

## Q1 产量超预期，铜钴持续成长

2024 年 05 月 03 日

► **事件：2024 年 4 月 29 日，公司发布 2024 年一季报。**2024Q1，公司实现营收 461.2 亿元，同比增长 4.2%，环比减少 15.5%；归母净利润 20.7 亿元，同比增长 553%，环比减少 64.3%；扣非归母净利 20.9 亿元，同比增长 3083%，环比减少 57.1%。业绩符合我们预期。

► **同比来看，2024Q1 归母净利润同比增长 17.5 亿元，主要是由于毛利同比增长 41 亿元。**①**产量：铜钴产量增长超预期。**24Q1 铜钴产量同比分别增长 123% 和 392%至 14.7 和 2.5 万吨。②**销量：**铜实际销量为 12.6 万吨，相比矿山端销售减少 3 万吨左右，转化为在途库存，进而产生了额外税收（所得税+资源税 2-3 亿元），钴实际销量为 2.4 万吨，与矿山端销售相差不大。去年同期由于权益金事件影响，铜钴产品 23Q1 并未进行销售，因此铜钴板块利润同比大幅增长。

► **环比来看，2024Q1 归母净利润环比减少 37.3 亿元。**主要减利项为毛利（环比-29.6 亿元，主要是由于铜销量环比大幅下降），投资净收益（环比-21.9 亿元，主要是出售 NPM 铜金矿使得 2023Q4 高基数）。①**价格：**2024Q1 铜钴价格分别为 8438 美元/吨和 13.5 美元/磅，环比分别变化+3.4%和-10.7%，同比分别下跌 5.5%和 20.5%。②**销量：**钼钨销量环比分别减少 14.3%和 18.7%，主要是由于钼钨板块矿山品位下滑，产量下滑带动销量下滑。钼磷销量环比分别变化+3.4%和-12.7%。铜实际销量由 Q4 的 20 万吨左右环比大幅减少至 12.6 万吨，主要是由于 Q4 销售了部分库存，Q1 海运阶段性受阻，在途库存增加。③**利润：**铜钴钼钨单位毛利分别为 2.68/3.1/10.94/12.81 万元/吨，钼磷单位毛利分别为 10.67 万元/吨和 462 元/吨。其中值得注意的是铜钴板块公司披露营收和营业成本数据为矿山端数据，因此需要除以矿山端销量而非公司披露的实际销量。

► **核心看点：①2024 年产量指引：**铜金属 52-57 万吨（考虑到 TFM 混合矿建设顺利，三条产线均已于 2024 年 3 月份完全达产，目前铜钴产能分别达到 45 万吨和 3.7 万吨/年，Q1 铜产量已经达到接近 15 万吨，我们预计全年铜产量有望达到指引上限），钴金属 6-7 万吨，钼金属 1.2-1.5 万吨，钨金属 0.65-0.75 万吨，钼金属 0.9-1 万吨，磷肥 105-125 万吨，实物贸易量 500-600 万吨。2024 年重点工作之一为谋划非洲产能扩充，适时启动 TFM 三期和 KFM 二期扩建项目。②**未来五年发展目标：**完成“三步走”战略第二步“上台阶”的目标，初步进入全球一流矿业公司行列：实现年产铜金属 80-100 万吨、钴金属 9-10 万吨、钼金属 2.5-3 万吨、钼金属超 1 万吨。

► **投资建议：**考虑到铜价上行，我们上调业绩预测，预计 2024-2026 年公司归母净利润为 122、129、146 亿元，EPS 分别为 0.56、0.60 和 0.68 元，对应最新股价（4 月 30 日）的 PE 分别为 16X/15X/13X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**项目进展不及预期，铜钴价格下跌，地缘政治风险，汇率风险等。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	186,269	196,177	199,550	206,138
增长率 (%)	7.7	5.3	1.7	3.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	8,250	12,184	12,930	14,602
增长率 (%)	36.0	47.7	6.1	12.9
每股收益 (元)	0.38	0.56	0.60	0.68
PE	24	16	15	13
PB	3.3	2.8	2.5	2.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 30 日收盘价）

## 推荐

维持评级

当前价格：

8.98 元



**分析师 邱祖学**

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

**分析师 张弋清**

执业证书：S0100523100001

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

## 相关研究

- 1.洛阳钼业 (603993.SH) 2023 年年报深度点评：见龙在田-2024/03/25
- 2.洛阳钼业 (603993.SH) 动态报告：税费拖累 Q3 业绩，“双子星”放量值得期待-2023/10/30
- 3.洛阳钼业 (603993.SH) 动态报告：H1 出口受阻拖累业绩，而今柳暗花明-2023/08/28
- 4.洛阳钼业 (603993.SH) 公司深度报告：成长中的能源金属平台企业-2023/07/30
- 5.洛阳钼业 (603993.SH) 2023 年半年报预告点评：销售受阻影响利润释放，期待下半年逐季恢复-2023/07/16

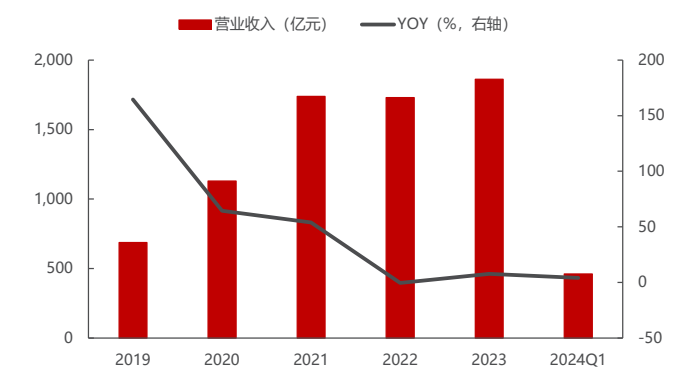
# 目录

1 事件：公司发布 2024 年一季报.....	3
2 点评：Q1 产量超预期，铜钴持续增长.....	4
3 盈利预测与投资建议.....	7
4 风险提示.....	9
插图目录.....	11
表格目录.....	11

## 1 事件：公司发布 2024 年一季报

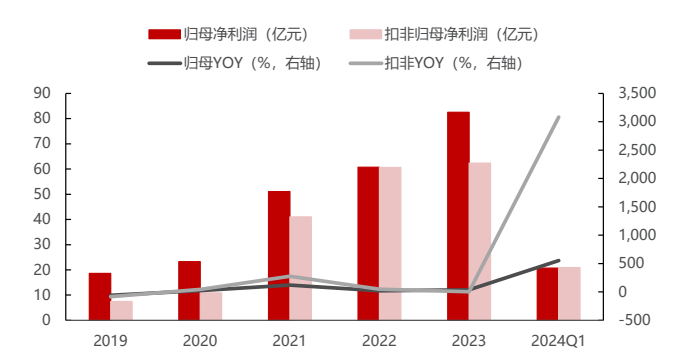
2024 年 4 月 29 日，公司发布 2024 年一季报。2024Q1，公司实现营收 461.2 亿元，同比增长 4.2%，环比减少 15.5%；归母净利润 20.7 亿元，同比增长 553%，环比减少 64.3%；扣非归母净利润 20.9 亿元，同比增长 3083%，环比减少 57.1%。业绩符合我们预期。

图1：2024Q1，公司实现营收 461.2 亿元



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图2：2024Q1，公司实现归母净利润 20.7 亿元



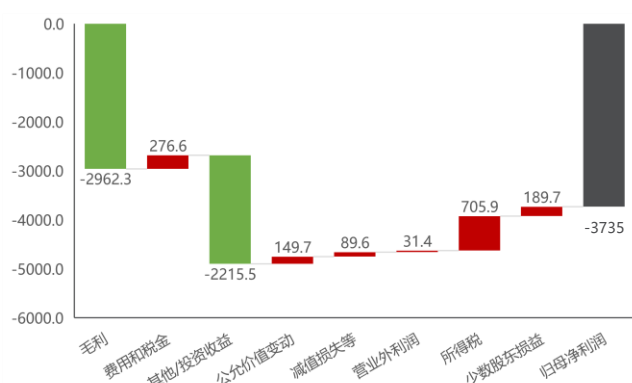
资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 2 点评：Q1 产量超预期，铜钴持续成长

环比来看 (2024Q1 vs 2023Q4), 2024Q1 归母净利润环比减少 37.35 亿元, 主要减利项为毛利 (环比-29.6 亿元, 主要是由于铜销量环比大幅下降), 投资净收益 (环比-21.9 亿元, 主要是出售 NPM 铜金矿使得 2023Q4 高基数)。

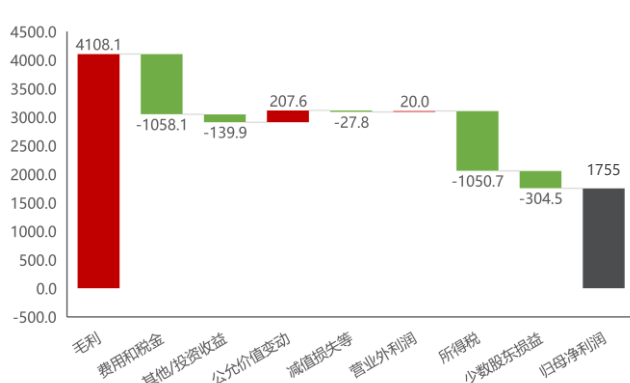
同比来看(2024Q1 vs 2023Q1), 2024Q1 归母净利润同比增长 17.5 亿元, 主要是由于毛利同比增长 41 亿元。减利项主要是费用和税金 (同比-10.6 亿元), 所得税 (同比-10.5 亿元)。

图3: 2024Q1 归母净利润环比变化 (单位: 百万元)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图4: 2024Q1 归母净利润同比变化 (单位: 百万元)

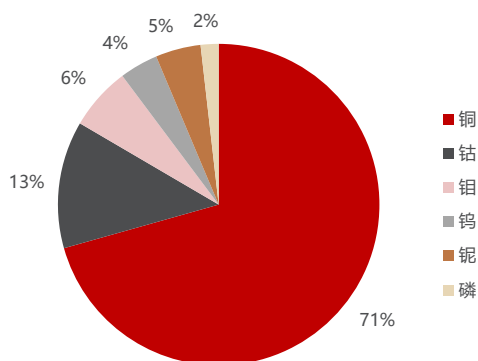


资料来源: ifind, 民生证券研究院

**分版块毛利拆分: 从全公司来看, 铜钴钼钨铌磷板块毛利占比分别为 70.4%、12.8%、6.3%、3.9%、4.5%、1.8%。贸易板块毛利占比 19.5%, 内部抵消毛利占比-19.2%。若只考虑矿山端, 铜钴钼钨铌磷板块毛利占比分别为 71%、13%、6%、4%、5%、2%。**

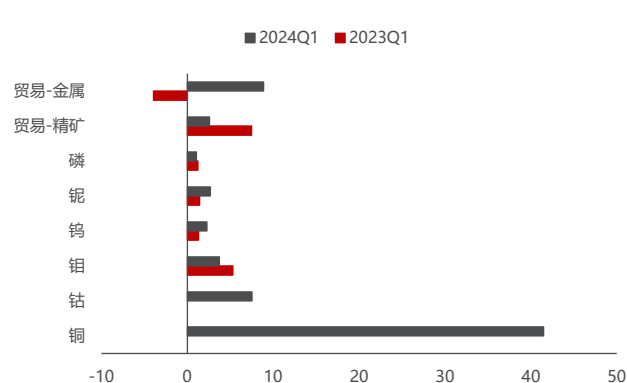
从同比增量来看, 铜钴版块 2023 年同期由于销售受阻, 毛利较低, 铜钴版块 2024Q1 毛利合计 49 亿元; 钼钨版块 2024Q1 毛利同比减少 0.62 亿元; 铌磷版块 2024Q1 毛利同比增长 1.08 亿元。

图5: 2024Q1 毛利分版块拆分 (只考虑矿山端)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图6: 2024Q1&2023Q1 的毛利变化



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**产量: 公司 2024Q1 铜钴产量超预期。**铜钴产量同比分别增长 123%和 392% 至 14.7 和 2.5 万吨, 钼钨产量同比分别变化-15.7%和+0.33%至 3474 和 1921 吨, 铌磷产量同比分别增长 9.9%和 3.3%至 2506 吨和 27.9 万吨。铜钴钼钨铌磷分别完成全年产量指引中值的 27%/39%/26%/27%/26%/24%, 除了磷之外其他产品均完成产量目标的 1/4 以上, 其中钴产量大幅超预期, 主要得益于铜增长带来的伴生钴产量增长。

**表1: 2024 年产量指引完成情况**

主要产品	业务板块	2024 年生产指引 (万吨)	2024Q1 实际产量(万吨)	指引中值	计划完成进度 (按照产量指引中值计算)	2023Q1 产量(万吨)	2024Q1 同比
铜金属 (TFM 及 KFM)	刚果 (金) KFM 铜钴业务	52-57	14.75	54.50	27.1%	6.62	122.9%
钴金属 (TFM 及 KFM)		6-7	2.52	6.50	38.8%	0.51	392.2%
钼金属		1.2-1.5	0.35	1.35	25.7%	0.41	-15.7%
钨金属 (不含豫鹭矿业)	中国钼钨业务	0.65-0.75	0.19	0.70	27.4%	0.19	0.3%
铌金属	巴西铌磷业务	0.9-1.0	0.25	0.95	26.4%	0.23	9.9%
磷肥(HA+LA)		105-125	27.88	115.00	24.2%	26.98	3.3%
精矿产品	贸易业务	500-600	72.94	650.00	18.6%	79.77	-8.6%
精炼金属产品			47.68			69.18	-31.1%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**价格:** 2024Q1 铜钴价格分别为 8438 美元/吨和 13.5 美元/磅, 环比分别变化+3.4%和-10.7%, 同比分别下跌 5.5%和 20.5%; 钼钨价格分别为 3317 元/吨度和 12.4 万元/吨 (黑钨精矿), 环比分别增长 6.1%和 3%, 同比分别变化-30.3%和+4.7%; 铌磷价格分别为 25.5 万元/吨和 514 美元/吨 (磷酸一铌), 环比分别变化+1.6%和-0.3%, 同比分别变化+9.5%和-16.1%。

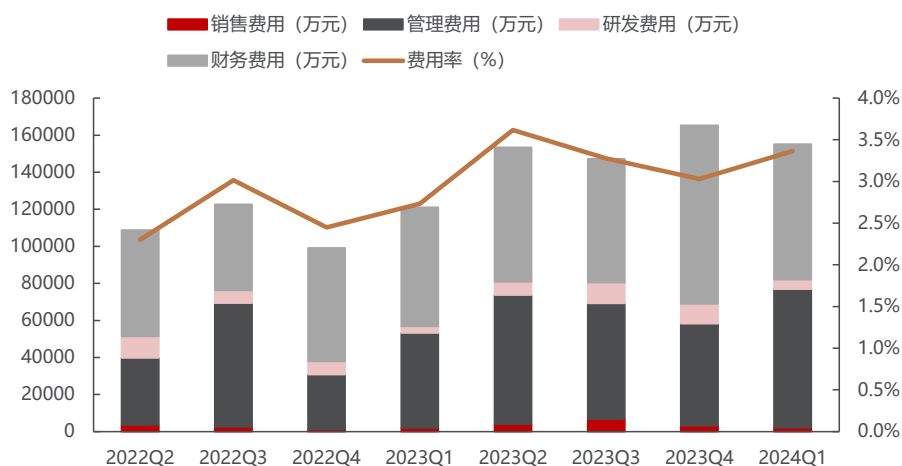
**表2: 主要产品季度价格变化**

产品	2024Q1	2023Q4	环比 (%)	2023Q1	同比 (%)	
钼	钼精矿 (元/吨度)	3317	3126	6.10%	4757.3	-30.28%
钨	黑钨精矿 (元/吨)	123658	120040	3.01%	118059.3	4.74%
铜	阴极铜 (美元/吨)	8438	8159	3.43%	8926.9	-5.47%
钴	金属钴 (美元/磅)	13.5	15.1	-10.66%	17.0	-20.46%
铌	铌铁 (元/吨)	254612	250646	1.58%	232500.0	9.51%
磷	磷酸一铌 (美元/吨)	514	515	-0.27%	612.5	-16.07%

资料来源: ifind, 亚洲金属网, 镍钴网, 民生证券研究院

**费用端：2024Q1 费用率为 3.4%，环比增长 0.4pct，同比增长 0.7pct。** 四费同比增长 3.4 亿元，主要是由于管理费用和财务费用同比增长 2.35 和 0.88 亿元，管理费用增长主要或由于 TFM 和 KFM 投产带来管理人员和相关费用增长，财务费用同比增长或由于利率提升（资产负债率同比下降 4.66pct）。

**图7：2024Q1 费用率为 3.4%，环比增长 0.4pct，同比增长 0.7pct**



资料来源: ifind, 民生证券研究院

### 3 盈利预测与投资建议

**两大矿山潜力十足，未来 5 年或将贡献可观增量。**随着 TFM 混合矿、KFM 铜钴矿逐步放量，同时考虑远期规划增量在 26 年开始逐步落地，根据公司产量指引，我们预计 2024-2026 年公司铜产量将达到 55/60/65 万吨，钴产量将达到 6.9/7.2/7.7 万吨。**根据公司未来 5 年规划，到 2028 年，公司铜产量和钴产量将分别达到 80-100 万吨和 9-10 万吨，增量或主要来自于 TFM 三期和 KFM 二期。如果按照指引中值计算，2023-2028 年铜产量 CAGR 为 16.5%，钴产量 CAGR 为 11.3%。**

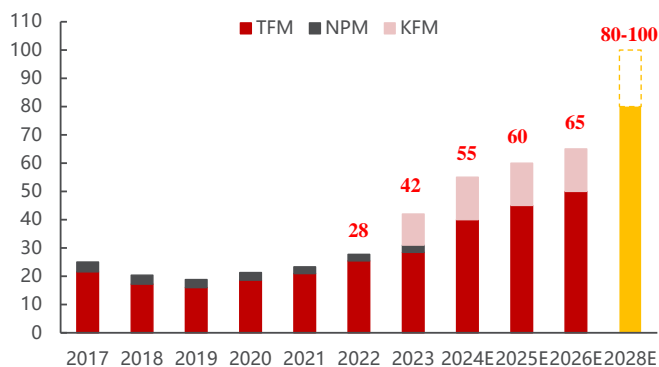
**TFM 铜钴矿：**公司间接持有 TFM 铜钴矿 80%权益，该矿矿区面积超过 1,500 平方公里，业务范围覆盖铜、钴矿石的勘探、开采、提炼、加工和销售，拥有从开采到加工的全套工艺和流程，主要产品为阴极铜和氢氧化钴。TFM 项目全年产铜 28.0 万吨，钴 2.16 万吨。

**目前 TFM 已经全面实现达产目标，2024 年为爬坡期，2025 年预计将满产。**TFM 混合矿项目按“里程碑”节点，顺利完成中区混合矿、东区氧化矿和混合矿三条生产线的建设，拥有 5 条铜钴生产线，形成年产 45 万吨铜与 3.7 万吨钴的产能规模。截至 3 月 20 日，根据公司公众号信息，TFM 混合矿东区氧化矿线连续七天日均处理量 12883 吨，超设计产能 27.6%；混合矿线连续七天日均处理量 17677 吨，超设计产能 4.0%；铜、钴单日最大产量 678 吨与 36 吨，超过设计标准 16.9%与 9.0%，全面实现达产目标。铜、钴月产量 3 月底迎来历史新高。此前中区 350 万吨/年混合矿生产线已经于 2023 年 8 月初达标。

**KFM 铜钴矿：**公司间接持有 KFM 铜钴矿 71.25%权益。主要产品为阴极铜、氢氧化钴以及少量硫化铜钴精矿。KFM 项目于 2023 年第一季度提前产出效益，第二季度投产即达产，全年产铜 11.37 万吨，钴 3.39 万吨。2024 年 KFM 保持满产，1 月实现产铜量超 1.4 万吨，2 月产量刷新历史纪录，超 1.5 万吨。

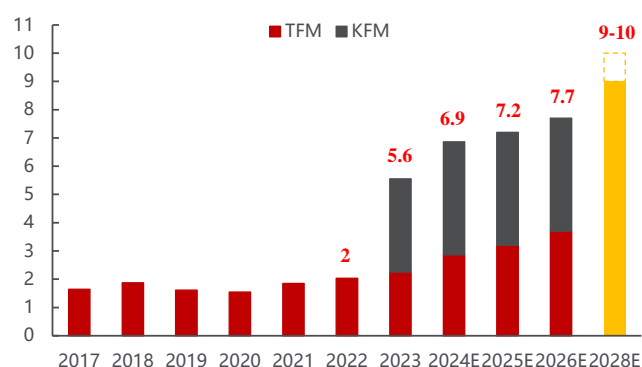
**2024 年，公司将加强地勘工作，启动增储计划，为 TFM 三期、KFM 二期开发做准备。**

图8: 公司计划未来5年铜产量达到80-100万吨



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院预测

图9: 公司计划未来5年钴产量达到9-10万吨



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院预测

表3: 2019-2026年铜钴历史产量及预测

品种	矿山	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
铜	TFM	159116	185680	209120	254286	280287	400000	450000	500000
	NPM	29191	27157	23534	22706	25550	0	0	0
	KFM	0	0	0	0	113700	150000	150000	150000
	合计	188307	212837	232654	276992	419537	550000	600000	650000
	增速	-7.50%	13.00%	9.31%	19.06%	51.46%	31.10%	9.09%	8.33%
	权益产量	156484	175701	190830	226135	330791	426875	466875	506875
增速	-7.53%	12.28%	8.61%	18.50%	46.28%	29.05%	9.37%	8.57%	
钴	TFM	16098	15436	18501	20286	21600	28600	32000	37000
	KFM	0	0	0	0	33926	40000	40000	40000
	合计	16098	15436	18501	20286	55526	68600	72000	77000
	增速	-14.10%	-4.10%	19.86%	9.65%	173.72%	23.55%	4.96%	6.94%
	权益产量	12878	12349	14801	16229	41452	51380	54100	58100
	增速	-14.13%	-4.11%	19.86%	9.65%	155.42%	23.95%	5.29%	7.39%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院预测

随着 TFM 混合矿、KFM 铜钴矿逐步放量, 考虑到铜价上行, 我们上调业绩预测, 预计 2024-2026 年公司归母净利润为 122、129、146 亿元, EPS 分别为 0.56、0.60 和 0.68 元, 对应最新股价 (4 月 30 日) 的 PE 分别为 16X/15X/13X, 维持“推荐”评级。



## 4 风险提示

**1) 项目进展不及预期。**公司未来产量增量需要进一步进行矿山的建设, 这些项目的建设需投入大量人力物力, 若出现一些预期外的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) 铜钴等主要金属价格下跌。**公司生产的产品为大宗商品, 价格透明, 铜、钴、钼、钨、铌、磷等产品价格波动会明显影响公司盈利, 若宏观经济下滑, 或供给大量释放导致金属价格下滑, 会对公司盈利能力产生较大影响。

**3) 地缘政治风险。**公司投资项目分布在中国、刚果金、巴西、印尼等多个国家。若当地政府对公司进行针对, 或是出台政策提高矿业公司税赋, 颁布不利于国外矿业公司的法律等, 都有可能损害公司的利益, 对公司的盈利能力产生影响。

**4) 汇率风险等。**公司矿山遍布全球, 涉及外币较多, 虽然采用汇率套保规避风险, 但是也可能存在套保失误或是汇率波动较大带来的风险。

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	186,269	196,177	199,550	206,138
营业成本	168,158	172,401	174,119	177,337
营业税金及附加	3,084	1,962	1,996	2,061
销售费用	155	164	166	172
管理费用	2,387	2,513	2,557	2,641
研发费用	327	344	350	362
EBIT	12,126	18,911	20,483	23,689
财务费用	3,004	2,865	2,737	2,454
资产减值损失	-141	0	0	0
投资收益	2,483	392	399	412
营业利润	13,288	16,442	18,148	21,650
营业外收支	-80	-80	-80	-80
利润总额	13,208	16,362	18,068	21,570
所得税	4,677	3,763	4,698	6,471
净利润	8,531	12,599	13,370	15,099
归属于母公司净利润	8,250	12,184	12,930	14,602
EBITDA	15,005	21,948	23,788	27,203

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	30,716	34,237	40,519	48,025
应收账款及票据	1,132	1,192	1,213	1,253
预付款项	1,182	1,212	1,224	1,246
存货	31,430	32,223	32,545	33,146
其他流动资产	19,187	23,480	23,562	23,721
流动资产合计	83,648	92,345	99,061	107,392
长期股权投资	2,229	2,229	2,229	2,229
固定资产	35,604	41,477	45,393	48,670
无形资产	22,960	22,960	22,960	22,960
非流动资产合计	89,327	92,789	94,765	96,736
资产合计	172,975	185,134	193,827	204,127
短期借款	24,954	23,883	23,883	23,883
应付账款及票据	4,698	4,817	4,865	4,955
其他流动负债	19,328	24,449	24,597	24,881
流动负债合计	48,980	53,149	53,345	53,719
长期借款	18,768	18,016	18,016	18,016
其他长期负债	33,264	32,350	32,350	32,350
非流动负债合计	52,032	50,367	50,367	50,367
负债合计	101,012	103,516	103,712	104,085
股本	4,320	4,320	4,320	4,320
少数股东权益	12,422	12,837	13,277	13,774
股东权益合计	71,962	81,618	90,115	100,042
负债和股东权益合计	172,975	185,134	193,827	204,127

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	7.68	5.32	1.72	3.30
EBIT 增长率	-3.83	55.96	8.31	15.65
净利润增长率	35.98	47.69	6.13	12.93
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	9.72	12.12	12.74	13.97
净利润率	4.43	6.21	6.48	7.08
总资产收益率 ROA	4.77	6.58	6.67	7.15
净资产收益率 ROE	13.86	17.71	16.83	16.93
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.71	1.74	1.86	2.00
速动比率	0.91	0.98	1.09	1.23
现金比率	0.63	0.64	0.76	0.89
资产负债率 (%)	58.40	55.91	53.51	50.99
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	1.87	2.13	2.17	2.15
存货周转天数	68.17	66.46	66.96	66.68
总资产周转率	1.10	1.10	1.05	1.04
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.38	0.56	0.60	0.68
每股净资产	2.76	3.18	3.56	3.99
每股经营现金流	0.72	0.83	0.92	1.00
每股股利	0.15	0.23	0.24	0.27
<b>估值分析</b>				
PE	24	16	15	13
PB	3.3	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA	14.44	9.87	9.11	7.97
股息收益率 (%)	1.72	2.51	2.67	3.01

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	8,531	12,599	13,370	15,099
折旧和摊销	2,879	3,037	3,305	3,514
营运资金变动	4,209	-603	-239	-450
经营活动现金流	15,542	18,029	19,891	21,605
资本开支	-12,527	-5,985	-5,240	-5,444
投资	-622	-3,944	0	0
投资活动现金流	-10,659	-9,650	-4,841	-5,031
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-2,164	2,831	0	0
筹资活动现金流	-8,606	-4,858	-8,769	-9,068
现金净流量	-2,927	3,521	6,281	7,507

## 插图目录

图 1: 2024Q1, 公司实现营收 461.2 亿元.....	3
图 2: 2024Q1, 公司实现归母净利润 20.7 亿元.....	3
图 3: 2024Q1 归母净利润环比变化 (单位: 百万元) .....	4
图 4: 2024Q1 归母净利润同比变化 (单位: 百万元) .....	4
图 5: 2024Q1 毛利分版块拆分 (只考虑矿山端) .....	4
图 6: 2024Q1&2023Q1 的毛利变化.....	4
图 7: 2024Q1 费用率为 3.4%, 环比增长 0.4pct, 同比增长 0.7pct.....	6
图 8: 公司计划未来 5 年铜产量达到 80-100 万吨.....	8
图 9: 公司计划未来 5 年钴产量达到 9-10 万吨.....	8

## 表格目录

盈利预测与财务指标 .....	1
表 1: 2024 年产量指引完成情况.....	5
表 2: 主要产品季度价格变化 .....	5
表 3: 2019-2026 年铜钴历史产量及预测.....	8
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