

增收不增利，继续期待成本优化

2023 年 04 月 07 日

➤ **2022 年营收大幅增长，归母净利润同比减少 22.57%**。2022 年公司实现营业收入 62.67 亿元，同比增加 65.67%；归母净利润 4.51 亿元，同比减少 22.57%；扣非归母净利润 4.01 亿元，同比减少 25%。其中 2022Q4，公司实现营业收入 17.91 亿元，同比增加 60.72%、环比增加 25.26%；归母净利润 0.55 亿元，同比增加 74%，扣非归母净利润-0.21 亿元，同比减少 51%。

➤ **期间费用率回升，经营性现金流表现优质**。2022 年公司期间费用率为 10.2%，同比上升 6.3pct。管理费用率和财务费用率分别同比增加 1.8pct、4.5pct，主要是公司全资收购金星资源，有息负债增加产生较多利息支出，且将金星资源纳入合并范围所致。2022 年公司经营活动现金净流入 10.72 亿元，同比上升 42.01%，这主要由于金星资源纳入合并范围，矿产品产销量增加。

➤ **产量大增、成本上升，2022 年增收不增利**。矿产金 2022 年销量 13.85 吨，同比增长 77.69%，主要是报告期内完成了金星资源并购。2022 年公司黄金单位成本 277.08 元/克，同比增加 2.89%，毛利率 27.64%，同比下降 1.64pct，2022 年电解铜业务单位成本 3.93 万元/吨，同比增加 68.67%，毛利率 34.18%，同比下降 27.92pct。主要是原材料价格和能源价格上涨，加之各矿山矿石品位较上年有所下降，选矿难度大，导致成本上升，毛利率下降，公司整体呈现增收不增利。

➤ **现有项目建设继续推进，期待实现目标产量**。1) 吉隆矿业：1000 吨/日选厂于 2022 年上半年完成设计合同签订等，力争于 2024 年末实现 1000 吨/日采选能力。2) 五龙矿业：3000 吨/日选厂已建成并试运营。3) 瀚丰矿业：千米竖井工程设备装配将于 2023 年 8 月完成。4) 万象矿业：Discovery 矿区地下采矿工程预计 2023 年 5 月开始采矿。5) 金星瓦萨：于 2022 年 7 月和 11 月分别获得 Benso I 区和 DMH 区域露天采矿许可。

➤ **外延不断，老挝稀土资源开发可期**。公司坚持国际化发展战略，全球范围内进行资源并购，拟申请发行 GDR 继续储备资金。2022 年公司国内收购新恒河矿业，海外收购澳大利亚铁拓矿业股权布局西非资源，与沙特阿吉兰兄弟控股集团合作进行金矿勘探。此外，公司与老挝 LMD 和 DDC 公司签署合作协议，共同开发老挝丰富的矿山资源，且与厦门钨业成立子公司，共同开发老挝稀土资源。

➤ **盈利预测与投资建议**：美联储加息临近末端，黄金价格有望上行，我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 9.61/14.29/15.89 亿，EPS 分别为 0.58/0.86/0.96 元，对应于 2023 年 4 月 7 日收盘价的 PE 分别为 32/21/19 倍，公司作为黄金龙头，经过资源并购后有望进一步释放产量，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示**：项目进展不及预期，产品价格下跌，美联储货币政策波动风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	6,267	7,334	8,911	9,911
增长率 (%)	65.7	17.0	21.5	11.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	451	961	1,429	1,589
增长率 (%)	-22.6	113.0	48.6	11.2
每股收益 (元)	0.27	0.58	0.86	0.96
PE	67	32	21	19
PB	5.8	4.9	4.0	3.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 7 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

18.20 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. 赤峰黄金 (600988.SH) 事件点评：稀土勘探成果丰硕，打造第二增长极-2022/08/17
2. 赤峰黄金 (600988.SH) 2022 年半年报点评：降本增效成果显著，勘探增产未来可期-2022/08/11
3. 赤峰黄金 (600988.SH) 2021 年年报及 2022 年一季报点评：业绩低于预期，风物长宜放眼量-2022/05/03

目录

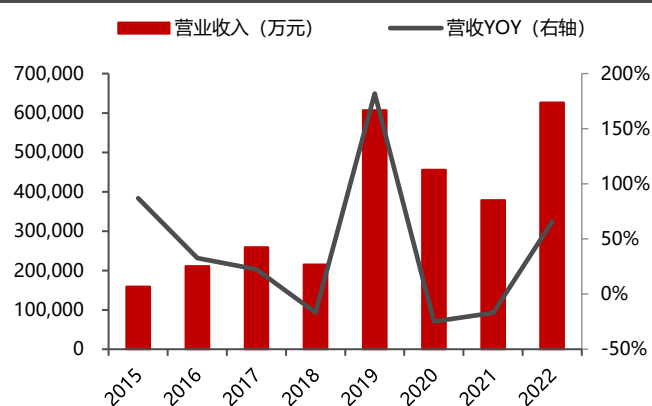
1 营收大幅增长，费用和税金拖累业绩	3
2 并购 WASA 金矿，产量大幅增长	5
3 黄金资源持续布局，加快成长步伐	8
3.1 探矿增储，国内外矿山扩产推进	8
3.2 坚定国际化，全球开展资源并购	8
3.3 老挝稀土资源探矿取得突破，后续开发加速	9
4 投资建议	10
5 风险提示	11
插图目录	13
表格目录	13

1 营收大幅增长，费用和税金拖累业绩

公司公布 2022 年年报:2022 年公司实现营收 62.67 亿元,同比增加 65.67%;归母净利润 4.51 亿元,同比减少 22.57%;扣非归母净利润 4.01 亿元,同比减少 25%。

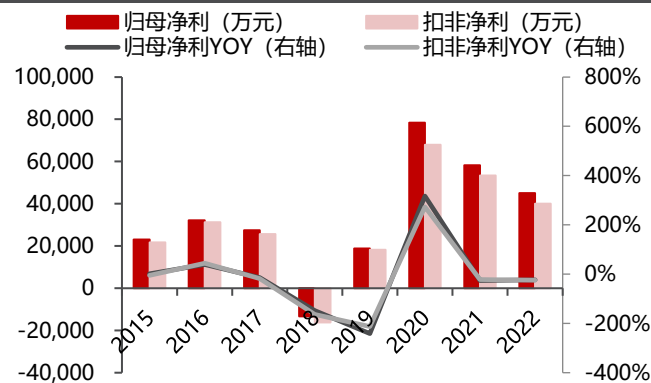
分季度来看, 2022Q4, 公司实现营收 17.91 亿元,同比增加 60.72%、环比增加 25.26%;归母净利润 0.55 亿元,同比增加 74%、环比减少 472.36%;扣非归母净利-0.21 亿元,同比减少 51.00%、环比减少 282.84%。

图1: 2022 年, 公司实现营收 62.67 亿元



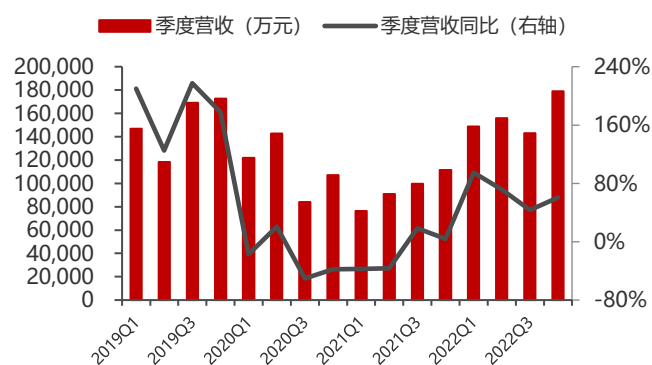
资料来源: wind, 民生证券研究院

图2: 2022 年, 公司实现归母净利润 4.51 亿元



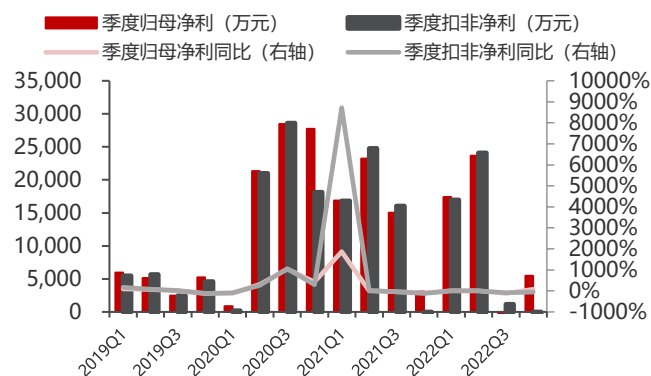
资料来源: wind, 民生证券研究院

图3: 2022Q4, 公司实现营收 17.91 亿元



资料来源: wind, 民生证券研究院

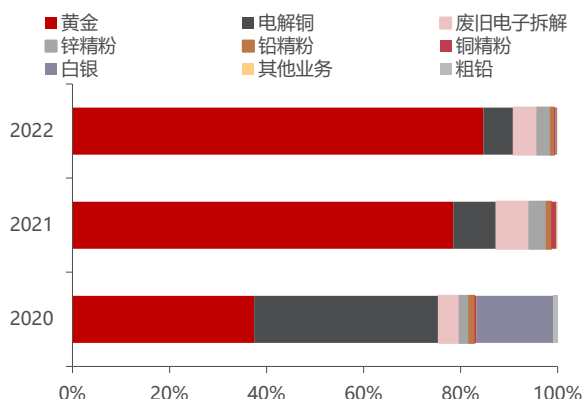
图4: 2022Q4, 公司实现归母净利润 0.55 亿元



资料来源: wind, 民生证券研究院

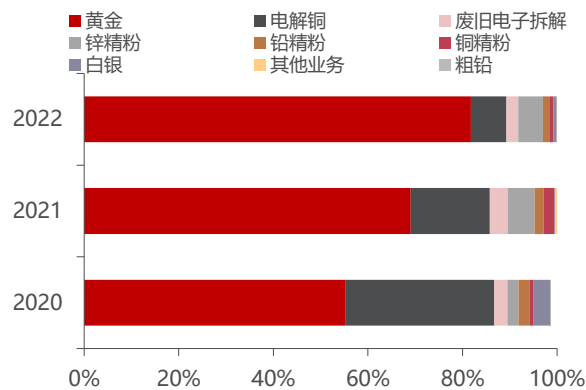
黄金贡献主要营收和毛利。 1) 黄金: 2022 年实现营收 53.05 亿元, 同比增加 78.68%, 营收占比 84.7%, 同比提升 6.2pct, 毛利占比 81.8%, 同比提升 12.72pct; 2) 电解铜: 2021 年实现营收 3.93 亿元, 同比增加 16.57%, 营收占比为 6.3%, 毛利占比 7.5%。

图5：公司主营产品营收占比变化



资料来源：wind，民生证券研究院

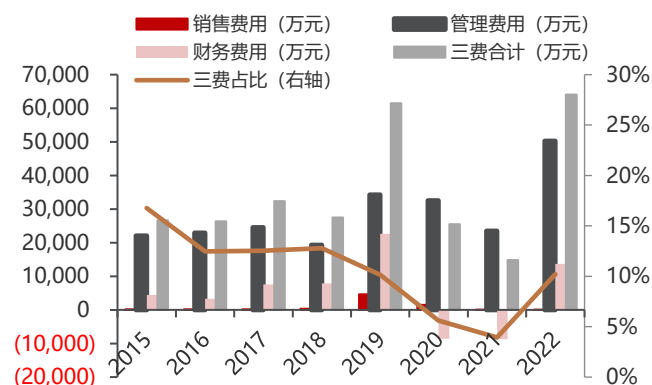
图6：公司主营产品毛利占比变化



资料来源：wind，民生证券研究院

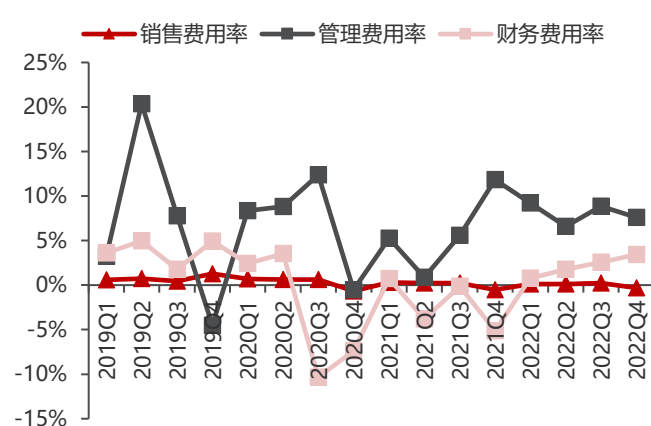
期间费用率上升，管理费用增加较多。2022年公司期间费用率为10.2%，同比上升6.3pct。其中销售费用率同比下降0.01pct，主要是2022年万象矿业人工费用下降所致；管理费用率同比上升1.8pct，主要由于2022年将金星资源纳入合并范围所致。财务费用率同比上升4.5pct，主要是因为2022年公司有息负债增加产生较多利息支出所致。分季度看，2022Q4期间三费费用率合计10.7%，同比上升4.5pct，环比下降0.9pct，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别同比变化+0.2%/-4.2%/+8.5%，环比变化-0.5%/-1.3%/+0.9%。

图7：期间费用率回升，以管理费用为主



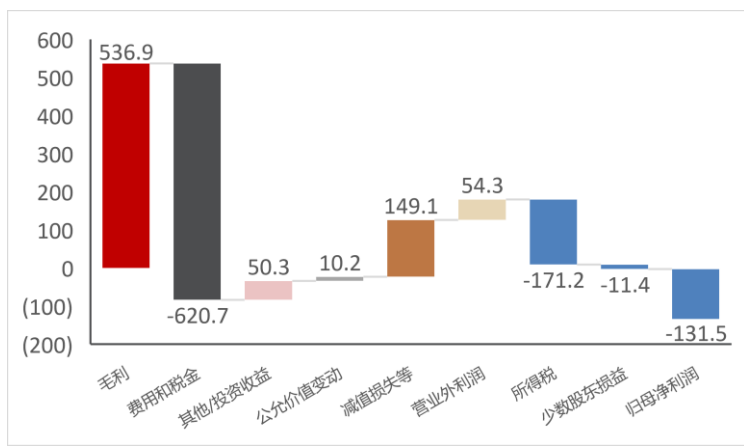
资料来源：wind，民生证券研究院

图8：2022Q4财务费用率上升



资料来源：wind，民生证券研究院

费用和税金为业绩主要拖累项。2022年公司归母净利润同比下降1.32亿元，主要减利项来源于费用和税金的大幅增长(-6.2亿元)。其他下降点还有所得税同比增长(-1.71亿元)，营业外利润同比下降(-0.54亿元)，公允价值变动同比下降(-0.10亿元)，少数股东损益同比增加(-0.11亿元)。主要增利项包括毛利同比上升(+5.37亿元)，减值损失等同比下降(+1.49亿元)，其他收益和投资收益同比上升(+0.5亿元)。

图9：公司 2022 年归母净利润变化拆分（单位：百万元）


资料来源：wind，民生证券研究院

2 并购 WASA 金矿，产量大幅增长

公司主要产品为黄金、电解铜等贵金属、有色金属。公司同步布局海内外，所属矿业子公司均为探矿、采矿、选矿一体化的矿山企业，资源优势明显。依托国际先进的矿业生产技术，逐步推进技改扩产项目投产。

从销量、库存角度看，矿产金产销量大幅增加，电解铜产销量略有增加。**1) 矿产金**：2022 年销量 13.85 吨，同比增长 77.69%，库存减少 0.28 吨，销量增长主要是由于 2022 年并购 wasa 金矿并表所致；**2) 电解铜**：2022 年销量为 0.66 万吨，同比增加 20.03%，库存减少 0.01 万吨。

表1：2022 年公司主要产品产销和库存情况

产品	项目	单位	2022	2021	同比
矿产金	销售量	吨	13.85	7.80	77.69%
	生产量	吨	13.57	8.10	67.61%
	库存量	吨	0.74	1.02	-27.98%
电解铜	销售量	万吨	0.66	0.55	20.03%
	生产量	万吨	0.64	0.50	28.16%
	库存量	万吨	0.05	0.06	-24.90%

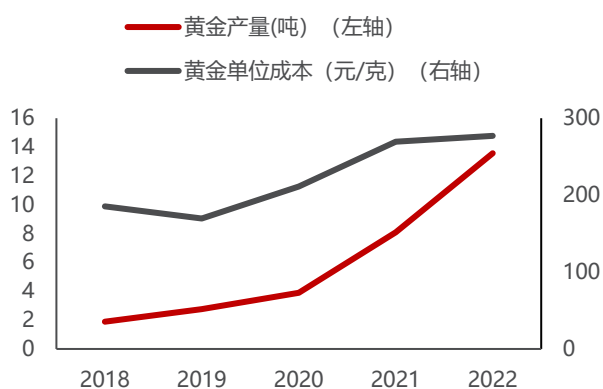
资料来源：公司公告，民生证券研究院

金价同比基本持平，处于历史较高水平。根据公司公告，2022 年，在地缘政治危机、全球疫情持续、世界经济放缓、通货膨胀加剧等因素支撑下，黄金价格处于历史较高水平，伦敦现货黄金年平均价格为 1800.09 美元/盎司，较 2021 年同期的 1798.61 美元/盎司上升 0.08%。2022 年上海黄金交易所 Au9999 黄金全年加权平均价格为 390.58 元/克，较 2021 年同期的 373.66 元/克上升 4.53%。公司矿产金、电解铜售价分别为 382.90 元/克、5.97 万元/吨，同比分别+0.56%/-2.77%，售价小幅波动。

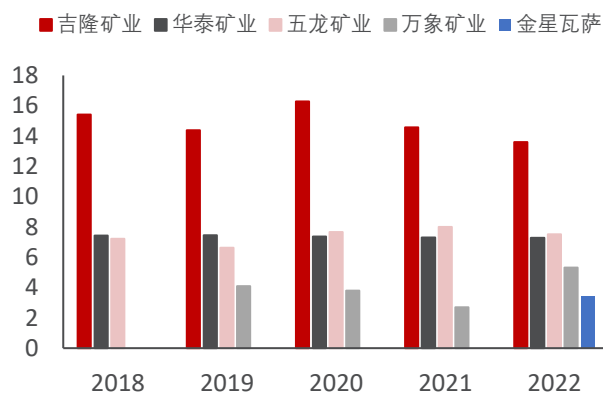
生产成本上升，毛利率有所下滑。成本方面，受原材料价格和能源价格上涨、

以及各矿山矿石品位下降,选矿难度增大的影响,生产成本普遍上升。其中矿产金/电解铜单位成本同比分别+2.89%/+68.67%。受产品生产成本上升影响,毛利率有所下滑,其中黄金/电解铜业务毛利率分别为 27.64%/34.18%,同比变动-1.64/-27.92pct,综合毛利率为 28.64%,同比变动-4.62pct。

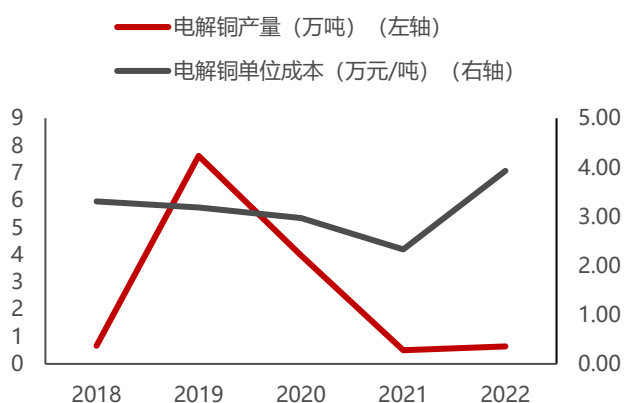
从公司金矿山资源品位来看,国内矿山资源品位整体高于海外矿山,国内五龙、吉隆矿业资源品位具有下滑,吉隆矿业黄金品位为 13.6g/吨,同比下降 7%,万象矿业黄金资源品位上调至 5.3g/吨,同比大幅增长 97%,预计提升采选回收率将成为万象矿业降本增效的重要措施。

图10: 公司黄金产量和单位成本变化


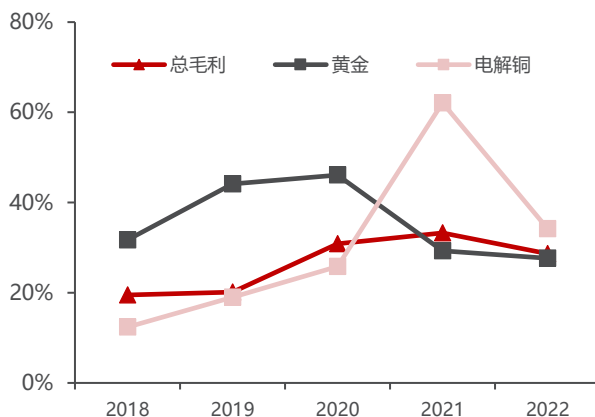
资料来源:公司公告,民生证券研究院

图11: 2018-2022 主力矿区黄金品位变化 (克/吨)


资料来源:公司公告,民生证券研究院

图12: 公司电解铜产量和单位成本变化


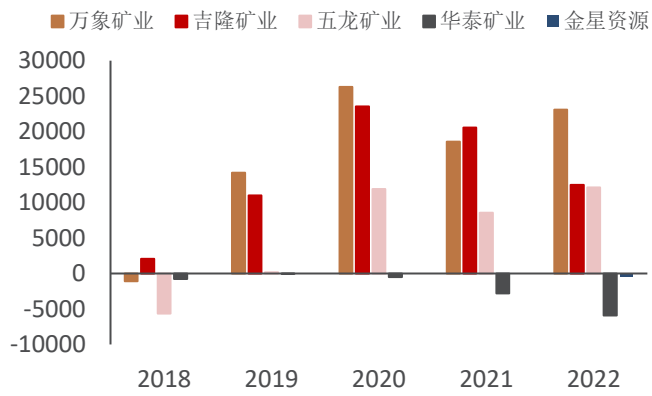
资料来源:公司公告,民生证券研究院

图13: 公司主营产品毛利率变化


资料来源:wind,民生证券研究院

从子公司矿山层面来看,2022年主力金矿企业吉隆矿业、五龙矿业、万象矿业分别实现净利润+1.25/+1.21/+2.31亿元,同比-39%/+41%/+24%,加纳金星资源受成本和费用等因素拖累,亏损547万元。

图14: 2018-2022 子公司净利润 (万元)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

3 黄金资源持续布局，加快成长步伐

3.1 探矿增储，国内外矿山扩产推进

国内外矿山资源丰富，勘探前景广阔。截至 2022 年底，公司境内黄金矿业子公司五龙矿业、吉隆矿业、华泰矿业保有黄金金属量共 43.1 吨。此外，公司通过赤金香港持有境外子公司万象矿业 90% 股权，所辖 Sepon 金铜矿是老挝最大的有色金属矿山，保有黄金金属量 51.6 吨。2022 年 1 月，公司收购金星资源 62% 股权，所控制的 Wassa 金矿保有黄金金属量为 329.7 吨。公司全资子公司瀚丰矿业为锌铅铜钼多金属矿业企业，拥有 2 宗采矿权和 1 宗探矿权。

表2：2022 年各矿山黄金资源量情况

矿山名称	主要品种	矿石资源量 (百万吨)	品位 (克/吨,%)	金属量 (吨)
五龙矿业	黄金	1.5	7.5	11.3
吉隆矿业撰山子金矿	黄金	0.7	13.6	9.7
华泰矿业红花沟金矿	黄金	3.0	7.3	22.2
万象矿业塞班金铜矿	黄金	9.7	5.3	51.6
金星瓦萨	黄金	97.0	3.4	329.7
合计	黄金	111.9		424.4

资料来源：公司公告，民生证券研究院

重大项目建设继续推进，技改项目取得突破进展。国内矿山，1) 吉隆矿业：1000 吨/日选厂于 2022 年上半年完成设计合同签订、选厂建设场地平整等，预计 2023 年 8 月主厂房竣工，力争于 2024 年末实现 1000 吨/日采选能力。2) 五龙矿业：3000 吨/日选厂已建成并试运营，井下探矿工程、采矿技改工程持续推进。3) 瀚丰矿业：千米竖井工程设备装配将于 2023 年 8 月完成，之后将进行井巷开拓工程，回风竖井预计 2024 年 6 月末前将达到生产条件，东风矿钼矿预计将在 2023 年恢复 500 吨/日采选规模。

国外矿山，1) 万象矿业：Discovery 矿区地下采矿工程正在有序进行，预计 2023 年 5 月开始采矿；金选矿综合回收率稳步提升，2022 年度金选矿回收率约 64%。2) 金星瓦萨：于 2022 年 7 月和 11 月分别获得 Benso I 区和 DMH 区域露天采矿许可，迅速为选厂提供补充矿量，为瓦萨金矿的进一步发展提供了基础和保障。

3.2 坚定国际化，全球开展资源并购

公司拟申请发行 GDR 并在瑞士证券交易所上市。为进一步落实公司发展战略，优化资本结构，布局海外市场，加速公司国际战略布局，公司拟申请发行全球存托凭证 (Global Depositary Receipts) 并在瑞士证券交易所上市。

布局西非和中东地区，拓宽金矿资源的战略布局。公司通过认购增发股份、竞标摘牌等方式投资澳大利亚上市公司铁拓矿业，截至 2022 年末持有其已发行股份

的 13.05%，铁拓矿业的主要资产是阿布贾金矿，阿布贾项目采矿权范围现保有符合 JORC 标准的资源量 104.2 吨，平均品位 1.2 克/吨，预计建成一个 11 年服务年限内总产量 52.88 吨、平均年产黄金 4.82 吨、全维持成本约 832 美元/盎司的金矿，交易完成后将加强公司在西非这一全球重要产金区域的战略布局。同时，公司与沙特阿吉兰兄弟控股集团在沙特境内合作开展金矿勘探项目，以期打开中东金矿资源开发良好局面。

取得洱源溪灯坪金矿控股权，发展前景良好。公司收购新恒河矿业 51% 股权，取得云南洱源溪灯坪金矿控股权，该项目处于建设期，一期设计采选规模为 14 万吨/年，待探矿权转采矿权后，采选规模和黄金产量将进一步提高。

3.3 老挝稀土资源探矿取得突破，后续开发加速

万象矿业完成稀土普查工作，资源储量丰富。万象矿业在 Sepon 矿区探矿权内南部西区的 10km² 范围内完成稀土普查工作，经普查工作查明矿体 2 个，矿床成因类型属风化壳离子吸附型稀土矿床，经估算共获得全相稀土氧化物（TREO）内蕴经济资源量（332+333）共 3.2 万吨，矿体平均铅直厚度 4.83m，平均品位 0.045%，离子相稀土氧化物配分显示其配分类型属中重型稀土。除 Sepon 矿区外，公司还申请川邝省孟坎县 50 平方千米区域的稀土探矿权，同时获得华潘省两处踏勘许可。

与老挝矿业公司合作，共同开发当地资源。公司与老挝矿业发展国有公司（LMD）签订了合作探矿协议，为在老挝境内拓展多品种矿业资源项目勘探打下基础；与老挝 DDC 公司签署合作协议，涵盖了老挝境内具有金、铜和稀土资源开发潜力的 26 个项目区域。

与厦门钨业战略合作，共同开发老挝稀土资源。为落地实施稀土资源开发，公司还与厦门钨业签署了资源开发战略合作协议，并成立合资公司，公司持股比例 51%，发挥各自优势共同在老挝进行稀土资源开发，预计可将赤峰黄金丰富的矿藏资源和国际化的运营管理经验与厦门钨业的深加工技术和完整产业链相融合，将突破赤峰黄金在稀土行业的技术壁垒，带来广阔的发展空间。

4 投资建议

美联储加息临近末端,黄金价格有望上行,我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 9.61/14.29/15.89 亿, EPS 分别为 0.58/0.86/0.96 元, 对应于 2023 年 4 月 7 日收盘价的 PE 分别为 32/21/19 倍, 公司作为黄金龙头, 经过资源并购后有望进一步释放产量, 维持“推荐”评级。

5 风险提示

1) 项目进展不及预期。公司仍有较多项目在推进中，可能会受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) 产品价格下跌。公司生产的黄金、白银等产品价格波动会明显影响公司盈利，若产品价格下滑，会对公司盈利能力产生较大影响。

3) 美联储货币政策波动风险。公司产品主要为金银等贵金属产品，部分受美联储加息政策影响，若美联储超预期鹰派加息，可能对公司产品价格和业绩造成影响。

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	6,267	7,334	8,911	9,911
营业成本	4,472	4,725	5,324	5,943
营业税金及附加	284	296	372	415
销售费用	1	5	4	4
管理费用	502	566	692	772
研发费用	28	50	53	59
EBIT	942	1,700	2,474	2,725
财务费用	137	180	180	175
资产减值损失	-42	0	0	0
投资收益	62	67	75	88
营业利润	852	1,587	2,368	2,638
营业外收支	-30	0	0	0
利润总额	822	1,587	2,368	2,638
所得税	328	556	829	923
净利润	494	1,032	1,539	1,715
归属于母公司净利润	451	961	1,429	1,589
EBITDA	2,318	3,281	4,179	4,552

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,285	1,274	2,008	3,021
应收账款及票据	369	393	481	536
预付款项	100	90	97	109
存货	2,165	2,258	2,558	2,868
其他流动资产	191	138	138	138
流动资产合计	4,109	4,153	5,282	6,672
长期股权投资	358	358	358	358
固定资产	5,185	5,871	6,418	6,832
无形资产	6,733	6,733	6,733	6,733
非流动资产合计	13,435	14,151	14,796	15,328
资产合计	17,544	18,304	20,077	22,000
短期借款	488	488	488	488
应付账款及票据	851	753	853	956
其他流动负债	1,940	1,766	1,901	2,006
流动负债合计	3,280	3,008	3,242	3,450
长期借款	1,514	1,514	1,514	1,514
其他长期负债	5,342	5,342	5,342	5,342
非流动负债合计	6,856	6,856	6,856	6,856
负债合计	10,136	9,864	10,098	10,306
股本	1,664	1,664	1,664	1,664
少数股东权益	2,221	2,291	2,402	2,527
股东权益合计	7,408	8,440	9,979	11,694
负债和股东权益合计	17,544	18,304	20,077	22,000

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	65.67	17.03	21.50	11.22
EBIT 增长率	45.56	80.37	45.56	10.15
净利润增长率	-22.57	113.03	48.65	11.25
盈利能力 (%)				
毛利率	28.64	36.18	40.89	40.60
净利率	7.20	13.58	16.51	16.46
总资产收益率 ROA	2.57	5.25	7.12	7.22
净资产收益率 ROE	8.70	15.63	18.85	17.34
偿债能力				
流动比率	1.25	1.38	1.63	1.93
速动比率	0.54	0.57	0.78	1.05
现金比率	0.39	0.42	0.62	0.88
资产负债率 (%)	57.77	53.89	50.30	46.85
经营效率				
应收账款周转天数	21.19	20.00	20.00	20.00
存货周转天数	174.27	180.00	180.00	180.00
总资产周转率	0.49	0.39	0.45	0.46
每股指标 (元)				
每股收益	0.27	0.58	0.86	0.96
每股净资产	3.12	3.70	4.55	5.51
每股经营现金流	0.66	1.45	1.92	2.09
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	67	32	21	19
PB	5.8	4.9	4.0	3.3
EV/EBITDA	12.51	8.84	6.77	5.99
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	494	1,032	1,539	1,715
折旧和摊销	1,375	1,582	1,705	1,826
营运资金变动	-924	-327	-160	-169
经营活动现金流	1,090	2,409	3,201	3,475
资本开支	-1,904	-2,297	-2,351	-2,360
投资	-2,324	0	0	0
投资活动现金流	-3,984	-2,230	-2,276	-2,272
股权募资	29	0	0	0
债务募资	2,233	0	0	0
筹资活动现金流	2,225	-191	-191	-191
现金净流量	-655	-11	734	1,013

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

插图目录

图 1: 2022 年, 公司实现营收 62.67 亿元.....	3
图 2: 2022 年, 公司实现归母净利润 4.51 亿元.....	3
图 3: 2022Q4, 公司实现营收 17.91 亿元.....	3
图 4: 2022Q4, 公司实现归母净利润 0.55 亿元.....	3
图 5: 公司主营产品营收占比变化.....	4
图 6: 公司主营产品毛利占比变化.....	4
图 7: 期间费用率回升, 以管理费用为主.....	4
图 8: 2022Q4 财务费用率上升.....	4
图 9: 公司 2022 年归母净利润变化拆分 (单位: 百万元).....	5
图 10: 公司黄金产量和单位成本变化.....	6
图 11: 2018-2022 主力矿区黄金品位变化 (克/吨).....	6
图 12: 公司电解铜产量和单位成本变化.....	6
图 13: 公司主营产品毛利率变化.....	6
图 14: 2018-2022 子公司净利润 (万元).....	7

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 2022 年公司主要产品产销和库存情况.....	5
表 2: 2022 年各矿山黄金资源量情况.....	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