母净利润 4.71 亿元，同比增长 246.78%；扣非归母净利 4.49 亿元，同比增长 1007.77%。2022Q4，公司实现营收 17.34 亿元，同比增长 34.5%、环比减少 0.45%；归母净利润 1.25 亿元，同比增长 255.34%、环比减少 25.06%；扣非归母净利 1.27 亿元，同比增长 417.41%、环比减少 14.15%。

➤ **点评：产销大幅增长，毛利率同比提升**

① **量：2022 年产销同比大幅增加。**公司全球领先的 PQF 生产线自 2021 年投产大幅提升公司管材产能，叠加油气行业外贸市场需求增长，煤电锅炉用管需求回暖，2022 年公司无缝管产量达到 74.22 万吨，同比增长 39.93%；无缝管销量达到 70.45 万吨，同比增长 39.57%，公司产销规模创历史新高。

② **价：2022 年毛利率同比提升。**2022 年无缝钢管价格同比下降 5.64%，而原材料管坯价格同比下降 12.76%，原材料成本降低幅度更大，产品利润空间增加，其中油套管和锅炉管毛利率分别为 19.23%(同比+11.74pct)和 13.04%(同比+2.40pct)，且公司毛利率更高的油套管 2022 年海外业务营收占比大幅增加，使得公司毛利率同比增加 6.40pct 至 14.98%。2022Q4 公司毛利率为 19.79%，环比增加 4.73pct，同比增加 8.55pct。

➤ **未来核心看点：先进产能持续释放，新建新能源汽车用管产线**

① **油气领域需求回暖，火电锅炉管高景气。**2023 年全球石油需求存在增量，有望支撑油气管材需求。国家发改委召开煤炭保供会议中提出，2022-2023 两年火电新开工 1.65 亿千瓦，每年核准 8000 万千瓦，煤电建设有望带动火电锅炉管产销增加。

② **公司先进产能持续释放。**公司重回能源管材主线业务，业绩获得快速增长。公司高端 PQF 生产线投产后公司管材年产能达到 100 万吨，在下游需求良好的背景下，支撑公司 2022 年产品销量较去年同期实现较大幅度的增长。

③ **新建新能源车用管产线，打造新盈利增长点。**公司拟投资建设年产 5 万吨的新能源汽车用精密管产线，预计项目达产后新增营业收入 5.25 亿元，年利润总额 6307 万元，项目税后 IRR 为 11.65%，税后投资回收期为 9.33 年（含建设期）。项目建设有利于公司布局新能源汽车产业，提升公司特色产品市占率。

盈利预测与投资建议：我们认为，受益于油气行业需求上升，新增产能不断释放，原材料价格下行，公司钢管产品销量与毛利率有望提升，2023-25 年归母净利润预计依次为 4.89/5.40/6.29 亿元，对应 3 月 27 日收盘价的 PE 为 10x、9x 和 8x，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**原材料价格上涨，下游需求不及预期，产能不及预期。

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 6223 | 6961 | 7286 | 8102 |
| 增长率 (%) | 47.2 | 11.9 | 4.7 | 11.2 |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 471 | 489 | 540 | 629 |
| 增长率 (%) | 246.8 | 3.8 | 10.3 | 16.5 |
| 每股收益 (元) | 0.53 | 0.55 | 0.61 | 0.71 |
| PE | 11 | 10 | 9 | 8 |
| PB | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 0.9 |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 03 月 27 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

5.68 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

1. 常宝股份 (002478.SZ) 2022 年三季度报点评：把握能源管材市场复苏机遇，汇兑收益增厚业绩-2022/10/21
2. 常宝股份 (002478.SZ) 2022 年半年报点评：把握油气市场复苏机遇，加快产能释放-2022/08/20

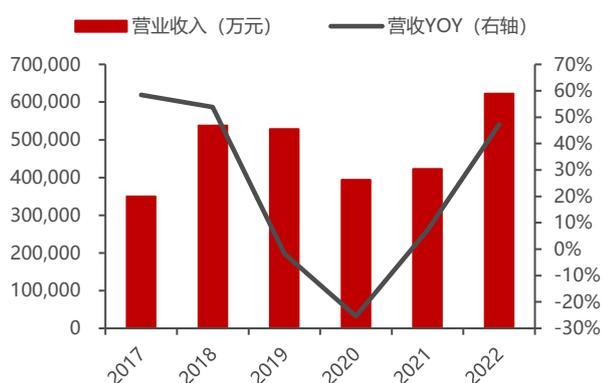
目录

| | |
|------------------------------------|-----------|
| 1 事件概述：公司公布 2022 年年报 | 3 |
| 2 点评：产销大幅增长，毛利率同比提升 | 3 |
| 2.1 2022 年产销和毛利率双双提升 | 3 |
| 2.2 2022Q4 业绩同比有所改善 | 7 |
| 3 核心看点：先进产能持续释放，新建新能源汽车用管产线 | 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

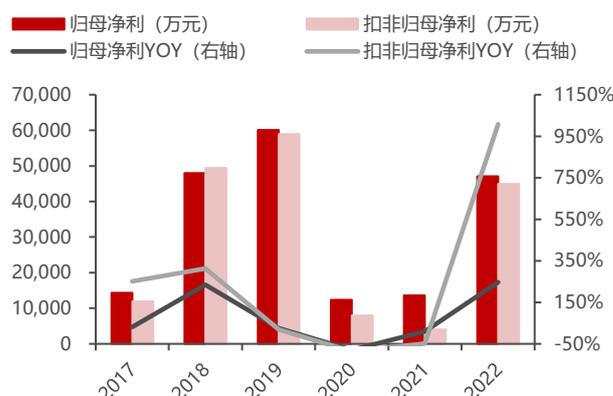
公司发布 2022 年年报：2022 年，公司实现营收 62.23 亿元，同比增长 47.25%；归母净利润 4.71 亿元，同比增长 246.78%；扣非归母净利润 4.49 亿元，同比增长 1007.77%。2022Q4，公司实现营收 17.34 亿元，同比增长 34.5%、环比减少 0.45%；归母净利润 1.25 亿元，同比增长 255.34%、环比减少 25.06%；扣非归母净利润 1.27 亿元，同比增长 417.41%、环比减少 14.15%。

图1：2022 年，公司实现营收 62.23 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 4.71 亿元



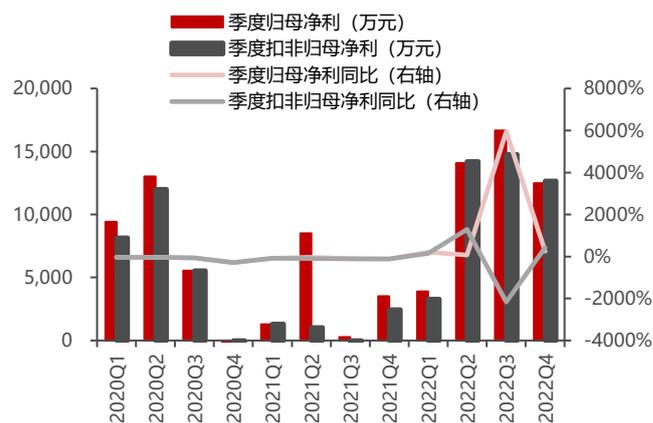
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2022Q4，公司营收同比增长 34.5%



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2022Q4，公司归母净利润同比增长 255.34%



资料来源：wind，民生证券研究院

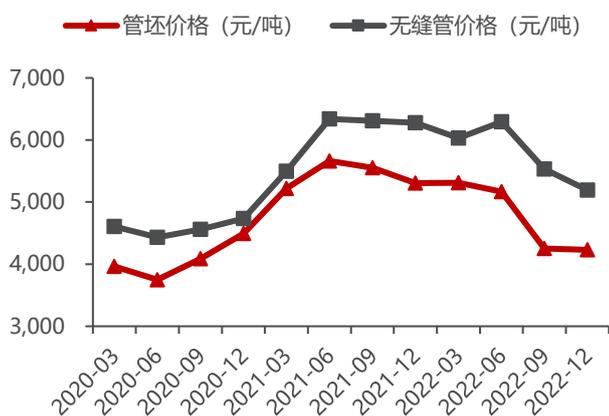
2 点评：产销大幅增长，毛利率同比提升

2.1 2022 年产销和毛利率双双提升

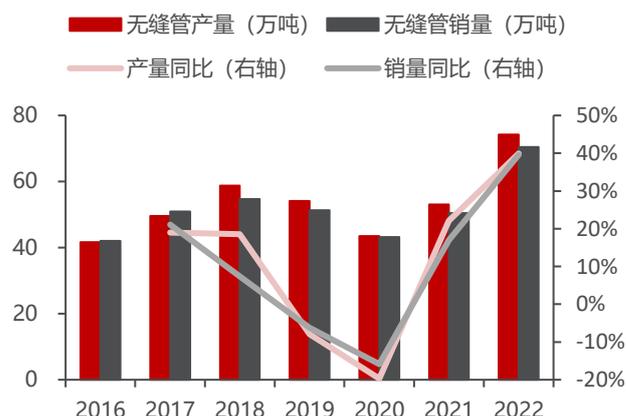
量：2022 年产销同比大幅增加。公司全球领先的 PQF 生产线自 2021 年投

产大幅提升公司管材产能, 叠加油气行业外贸市场需求增长, 煤电锅炉用管需求回暖, 2022 年公司无缝管产量达到 74.22 万吨, 同比增长 39.93%; 无缝管销量达到 70.45 万吨, 同比增长 39.57%, 公司产销规模创历史新高。

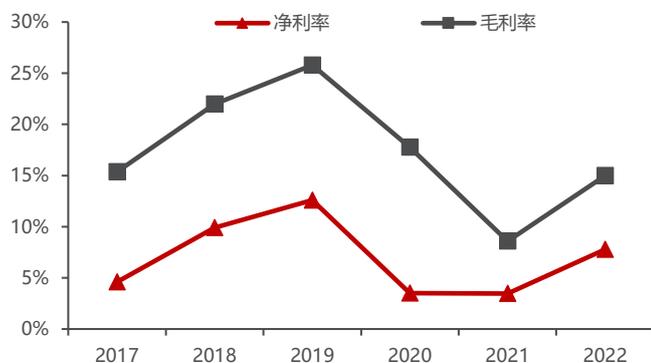
价: 2022 年毛利率同比提升。 2022 年无缝钢管价格同比下降 5.64%, 而原材料管坯价格同比下降 12.76%, 原材料成本降低幅度更大, 产品利润空间增加, 其中油套管和锅炉管毛利率分别为 19.23%(同比+11.74pct)和 13.04%(同比+2.40pct), 且 2022 年公司毛利率更高的油套管营收占比大幅提升 12.29pct 至 59.4%, 海外业务(比国内业务毛利率高 11.28pct)营收占比大幅提升至 45.63%, 使得公司毛利率同比增加 6.40pct 至 14.98%。2022Q4 公司毛利率为 19.79%, 环比增加 4.73pct, 同比增加 8.55pct。

图5: 原材料与无缝管价格走势


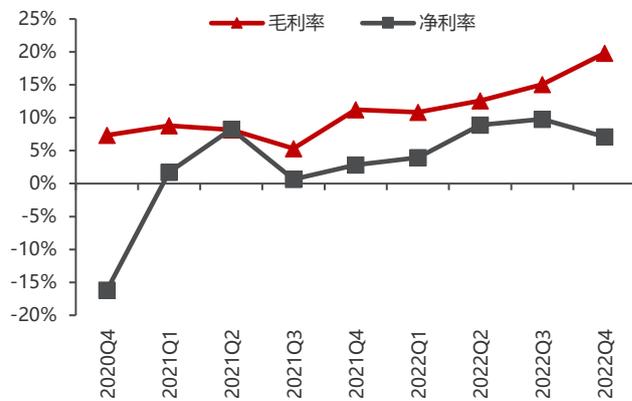
资料来源: Mysteel, 民生证券研究院

图6: 公司无缝管产销情况


资料来源: wind, 民生证券研究院

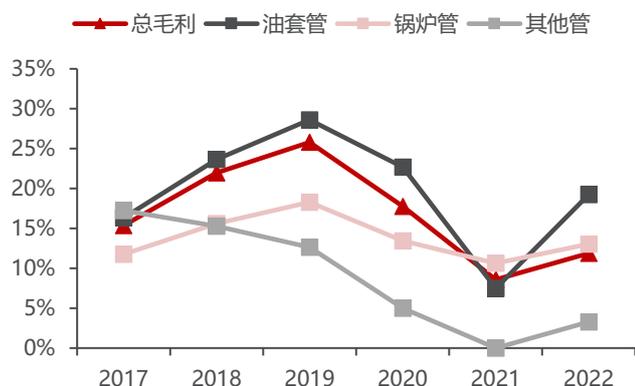
图7: 2022 年毛利率为 14.98%


资料来源: wind, 民生证券研究院

图8: 2022Q4 毛利率为 19.79%


资料来源: wind, 民生证券研究院

图9: 分产品毛利率



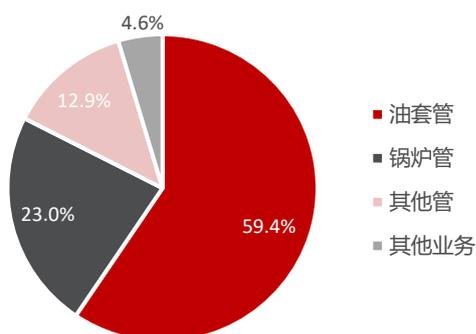
资料来源: wind, 民生证券研究院

图10: 国内外毛利率



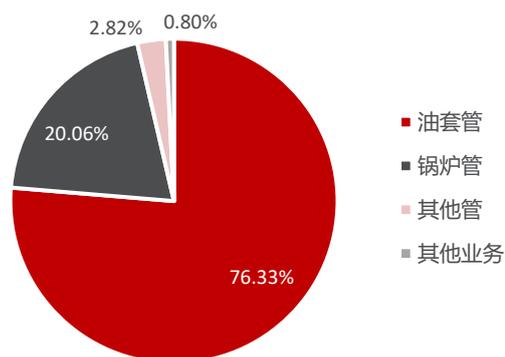
资料来源: wind, 民生证券研究院

图11: 2022 年分产品营收占比



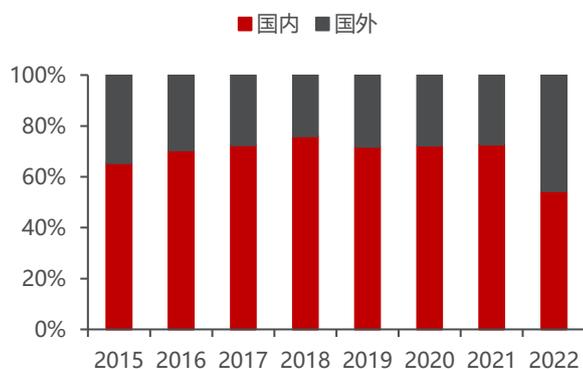
资料来源: wind, 民生证券研究院

图12: 2022 年分产品毛利占比



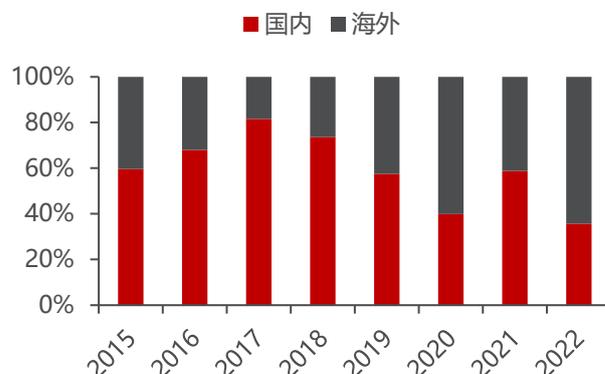
资料来源: wind, 民生证券研究院

图13: 国内外营收占比



资料来源: wind, 民生证券研究院

图14: 国内外毛利占比

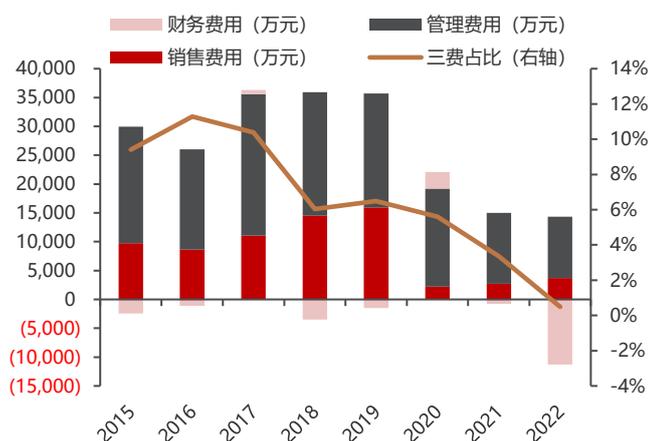


资料来源: wind, 民生证券研究院

2022 年期间费用减少。公司 2022 年期间费用同比减少 78.59%至 0.30 亿元，期间费用率同比减少 2.87pct 至 0.49%，其中销售费用增加 36.76%至 0.37 亿元；管理费用减少 13.32%至 1.07 亿元，主要是由于医疗板块不再并入；财务费用 2021 年为-0.08 亿元，2022 年为-1.13 亿元，同比减少 1332.18%，主要由于汇兑损益变动所致。**2022 年公司研发费用走高**，同比增长 45.36%至 2.31 亿元，主要由于公司持续加大研发投入。

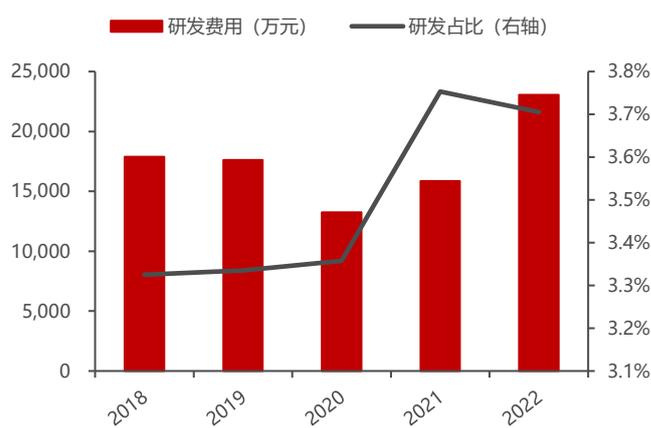
2022Q4 期间费用和研发费用同比增加。公司 2022Q4 期间费用同比增加 31.84%至 0.72 亿元，期间费用率同比减少 0.1pct 至 4.1%，其中销售费用增长 28.90%至 0.14 亿元；管理费用增长 22.43%至 0.42 亿元；财务费用增长 71.72%至 0.15 亿元。公司 2022Q4 研发费用同比增长 10.05%至 0.61 亿元，研发费用占比 3.5%。

图15：汇兑收益导致财务费用大幅降低



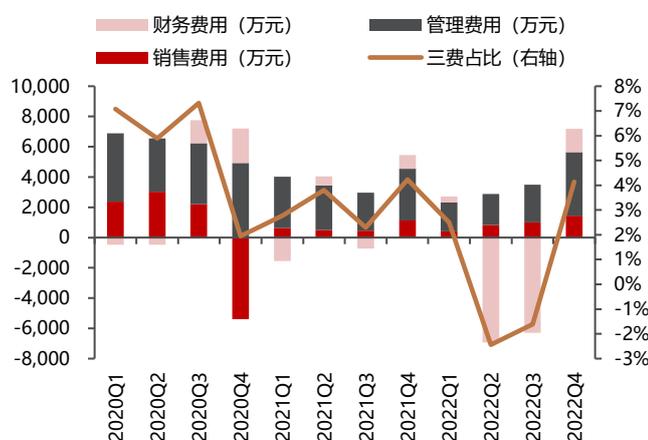
资料来源：wind，民生证券研究院

图16：2022 年公司研发费用同比增加



资料来源：wind，民生证券研究院

图17：2022Q4 公司期间费用率同比增加



资料来源：wind，民生证券研究院

图18：2022Q4 公司研发费用同比增加



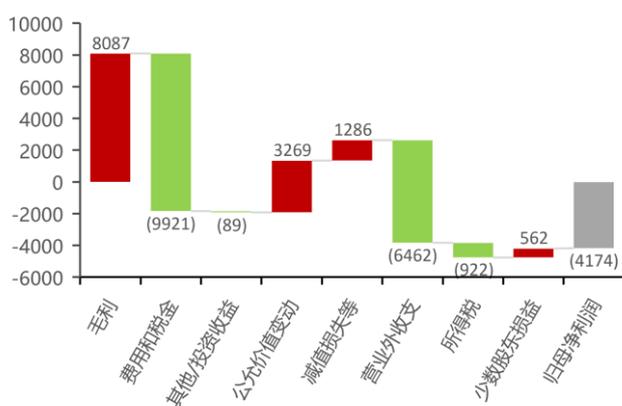
资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 2022Q4 业绩同比有所改善

2022Q4 vs 2022Q3: 2022Q4 归母净利润环比减少 0.42 亿元, 主要的增利点在于毛利 (+0.81 亿元)、公允价值变动 (+0.33 亿元)、减值损失 (+0.13 亿元)、少数股东损益 (+0.06 亿元); 主要的减利点包括费用和税金 (-0.99 亿元)、营业外收支 (-0.65 亿元)、所得税 (-0.09 亿元)、其他/投资收益 (-0.01 亿元)。

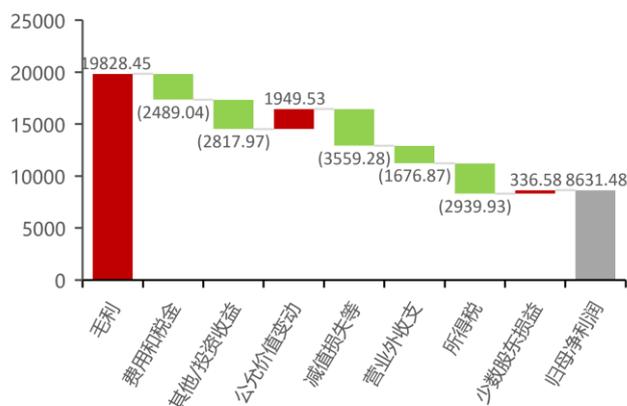
2022Q4 vs 2021Q4: 2022Q4 归母净利润同比增加 0.90 亿元, 主要的增利点在于毛利 (+1.98 亿元)、公允价值变动 (+0.19 亿元)、少数股东损益 (+0.03 亿元); 主要的减利点包括减值损失 (-0.36 亿元)、所得税 (-0.30 亿元)、其他/投资收益 (0.28 亿元)、费用和税金 (-0.25 亿元)、营业外收支 (-0.17 亿元), 其中毛利大幅增长主要由于原材料价格下降、油气行业需求回暖、公司新项目产能释放。

图19: 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20: 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

3 核心看点: 先进产能持续释放, 新建新能源汽车用管产线

油气领域需求回暖, 火电锅炉管高景气。油气管道方面, 2022 年油气价格处于高位, 提振油气开采管道需求。公司抓住行业市场回暖机遇, 重点做好国外市场开发和认证工作, 积极拓展海外市场, 2022 年管材产品营业收入同比增加 52.41%, 而毛利率水平更高的海外业务收入同比大幅增加 146.34%。OPEC 在 2 月份的月报预测将 2023 年全球石油需求增速从 222 万桶/日提升为 230 万桶/日, 2023 年全球油气投资有望持续增长。**火电锅炉管方面,** 公司生产的小口径高压锅炉管、HRSG 超长锅炉管、U 型高压给水加热器用管等产品广泛应用于国内外电站机组, T91、T92 高合金钢产品成功应用于超超临界机组。2021 年末火电审批重新放开,

2022年9月国家发改委召开煤炭保供会议中提出，2022-2023两年火电将新开工1.65亿千瓦，每年核准8000万千瓦，2024年保证投产8000万千瓦，预计三年总量在2亿千瓦，公司火电锅炉管需求有望得到提振。

重新聚焦能源管材主业，公司先进产能持续释放。公司于2021年出售持有的相关医院资产，重新聚焦能源管材主业。公司PQF产线采用当前世界最先进的生产设备及工艺，引进由德国西马克设计制造的世界第一条最新技术PQF连轧机组，具备产品壁厚精度高、智能制造水平高、工艺技术先进等优势。该产线已于2021年6月18日投产试运行，公司目前已具备100万吨中小口径特种专用管生产能力，在下游需求良好的背景下，支撑公司2022年油套管、管线管等产品销量较去年实现较大幅度的增长，公司在细分行业中的规模及综合竞争力不断提升。

新建新能源汽车用管产线，打造新盈利增长点。公司拟投资5.2亿元建设年产5万吨的新能源汽车用精密管产线，产品主要包括新能源汽车用精密管材及管件，包括高压油管、稳定杆、凸轮轴、驱动轴、球笼保持架、电机轴及其他精密管等。项目建设期18个月，预计项目达产后新增年营业收入5.25亿元，年利润总额6307万元，项目税后IRR为11.65%，税后投资回收期为9.33年（含建设期）。项目建设有利于公司布局新能源汽车产业，提升公司特色产品市占率，实现公司产品战略升级，增强综合竞争能力，打造新的盈利增长点。

4 盈利预测与投资建议

我们认为，受益于油气行业需求上升，新增产能不断释放，原材料价格下行，公司钢管产品销量与毛利率有望提升，2023-25年归母净利润预计依次为4.89/5.40/6.29亿元，对应3月27日收盘价的PE为10x、9x和8x，维持“推荐”评级。

5 风险提示

1) 原材料价格上涨。钢坯等原料价格持续上涨，企业成本压力增大，挤压行业利润。

2) 下游需求不及预期。下游市场发展将带动各领域钢管需求，若下游市场发展不及预期，将直接影响公司业绩情况。

3) 产能释放不及预期。若公司在建产能投产、达产进度不及预期，可能导致产销量增长不及预期，进而影响公司盈利情况。

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 | 6223 | 6961 | 7286 | 8102 |
| 营业成本 | 5291 | 5949 | 6194 | 6854 |
| 营业税金及附加 | 22 | 27 | 28 | 31 |
| 销售费用 | 37 | 42 | 44 | 49 |
| 管理费用 | 107 | 147 | 154 | 171 |
| 研发费用 | 231 | 259 | 271 | 301 |
| EBIT | 447 | 544 | 602 | 705 |
| 财务费用 | -113 | -18 | -19 | -21 |
| 资产减值损失 | -94 | -16 | -15 | -15 |
| 投资收益 | -34 | -7 | -7 | -8 |
| 营业利润 | 507 | 539 | 598 | 702 |
| 营业外收支 | 39 | 35 | 35 | 35 |
| 利润总额 | 546 | 574 | 633 | 737 |
| 所得税 | 62 | 63 | 70 | 81 |
| 净利润 | 484 | 510 | 563 | 656 |
| 归属于母公司净利润 | 471 | 489 | 540 | 629 |
| EBITDA | 676 | 781 | 861 | 993 |

| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 1444 | 1517 | 1675 | 1976 |
| 应收账款及票据 | 1141 | 1290 | 1351 | 1503 |
| 预付款项 | 68 | 83 | 87 | 96 |
| 存货 | 1455 | 1614 | 1682 | 1863 |
| 其他流动资产 | 810 | 842 | 866 | 928 |
| 流动资产合计 | 4917 | 5346 | 5661 | 6366 |
| 长期股权投资 | 80 | 73 | 66 | 58 |
| 固定资产 | 1977 | 1960 | 1928 | 1999 |
| 无形资产 | 165 | 164 | 164 | 163 |
| 非流动资产合计 | 2418 | 2553 | 2724 | 2736 |
| 资产合计 | 7335 | 7899 | 8385 | 9103 |
| 短期借款 | 136 | 137 | 137 | 137 |
| 应付账款及票据 | 1688 | 1971 | 2052 | 2271 |
| 其他流动负债 | 722 | 715 | 727 | 759 |
| 流动负债合计 | 2546 | 2823 | 2916 | 3167 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 51 | 51 | 51 | 51 |
| 非流动负债合计 | 51 | 51 | 51 | 51 |
| 负债合计 | 2596 | 2874 | 2967 | 3217 |
| 股本 | 894 | 890 | 890 | 890 |
| 少数股东权益 | 160 | 181 | 205 | 232 |
| 股东权益合计 | 4739 | 5026 | 5418 | 5885 |
| 负债和股东权益合计 | 7335 | 7899 | 8385 | 9103 |

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 | 47.25 | 11.86 | 4.66 | 11.21 |
| EBIT 增长率 | 1360.53 | 21.80 | 10.56 | 17.06 |
| 净利润增长率 | 246.78 | 3.84 | 10.33 | 16.50 |
| 盈利能力 (%) | | | | |
| 毛利率 | 14.98 | 14.55 | 14.98 | 15.41 |
| 净利润率 | 7.57 | 7.03 | 7.41 | 7.76 |
| 总资产收益率 ROA | 6.42 | 6.19 | 6.44 | 6.91 |
| 净资产收益率 ROE | 10.29 | 10.10 | 10.35 | 11.12 |
| 偿债能力 | | | | |
| 流动比率 | 1.93 | 1.89 | 1.94 | 2.01 |
| 速动比率 | 1.30 | 1.27 | 1.31 | 1.37 |
| 现金比率 | 0.57 | 0.54 | 0.57 | 0.62 |
| 资产负债率 (%) | 35.40 | 36.38 | 35.38 | 35.35 |
| 经营效率 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 26.18 | 27.00 | 27.00 | 27.00 |
| 存货周转天数 | 100.40 | 100.00 | 100.00 | 100.00 |
| 总资产周转率 | 0.87 | 0.91 | 0.89 | 0.93 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.53 | 0.55 | 0.61 | 0.71 |
| 每股净资产 | 5.14 | 5.44 | 5.86 | 6.35 |
| 每股经营现金流 | 0.88 | 0.70 | 0.83 | 0.86 |
| 每股股利 | 0.18 | 0.19 | 0.21 | 0.25 |
| 估值分析 | | | | |
| PE | 11 | 10 | 9 | 8 |
| PB | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 0.9 |
| EV/EBITDA | 5.55 | 4.71 | 4.09 | 3.24 |
| 股息收益率 (%) | 3.17 | 3.39 | 3.74 | 4.35 |

| 现金流量表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 484 | 510 | 563 | 656 |
| 折旧和摊销 | 229 | 237 | 259 | 288 |
| 营运资金变动 | -52 | -120 | -84 | -173 |
| 经营活动现金流 | 783 | 624 | 735 | 768 |
| 资本开支 | -87 | -344 | -402 | -274 |
| 投资 | -86 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流 | -201 | -324 | -402 | -274 |
| 股权募资 | 0 | -15 | 0 | 0 |
| 债务募资 | -136 | 1 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | -205 | -207 | -175 | -193 |
| 现金净流量 | 432 | 74 | 158 | 301 |

插图目录

| | |
|---------------------------------------|---|
| 图 1: 2022 年, 公司实现营收 62.23 亿元..... | 3 |
| 图 2: 2022 年, 公司实现归母净利润 4.71 亿元..... | 3 |
| 图 3: 2022Q4, 公司营收同比增长 34.5%..... | 3 |
| 图 4: 2022Q4, 公司归母净利润同比增长 255.34%..... | 3 |
| 图 5: 原材料与无缝管价格走势..... | 4 |
| 图 6: 公司无缝管产销情况..... | 4 |
| 图 7: 2022 年毛利率为 14.98%..... | 4 |
| 图 8: 2022Q4 毛利率为 19.79%..... | 4 |
| 图 9: 分产品毛利率..... | 5 |
| 图 10: 国内外毛利率..... | 5 |
| 图 11: 2022 年分产品营收占比..... | 5 |
| 图 12: 2022 年分产品毛利占比..... | 5 |
| 图 13: 国内外营收占比..... | 5 |
| 图 14: 国内外毛利占比..... | 5 |
| 图 15: 汇兑收益导致财务费用大幅降低..... | 6 |
| 图 16: 2022 年公司研发费用同比增加..... | 6 |
| 图 17: 2022Q4 公司期间费用率同比增加..... | 6 |
| 图 18: 2022Q4 公司研发费用同比增加..... | 6 |
| 图 19: 2022Q4 业绩环比变化拆分 (单位: 万元)..... | 7 |
| 图 20: 2022Q4 业绩同比变化拆分 (单位: 万元)..... | 7 |

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..... | 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