



华菱钢铁 (000932.SZ) 2022 年年报点评

业绩韧性显现，产品优化升级加快

2023 年 03 月 26 日

➤ **事件概述：**公司发布 2022 年年报：2022 年，公司实现营收 1686.37 亿元，同比减少 1.7%；归母净利润 63.79 亿元，同比减少 34.1%；扣非归母净利 62.11 亿元，同比减少 35.1%。2022Q4，公司实现营收 437.94 亿元，同比增长 21.5%、环比增长 8.9%；归母净利润 12.48 亿元，同比减少 34.9%、环比减少 4.8%；扣非归母净利 12.51 亿元，同比减少 32.2%、环比增长 1.6%。

➤ **点评：钢材市场走弱拖累公司毛利率下滑**

① **量：2022 年公司产销量稳步增长。**公司 2022 年钢铁产品产量 2657 万吨，同比增长 3.91%，销量为 2655 万吨，同比增长 3.11%。

② **价：原料成本高位波动，公司全年毛利率下滑。**2022 年热卷价格同比下滑 16.95%。主要原材料中，尽管铁矿石市场全年平均价格同比-24.65%，但焦炭价格同比+0.85%，主焦煤价格同比+19.35%，废钢价格同比仅-5.74%。由于焦炭等原料成本高位波动，能源价格上涨，而钢材价格下跌，公司 2022 年毛利率下滑 2.53pct 至 10.32%。分季度看，2022Q4 公司毛利率为 9.01%，同比下滑 5.44pct，环比下滑 0.69pct。

➤ **未来核心看点：区域龙头，产品结构优化加快**

① **区域龙头，南方精品钢材生产基地。**公司分别在湖南省湘潭市、娄底市、衡阳市、广东省阳江市设有生产基地，产品结构齐全、下游覆盖行业广泛。公司积极推动品种结构向“中高端”转变，加快产线结构升级，加大研发投入。2022 年，公司重点品种钢销量 1,588 万吨，占比 60%，较 2021 年提升 5 个百分点；13 个大类品种 90 个钢种替代“进口”。公司在细分领域市场打造了一批“隐形冠军”产品，带动了产品结构由中低端同质化向中高端精品差异化的转变。

② **公司加快产线结构调整升级。**宽厚板方面，继续巩固在造船、海工、高建桥梁、风电等下游细分市场的竞争优势；薄板方面，进一步延伸产业链，提升产品附加值，包括投资建设汽车板二期项目，产品定位于高端汽车板，以满足新能源汽车领域高速增长的需求；投资建设电工钢一期项目，产品主要定位中高牌号无取向电工钢及取向电工钢；工业线棒材方面，积极推动优特钢转型；无缝钢管方面，加大炼钢系统的升级改造，进一步提升在油气、机加工、压力容器等领域的竞争力。

投资建议：公司作为湖南龙头企业，产品结构不断优化升级，叠加国内经济逐步复苏带动吨钢盈利回暖，我们预计公司 2023-25 年将分别实现归母净利润 72.14/101.60/114.84 亿元，对应 3 月 24 日收盘价，PE 分别为 5、4 和 3 倍，维持“推荐”评级。

风险提示：原材料价格高位波动，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)	168637	166916	168656	173327
增长率 (%)	-1.7	-1.0	1.0	2.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	6379	7214	10160	11484
增长率 (%)	-34.1	13.1	40.9	13.0
每股收益 (元)	0.92	1.04	1.47	1.66
PE	6	5	4	3
PB	0.8	0.7	0.6	0.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 03 月 24 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

5.48 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@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. 华菱钢铁 (000932.SZ) 2022 年半年报点评：业绩低于预期，产品结构继续优化-2022/08/25

2. 华菱钢铁 (000932.SZ) 2021 年报及 2022 年一季报点评：产品优化升级加快，业绩符合预期-2022/05/02

目录

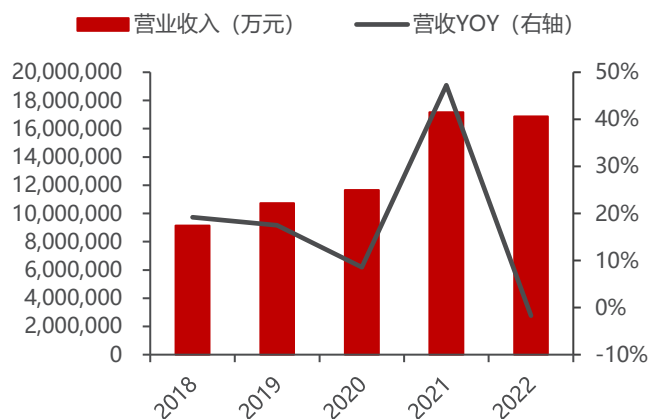
1 事件概述：公司公布 2022 年年报	3
2 点评：钢材市场走弱拖累公司毛利率下滑	4
2.1 公司产销量稳步增加，毛利率小幅下滑	4
2.2 2022Q4 业绩环比同比均有下滑	7
3 核心看点：区域龙头，产品结构优化加快	8
4 盈利预测与投资建议	9
5 风险提示	10
插图目录	12
表格目录	12

1 事件概述：公司公布 2022 年年报

公司发布 2022 年年报：2022 年，公司实现营收 1686.37 亿元，同比减少 1.7%；归母净利润 63.79 亿元，同比减少 34.1%；扣非归母净利润 62.11 亿元，同比减少 35.1%。

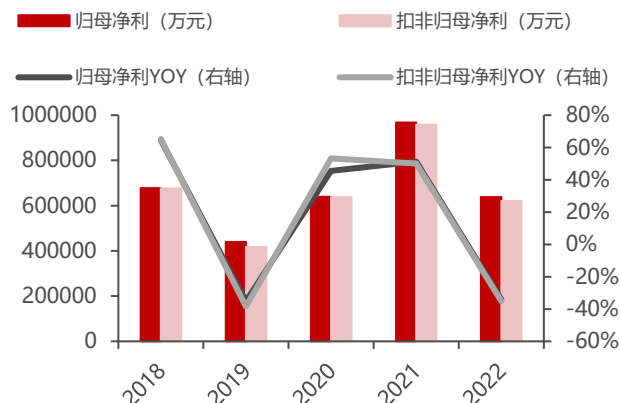
2022Q4，公司实现营收 437.94 亿元，同比增长 21.5%、环比增长 8.9%；归母净利润 12.48 亿元，同比减少 34.9%、环比减少 4.8%；扣非归母净利润 12.51 亿元，同比减少 32.2%、环比增长 1.6%。业绩符合预期。

图1：公司 2022 年度营收同比-1.7%



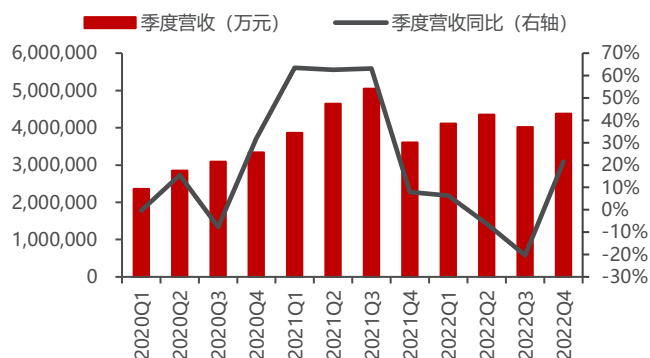
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：公司 2022 年度归母净利润同比-34.1%



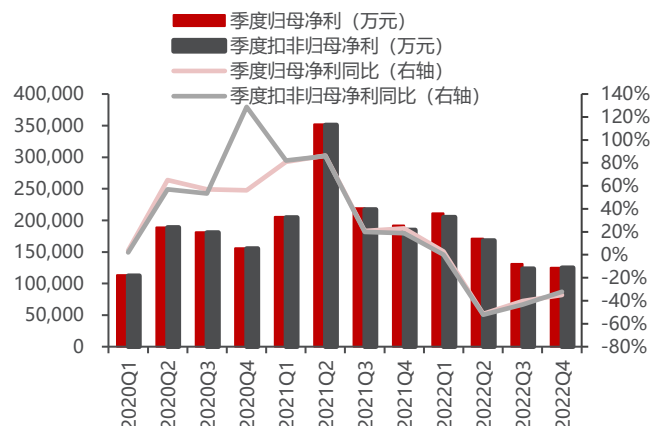
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：公司 2022Q4 营收同比+21.5%



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：公司 2022Q4 归母净利润同比-34.9%



资料来源：wind，民生证券研究院

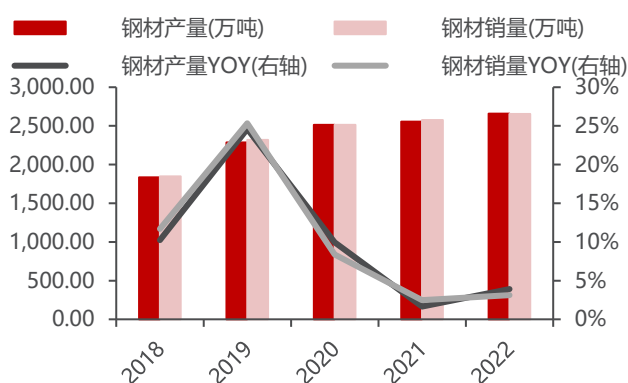
2 点评：钢材市场走弱拖累公司毛利率下滑

2.1 公司产销量稳步增加，毛利率小幅下滑

量：2022 年公司产销量稳步增长。公司 2022 年钢铁产品产量 2657 万吨，同比增长 3.91%，销量为 2655 万吨，同比增长 3.11%。

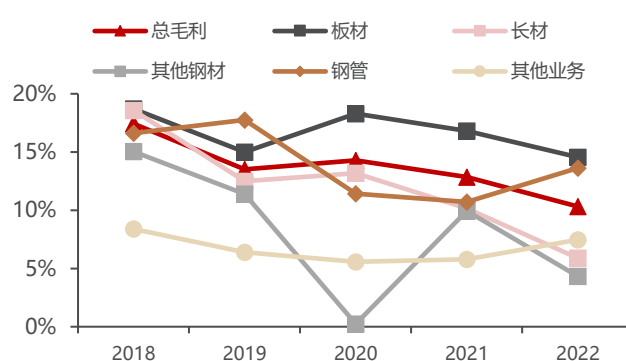
价：原料成本高位波动，公司全年毛利率下滑。2022 年热卷价格同比下滑 16.95%。主要原材料中，尽管铁矿石市场全年平均价格同比-24.65%，但焦炭价格同比+0.85%，主焦煤价格同比+19.35%，废钢价格同比仅-5.74%。由于焦炭等原料成本高位波动，能源价格上涨，而钢材价格下跌，公司 2022 年毛利率下滑 2.53pct 至 10.32%。分季度看，2022Q4 公司毛利率为 9.01%，同比下滑 5.44pct，环比下滑 0.69pct。

图5：2022 年公司钢材产销量微增



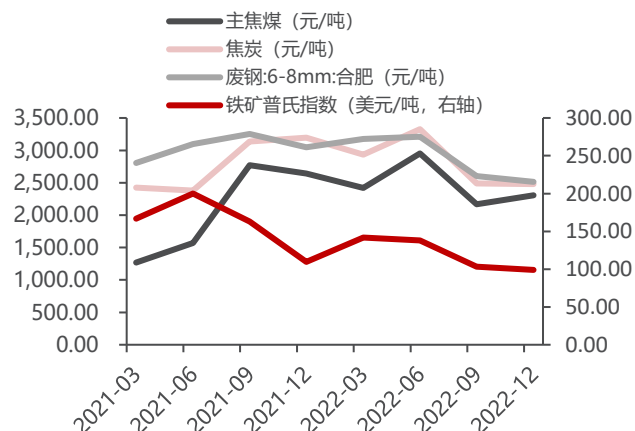
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：2022 年分产品毛利率



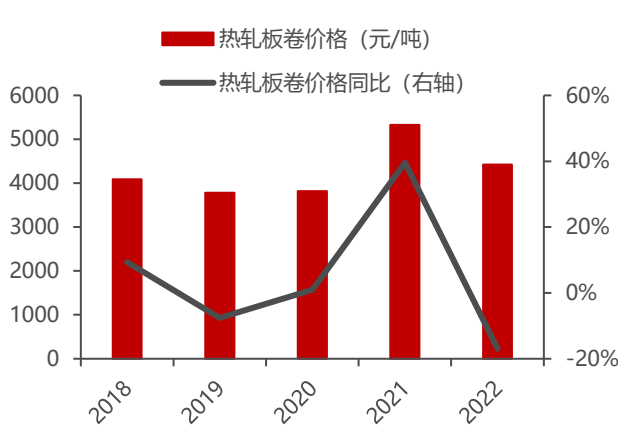
资料来源：wind，民生证券研究院

图7：2022 年原材料价格整体上涨



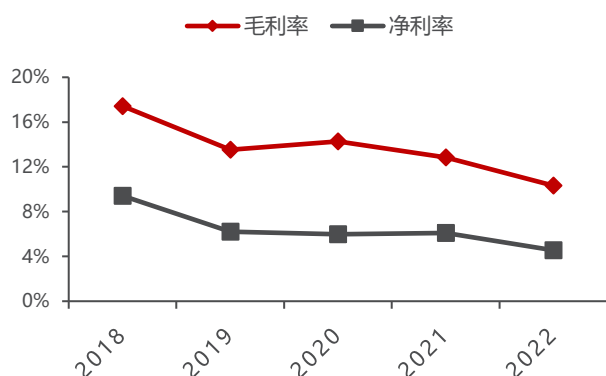
资料来源：wind，民生证券研究院

图8：2022 年钢材价格下跌



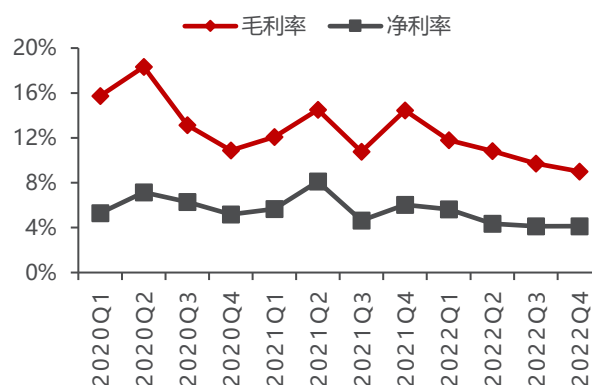
资料来源：wind，民生证券研究院

图9：2022 年公司毛利率下滑至 10.32%



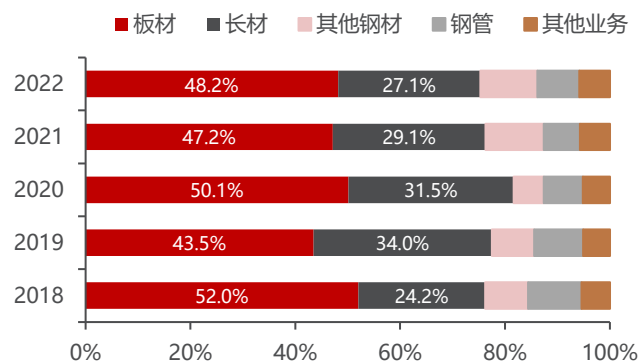
资料来源：wind，民生证券研究院

图10：2022Q4 公司毛利率下滑至 9.01%



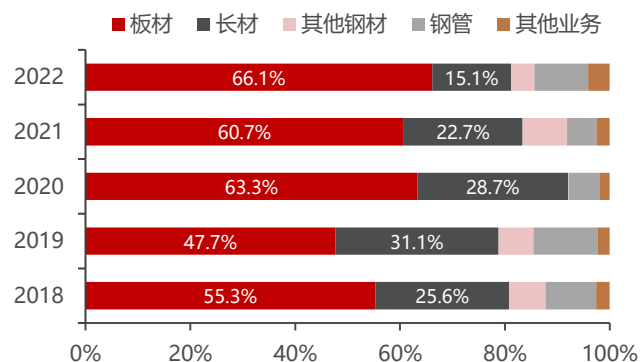
资料来源：wind，民生证券研究院

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

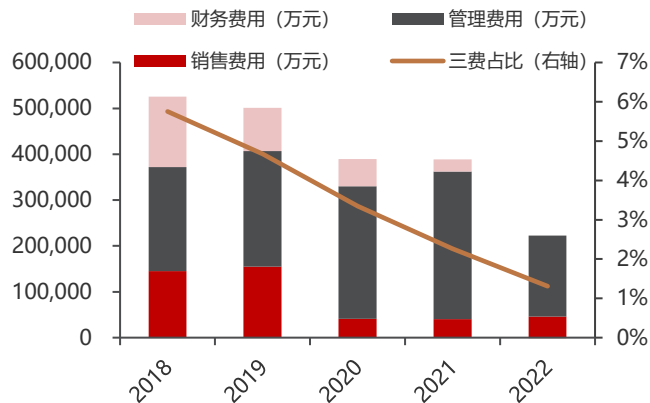


资料来源：wind，民生证券研究院

2022 年期间费用同比下降。公司 2022 年期间费用同比下滑 43.16%至 22.08 亿元，期间费用率回落 0.95pct 至 1.31%。其中，销售费用增长 13.29%至 4.61 亿元；管理费用下降 45.10%至 17.65 亿元，主要因为根据会计准则要求，公司将生产车间不符合资本化的固定资产日常修理费用从管理费用科目调至营业成本科目；同时，公司为了控制成本，主动缩减非生产性更新维修支出。财务费用由正转负，同比下滑 106.86%至-0.18 亿元，主要系公司调整债务结构，降低贷款利率，贷款利息支出相应减少，且汇兑收益同比也有所增加。

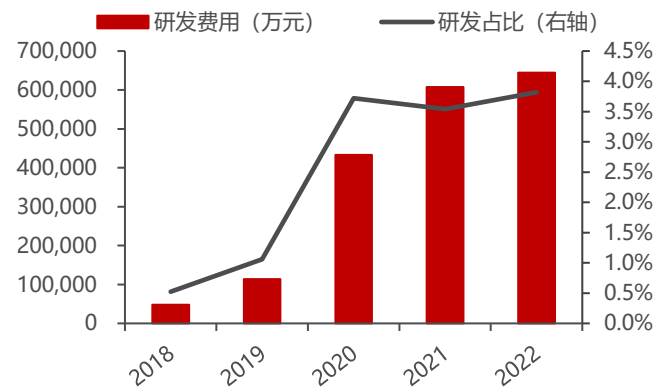
2022 年研发费用同比增加。公司 2022 年研发费用率增长 0.28pct 至 3.82%，研发费用增加 5.98%至 64.41 亿元，主要系公司加大新产品研发和品种结构调整力度，研发投入相应增加所致。研发项目包括基于结晶器冶金的高品质钢铸坯质量控制关键技术、基于氧化物冶金的大线能量焊接用钢关键技术研究及应用、创新型耐磨钢关键技术及应用、高端取向硅钢批量稳定化生产技术研究及普通取向硅钢洗/冷轧产品开发。

图13：2022 年公司期间费用下滑



资料来源：wind，民生证券研究院

图14：2022 年研发费用同比增长

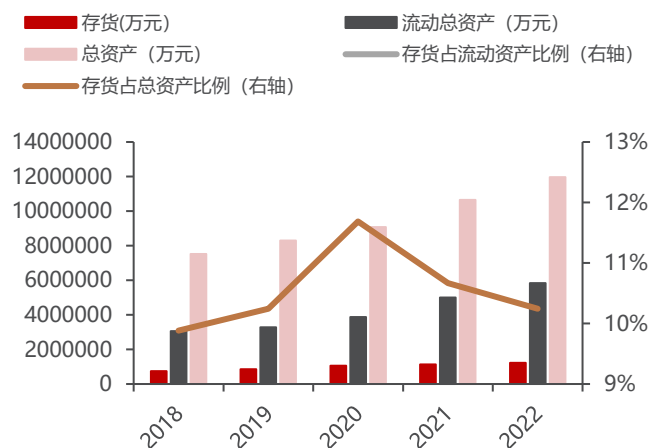


资料来源：wind，民生证券研究院

公司存货增加。由于公司产销量稳步增长，叠加原材料价格高位，2022 年公司存货同比增长 7.89%至 122.62 亿元，占流动资产比例下降 1.69pct 至 21.02%，占总资产比例下降 0.42pct 至 10.25%。其中，在产品和库存商品都呈现增加趋势，分别增加 1.93 亿元和 8.11 亿元，自制半成品减少 2.54 亿元。

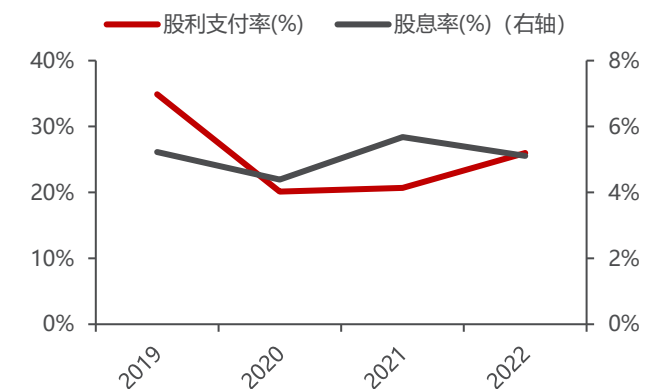
公司 2022 年股利支付率提升。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.40 元（含税），股利支付率提升 5.30pct 至 25.99%。由于公司 2022 年归母净利润下滑 35.12%，公司现金分红总额下降 17.24%至 16.58 亿元。根据公司 2022-2024 年度股东回报规划，在公司年度盈利且累计未分配利润为正，并足额预留法定公积金、盈余公积金后，公司将积极推行现金分配方式，最近三年以现金方式累计分配的利润原则上不少于最近三年实现的年均可分配利润的 30%；且在现金能够满足公司持续经营和长期发展需要的前提下，现金红利总额（包括中期已分配的现金红利）不低于该年度公司实现的归属于母公司股东的净利润的 20%。

图15：公司存货增加



资料来源：wind，民生证券研究院

图16：2022 年公司股利支付率提升

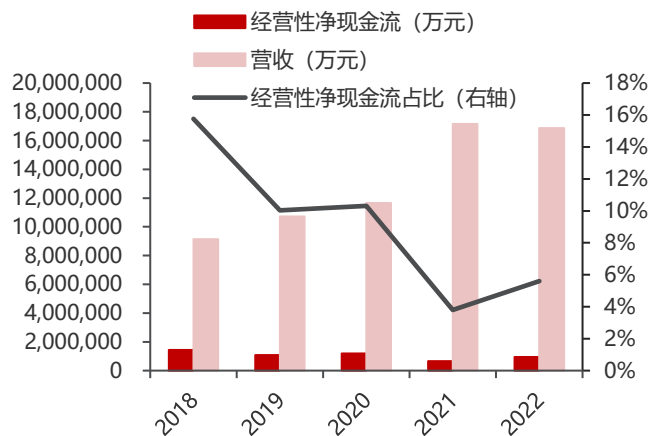


资料来源：wind，民生证券研究院

2022 年公司经营性净现金流增加，同比增长 45.16%至 94.57 亿元。主要因拆入资金净增加额增加 100.81 亿，收到的税收返还增加 13.73 亿。经营性净现金流占比同比增加 1.81pct 至 5.61%。

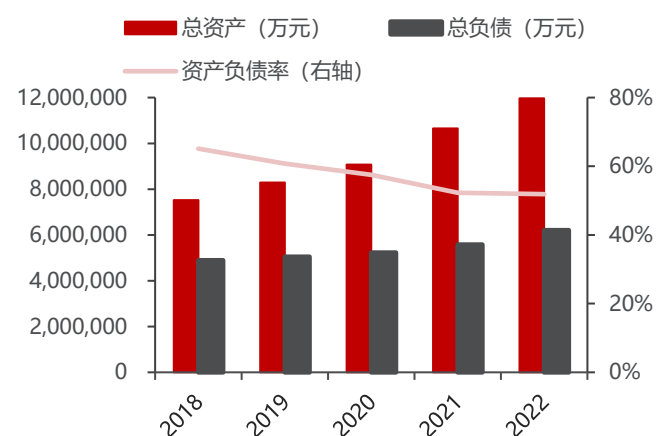
2022 年公司资产负债率小幅下降。公司资产负债率同比下降 0.40pct 至 51.88%。

图17：2022 年公司经营性净现金流增加



资料来源：wind，民生证券研究院

图18：2022 年公司资产负债率小幅下降



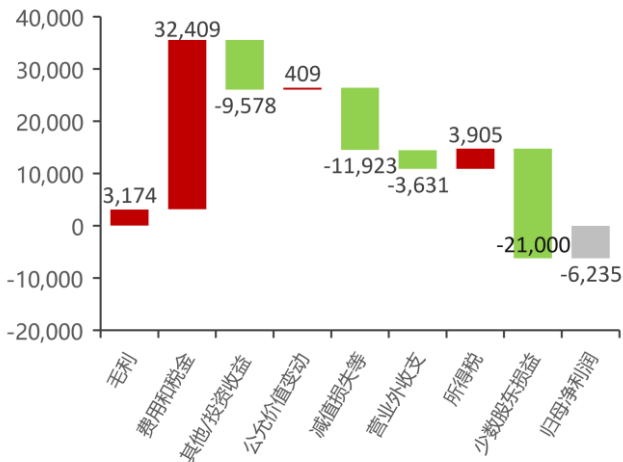
资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 2022Q4 业绩环比同比均有下滑

2022Q4 vs 2022Q3：2022Q4 归母净利润环比减少 0.62 亿元，主要的增利点在于毛利 (+0.32 亿元)、费用和税金 (+3.24 亿元)、所得税 (+0.39 亿元)；主要的减利点包括其他/投资收益 (-0.96 亿元)、减值损失等 (-1.19 亿元)、(-0.36 亿元)、(-2.10 亿元)。

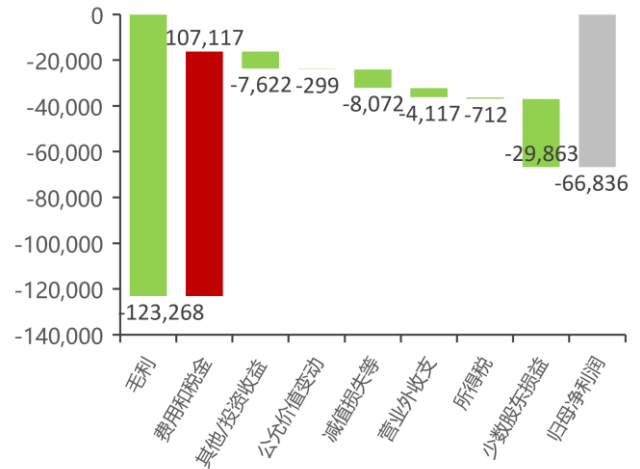
2022Q4 vs 2021Q4：2022Q1 归母净利润同比减少 6.68 亿元，主要的增利点在于费用与税金 (+10.71 亿元)，其中，管理费用由正转负，同比减少 11.53 亿元，主要为根据会计准则要求，公司将生产车间不符合资本化的固定资产日常修理费用从管理费用科目调至营业成本科目；同时，公司为了控制成本，主动缩减非生产性更新维修支出。主要的减利点包括毛利 (-12.33 亿元)、其他/投资收益 (-0.76 亿元)、减值损失等 (-0.81 亿元)、营业外收支 (-0.41 亿元) 及少数股东损益 (-2.99 亿元)，其中毛利下降主要由于能源价格上升，营业成本增加大于营业收入增加速度。

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）

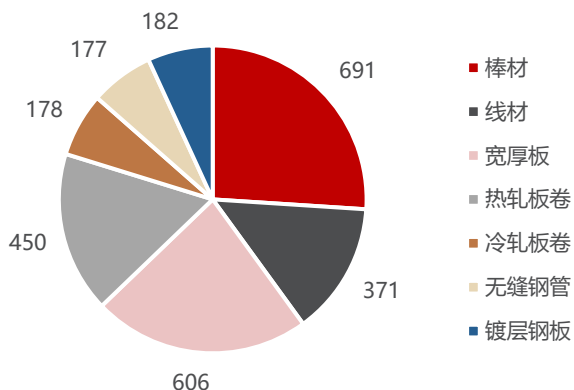


资料来源：wind，民生证券研究院

3 核心看点：区域龙头，产品结构优化加快

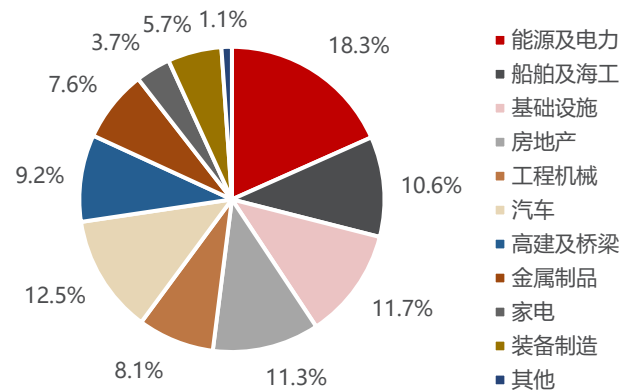
区域龙头，南方精品钢材生产基地。公司分别在湖南省湘潭市、娄底市、衡阳市、广东省阳江市设有生产基地，拥有炼焦、烧结、炼铁、炼钢、轧钢、钢材深加工等全流程的技术装备，产品结构齐全、下游覆盖行业广泛，主要品种间具备较强的柔性生产切换能力。2022年，公司重点品种钢销量1,588万吨，占比60%，较2021年提升5个百分点；13个大类品种90个钢种替代“进口”。公司在细分领域市场打造了一批“隐形冠军”产品，带动了产品结构由中低端同质化向中高端精品差异化的转变。

图21：公司2022年分品种销量（单位：万吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

图22：公司2022年分下游销量占比



资料来源：wind，民生证券研究院

公司加快产线结构调整升级。公司积极推动品种结构从“中低端”向“中高端”转变，加快产线结构升级，加大研发投入。**宽厚板方面**，继续巩固在造船、海工、高建桥梁、风电等下游细分市场的竞争优势；**薄板方面**，进一步延伸产业链，提升产品附加值，包括投资建设汽车板二期项目，产品定位于高端汽车板，以满足新能

源汽车领域高速增长的需求；**投资建设电工钢一期项目**，产品主要定位中高牌号无取向电工钢及取向电工钢；**工业线棒材方面**，积极推动优特钢转型；无缝钢管方面，加大炼钢系统的升级改造，进一步提升在油气、机加工、压力容器等领域的竞争力。

表1：公司产线结构升级

下属公司	项目	投产时间	项目详情
华菱湘钢	中小棒品质提升项目	已投产	每年将增加高档品种钢棒材 4 万吨 。
华菱湘钢	精品高速线材生产线项目	预计 2023 年 9 月投产	预计到“十四五”末，华菱湘钢工业线棒材领域特钢比例将由当前 10%提升至 25%以上 ，远期比例提升至 50%以上。
华菱涟钢	冷轧电工钢产品一期工程	一期第一步建设期 18 个月左右，2023 年下半年投产 一期第二步建设期 14 个月左右，预计 2025 年初建成投产	第一步建成后实现年产 20 万吨 无取向电工钢、 10 万吨 无取向电工钢冷硬卷、 9 万吨 取向电工钢冷硬卷。 第二步建成后实现项目总年产 40 万吨 无取向电工钢、 20 万吨 无取向电工钢冷硬卷、 18 万吨 取向电工钢冷硬卷。
华菱涟钢	冷轧 1450mm 单机架十八辊可逆式轧机项目	已投产	设计年过钢量 25 万吨 ，以中高碳、取向硅钢为主，可实现厚度 1.5-8.0mm 的热卷规格轧制，出口厚度可实现 0.15-6.0mm。
华菱衡钢	720 机组高端工程机械用管改造项目	已投产	每年将增加高端工程机械管、结构用管、流体管、油气用管、压力容器用管年轧制能力 15 万吨以上 。
汽车板公司	二期项目	2022 年底已投产	酸轧线产能由每年 150 万吨提升到 200 万吨，镀锌线和连退线产能由每年 115 万吨提升到 160 万吨，产品定位于高端汽车板。

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

公司作为湖南龙头企业，产品结构不断优化升级，叠加国内经济逐步复苏带动吨钢盈利回暖，我们预计公司 2023-25 年将分别实现归母净利润 72.14/101.60/114.84 亿元，对应 3 月 24 日收盘价，PE 分别为 5、4 和 3 倍，维持“推荐”评级。

5 风险提示

1) 原材料价格高位波动。公司生产用主要原燃料如铁矿石、废钢、煤炭、焦炭等价格高位波动，企业成本控制压力加大。

2) 下游需求不及预期。房地产拿地和新开工数据未见回暖，同时由于地方政府债务高企以及优质项目稀缺，基建投资增速可能不及预期。同时经济转型调整压力仍在，下游企业发展增速不达预期影响需求。

3) 产能不及预期。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	168637	166916	168656	173327
营业成本	150885	147932	145904	148748
营业税金及附加	666	686	693	713
销售费用	461	437	442	454
管理费用	1765	2213	2236	2298
研发费用	6441	6240	6305	6479
EBIT	8619	9718	13393	14963
财务费用	-18	294	110	-44
资产减值损失	-88	-71	-58	-47
投资收益	147	140	142	146
营业利润	8714	9489	13362	15101
营业外收支	-40	-5	-4	-3
利润总额	8673	9484	13358	15098
所得税	999	1119	1576	1781
净利润	7675	8365	11783	13317
归属于母公司净利润	6379	7214	10160	11484
EBITDA	12013	13453	17721	20078

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	11159	12508	15709	20741
应收账款及票据	5125	5146	5204	5351
预付款项	3800	3580	3531	3600
存货	12262	11709	11560	11797
其他流动资产	25988	19161	19249	19485
流动资产合计	58334	52104	55253	60973
长期股权投资	726	866	1008	1153
固定资产	49493	51471	53317	57939
无形资产	4551	4549	4537	4523
非流动资产合计	61356	66356	70706	74466
资产合计	119690	118460	125960	135439
短期借款	4615	4615	4615	4615
应付账款及票据	26416	23334	23014	23463
其他流动负债	18967	19110	18950	19197
流动负债合计	49997	47059	46580	47275
长期借款	10913	5913	3913	1913
其他长期负债	1187	1189	1188	1196
非流动负债合计	12100	7102	5101	3109
负债合计	62097	54161	51681	50384
股本	6909	6909	6909	6909
少数股东权益	7653	8805	10428	12261
股东权益合计	57592	64299	74279	85056
负债和股东权益合计	119690	118460	125960	135439

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	-1.71	-1.02	1.04	2.77
EBIT 增长率	-28.76	12.75	37.81	11.72
净利润增长率	-34.10	13.09	40.85	13.02
盈利能力 (%)				
毛利率	10.32	11.37	13.49	14.18
净利润率	3.79	4.32	6.02	6.63
总资产收益率 ROA	5.33	6.09	8.07	8.48
净资产收益率 ROE	12.77	13.00	15.91	15.78
偿债能力				
流动比率	1.17	1.11	1.19	1.29
速动比率	0.52	0.59	0.66	0.77
现金比率	0.22	0.27	0.34	0.44
资产负债率 (%)	51.88	45.72	41.03	37.20
经营效率				
应收账款周转天数	9.80	9.49	9.49	9.49
存货周转天数	29.69	29.06	29.06	29.06
总资产周转率	1.49	1.40	1.38	1.33
每股指标 (元)				
每股收益	0.92	1.04	1.47	1.66
每股净资产	7.23	8.03	9.24	10.54
每股经营现金流	1.37	1.44	2.30	2.69
每股股利	0.24	0.26	0.37	0.42
估值分析				
PE	6	5	4	3
PB	0.8	0.7	0.6	0.5
EV/EBITDA	3.57	2.72	1.77	1.21
股息收益率 (%)	4.38	4.76	6.71	7.58

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	7675	8365	11783	13317
折旧和摊销	3394	3735	4328	5115
营运资金变动	-1740	-2668	-505	-58
经营活动现金流	9457	9914	15910	18571
资本开支	-6094	-8595	-8537	-8728
投资	-7758	0	0	0
投资活动现金流	-13926	-1382	-8537	-8728
股权募资	1248	0	0	0
债务募资	3042	-5000	-2000	-2000
筹资活动现金流	5768	-7184	-4172	-4811
现金净流量	1535	1348	3202	5031

插图目录

图 1: 公司 2022 年度营收同比-1.7%	3
图 2: 公司 2022 年度归母净利润同比-34.1%	3
图 3: 公司 2022Q4 营收同比+21.5%	3
图 4: 公司 2022Q4 归母净利润同比-34.9%	3
图 5: 2022 年公司钢材产销量微增	4
图 6: 2022 年分产品毛利率	4
图 7: 2022 年原材料价格整体上涨	4
图 8: 2022 年钢材价格下跌	4
图 9: 2022 年公司毛利率下滑至 10.32%	5
图 10: 2022Q4 公司毛利率下滑至 9.01%	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: 2022 年公司期间费用下滑	6
图 14: 2022 年研发费用同比增长	6
图 15: 公司存货增加	6
图 16: 2022 年公司股利支付率提升	6
图 17: 2022 年公司经营性净现金流增加	7
图 18: 2022 年公司资产负债率小幅下降	7
图 19: 2022Q4 业绩环比变化拆分 (单位: 万元)	8
图 20: 2022Q4 业绩同比变化拆分 (单位: 万元)	8
图 21: 公司 2022 年分品种销量 (单位: 万吨)	8
图 22: 公司 2022 年分下游销量占比	8

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司产线结构升级	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。	公司评级	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