

➤ 2022 年公司实现营收 503.06 亿元，同比增长 48.24%；归母净利润 12.46 亿元，同比增长 14.40 亿元；扣非归母净利润 13.04 亿元，同比增长 18.57 亿元。2022Q4，公司实现营收 104.78 亿元，同比减少 35.42%、环比增长 4.76%；归母净利润 5.53 亿元，同比减少 51.65%、环比增长 303.65%；扣非归母净利润 5.48 亿元，同比减少 23.19%、环比增长 275.34%。

➤ **业绩大幅增长，期间费用率下降。**2022 年公司在黄金行业实现营收 474.8 亿元，同比上升 54.01%，其中自产金/外购金/小金条业务营收分别为 151.8/207.3/108.1 亿元，同比变化+55.26%/+73.63%/+23.22%，毛利率分别为 43.33%/0.49%/0.90%，同比变化+14.25pct/+0.24pct/+0.74pct，分项营收均有增长，毛利率整体提升。期间费用率由 2021 年的 11.78%降低至 2022 年的 7.03%，其中管理费用率大幅下降，同比减少 4.03pct，主要是因为公司 2022 年无形资产摊销减少，销售费用率下降主要是因为 2022 年销售佣金减少。

➤ **生产经营恢复，盈利能力增强。**2022 年，公司自产金/外购金/小金条产量分别为 38.67/53.05/30.62 吨，同比变动+56.06%/+71.18%/14.56%，产销量均有提升。按照年报计算，2020-2022 年自产金的生产成本分别为 190/265/222 元/克，2022 年矿产金成本较 2021 年明显降低，与 2020 年相比略有上升。

➤ **矿山产量恢复增长，主力矿山复产在即。**2022 年省内矿山大多恢复生产，7 家矿山产量创出新高，其中焦家金矿黄金产量突破 10 吨，成为全国第一家年产黄金超过 10 吨的单体矿山企业。受山东省新一轮生态保护红线划定影响，2022 年蓬莱金矿、玲珑金矿的生产受到扰动，蓬莱矿业于 2022 年 4 月底复产，东风矿区于 2022 年 12 月取得延续后的采矿及安全生产许可证，2023 年 1 月已经复产，玲珑矿区于 2022 年 12 月取得延续后的采矿许可证，也有望逐步复产。

➤ **优质资源赋成长性，十四五目标大幅迈进。**公司为山东省国资委旗下的黄金龙头公司，现拥有 13 座国内矿山+2 座海外矿山，截至 2022 年底，公司黄金资源量达到 1431.40 吨。未来公司将依托已有资源，推进外延并购逐步做强黄金主业，随着莱州世界黄金生产基地建设的逐步展开，海外卡蒂诺资源项目的推进，都将助力公司实现到 2025 年自产金产量达到 80 吨的十四五战略规划目标。

➤ **盈利预测与投资建议：**公司掌握优质金矿资源，盈利能力强，业绩将充分受益于贵金属价格的上行，考虑到公司矿山逐渐复工复产，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 24.66/31.74/38.50 亿元，按照 3 月 31 日收盘价计算，对应 PE 为 40/31/26 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**产品价格波动风险，安全环保管理风险，资源获取风险。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	50,306	57,343	63,596	66,022
增长率 (%)	48.2	14.0	10.9	3.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,246	2,466	3,174	3,850
增长率 (%)	743.2	98.0	28.7	21.3
每股收益 (元)	0.28	0.55	0.71	0.86
PE	79	40	31	26
PB	3.0	2.8	2.6	2.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 3 月 31 日收盘价）

## 推荐

维持评级

当前价格：

22.04 元



**分析师 邱祖学**

执业证书：S0100521120001

电话：021-80508866

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

**分析师 张建业**

执业证书：S0100522080006

电话：010-85127604

邮箱：zhangjianye@mszq.com

### 相关研究

1.山东黄金深度报告：黄金龙头，乘金价上行东风-2023/03/15

2.山东黄金 (600547.SH) 事件点评：定增募资，扩产成长进行时-2022/06/05

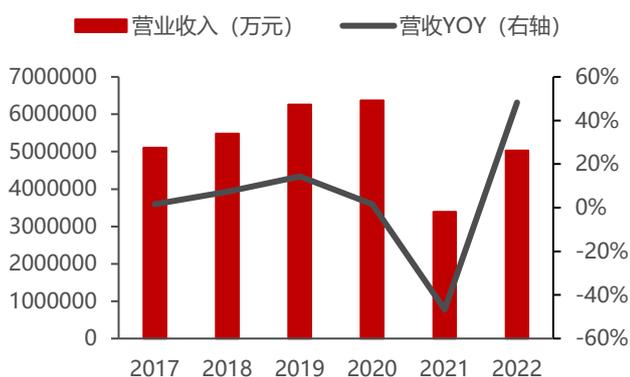
## 目录

1 业绩大幅增长，期间费用率稳定.....	3
2 生产经营恢复，盈利能力增强.....	5
3 资源禀赋优良，扩产前景广阔.....	8
4 投资建议.....	10
5 风险提示.....	11
插图目录.....	13
表格目录.....	13

## 1 业绩大幅增长，期间费用率稳定

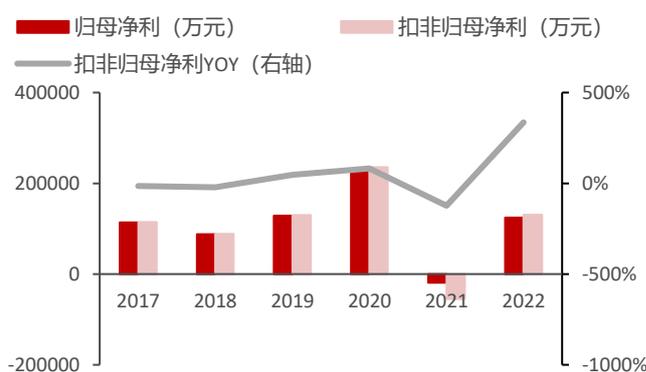
**公司公布 2022 年年报：**2022 年实现营收 503.06 亿元，同比增长 48.24%；归母净利润 12.46 亿元，同比增长 14.40 亿元；扣非归母净利润 13.04 亿元，同比增长 18.57 亿元。**分季度来看，**2022Q4，公司实现营收 104.78 亿元，同比减少 35.42%、环比增长 4.76%；归母净利润 5.53 亿元，同比减少 51.65%、环比增长 303.65%；扣非归母净利润 5.48 亿元，同比减少 23.19%、环比增长 275.34%。

图1：2022 年，公司实现营收 503.06 亿元



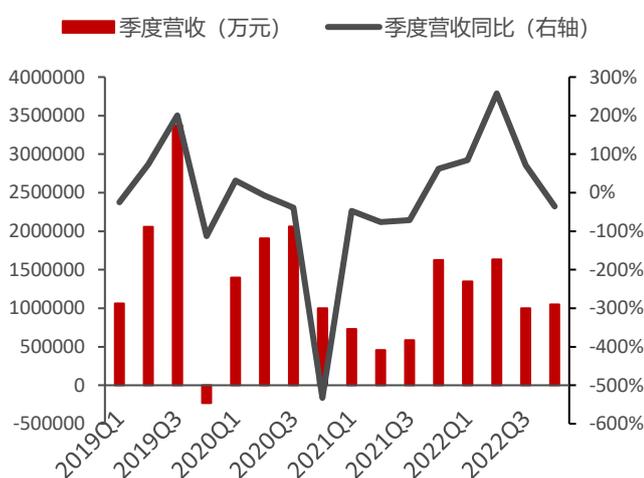
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2022 年，公司实现归母净利润 12.46 亿元



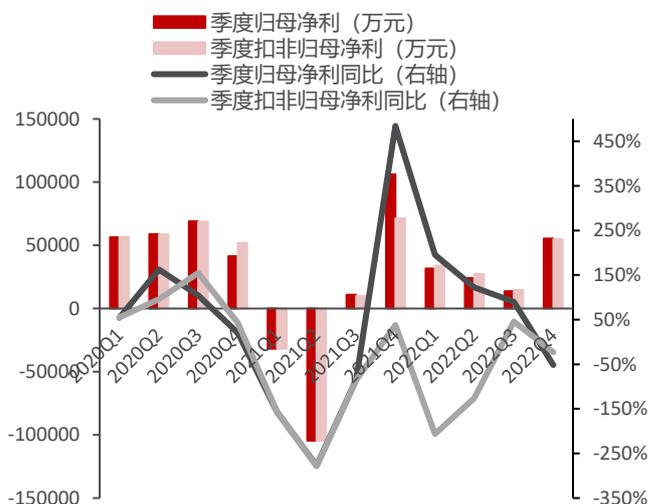
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2022Q4，公司实现营收 104.78 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2022Q4，公司实现归母净利润 5.53 亿元

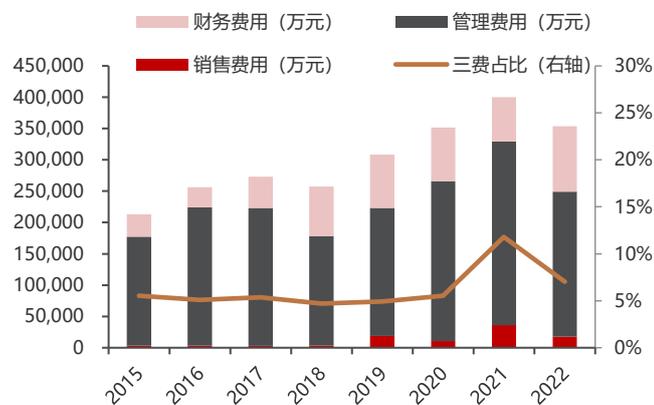


资料来源：wind，民生证券研究院

**从期间费用来看，2022 年公司期间费用率同比减少。**公司期间费用率由 2021 年的 11.78% 降低至 2022 年的 7.03% 较低水平。**年度同比来看：**销售费用率为 0.35%，同比减少 0.71pct，主要是因为公司 2022 年销售佣金减少；管理费用率大幅下降，同比减少 4.03pct，主要是因为公司 2022 年无形资产摊销减少；财务费用率为 2.08%，同比减少 0.01pct。**分季度看，**2022Q4 期间费用率为 3.82%，环比减少 -5.83pct；其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.39%/0.80%/2.63%，环比分别 0.04pct/-5.78pct/-0.09pct，同比分别 -

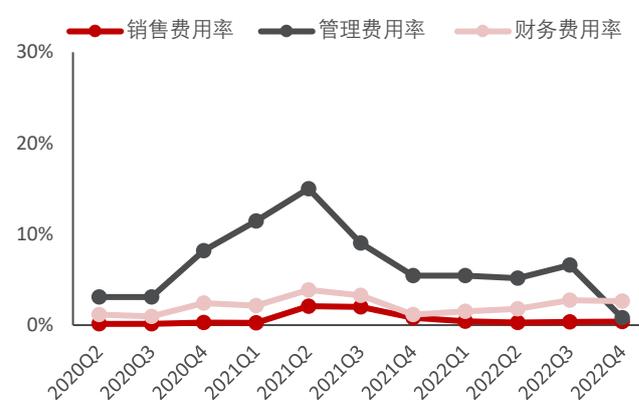
0.43pct/-4.64pct/1.47pct。

图5：2022 年全年期间费用率降低



资料来源：wind，民生证券研究院

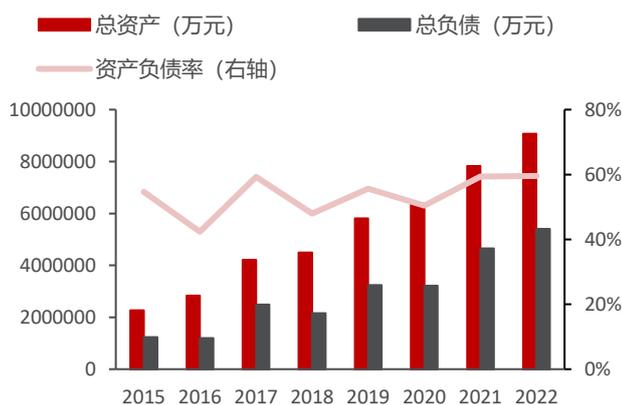
图6：2022Q4 公司费用率环比大幅下降



资料来源：wind，民生证券研究院

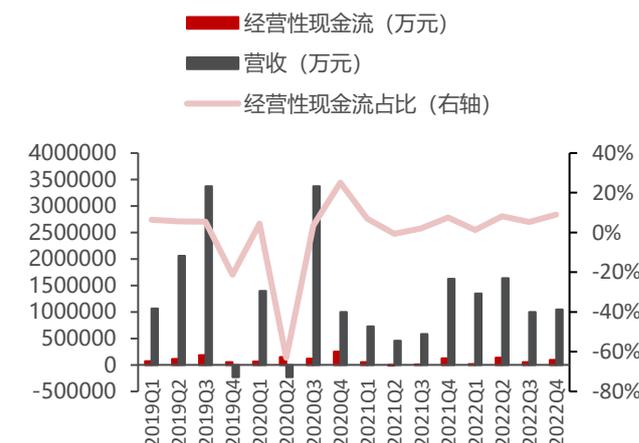
从资金能力的角度来看，2022 年公司经营活动产生的现金流量净额较上年同期增加 63.08%，公司经营性现金流量净额高于净利润，主要是 2022 年购销业务产生的现金净流入增加所致；投资活动产生的现金流量净额同比减少 26.44 亿元，主要是 2021 年度收到处置子公司的现金流入和报告期构建固定资产等长期资产支付的现金增加所致；筹资活动产生的现金流量净额较上年同期增加 155.13%，主要是 2022 年吸收投资及借款现金流入增加所致。截至 2022 年 12 月 31 日，公司资产负债率为 59.55%。

图7：2022 年底公司资产负债率为 59.55%



资料来源：wind，民生证券研究院

图8：公司经营活动净现金流变化



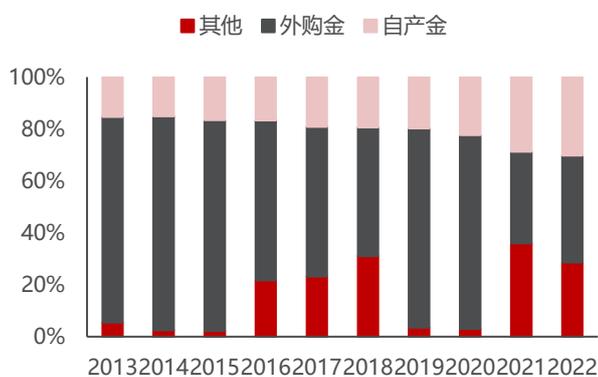
资料来源：wind，民生证券研究院

## 2 生产经营恢复，盈利能力增强

**黄金主业表现亮眼，自产金贡献主要毛利。**2022 年公司在黄金行业实现营收 474.8 亿元，同比上升 54.01%，其中自产金/外购金/小金条业务实现营业收入分别为 151.8/207.3/108.1 亿元，同比变化+55.26%/+73.63%/+23.22%，毛利率分别为 43.33%/0.49%/0.90%，同比变化+14.25pct/+0.24pct/+0.74pct，分项营收均有增长，毛利率整体提升。

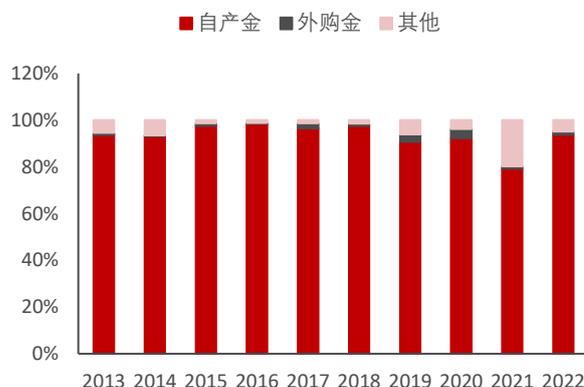
2017 年到 2022 年公司自产金的营收占比由 19.1%提升至 30.2%，历年来自产金基本贡献 90%以上的毛利润，2022 年数据显示自产金毛利占比达到 93.74%，主营业务高度聚焦。

图9：公司主营产品营收占比变化



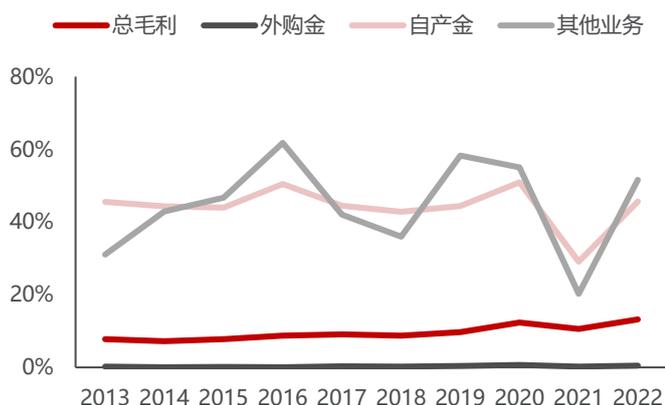
资料来源：wind，2022 年年报，民生证券研究院

图10：公司主营产品毛利占比变化



资料来源：wind，民生证券研究院

图11：公司主营产品毛利率变化



资料来源：wind，民生证券研究院

**矿山恢复生产，自产金产量大幅回升。**2022 年，公司矿产金产量完成 38.67 吨，同比 56.06%。公司自产金，外购金，小金条 3 种产品产销量均有所提升。具体来看：1) 自产金产量为 38.67 吨，同比增加 56.06%，销量为 38.72 吨，同比增加 47.79%；2) 外购金产量为 53.05 吨，同比增长 71.18%，销量为 52.35 吨，同比增加 66.2%。3) 小金条产量为 30.62 吨，同比增长 14.56%，销量为 30.40

吨, 同比增加 14.23%。

**表1: 公司分产品产销和库存情况**

主要产品	生产量 (吨)	销售量 (吨)	库存量 (吨)	生产量同比 (%)	销售量同比 (%)	库存量同比 (%)
自产金	38.67	38.72	0.70	56.06%	47.79%	-6.64%
外购金	53.05	52.35	4.11	71.18%	66.20%	20.47%
小金条	30.62	30.40	0.42	14.56%	14.23%	108.16%

资料来源: 2022 年年报, 民生证券研究院

**2022 年公司聚力抓好生产运营, 省内矿山大多恢复正常生产。**随着莱州区域资源的整合推进, 公司将 2021 年收购的天承矿业马塘矿权整合至焦家金矿、红布矿权整合至新城金矿。2022 年, 公司 7 家矿山产量创出新高, 三山岛、焦家、新城、玲珑四大主力矿山产量分别为 5.5/10.0/5.7/1.1 吨, 均高于去年同期, 其中三山岛、焦家、玲珑金矿增长显著, 但三山岛金矿产量仍低于 2020 年, 新城金矿累计产金突破百吨, 成为山东黄金第 4 家、全国第 6 家累计产金过百吨的黄金矿山, 焦家金矿黄金产量突破 10 吨, 成为全国第一黄金生产矿山。2021 年受年初山东省安全事故影响, 公司各矿山产量较 2020 年出现大幅下滑, 2022 年矿山逐步复工复产, 大多数矿山产量有所回升。

**图12: 2015-2022 公司主要产品产量 (单位: 吨)**



资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

**表2：公司各矿山历史产量（吨）**

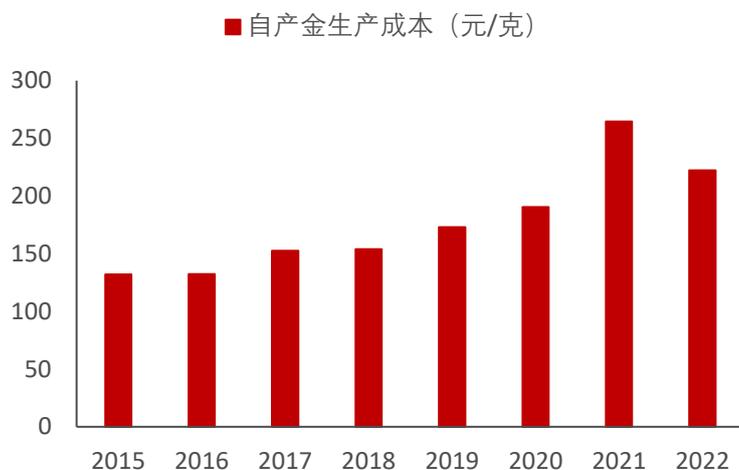
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
三山岛金矿	8.4	6.5	7.0	6.6	7.1	2.7	5.5
焦家金矿	7.6	7.3	7.2	6.8	7.5	4.6	10.0
玲珑金矿	4.4	4.3	4.2	4.0	4.5	2.2	5.7
新城金矿	4.2	4.1	4.5	3.7	3.8	1.0	1.1
蓬莱矿业	0.8	0.8	0.8	1.3	0.8	0.1	0.2
沂南金矿	0.2	0.4	0.5	0.3	0.3	0.3	0.4
青岛金矿	1.0	1.2	1.6	1.5	1.4	2.0	-
鑫汇公司	-	-	-	-	-	-	1.4
莱西公司	-	-	-	-	-	-	0.4
金州公司	1.1	1.1	1.1	0.8	1.3	1.0	1.1
归来庄金矿	0.6	1.7	1.2	1.2	0.7	0.2	0.8
柴矿公司	0.9	0.9	1.1	1.1	1.4	1.6	1.7
福建源鑫	0.7	0.7	0.8	0.5	0.5	0.4	0.3
西和中宝	0.3	0.5	0.6	0.6	0.8	1.0	1.0
金川矿业	-	-	-	-	-	2.4	2.7
国内矿山合计	21.8	29.5	32.3	22.2	30	19.4	32.6
贝拉德罗金矿	-	6.5	8.7	8.5	7.0	5.4	6.1
国外矿山合计	-	-	-	-	-	5.4	6.1
公司合计	30.0	35.9	39.3	40.1	37.8	24.8	38.7

资料来源：公司年报，民生证券研究院

注：青岛金矿包括鑫汇金矿和莱西金矿

**国内金价均价上涨，公司成本同比下降。**受复杂多变的国际环境、紧缩的美欧货币政策及预期转弱的全球经济形势影响，2022年国际现货金价最高2070美元/盎司，最低1614美元/盎司，最大波幅达456美元/盎司；年末伦敦国际现货金价收于1823美元/盎司，与上年末收盘价基本持平。因人民币兑美元汇率大幅贬值，国内人民币金价走势明显强于国际金价，2022年上海黄金交易所Au9999收于410.49元/克，较上年度收盘价373.85元/克上涨约9.8%。

按照年报推算2020-2022年自产金的生产成本分别为190元/克、265元/克、222元/克，公司2022年矿产金成本较2021年明显降低，与2020年相比略有上升。2022年公司采矿损失率5.18%，下降0.47个百分点，矿石贫化率5.79%，下降0.71个百分点，运营管控更加精细化。公司坚持技术提效，综合氰渣金品位同比降低6%，焦家金矿“采掘支”全流程机械化集群作业量占比达到43%，提运、排水、供电、通风等固定设备自动化控制率达到85%。

**图13: 2015-2022 年公司自产金生产成本**


资料来源: 公司年报, 民生证券研究院

### 3 资源禀赋优良, 扩产前景广阔

**资源禀赋优良, 黄金储量丰富。**公司不断夯实资源家底, 对内不断加大探矿力度, 对外积极开展资源并购。在山东省内积极进行资源整合, 省外矿山和境外矿山在矿山深部及周边深入研究, 不断优化地质找矿模型, 实现找矿新突破。公司现拥有 13 座国内矿山+2 座海外矿山, 截至 2022 年底, 公司黄金资源量达到 1431.40 吨。共拥有 34 处属于中国境内的金矿探矿权, 黄金资源量共计约 659.55 吨; 13 处位于中国境内的金矿采矿权, 已探明黄金资源量总计约 124.85 吨。

**表3: 2022 年公司矿产产量和资源量情况**

矿山	储量品位 (克/吨)	资源量 (吨)		储量 (吨)	
		金属量	权益金属量	金属量	权益金属量
三山岛金矿	2.7	146.6	146.6	50.6	50.6
焦家金矿	3.7	350.5	350.5	87.2	87.2
新城金矿	3.3	200.7	200.7	59.6	59.6
玲珑金矿	2.3	157.6	157.6	15.0	15.0
归来庄金矿	3.8	8.8	6.2	1.7	1.2
金州金矿	2.9	12.7	8.0	5.8	3.5
鑫汇公司	3.5	36.6	36.6	20.7	20.7
莱西公司	1.7	6.4	6.4	3.0	3.0
蓬莱金矿	5.3	14.4	14.4	6.0	6.0
沂南金矿	1.4	9.5	9.5	2.3	2.3
山东省	3.2	943.7	936.5	251.9	249.2
赤峰柴矿	2.8	7.4	5.5	4.7	3.5
福建源鑫金矿	4.0	2.7	2.4	1.0	0.93
西和中宝金矿	2.3	30.9	21.6	12.5	8.8
新疆金川	0.8	40.5	40.5	18.0	18.0
省外合计	1.3	81.4	69.9	36.3	31.2
中国小计	2.7	1025.1	1006.4	288.2	280.4

贝拉德罗矿	0.7	188.2	94.1	119.8	59.9
卡蒂诺	1.1	218.1	218.1	157.2	157.2
总计	1.4	1431.4	1318.6	565.2	497.5

资料来源：公司年报，民生证券研究

**国内外双线深度开发，重点工程稳步推进。**据集团公司十四五战略规划，到 2025 年自产金产量达到 80 吨，公司依托省内、省外、境外资源的开发和并购，助理集团完成产量目标，目前重点规划工程积极推进：1)焦家金矿的主控性工程焦家明混合井、朱郭李家主副井工程于 2022 年开工建设；2)井深达到 1915 米的“亚洲第一深井”——三山岛副井工程于 2022 年开工建设；3)新城金矿于 2022 年 6 月份完成滕家竖井工程提升系统安装调试；4)赤峰柴矿采选 2000 吨/日扩建工程前期手续办理工作顺利推进；5)加纳卡蒂诺资源公司的纳穆蒂尼金矿项目已完成选厂 EPCM 总承包的第一阶段合同签订以及部分长周期设备订货工作。

**收购银泰黄金，控股国内最优质的资源。**公司拟受让银泰投资和沈国军合计持有的银泰黄金 5.8 亿股份，股份转让价款 127.6 亿元，占银泰黄金总股本的 20.93%，银泰黄金 2022 年全年合质金产量 7.06 吨，收购银泰黄金对公司主业扩张将产生良好的协同作用，也将进一步提升山东黄金资源储量，巩固山东黄金在国内黄金行业的领先地位。

## 4 投资建议

公司掌握优质金矿资源, 盈利能力强, 业绩将充分受益于贵金属价格的上行, 考虑到公司矿山逐渐复工复产, 预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 24.66/31.74/38.50 亿元, 按照 3 月 31 日收盘价计算, 对应 PE 为 40/31/26 倍, 维持“推荐”评级。

## 5 风险提示

1) **产品价格波动风险**。产品的价格在很大程度上决定了公司的经营业绩。公司的主要产品是黄金,影响黄金价格的因素包括全球供给及需求、宏观政治经济因素(如地缘政治、局部冲突、通货膨胀等),在这些因素的综合作用下,黄金价格会产生较大波动,将对公司收入、利润等带来较大影响。

2) **安全环保管理风险**。安全环保外部监管日趋严格,虽然公司安全环保形势持续稳定,但生产经营过程中,内外部条件仍存在一定的不确定性,给公司安全环保生产带来一定风险隐患。

3) **资源获取风险**。随着勘探深度和覆盖面的加大、行业政策的调整、国家战略资源管控加强等因素影响,新获优质矿权的难度加大。

## 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	50,306	57,343	63,596	66,022
营业成本	43,212	48,034	52,280	53,503
营业税金及附加	822	745	954	990
销售费用	176	287	318	330
管理费用	2,316	3,154	3,498	3,631
研发费用	400	459	509	528
EBIT	3,380	4,664	6,037	7,039
财务费用	1,047	1,144	1,373	1,375
资产减值损失	-1	0	0	0
投资收益	78	86	0	0
营业利润	2,102	3,654	4,703	5,704
营业外收支	-96	0	0	0
利润总额	2,006	3,654	4,703	5,704
所得税	583	913	1,176	1,426
净利润	1,423	2,740	3,527	4,278
归属于母公司净利润	1,246	2,466	3,174	3,850
EBITDA	6,631	8,852	10,432	11,769

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	9,634	15,953	20,577	26,151
应收账款及票据	195	167	174	181
预付款项	824	961	1,046	1,070
存货	4,092	3,948	4,297	4,397
其他流动资产	6,729	7,195	7,539	7,672
流动资产合计	21,475	28,224	33,632	39,472
长期股权投资	1,989	2,009	2,009	2,009
固定资产	30,712	32,450	33,386	33,683
无形资产	19,373	19,473	19,523	19,523
非流动资产合计	69,246	71,835	71,641	71,111
资产合计	90,722	100,059	105,273	110,582
短期借款	6,614	7,914	7,914	7,914
应付账款及票据	7,193	5,001	5,443	5,570
其他流动负债	20,853	19,540	19,009	19,137
流动负债合计	34,661	32,455	32,366	32,621
长期借款	13,548	22,548	24,548	25,548
其他长期负债	5,816	5,842	5,842	5,842
非流动负债合计	19,365	28,391	30,391	31,391
负债合计	54,025	60,846	62,756	64,012
股本	4,473	4,473	4,473	4,473
少数股东权益	3,819	4,093	4,446	4,874
股东权益合计	36,696	39,213	42,517	46,571
负债和股东权益合计	90,722	100,059	105,273	110,582

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
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	48.24	13.99	10.90	3.81
EBIT 增长率	610.64	38.00	29.43	16.59
净利润增长率	743.23	97.96	28.71	21.28
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	14.10	16.23	17.79	18.96
净利润率	2.83	4.78	5.55	6.48
总资产收益率 ROA	1.37	2.46	3.02	3.48
净资产收益率 ROE	3.79	7.02	8.34	9.23
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.62	0.87	1.04	1.21
速动比率	0.48	0.72	0.87	1.04
现金比率	0.28	0.49	0.64	0.80
资产负债率 (%)	59.55	60.81	59.61	57.89
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	1.02	1.00	1.00	1.00
存货周转天数	34.57	30.00	30.00	30.00
总资产周转率	0.55	0.57	0.60	0.60
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.28	0.55	0.71	0.86
每股净资产	7.35	7.85	8.51	9.32
每股经营现金流	0.66	2.33	1.94	2.39
每股股利	0.07	0.07	0.07	0.07
<b>估值分析</b>				
PE	79	40	31	26
PB	3.0	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA	16.58	12.87	10.67	9.07
股息收益率 (%)	0.32	0.32	0.32	0.32

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1,423	2,740	3,527	4,278
折旧和摊销	3,251	4,188	4,394	4,730
营运资金变动	-2,249	2,295	-874	-9
经营活动现金流	2,972	10,433	8,659	10,682
资本开支	-4,005	-6,757	-4,200	-4,200
投资	-134	-40	0	0
投资活动现金流	-5,251	-6,707	-4,200	-4,200
股权募资	6,235	0	0	0
债务募资	8,040	9,326	2,000	1,000
筹资活动现金流	5,462	2,593	164	-908
现金净流量	3,228	6,319	4,623	5,574

## 插图目录

图 1: 2022 年, 公司实现营收 503.06 亿元.....	3
图 2: 2022 年, 公司实现归母净利润 12.46 亿元.....	3
图 3: 2022Q4, 公司实现营收 104.78 亿元.....	3
图 4: 2022Q4, 公司实现归母净利润 5.53 亿元.....	3
图 5: 2022 年全年期间费用率降低.....	4
图 6: 2022Q4 公司费用率环比大幅下降.....	4
图 7: 2022 年底公司资产负债率为 59.55%.....	4
图 8: 公司经营活动净现金流变化.....	4
图 9: 公司主营产品营收占比变化.....	5
图 10: 公司主营产品毛利占比变化.....	5
图 11: 公司主营产品毛利率变化.....	5
图 12: 2015-2022 公司主要产品产量 (单位: 吨).....	6
图 13: 2015-2022 年公司自产金生产成本.....	8

## 表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 公司分产品产销和库存情况.....	6
表 2: 公司各矿山历史产量 (吨).....	7
表 3: 2022 年公司矿产产量和资源量情况.....	8
公司财务报表数据预测汇总.....	12

## 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