

区域黄金龙头，资源开发值得期待

2023 年 03 月 09 日

► **四川省最大黄金采选企业，主营业务高度集中。**公司深耕黄金采选，拥有梭罗沟金矿采矿权和“四川省木里县梭罗-挖金沟岩金矿详查”探矿权，主要产品包括金精矿和合质金。经过多年发展，公司已成为国内主要的金矿采选企业之一，系中国黄金协会理事单位，被评为国家级绿色矿山企业、四川省重点黄金生产企业。

► **公司营收稳中有升，盈利保持相对稳定。**2019-2022 年公司营业收入由 3.78 亿元增长至 4.72 亿元，CAGR 为 7.68%。公司净利润由 2019 年的 1.35 亿元增长至 2022 年的 1.99 亿元，CAGR 为 13.88%。公司毛利率由 2019 年的 51.57%略微下降至 2022 年的 51.31%，相对比较稳定。

► **黄金产量平稳，矿产金盈利能力良好，**根据公司 2016 年资源报备数据，梭罗沟金矿黄金储量为 44.86 吨，此外挖金沟矿区采矿权证也正在办理。截止 2022 年末，公司选厂的选矿处理量及产能为 60 万吨/年，最近三年黄金产量为 1.56/1.55/1.66 吨，产能利用率维持在高水平。公司产品结构以矿产金为主，近年来金精矿的生产成本均在 160 元/克以下，综合盈利能力处于同行业平均水平以上。

► **加息空间有限，黄金板块逐步向右侧过渡。**美国经济衰退迹象显露，12 月议息会议将 2023 年美国 GDP 增长率预期由原来的 1.2%下调至 0.5%，短期来看，美联储加息政策主要博弈美国经济数据，但是加息上方空间逐步缩减，加息掣肘下，金价上行趋势将逐步确立。从中长期维度来看，国内黄金资源紧缺，进口资源依赖度提升，在全球货币 2020 年后严重超发的背景下，各国央行重视黄金资产的配置，2022 年全球央行购入黄金同比大幅增长 152.31%，预计未来各国央行有望持续增加黄金储备，支撑金价的趋势性上涨。

► **募投项目将改善公司工艺水平和管理水平，提高经济效益。**公司募投项目均为公司主营业务，主要投资于梭罗沟金矿矿区资源勘查项目、梭罗沟金矿 2000t/d 选厂技改工程建设项目、梭罗沟金矿绿色矿山建设项目、梭罗沟金矿智慧化矿山建设项目、偿还银行贷款及补充流动资金项目，有利于增强公司的整体竞争力。

► **盈利预测：**考虑到公司资源优质，盈利能力良好，叠加对金价长期上行趋势的预判，我们预计 2023/2024/2025 年公司将分别实现归母净利润 1.84/1.84/1.83 亿元，同比增长 -7.5%/0.3%/-0.7%，EPS 分别为 0.44/0.44/0.44 元/股。

► **风险提示：**黄金价格波动风险、客户相对集中风险、单一矿山经营的风险、矿山资源储备风险、安全生产的风险、采矿权续期和取得的风险、采矿成本上升的风险、开采过程中可开采量发生不利变化的风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	472	610	582	592
增长率 (%)	-10.2	29.2	-4.7	1.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	199	184	184	183
增长率 (%)	29.5	-7.5	0.3	-0.7
每股收益 (元)	0.55	0.44	0.44	0.44
PE	25	31	31	31
PB	6.8	4.1	3.7	3.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 3 月 8 日收盘价）



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

目录

1 四川黄金：业务专精的黄金采选企业	3
1.1 省内黄金龙头，绿色经营打造品质矿山	3
1.2 股权结构清晰，组织架构完善	3
1.3 经营业绩良好，盈利稳中有升	4
2 资源质地良好，具备增产潜力	7
2.1 资源储量丰富，增储潜力巨大	7
2.2 产量稳中有升、成本具备优势	8
3 募投项目：勘探增加储量，改善矿山环境	13
4 黄金行业：加息空间有限，黄金逐步向右侧过渡	15
4.1 利率政策边际宽松，加息进入末期	15
4.2 国内黄金资源稀缺，进口原料增加	16
4.3 货币超发背景下，央行将成为购金主力	17
5 盈利预测与估值	19
5.1 盈利预测假设与业务拆分	19
5.2 估值分析	20
6 风险提示	21
插图目录	23
表格目录	23

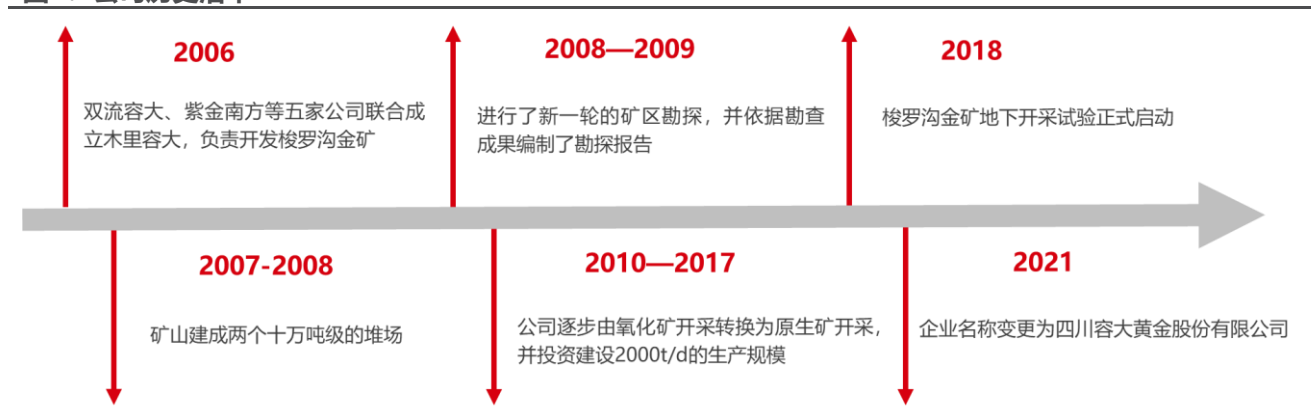
1 四川黄金：业务专精的黄金采选企业

1.1 省内黄金龙头，绿色经营打造品质矿山

四川黄金成立于 2006 年 8 月，由四川省地矿局下属国有企业双流容大、矿产公司与汉龙集团、紫金南方、北京金阳五家公司合资设立，主要负责开发梭罗沟金矿，公司主营业务为黄金开采，矿产品及矿山机械的经营，矿产地质、工程地质、地质勘查的咨询服务、售后服务等。

2007-2008 年，矿区内建成两个 10 万吨级的堆场，向着“建绿色环保企业，创西南一流金矿”的目标迈进。2008-2009 年，公司进行新一轮的勘探，并编制《四川省木里县梭罗沟金矿补充勘探报告》，并经国土资源部备案。2010-2017 年，公司逐步由氧化矿开采转换为原生矿开采，并于 2013 年开始进行选厂改扩建工作，改扩建后选厂生产规模由原来的 1000 t/d 扩大至 2000 t/d。2018 年 6 月，梭罗沟金矿地下开采试验正式启动，地下开采试验的启动是梭罗沟金矿发展历程中的转折点，标志着矿山发展进入了新征程。2021 年 3 月，公司名称变更为四川容大黄金股份有限公司。公司在“2020 年度中国黄金经济效益十佳企业”中排名第十；在“2020 年度各省（区、市）矿山产金一吨以上独立矿山”中排名四川省第一。

图1：公司历史沿革



资料来源：公司官网，民生证券研究院

1.2 股权结构清晰，组织架构完善

公司控股股东为矿业集团，实际控制人为四川省地矿局。矿业集团直接持有公司 36.54%的股份，为公司的控股股东，四川省地矿局区调队直接持有矿业集团 90%股权，为公司间接控股股东，四川省地矿局为四川省地矿局区调队的主管单位，为公司实际控制人。公司与控股股东、间接控股股东、实际控制人之间不存在同业竞争的情况。除矿业集团外，公司其他股东持股比例较为分散，第二大股东北京金阳持有公司 13.49%的股份。

图2：公司股权结构


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

注：截止至公司招股说明书签署日

公司现任管理层拥有丰富的金融与矿业背景。公司在资源勘探、矿山建设、生产管理等方面积累了丰富的经验，并形成了一整套高效、合理的管理机制。经过多年培养和积累，公司拥有一批熟悉矿区地理环境、资源分布特点和少数民族地区人文环境的管理人才。

表1：主要管理层人员工作履历

姓名	职位	履历
杨学军	董事长	本科学历。先后任职四川省地矿局区调队地质组长；四川省地矿局区调队区调所所长、区调队副队长；2017年6月至今，担任四川省地矿局区调队队长兼党委副书记。2021年3月至今，担任公司董事长、党委书记。
王晋定	副董事长	硕士研究生学历，正高级会计师、高级黄金投资分析师、副研究员。曾任中国黄金集团总经理助理、副总经理；中金黄金董事、总经理、党委书记；中国黄金协会副会长（兼职）；赤峰黄金董事、联席总经理；2021年3月至今，担任公司副董事长。
姜峰	总经理	本科学历。曾任贵州金兴黄金矿业有限责任公司总经理兼党委书记；紫金矿业集团紫金山金铜矿副矿长；莱州汇金矿业投资有限公司副总经理；西藏华钰矿业股份有限公司常务副总经理；2021年3月至今，担任公司总经理。
张宏	董事	硕士研究生学历，高级经济师。先后任职四川省地矿局经营管理部副主任、副总经济师、工会主席，2020年7月至今担任四川省地矿局区调队党委书记兼副队长。2021年3月至今，担任公司董事。

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

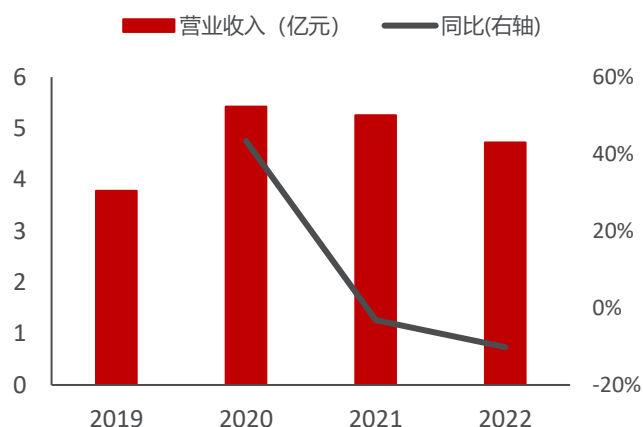
1.3 经营业绩良好，盈利稳中有升

公司2022年实现营收4.72亿元，2019-2022年复合增长率7.68%。2020年公司营收同比增长43.43%，主要系2020年金精矿销售均价上升以及合质金销售数量增长。2021年、2022年营收有所下滑，主要系合质金产销量减少。

公司 2022 年实现净利润 1.99 亿元，2019-2022 年复合增长率 13.88%。

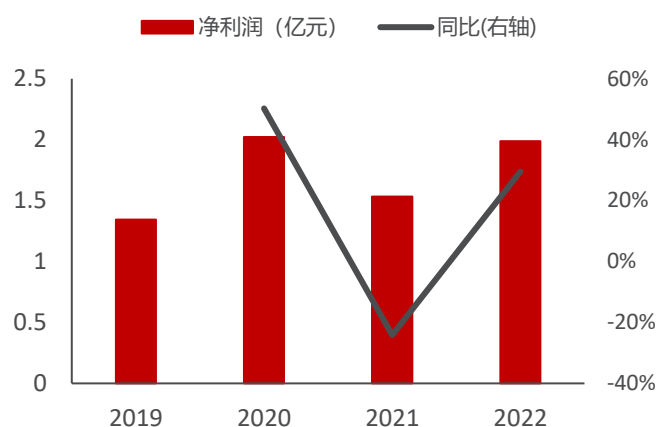
2022 年净利润增速大于营收增速主要原因为 2022 年公司进行了合质金收入的会计差错更正，同时进行了合质金产品点价结算，收回部分合质金销售产生的应收账款，转回坏账准备金额 5846.93 万元。

图3：主营业务收入及同比变化



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

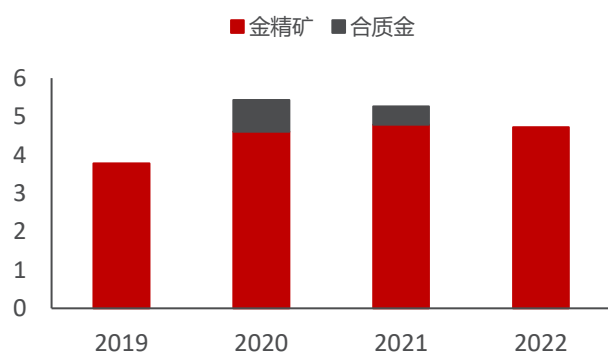
图4：净利润及同比变化



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

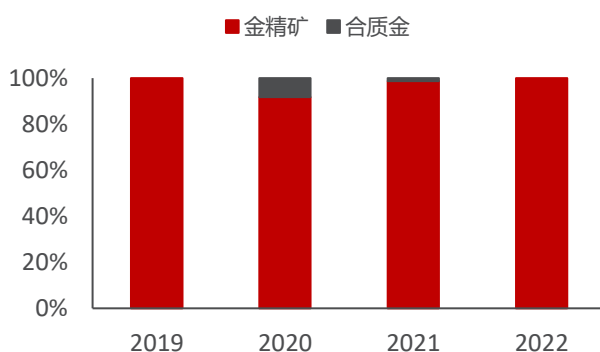
公司主营产品包括金精矿和合质金。1) **金精矿**：2019-2022 年金精矿销售收入由 3.78 亿元增长至 4.72 亿元，复合增长率 7.68%，贡献超过 90%的毛利。2020 年营业收入同比增加 21.69%，2) **合质金**：公司在 2020 年和 2021 年分别实现合质金销售收入 0.83 亿元、0.47 亿元。

图5：主营业务实现营收情况



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

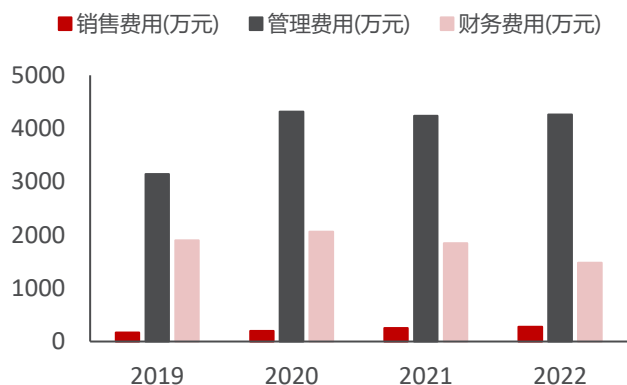
图6：主营业务毛利贡献百分比



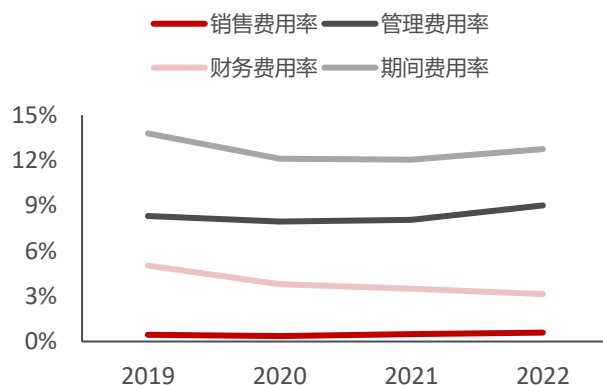
资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

公司期间费用稳定，2022 年期间费用率小幅上升 0.7%，主要系管理费用上升。1) **销售费用率**：公司近三年销售费用率分别为 0.36%/0.48%/0.59%，较为稳定。销售费用绝对值存在上升趋势，主要原因是金矿所在地地理位置偏僻、环境恶劣，对员工要求高以及四川省采矿业销售人员薪资整体上行。2) **管理费用率**：公司近五年管理费用率呈现缓慢增长态势。2020 年公司管理费用同比增加 37.28%，主要原因为公司整体上调了员工基本工资水平和员工奖励薪酬且管理

人员数量有所增加以及采购专业咨询服务。3) **财务费用率**：公司近五年财务费用率呈现缓慢下降趋势，主要系利息支出随本金偿还而减少。

图7：公司期间费用情况


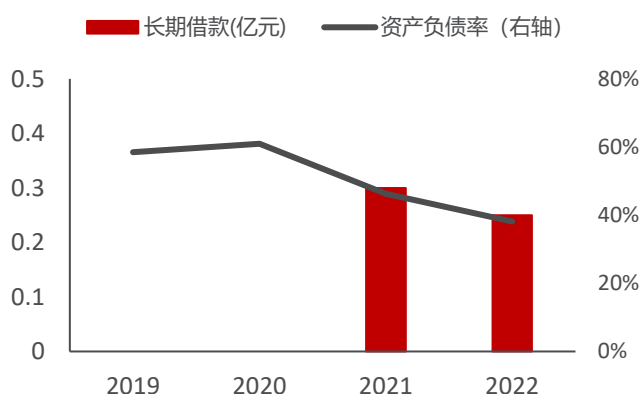
资料来源：wind，民生证券研究院

图8：公司期间费用率变动


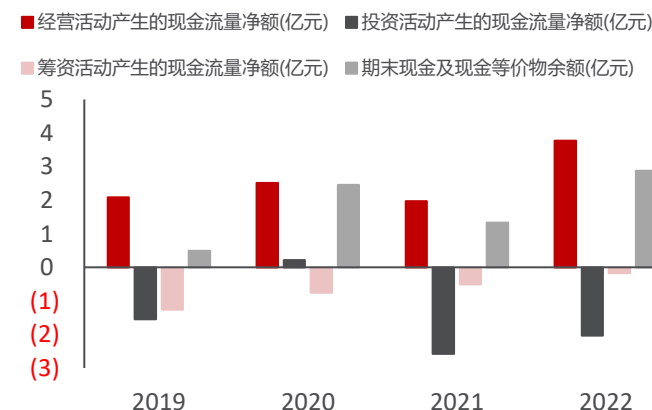
资料来源：wind，民生证券研究院

公司债务融资少，资产负债率有所降低。债务结构方面，公司债务融资方式较为集中，以长期借款为主。其中，公司于2021年6月取得长期借款5000万元，用于支付矿业权收益金。截至2022年末，公司长期借款余额为2500万元。资产负债率方面为38.13%，处于合理水平。

经营活动现金流量净额呈现波动上升态势。2022年公司经营活动产生的现金流量净额同比增加91.99%，主要系应收账款减少。投资活动现金流量净额主要用于投资扩产，筹资活动现金流量净额为负主要系公司向股东派发现金分红。

图9：公司债务结构与资产负债率变化


资料来源：wind，民生证券研究院

图10：公司现金流量变动


资料来源：wind，民生证券研究院

2 资源质地良好，具备增产潜力

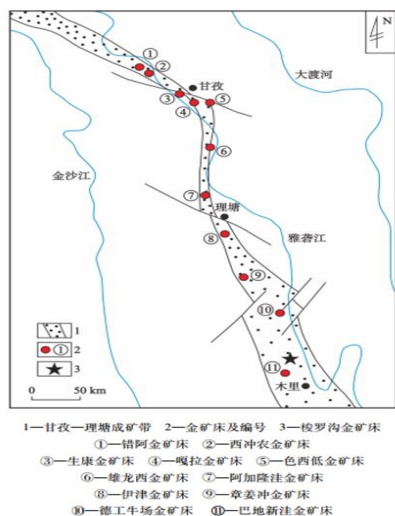
2.1 资源储量丰富，增储潜力巨大

公司地理位置优越，资源禀赋得天独厚。公司拥有梭罗沟金矿采矿权和梭罗-挖金沟详查金矿探矿权。其中，梭罗沟金矿矿区选厂产能 60 万吨/年。

公司所辖矿区梭罗-挖金沟金矿位于矿产资源丰富的甘孜-理塘构造带，其所在的木里县自古就有“黄金王国”美称，矿产资源丰富。甘孜-理塘构造带是川西高原一个重要的有色金属、贵金属成矿构造带，近十年来该构造带由北至南相继发现矿点、矿床十余个。公司探矿权勘查面积达 28.02 平方公里，未来具有丰富的找矿基础和空间，有利于未来通过资源勘查充分发掘矿区资源，提高控制资源储量，增强可持续发展能力。

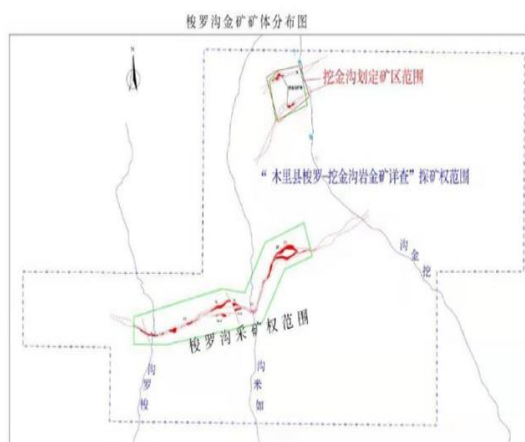
梭罗沟金矿采矿权对应的矿区范围包含在梭罗-挖金沟岩金矿详查探矿权范围内，除此之外，梭罗沟金矿区挖金沟矿段亦存在地质勘探成果，公司正在办理挖金沟矿段的采矿权。

图11：甘孜-理塘构造带



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图12：梭罗沟金矿矿体分布图



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院
 注：虚线区域为探矿权范围

梭罗沟金矿查明资源储量和品位良好，有进一步增储空间。根据 2016 年公司出具的核查报告，梭罗沟矿区金矿采矿许可证范围内保有资源储量为金属量 44.86 吨，平均品位 3.37g/t。其中：原生矿矿石量 1321.7 万吨，金金属量 44.41 吨，平均品位 3.36g/t；氧化矿矿石量 9.5 万吨，金金属量 0.45 吨，平均品位 4.78g/t。梭罗沟金矿区挖金沟矿段查明资源储量为金金属量 1.33 吨，平均品位 1.99g/t。其中：原生矿矿石量 50.20 万吨，金金属量 1.10 吨，平均品位 2.20g/t；氧化矿矿石量 16.60 万吨，金金属量 0.23 吨，平均品位 1.36g/t。

截至 2022 年 10 月，梭罗沟金矿提交各类勘查工作报告 8 次，累计查明金金属资源（储）量 76.03 吨，在查明储量的基础上新增查明金金属资源量 15.69 吨，

具有良好的勘查找矿前景。

表2：2016 年梭罗沟金矿资源储量

矿山	矿石量 (万吨)	金金属量 (吨)	平均品位 (克/吨)
氧化矿			
控制	5.3	0.21	3.94
推断	4.2	0.24	5.83
合计	9.5	0.45	4.78
原生矿			
探明	204.7	8.93	4.36
控制	687.9	22.69	3.30
推断	429.1	12.78	2.98
合计	1321.7	44.41	3.36
总计	1331.2	44.86	3.37

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

表3：2016 年梭罗沟金矿挖金沟矿段资源储量

矿山	矿石量 (万吨)	金金属量 (吨)	平均品位 (克/吨)
氧化矿			
控制	14.7	0.21	1.39
推断	1.9	0.02	1.12
合计	16.6	0.23	1.36
原生矿			
控制	33.6	0.74	2.21
推断	16.6	0.36	2.18
合计	50.2	1.10	2.20
总计	66.8	1.33	1.99

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

四川省黄金资产注入平台，资产整合可期。公司上市后将成为四川省属国资体系第一家金矿类上市公司，四川省地矿局及其下属单位四川省地矿局区调队未来将在四川境内加大资源勘探的力度，逐步将已成熟、资源条件好且具有可开发价值的金矿资源注入，提升公司持续经营能力。同时，公司未来也将通过市场化手段，寻找并收购其他矿产资源储量丰富的标的公司等。

2.2 产量稳中有升、成本具备优势

2.2.1 生产工艺技术成熟稳定

公司产品质量稳定，重视生产管理。公司在采矿、选矿过程中重视对各个生产环节的管理，保证采矿、选矿工艺的稳定性，确保金精矿及合质金产品的质量。主要措施包括：强化矿山地质与测量工作，合理确定采矿范围，减少回采过程中的矿石损失；不断优化选厂工艺水平；加强现场管理，提高工人操作水平；强化产品检验和计量工作等，同时注重技术研发及成果转化，掌握了金矿采选的核心技术，曾获国土资源科学技术二等奖、2019 年度绿色矿山科学技术一等奖等。

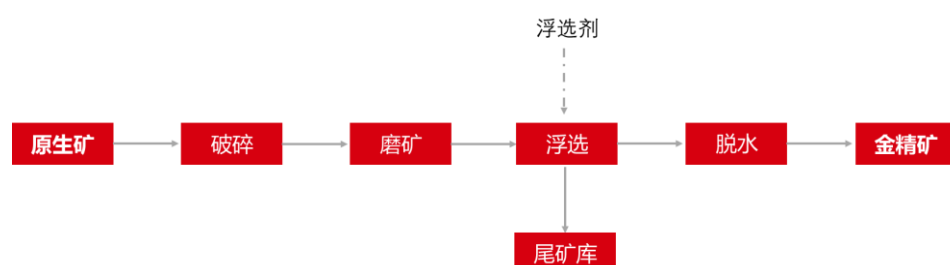
公采矿技术方面，公司掌握了上向水平分层充填采矿法、阶段空场嗣后充填采矿法、浅孔溜矿嗣后充填采矿法等成熟稳定的工艺技术。

表4：公司采矿技术介绍

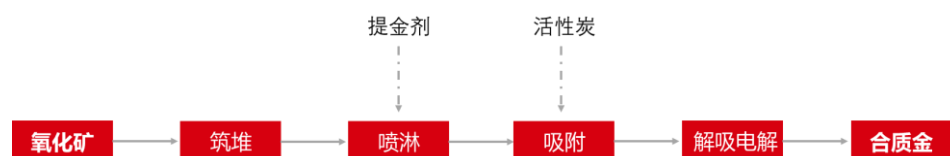
技术名称	技术主要内容	特点
上向水平分层充填采矿法	自下而上分层回采，每分层先采出矿石，铲运机出矿，回采完毕后进行充填，以支撑采空区两帮和作为工作平台。该方法为工作面循环作业，凿岩爆破、出矿、充填和护顶完成一个循环后，进行下一分层的循环。	成熟稳定
阶段空场嗣后充填采矿法	该方法主体是空场法，铲运机出矿核心是先用空场法回采矿房（或矿柱），然后对采空区进行胶结充填。	回采强度大、劳动生产率高、作业安全等。
浅孔溜矿嗣后充填采矿法	采取平底结构铲运机出矿浅孔溜矿嗣后充填采矿法，至下而上分层回采，每次采下的矿石靠自重放出三分之一，其余的暂留在矿房中作为继续上采的工作平台，待矿房回采结束后再全部放出，矿房回采结束后，对采空区进行嗣后充填。	结构及生产工艺简单，可利用矿石自重放矿，采准工程小、改善了工人作业环境。

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

选矿技术方面，公司在破碎、磨矿、浮选、脱水、喷淋浸出、解吸电解等方面均具有较高的工艺技术水平。原生矿运往选厂后经过破碎、磨矿、浮选、脱水等生产环节后得到产品金精矿，剩下的尾矿通过管道输送至尾矿库堆放；氧化矿运至堆浸场筑堆，经过提金剂喷淋、活性炭吸附、解吸电解等生产环节得到产品合质金，公司从 2020 年开始通过使用环保型提金剂，可保证在环保、安全的前提下利用喷淋浸出工艺回收黄金资源。

图13：金精矿生产工艺（浮选工艺）


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图14：合质金生产工艺（喷淋浸出工艺）


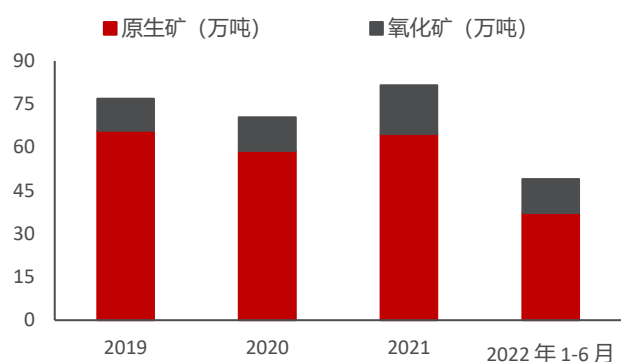
资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

2.2.2 原生矿贡献主要产量，规划产销平稳

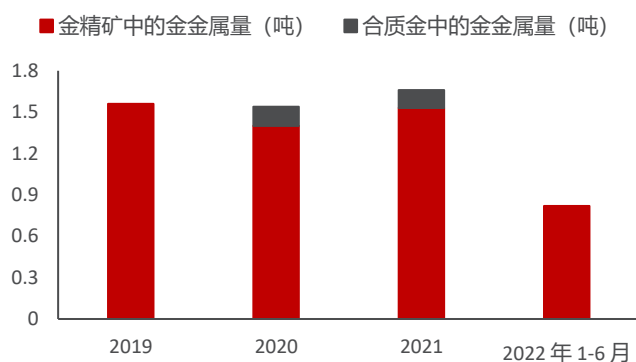
金精矿为目前主要产品，合质金为补充。公司 2019 年完成“低品位氧化矿（混合矿）资源利用”项目建设，2020 年开始生产合质金。公司合质金产量较

小，主要系公司生产的合质金为低品位氧化矿的资源利用，该类低品位氧化矿是在开采原生矿的同时随采而出，数量较少。

公司目前拥有选厂产能 60 万吨，2019-2021 年公司梭罗沟金矿连续三年在四川省独立黄金矿山中矿产金产量排名第一，生产的金精矿及合质金产品中的金属量分别为 1.56 吨、1.55 吨、1.66 吨，其中金精矿产品金属量为 1.56 吨、1.40 吨、1.53 吨，占据主要比例。

图15：矿石采选产量


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图16：金金属产量


资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

推动地采工程建设，规划产能平稳。公司计划提高梭罗沟金矿的生产规模，并对梭罗沟金矿选厂进行技改扩能建设，进一步提升金矿资源的综合利用能力。按照公司的生产规划，2021 年至 2022 年主要为露天开采，2023 年至 2024 年将同时进行露天与地下开采，2025 年矿山全面转入地下开采。

公司已取得地下开采的《采矿许可证》，“梭罗沟金矿地下开采项目”已履行立项核准批复、环评批复、安评批复等必要审批程序，未来拟采用嗣后充填采矿方法进行地下开采，主要工艺环节包括凿岩、爆破、通风、运输。

表5：2022-2025 年生产规划情况

项目	2022	2023	2024	2025
采出矿石量 (万吨)	73.1	70.2	69.2	66
其中：原生矿产量 (万吨)	60	66	66	66
氧化矿产量 (万吨)	13.1	4.2	3.2	
金精矿产量 (万吨)	2.73	3.05	3.13	3.14
金精矿金属量 (吨)	1.50	1.68	1.72	1.72
合质金金属量 (吨)	0.15	0.04	0.03	-
金精矿和合质金中的金属量 (吨)	1.65	1.72	1.75	1.72

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

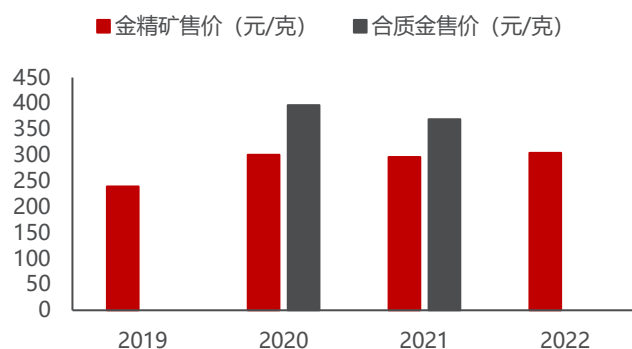
2.2.3 成本稳定，矿产金盈利具备优势

售价随行就市，金精矿成本稳定。公司在黄金产业链中涉及采矿和选矿环节，公司金精矿售价按照交货日上金所 Au99.95 标准金的加权平均价乘以折价系数确定，折价系数由金精矿品位确定，合质金售价则按照加权平均价扣除加工成本确

定。公司黄金产品售价基本随行就市。

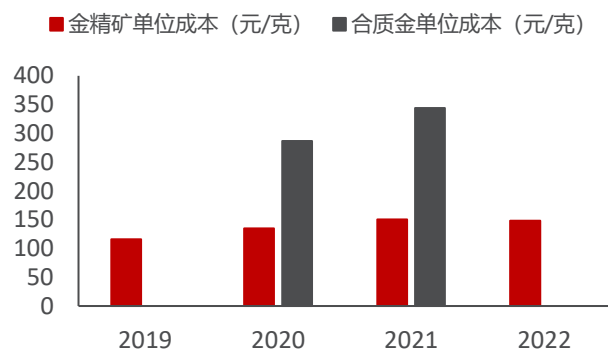
成本来看，公司 2019-2022 年金精矿的平均克金成本分别为 116.07 元/克、134.75 元/克、150.31 元/克、148.45 元/克，有所抬升，合质金成本主要受矿石品位的影响波动较大，高于金精矿成本。

图17：分产品售价



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

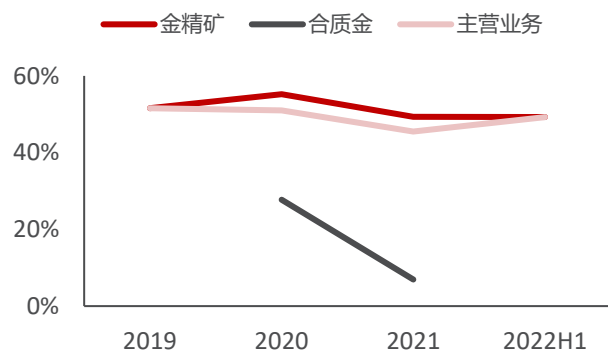
图18：分产品单位成本



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

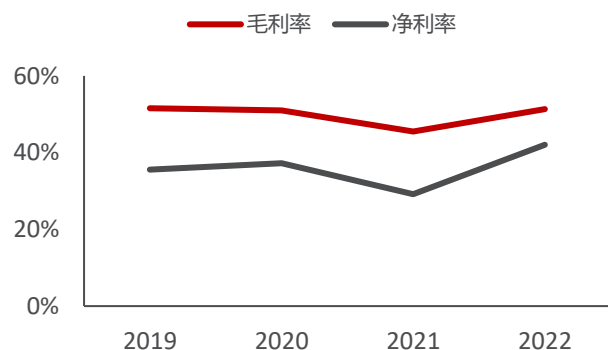
主营业务毛利率高，盈利能力强。公司历史毛利率维持在 50%左右，2019-2022H1，公司金精矿产品毛利率分别为 51.57%/55.23%/49.32%/49.28%。2020 年金精矿毛利率较 2019 年毛利率提高 3.66%，主要系 2020 年 3 月起黄金市场价格持续上升，售价增幅高于成本增幅。2021 年金精矿毛利率较 2020 年毛利率下降了 5.91%，主要是由于销售成本上升引起单位平均成本上升。2020 - 2021 年，公司合质金产品毛利率分别为 27.73%/6.93%。合质金业务毛利率低的主要原因是生产的合质金为低品位氧化矿资源利用，其为在残采阶段为采掘原生矿，而附带将低品位氧化矿随采而出并进行综合利用，单位生产成本较高。2021 年合质金毛利率下降幅度较大，主要原因为氧化矿品位降低。

图19：公司各业务毛利率与整体毛利率变动



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

图20：公司毛利率及净利率变动



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

公司业务集中于采选环节，综合毛利率高于行业平均水平。有色金属矿采选企业的综合毛利率一方面受矿山企业拥有的矿山资源储量、原矿品位、地质条件、开采难度等自身因素影响，另一方面也受到其生产模式、业务规模、产品结构、客户群体等诸多外部因素的影响，公司与可比上市公司主要在产品结构等方面存在差异，因此同行业可比上市公司的综合毛利率不具有完全可比性，从绝对数值

来看，公司业务集中于黄金采选环节，相较于下游的冶炼和精炼环节，产品毛利率较高，公司整体毛利率较高。

表6：与同行业可比上市公司同类可比产品的毛利率情况

公司简称	黄金产业链环节	可比产品类别	2019	2020	2021	2022 年 1-6 月
赤峰黄金	采选、冶炼	黄金	44.13%	46.08%	29.28%	41.52%
山东黄金	采选、冶炼	黄金	44.38%	50.91%	29.08%	45.65%
西部黄金	采选、冶炼	自产金	26.55%	31.89%	33.38%	未披露
中金黄金	采选、冶炼	黄金	9.62%	11.23%	6.80%	未披露
紫金矿业	采选、冶炼	矿产金	41.82%	51.40%	49.46%	51.02%
银泰黄金	采选	合质金	68.29%	64.44%	60.33%	57.17%
湖南黄金	采选、冶炼	黄金	6.36%	7.27%	5.13%	3.90%
平均值	-	-	34.45%	37.60%	30.49%	39.85%
四川黄金	采选	金精矿	51.57%	55.23%	49.32%	49.28%
		合质金	-	27.73%	6.93%	-
		综合毛利率	51.57%	51.03%	45.50%	49.28%

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

3 募投项目：勘探增加储量，改善矿山环境

公司本次公开发行前总股本为 3.6 亿股，本次发行股份数量为 6000 万股，占发行后总股本的 14%，本次发行上市募集资金主要用于投资：梭罗沟金矿矿区资源勘查项目、梭罗沟金矿 2000t/d 选厂技改工程建设项目、梭罗沟金矿绿色矿山建设项目、梭罗沟金矿智慧化矿山建设项目、偿还银行贷款及补充流动资金项目。

表7：募投项目

投资项目	投资预算 (万元)	募集资金拟投入额 (万元)
梭罗沟金矿矿区资源勘查	24552.54	16751.28
梭罗沟金矿 2000t/d 选厂技改工程建设项目	6388.00	3281.77
梭罗沟金矿绿色矿山建设	10037.48	6848.20
梭罗沟金矿智慧化矿山建设	7604.28	5188.12
偿还银行贷款及补充流动资金项目	10000.00	6953.34
合计	58582.30	39022.71

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

梭罗沟金矿矿区资源勘查：为进一步查明梭罗沟金矿的成矿潜力及规模，公司拟投入 2.46 亿元，通过地形测量、地质测量、物探、化探、槽探及钻探等方法，对已知矿体进行探边摸底增储，为公司提供更充足的资源储备，同时为开采提供技术支撑，为矿山长远发展提供地质矿产依据和决策指导，项目实施周期为 7 年，其中第 1-4 年主要实施现场勘探工作，第 5-7 年进行资料整理、报告编撰及储量核实、报批、登记等工作。

梭罗沟金矿 2000t/d 选厂技改工程建设项目：为优化选矿技术，提高浮选回收作业率，公司拟投资 6388 万元，对梭罗沟金矿选厂进行技术改造，主要建设内容包括：破碎、磨矿、浮选等生产环节的设备更新和工艺优化；磨矿车间改造及储矿仓新建；供排水、供配电等配套设施建设。截至 2021 年度第三次临时股东大会审议通过该募投项目之日，该项目已投入金额 1577.87 万元，拟投入募集资金 3281.77 万元。项目计划建设期为 24 个月，实施后的年均销售收入较不实施本项目情况下增加 810.31 万元。

梭罗沟金矿绿色矿山建设项目：公司 2019 年度被评为国家级绿色矿山企业。为进一步落实绿色矿山建设各项要求，提升绿色矿山建设水平，公司拟投资约 1 亿元，用于矿区环境建设、资源绿色开发建设（地质环境治理及土地复垦工程等）、节能减排建设（能耗体系构建、粉矿堆场封闭降尘工程、原矿堆场喷雾除尘、采场主运输公路喷雾降尘）等方面。项目实施拟全部采用募集资金进行投资。项目计划建设周期为 3 年。

梭罗沟金矿智慧化矿山建设：为进一步优化公司业务流程，实现梭罗沟金矿矿山由职能型向流程型、由业务处置型向分析决策型、由粗放管理向精细化管理

到智能化管理模式的转变，公司拟投资 7604.28 万元，用于梭罗沟金矿智慧化矿山建设，具体包括矿山综合监管平台系统、安全监测监控系统、生产自动化智能化系统三大模块的建设，项目计划建设周期为 7 个月，有利于进一步提高公司管理水平。

4 黄金行业：加息空间有限，黄金逐步向右侧过渡

4.1 利率政策边际宽松，加息进入末期

12 月份美国经济预测进一步下调。美联储在 2022 年 12 月份的议息会议中进一步下调了对未来经济增长的预期，将 2023 年美国 GDP 增长率预期由原来的 1.2% 下调至 0.5%，考虑到持续的加息对经济带来的压制，同时也上调了失业率预期，此外将核心消费物价指数预测值进一步上调，也反映了美联储逐步认可通胀的顽固性。下调的经济预期预计未来将逐步对美联储的货币政策带来压力。

表8：12 月份议息会议对 2023 年经济的预测有所下调

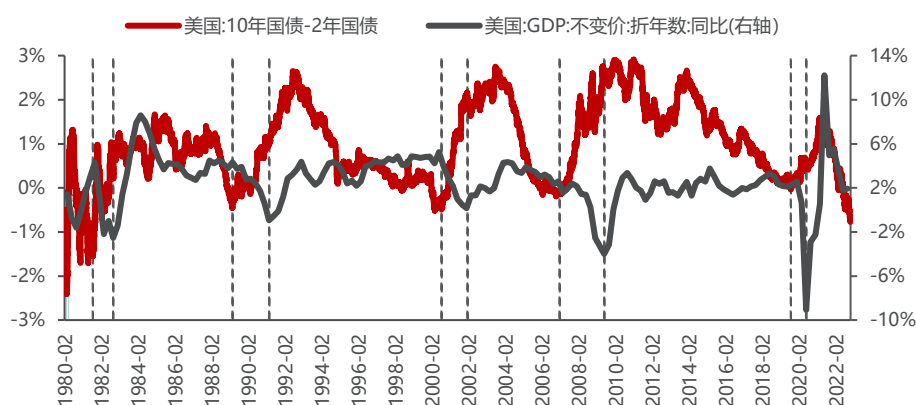
变量 (%)	2022	2023	2024	2025	长期
实际 GDP 增速	0.5	0.5	1.6	1.8	1.8
9 月预测值	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8
失业率	3.7	4.6	4.6	4.5	4
9 月预测值	3.8	4.4	4.4	4.3	4
PCE	5.6	3.1	2.5	2.1	2
9 月预测值	5.4	2.8	2.3	2	2
核心 PCE	4.8	3.5	2.5	2.1	-
9 月预测值	4.5	3.1	2.3	2.1	-
联邦基金利率	4.4	5.1	4.1	3.1	2.5
9 月预测值	4.4	4.6	3.9	2.9	2.5

资料来源：美联储官网，民生证券研究院

期限利差倒挂暗示衰退。期限利差倒挂反映美国经济增长内生动能不足，为美国经济衰退的前置信号，历史上期限利差倒挂之后通常伴随着经济的衰退。

根据我们统计的历史上几轮期限利差倒挂的数据，美联储通常在利差倒挂后平均 7 个月内停止加息脚步，平均在 11 个月开启降息。本轮利差倒挂从 2022 年 7 月份持续至今，我们认为随着美国经济基本面的下滑，加息空间逐步缩减，美联储货币政策最终将走向宽松。

图21：期限利差倒挂平均领先于 GDP 增速见底约 1.5 年



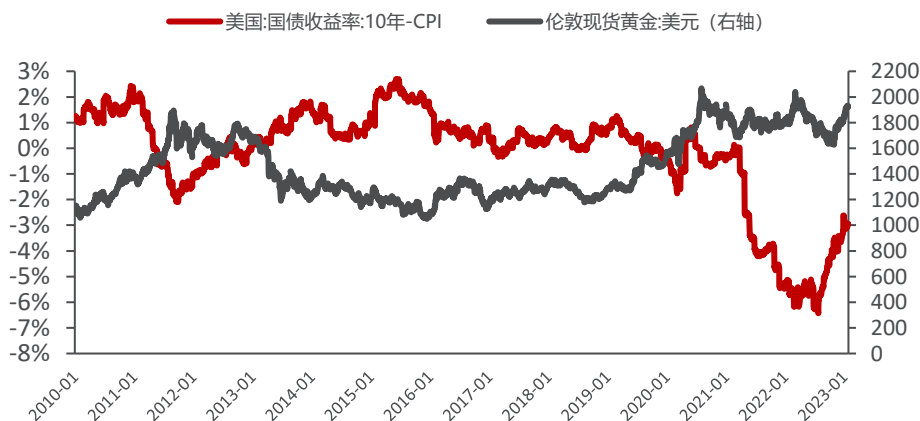
资料来源：wind，民生证券研究院

表9：期限利差倒挂距离与利率政策变化时间统计

利差倒挂时期	10年-2年国债 平均倒挂(BP)	GDP 增速见底	据 GDP 见底 (月)	降息时间	距离停止加息 (月)	距离降息 (月)
1980.1-1982.7	76	1982.9	21	1982.9	-	23
1988.12-1990.3	16	1991.3	16	1989.6	5	6
1998.5-1998.8	3	2000.12	4	1998.10	-	5
2000.2-2000.12	27	2001.12	23	2001.1	3	11
2005.12-2007.6	8	2009.6	42	2007.9	16	21
2019.8	3	2020.6	10	2019.9	-	1
2022.7-2022.12	38	-	-	-	4	-
平均值	24	-	19	-	7	11

资料来源：wind，民生证券研究院

实际利率角度 2023 年对金价有利。实际利率作为持有黄金的机会成本，从历史上来看与金价成高度负相关。在“实际利率=名义利率-CPI”的模型下，根据我们的预测，美国经济下行压力加大，加息在 23 年上半年大概率停止，名义利率下半年将呈现趋势性走弱。我们预计实际利率上半年将震荡，下半年或将进一步下探，一旦美联储降息周期提前开启，实际利率将重回下行周期，金价也将迎来牛市。

图22：实际利率与金价呈现负相关关系


资料来源：wind，民生证券研究院

4.2 国内黄金资源稀缺，进口原料增加

国内黄金资源呈现出资源稀缺局面。根据中国黄金协会的统计数据，2021年度国内黄金总产量 443.56 吨，其中国内自有原料黄金产量 328.98 吨，进口原料黄金产量 114.58 吨。

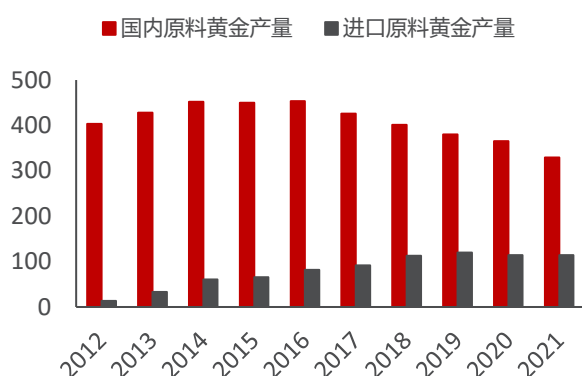
从国内自有原料黄金产量来看，2017 年开始，随着供给侧改革的不断推进，国内金矿采选行业积极响应国家生态文明建设，部分处于自然保护区内的矿山有序退出，部分技术装备落后及不符合国家安全环保要求的矿山减产或关停整改，

行业从规模速度型向高质量效益型的转变，黄金产量持续下降，2016-2021 年年均下降 6.20%。

从进口原料黄金产量来看，2012-2019 年，国内进口原料黄金产量持续上升。原因系：“一带一路”战略的实施为国内黄金企业“走出去”提供了广阔的平台，国内大型黄金企业积极开拓海外金矿资源并寻求合作；2016 年国内自有原料黄金产量开始下降之后，国内黄金冶炼加工企业通过提高进口原料采购规模保证产能利用率。

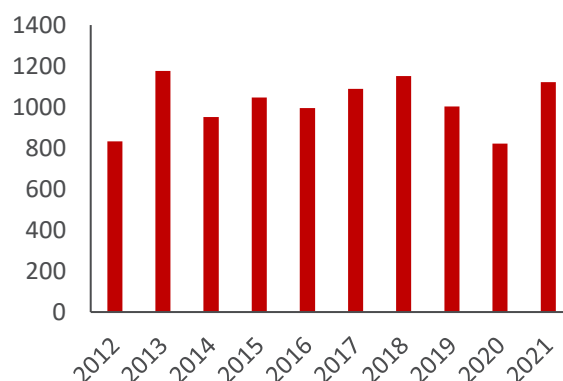
国内黄金消费量未来有望增长。根据中国黄金协会统计数据，我国每年黄金实际消费量在 1000 吨上下震荡。2012 年至 2018 年，我国黄金产品的消费规模整体呈现缓慢增长趋势，2019 年受经济增长放缓及黄金市场价格大幅提升的影响，黄金消费量有所下降，2020 年受新冠肺炎疫情影响，国内黄金消费量大幅下降，2021 年，在我国统筹经济发展和疫情防控工作的显著成效下，国内黄金消费总体保持恢复态势，并实现同比较快增长，国内黄金资源供需缺口较大。

图23：2012-2021 年国内黄金总产量趋势图（吨）



资料来源：中国黄金协会，民生证券研究院

图24：2012-2021 年国内黄金消费量趋势图（吨）



资料来源：中国黄金协会，民生证券研究院

4.3 货币超发背景下，央行将成为购金主力

央行黄金储备的作用在于为本国的货币信用背书。综合央行黄金储备的发展来看，全球央行黄金储备上升的周期内，金价将存在持续的上涨。2008 年金融危机以来，全球各国尤其是发展中国家，逐步意识到持有的外债资产风险性，央行进入净购买黄金的时代。此外，全球主要经济体货币的长期宽松也带来了各国央行购金以稳定币值的需求，支撑了金价的趋势性上涨。

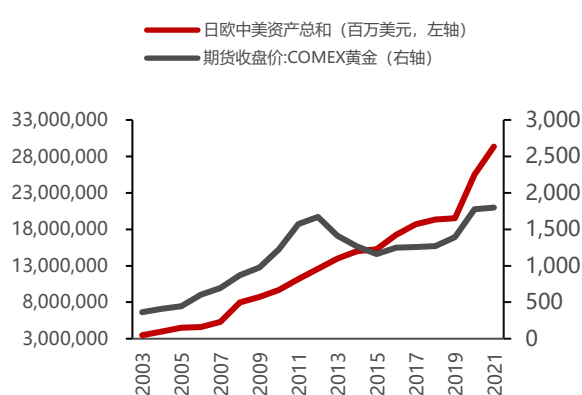
疫情后全球大幅扩表，驱动各国央行增储黄金。2020 年以来，为刺激疫后经济增长，全球各大央行不断实施量化宽松政策。2021 年相较于 2019 年，美联储资产增长 108.99%，欧洲央行总资产增长 66.75%，央行发行的货币代表国家信用，如果缺少相应的实物资产背书，有可能造成货币币值的不稳定，甚至货币信用危机。

图25：央行加速黄金储备时黄金迎来新一波行情



资料来源：Wind, Bloomberg, 民生证券研究院

图26：疫情以来主要国家货币大幅超发

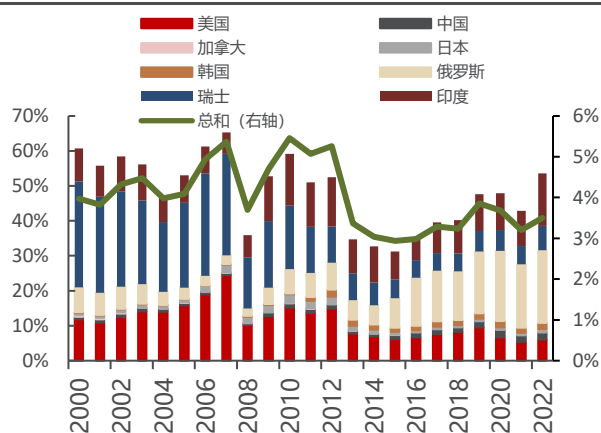


资料来源：wind, MacroMicro, 民生证券研究院

历史来看，每一轮央行大幅扩表后对应的黄金储备占比会在短期内较快速度下降，原因在于黄金的购买量没有跟上货币超发的速度。全球主要经济体央行2020年以来黄金储备占央行总资产的比例呈现下降趋势，尽管2022年央行购金大幅增长，但央行资产中黄金资产占比仍然处于历史较低位置，预计未来各国央行有望增加黄金储备，增补信用。

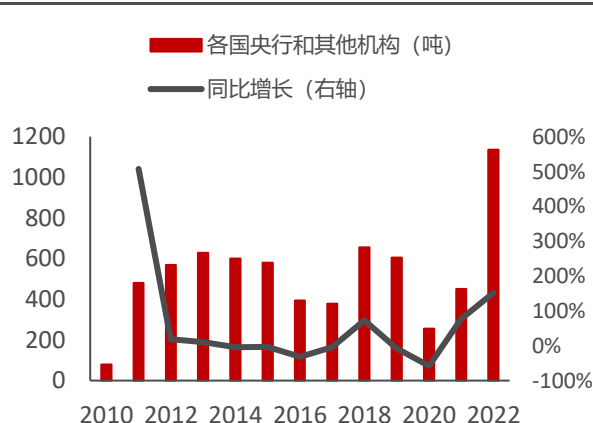
随着美联储进入加息周期中，各国持有的美债资产不断贬值，2022年全球央行开始不断减持美债，转而购入黄金以维持保障资产的安全和维持本国货币信用体系的稳定，2022年全球央行购入黄金数量同比大幅增长152.31%，预计后续央行大幅购买黄金的动作将持续。

图27：主要国家央行黄金资产储备占总资产比例



资料来源：wind, MacroMicro, 民生证券研究院

图28：2010-2022年央行黄金购买量明显增加



资料来源：WGC, 民生证券研究院

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测假设与业务拆分

1) **金精矿业务**：价格方面，考虑到美国经济衰退预期下美联储加息周期进入末端，且后续随着美国经济步入衰退，利率进入降息周期，将进一步刺激金价上行，我们假设 2023-2025 年黄金均价分别为 410 元/克、420 元/克、430 元/克。

产量方面，公司募集项目主要用于勘探和技改，产量释放仍需要较长周期，短期内产量保持稳定，我们假设 2023-2025 年金精矿金属量产量分别为 1.68 吨/1.72 吨/1.72 吨。

成本方面，公司规划 2023-2024 年同时进行露天与地下开采，2025 年全面转入地下开采，随着地采占比逐步提升，开采难度及成本会相应增加。结合招股说明书披露信息，我们预计 2023-2025 年公司金精矿平均生产运营成本分别为 170 元/克、175 元/克、180 元/克。

表10：金精矿业务预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
金价 (元/克)	390.58	410	420	430
单位成本 (元/克)	148.45	170	175	180
产量 (吨)	1.55	1.68	1.72	1.72
收入 (亿元)	4.72	5.37	5.64	5.78
成本 (亿元)	2.30	2.85	3.01	3.10
毛利率	51.27%	46.84%	46.58%	46.33%

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院预测

我们预计 2023-2025 年公司金精矿营业收入为 5.37/5.64/5.78 亿元，毛利率分别为 46.84%/46.58%/46.33%。

2) **合质金业务**：价格方面，公司合质金产品结算价格以四川黄金点价当日上海黄金交易所 Au99.95/Au99.99 开盘盘中成交价或约定日加权平均价为基数，扣除 0.9 元/克金的加工成本后确定。我们假设 2023-2025 年合质金销售价格分别为 409.1 元/克、419.1 元/克、429.1 元/克。

产量方面，公司生产的合质金为低品位氧化矿资源利用，产量较小。假设 2023-2025 年合质金金属量产量分别为 0.18 吨/0.04 吨/0.03 吨。

成本方面，2021 年由于氧化矿品位下降和采剥费用上升，公司合质金单位生产成本由 286.45 元/克大幅上升至 344.03 元/克。结合招股说明书披露信息，我们预计 2023-2025 年合质金平均生产运营成本小幅升至 350 元/克。

表11：合质金业务预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
金价 (元/克)	390.58	410	420	430
单位成本 (元/克)	-	350	350	350
产量 (吨)	-	0.18	0.04	0.03
收入 (亿元)	-	0.74	0.18	0.14
成本 (亿元)	-	0.63	0.15	0.11
毛利率	-	14.45%	16.49%	18.43%

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院预测

我们预计 2023-2025 年公司合质金营业收入为 0.74/0.18/0.14 亿元，毛利率分别为 14.45%/16.49%/18.43%。

表12：2022-2025 年四川黄金盈利预测结果

项目	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	4.72	6.10	5.82	5.92
营业成本 (亿元)	2.30	3.48	3.16	3.22
毛利率	51.31%	42.93%	45.65%	45.67%

资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院预测

综上所述，我们预计 2023-2025 年营业收入分别为 6.10/5.82/5.92 亿元，分别同比增长 29.18%/-4.71%/1.85%，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 1.84/1.84/1.83 亿元，分别同比增长-7.48%/0.34%/-0.73%。

5.2 估值分析

选取同行业上市公司赤峰黄金、银泰黄金和紫金矿业进行对比，以 2023 年 03 月 08 日的收盘价计算，同行业 3 家公司的 2021/2022/2023 年的 PE 均值为 33/28/17 倍。2021 年和 2022 年四川黄金的 EPS 分别为 0.43 元/股、0.55 元/股，我们预计公司 2023 年的 EPS 为 0.44 元/股，以 2023 年 03 月 08 日的收盘价 13.59 元/股测算，公司 2021/2022/2023 年的 PE 分别为 32/25/31 倍。

表13：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2021A	2022A/E	2023E	2021A	2022A/E	2023E
600988.SH	赤峰黄金	18.69	0.35	0.44	0.88	53	42	21
000975.SZ	银泰黄金	11.90	0.46	0.45	0.71	26	26	17
601899.SH	紫金矿业	11.66	0.60	0.76	0.91	19	15	13
可比公司平均 PE						33	28	17
001337.SZ	四川黄金	13.59	0.43	0.55	0.44	32	25	31

资料来源：wind，民生证券研究院（注：股价为 2023 年 3 月 8 日收盘价）

注：2022 年四川黄金 EPS 为实际值，可比公司 EPS 为预测值

6 风险提示

1) 黄金价格波动风险。公司主要产品为金精矿，金精矿作为生产黄金的主要原材料，其产品价格受下游黄金价格波动影响较大。黄金价格受市场供求关系、全球宏观经济形势及预期、美元走势等多种因素影响。若未来黄金价格大幅波动，可能给公司经营业绩带来较大影响。

2) 客户相对集中的风险。公司下游主要客户为黄金冶炼或黄金贸易企业，下游行业由于投资门槛较高，客户相对集中；在客户选择上，公司通常选择中金黄金、山东黄金等资金实力雄厚的大型企业，在客观上形成了公司客户合作稳定且相对集中的情况。若公司下游行业或主要客户的经营状况或业务结构发生重大变化，将对公司业绩产生短期波动的不利影响。

3) 单一矿山经营的风险。公司主要依托单一矿山梭罗沟金矿生产金精矿。历史上梭罗沟金矿生产经营正常，未发生过对公司生产经营产生不利影响的重大事项。若未来生产经营过程中，梭罗沟金矿发生影响生产经营的不利事件，导致梭罗沟金矿采选业务暂时停止，将对公司生产经营产生较大影响。

4) 矿山资源储备风险。公司生产经营对金矿资源储备的依赖较大。截至2022年10月，梭罗沟金矿累计查明金金属资源（储）量76,031kg，具有良好的勘查找矿前景。但若未来梭罗沟矿区金矿资源逐渐枯竭，且无法寻找其他矿山作为储备资源，将对公司持续经营产生影响。

5) 安全生产的风险。公司生产过程中需要使用炸药、雷管等民用爆破品和浓硫酸等危险化学品；公司在勘探、采矿、选矿以及未来地下井巷作业过程中，存在发生意外事故的风险。公司已经建立了安全生产管理体系，并规范了开采措施等，但仍不能完全排除未来出现安全事故的风险。

6) 采矿权续期和取得的风险。发行人拥有1宗采矿权，有效期限至2028年11月5日。若发行人在采矿权许可期届满后，受其他客观因素的影响，导致公司矿权无法办理延期，将会给发行人的生产经营带来重大不利影响。

7) 采矿成本上升的风险。随着露天开采的持续进行，开采平台海拔逐渐降低，开采同等数量的矿体需要剥离更多的废石，开采难度及成本会相应增加。未来公司由露天转入地下开采后，地下开采井巷工程投入使用将导致固定资产折旧费用增加，前述原因可能导致公司存在采矿成本上升的风险。

8) 开采过程中可开采量发生不利变化的风险。受限于专业知识、技术水平等，公司矿产资源储量的核实结果与实际情况可能存在差异，进而导致在实际开采过程中可开采量存在发生不利变化的风险。

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	472	610	582	592
营业成本	230	348	316	322
营业税金及附加	20	23	22	23
销售费用	3	3	3	3
管理费用	43	51	49	51
研发费用	0	0	0	0
EBIT	237	209	214	216
财务费用	15	3	6	12
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	12	13	11	13
营业利润	235	218	219	217
营业外收支	-1	-2	-2	-2
利润总额	234	216	217	215
所得税	35	33	33	32
净利润	199	184	184	183
归属于母公司净利润	199	184	184	183
EBITDA	237	275	291	301

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	288	600	642	690
应收账款及票据	0	62	60	61
预付款项	3	4	4	4
存货	101	116	105	107
其他流动资产	45	53	59	67
流动资产合计	436	836	871	929
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	175	254	335	414
无形资产	247	234	216	199
非流动资产合计	922	1,173	1,310	1,461
资产合计	1,358	2,009	2,181	2,390
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	57	82	75	76
其他流动负债	104	142	124	134
流动负债合计	161	224	198	210
长期借款	25	75	125	175
其他长期负债	332	333	333	334
非流动负债合计	357	408	458	509
负债合计	518	631	656	718
股本	360	420	420	420
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	840	1,378	1,525	1,672
负债和股东权益合计	1,358	2,009	2,181	2,390

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	-10.16	29.18	-4.71	1.85
EBIT 增长率	16.24	-12.04	2.81	0.78
净利润增长率	29.53	-7.48	0.34	-0.73
盈利能力 (%)				
毛利率	51.31	42.93	45.65	45.67
净利润率	42.05	30.12	31.71	30.91
总资产收益率 ROA	14.63	9.15	8.46	7.66
净资产收益率 ROE	23.65	13.34	12.09	10.95
偿债能力				
流动比率	2.71	3.74	4.40	4.43
速动比率	2.05	3.18	3.82	3.87
现金比率	1.79	2.68	3.24	3.29
资产负债率 (%)	38.13	31.43	30.08	30.05
经营效率				
应收账款周转天数	0.00	25.00	25.00	25.00
存货周转天数	157.42	120.00	120.00	120.00
总资产周转率	0.37	0.36	0.28	0.26
每股指标 (元)				
每股收益	0.55	0.44	0.44	0.44
每股净资产	2.00	3.28	3.63	3.98
每股经营现金流	0.90	0.54	0.60	0.67
每股股利	0.00	0.09	0.09	0.09
估值分析				
PE	25	31	31	31
PB	6.8	4.1	3.7	3.4
EV/EBITDA	22.85	18.56	17.43	16.68
股息收益率 (%)	0.00	0.64	0.65	0.64

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	199	184	184	183
折旧和摊销	39	67	76	85
营运资金变动	56	2	7	28
经营活动现金流	377	227	251	282
资本开支	-185	-320	-216	-237
投资	-19	-6	-6	-6
投资活动现金流	-204	-313	-211	-230
股权募资	0	390	0	0
债务募资	-15	51	51	51
筹资活动现金流	-18	398	2	-4
现金净流量	155	312	41	48

插图目录

图 1: 公司历史沿革	3
图 2: 公司股权结构	4
图 3: 主营业务收入及同比变化	5
图 4: 净利润及同比变化	5
图 5: 主营业务实现营收情况	5
图 6: 主营业务毛利贡献百分比	5
图 7: 公司期间费用情况	6
图 8: 公司期间费用率变动	6
图 9: 公司债务结构与资产负债率变化	6
图 10: 公司现金流量变动	6
图 11: 甘孜-理塘构造带	7
图 12: 梭罗沟金矿矿体分布图	7
图 13: 金精矿生产工艺(浮选工艺)	9
图 14: 合质金生产工艺(喷淋浸出工艺)	9
图 15: 矿石采选产量	10
图 16: 金金属产量	10
图 17: 分产品售价	11
图 18: 分产品单位成本	11
图 19: 公司各业务毛利率与整体毛利率变动	11
图 20: 公司毛利率及净利率变动	11
图 21: 期限利差倒挂平均领先于 GDP 增速见底约 1.5 年	15
图 22: 实际利率与金价呈现负相关关系	16
图 23: 2012-2021 年国内黄金总产量趋势图(吨)	17
图 24: 2012-2021 年国内黄金消费量趋势图(吨)	17
图 25: 央行加速黄金储备时黄金迎来新一波行情	18
图 26: 疫情以来主要国家货币大幅超发	18
图 27: 主要国家央行黄金资产储备占总资产比例	18
图 28: 2010-2022 年央行黄金购买量明显增加	18

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 主要管理层人员工作履历	4
表 2: 2016 年梭罗沟金矿资源储量	8
表 3: 2016 年梭罗沟金矿挖金沟矿段资源储量	8
表 4: 公司采矿技术介绍	9
表 5: 2022-2025 年生产规划情况	10
表 6: 与同行业可比上市公司同类可比产品的毛利率情况	12
表 7: 募投项目	13
表 8: 12 月份议息会议对 2023 年经济的预测有所下调	15
表 9: 期限利差倒挂距离与利率政策变化时间统计	16
表 10: 金精矿业务预测	19
表 11: 合质金业务预测	20
表 12: 2022-2025 年四川黄金盈利预测结果	20
表 13: 可比公司 PE 数据对比	20
公司财务报表数据预测汇总	22

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