

高原矿山开发渐成熟，加码西藏铜资源

2023 年 08 月 22 日

► **2023 年 8 月 21 日，公司全资子公司紫金实业拟与紫隆矿业（公司持股 49%），共同参与中汇实业股权重组。**本次重组中，紫金实业将通过受让中汇实业股权，及对中汇实业和紫隆矿业增资等方式，共计出资人民币 16.46 亿元，穿透后合计最终获得中汇实业 48.591% 股权，中汇实业在重组完成后将持有西藏朱诺铜矿探矿权，且紫金实业在后续主导朱诺铜矿的建设及运营。

► **朱诺铜矿的前世今生：大斑岩型铜钼伴生矿。**①**股权结构：**收购完成后，标的公司的四大股东分别为紫隆矿业（45.9%），紫金实业（26.1%）、藏格创投（18%）、西藏喜孜（10%），其中紫金矿业实际持有朱诺铜矿 48.591% 的股权，西藏喜孜实控人为日喀则市国资委。②**资源情况：特大斑岩型矿床，新增铜资源量 220.3 万吨，占 2022 年权益铜资源量的 3%。**③**开发方案：露天开采。**设计采选规模为 2400 万吨/年，露天开采总服务年限 20 年（不含基建期 2 年），达产后年平均产铜金属 9.9 万吨。紫金权益量为 4.81 万吨，占 2022 年铜权益年产量的 6.7%。④**自然地理和基础设施情况：**朱诺铜矿位于西藏自治区日喀则地区昂仁县城东北方向，有简易公路相通，总里程约 170 公里，距离巨龙铜矿所在地 600 公里左右。项目采选作业均在海拔 4,460~5,850 米标高，作业条件较恶劣。水源丰富，阿里与藏中电网途经距矿区较近的拉孜县和昂仁县，可提供可靠电源。矿区内少有永久性居民，不涉及禁止开发区和限制开发区。

► **对公司影响：**①**收购对价相对合理。**与西藏巨龙铜矿对比，朱诺铜矿平均单吨铜金属资源量的收购对价为 1538 元，巨龙铜矿的收购对价为 745 元。考虑到铜价上行以及朱诺铜矿品位较高，单位资源量收购成本提升较为合理。②**盈利：类比巨龙铜矿，朱诺铜矿投产后，假设铜价保持 8700 美元/吨（即 2022 年均价），矿山归母净利润或将达到 10.86 亿元。**目前项目可研还并未完成，类比于西藏巨龙，假设同样的铜价下，朱诺铜矿投产后年净利润或将达到 22.3 亿元，归母净利润为 10.86 亿元，占 2022 年公司总归母净利润 200 亿的 5.4%。③**资本开支：新增资本开支可控。**按照 1 亿美元/万吨铜产量的建设开支计算，后续矿山建设资本开支还需要 10 亿美元左右。按照两年时间平均分配，且紫金持股 48.6%，则年化资本开支 17 亿人民币左右，占 2022 年公司总资本开支 247.9 亿元的 7%。④**项目协同：西藏或将成为未来公司全球三大铜生产基地之一。**

► **盈利预测与评级。**公司铜金产量持续增长，锂钼项目打造新成长曲线。考虑到新收购项目对盈利的影响或将在 2026-2027 年体现，我们仍维持之前的盈利预测，预计公司 2023-2025 年实现归母净利 220 亿元、270 亿元、351 亿元，对应 8 月 21 日收盘价的 PE 为 14x、12x 和 9x，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**探转采进度低于预期风险，项目建设低于预期风险，铜钼价格下跌风险，成本或资本开支超预期风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	270329	331293	368884	428492
增长率（%）	20.1	22.6	11.3	16.2
归属母公司股东净利润（百万元）	20042	22033	27005	35135
增长率（%）	27.9	9.9	22.6	30.1
每股收益（元）	0.76	0.84	1.03	1.33
PE	16	14	12	9
PB	3.5	3.0	2.6	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 8 月 21 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

11.98 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理 张弋清

执业证书：S0100121120057

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

相关研究

1.紫金矿业 (601899.SH) 2023 年半年报预告点评：业绩略低于预期，期待铜金锂持续放量-2023/07/09

2.紫金矿业 (601899.SH) 2023 年一季报深度点评：Q1 业绩符合预期，矿业巨头持续成长-2023/05/04

3.紫金矿业 (601899.SH) 2022 年年报深度点评：“三步走”一阶段圆满收官，多元化矿种齐头并进-2023/03/28

4.紫金矿业 (601899.SH) 2022 年业绩预告点评：量价齐升业绩同比大增，期待铜金锂钼齐发力-2023/01/30

5.紫金矿业 (601899.SH) 动态报告：参与竞标中国最大铅锌矿，加码铅锌领域布局-2023/01/16

目录

1 事件：收购西藏朱诺铜矿 48.59%股权	3
2 朱诺铜矿的前世今生：大型斑岩型铜钼伴生矿	3
2.1 股权结构	3
2.2 资源禀赋优异：大型斑岩型铜钼矿	4
2.3 自然条件较为恶劣，达产后铜年产量达近 10 万吨	5
3 对公司影响几何？	5
4 盈利预测与投资建议	8
5 风险提示	9
插图目录	11
表格目录	11

1 事件：收购西藏朱诺铜矿 48.59%股权

2023年8月21日,公司全资子公司紫金实业拟与紫隆矿业(公司持股49%),共同参与中汇实业股权重组,本次重组中,紫金实业将通过受让中汇实业股权,及对中汇实业和紫隆矿业增资等方式,共计出资人民币16.46亿元,穿透后合计最终获得中汇实业48.591%股权,中汇实业在重组完成后将持有西藏朱诺铜矿探矿权,且紫金实业在后续主导朱诺铜矿的建设及运营。

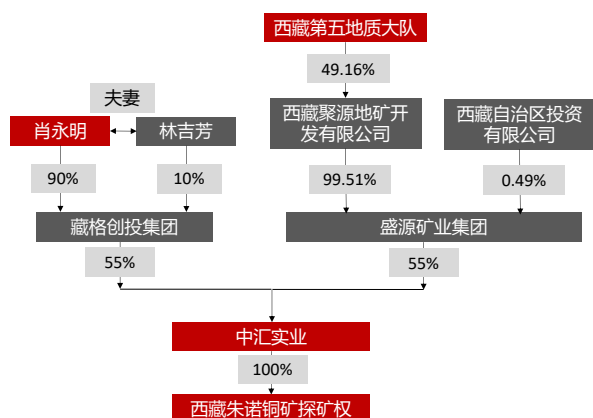
2 朱诺铜矿的前世今生：大型斑岩型铜钼伴生矿

2.1 股权结构

收购之前,标的公司实际控制人为肖永明。肖永明持股90%的藏格创投集团控制了项目公司55%的股权,肖永明也即上市公司藏格矿业的实际控制人。剩余的45%股权由盛源矿业持有,其实控人为西藏第五地质大队。

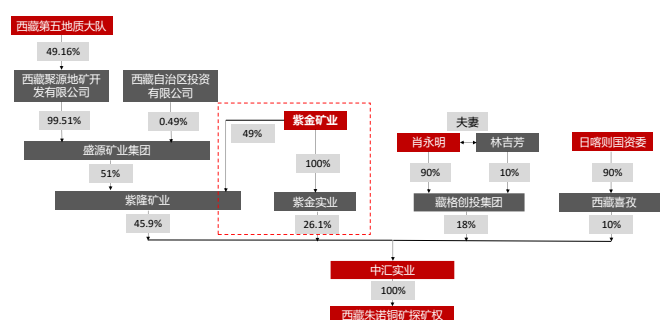
收购完成后,紫金矿业成为项目实控人。标的公司的四大股东分别为紫隆矿业(45.9%),紫金实业(26.1%)、藏格创投(18%)、西藏喜孜(10%),其中紫金矿业实际持有朱诺铜矿48.591%的股权,包括紫金实业26.1%+紫隆矿业45.9%*49%=48.591%(紫隆矿业剩下51%股权为西藏盛源集团持有)。西藏喜孜实控人为日喀则市国资委。

图1：收购前项目公司股权结构图



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：收购后项目公司股权结构图



资料来源：wind，民生证券研究院

重组路径分三步走：

第一步：由藏格创投向紫金实业转让标的公司25.2561%股权,股权转让价款为51,775万元,根据工商变更登记及重组完成时间分三期支付。

第二步：盛源集团向紫金实业转让标的公司6.318%股权,股权转让价款为

12,951.90 万元,根据工商变更登记及重组完成时间分三期支付。前述股转完成后,由盛源集团和紫金实业共同对紫隆矿业增资。其中,盛源集团将其持有的标的公司 38.682%的股权作价 79,298.10 万元增资至紫隆矿业,同时,紫金实业以现金对紫隆矿业进行同比例增资,增资价款为 76,188.37 万元,紫金实业应于本协议签署生效且朱诺矿权已过户至标的公司名下之日起 30 日内完成支付。

第三步:各方同意,于前述两步完成后,由紫隆矿业、紫金实业、西藏喜孜共同向标的公司增资,藏格创投股权比例相应稀释。其中,紫隆矿业认缴增资额 76,188.15 万元,紫金实业认缴增资额 23,686.85 万元,西藏喜孜认缴增资额 33,875 万元。增资后,标的公司注册资本变为 82,621,951.22 元,增资价款多余部分转为资本公积或转增资本。

2.2 资源禀赋优异:大型斑岩型铜钼矿

朱诺铜矿地处世界三大斑岩成矿域之一特提斯-喜马拉雅成矿域的冈底斯成矿带,属大型斑岩型矿床。矿区共圈定 7 个矿体,为地表一半隐伏矿体,赋存于二长花岗斑岩、花岗斑岩和似斑状二长花岗岩中,受赋矿斑岩控制。主矿体占总资源量 98.65%,平面形态呈不规则椭圆状,空间形态呈厚板状(中间厚四周薄),长 2,150 米,宽 2,300 米,埋深标高 4,500~5,325 米,厚 14~333 米,平均 132.94 米;矿体上部为工业矿,品位较高,低品位矿多沿工业矿体四周分布,且以下部为主。浅部矿石氧化程度较高。

新增铜资源量 220.3 万吨(未考虑难利用矿产资源),占 2022 年全公司权益铜资源量的 3%。根据地质二队于 2023 年 6 月提交的详查报告,朱诺铜矿区(控制+推断)资源量共计:铜矿石量 35,363.27 万吨,铜金属量 2,203,021.54 吨,平均品位 0.62%;其中,控制资源量:铜矿石量 14,052.11 万吨,铜金属量 953,366.85 吨,铜平均品位 0.68%;推断资源量:铜矿石量 21,311.16 万吨,铜金属量 1,249,654.69 吨,铜平均品位 0.59%。此外,朱诺探矿权范围内尚难利用矿产资源共计:铜矿石量 46,510.71 万吨,铜金属量 1,340,224.5 吨,铜平均品位 0.29%。经过公司专业技术团队现场评估,认为朱诺铜矿资源量大,资源基本可靠,矿体边部及中深部未完全封闭,有较好的找矿增储潜力。

表1:朱诺铜矿铜资源量情况

资源类型	矿石量(万吨)	铜平均品位(%)	铜金属量(吨)
控制	14,052	0.68%	953,367
推断	21,311	0.59%	1,249,655
总计	35,363	0.62%	2,203,022
难利用矿产资源	46,511	0.29%	1,340,225
控制+推断+难利用	81,874	0.43%	3,543,246

资料来源:公司公告,民生证券研究院

分金属品种来看，截至 2023 年 5 月 20 日，朱诺铜矿区资源量 (KZ+TD) 共计：Cu 矿石量 3.54 亿吨，Cu 金属量 220.3 万吨，Cu 平均品位 0.62%；伴生 Mo 矿石量 1.3 亿吨，Mo 金属量 2.6 万吨，Mo 平均品位 0.02%；伴生 Au 矿石量 721.62 万吨，Au 金属量 1.09 吨，Au 平均品位 0.15g/t；伴生 Ag 矿石量 399.52 万吨，银金属量 7.72 吨，Ag 平均品位 1.93g/t。

表2：朱诺铜矿各金属品种对应的资源量情况（控制+推断）

金属品种	矿石量 (万吨)	品位 (%，g/t)	金属量 (吨，千克)
铜	35363.27	0.62%	2203021.54
钼	12797.16	0.02%	25946.25
金	721.62	0.15	1091.07
银	399.52	1.93	7.72

资料来源：自然资源部，民生证券研究院

注：金银品位单位为 g/t，金属量单位为千克

2.3 自然条件较为恶劣，达产后铜年产量达近 10 万吨

自然地理和基础设施情况：自然条件较为恶劣，但公司有巨龙等高海拔铜矿作业经验，或能较快完成项目建设。朱诺铜矿位于西藏自治区日喀则地区昂仁县城北东方向，有简易公路相通，总里程约 170 公里，距离巨龙铜矿所在地 600 公里左右。项目采选作业均在海拔 4,460~5,850 米标高，作业条件较恶劣。水源丰富，阿里与藏中电网途经距矿区较近的拉孜县和昂仁县，可提供可靠电源。矿区内少有永久性居民，不涉及禁止开发区和限制开发区。

开发方案：露天开采，2 年基建期，达产后平均年产铜 9.9 万吨。朱诺铜矿矿体呈不规则椭圆状，空间上呈厚板状，半隐伏状，南东段局部出露，矿体埋藏浅，适合采用露天开采方式。设计采选规模为 2400 万吨/年，露天开采总服务年限 20 年（不含基建期 2 年），达产后年平均产铜金属 9.9 万吨，紫金权益量为 4.81 万吨，占 2022 年铜权益年产量的 6.7%。最终产品为铜精矿和钼精矿。目前朱诺铜矿已经取得探矿权，勘探面积 17.92 平方千米，有效期为 2022 年 3 月 24 日至 2027 年 3 月 24 日，假设今年完成探转采，根据建设周期 2 年，我们预计该矿山能在 2026 年底-2027 年初实际出矿。

3 对公司影响几何？

本次收购对价相对合理。本次收购朱诺铜矿可以与当时收购西藏巨龙铜矿对比，朱诺铜矿平均单吨铜金属资源量的收购对价为 1538 元（16.46 亿元/48.59%/220.3 万吨），巨龙铜矿的收购对价为 745 元（38.83 亿元/50.1%/1041 万吨），考虑到巨龙铜矿收购时点对应的铜价为 5659 美元/吨，当前时间点铜价为 8176 美元/吨，涨幅为 44.5%，铜价大幅上涨下矿山对应的净现值或有提升，且

巨龙铜矿资源量品位仅 0.33%，远低于朱诺铜矿铜品位 0.62%。因此单位资源量收购成本提升较为合理。

盈利: 类比巨龙铜矿, 朱诺铜矿投产后, 假设铜价保持 8700 美元/吨 (即 2022 年均价), 矿山归母净利润或将达到 10.86 亿元。目前项目可研还并未完成, 按照西藏巨龙铜矿此前的生产建设经验 (两者海拔、开发方式类似, 单吨矿石量的采选成本或相当), 2022 年西藏巨龙铜矿单吨矿石完全成本为 106 元, 2022 年巨龙铜矿矿石处理量或接近 3900 万吨, 朱诺铜矿处理量仅 2400 万吨, 因此朱诺铜矿的规模优势比巨龙铜矿弱, 假设朱诺铜矿的单吨矿石完全成本较巨龙上浮 30%, 达到 138 元/吨。假设同样的铜价下, 朱诺铜矿投产后年净利润或将达到 22.3 亿元, 归母净利润为 10.86 亿元, 占 2022 年公司总归母净利润 200 亿的 5.4%。

表3: 类比巨龙铜矿, 测算朱诺铜矿满产后归母净利润或达到 10.86 亿元

项目	单位	2022 年
巨龙铜矿		
营业收入	万元	670446
利润总额	万元	258804
所得税	%	9%
净利润	万元	235512
权益	%	50.10%
归母净利润	万元	117992
矿石产量	万吨	3871.3
品位	%	0.33%
采选回收率	%	90.00%
铜产量	吨	114977
单位售价	万元/吨	5.83
单位矿石量的完全成本 (不含税)	元/吨	106.33
单位铜金属完全成本 (不含税)	万元/吨	3.58
单位铜金属完全成本 (含税)	万元/吨	3.78
单位铜金属净利润	万元/吨	2.05
朱诺铜矿		
单位矿石量的完全成本 (不含税)	元/吨	138.23
矿石产量	万吨	2400
营业收入	万元	577282
完全成本	万元	331756
铜产量	万吨	9.9
利润总额	万元	245526
所得税	%	9%
净利润	万元	223428
权益	%	48.59%
归母净利润	万元	108566
单位完全成本 (不含税)	万元/吨	3.35
单位净利润	万元/吨	2.26

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院测算

资本开支：新增资本开支可控。按照行业露天矿山平均 1 亿美元/万吨铜产量的建设开支计算，后续矿山建设资本开支还需要 10 亿美元左右。按照两年时间平均分配，每年新增资本开支 35 亿人民币左右（假设 USDCNY=7），其中紫金权益为 48.591%，则应缴纳资本开支为占 2022 年公司总资本开支 247.9 亿元的 7%。

表4：近几年部分铜矿单位资本开支对比

项目	公司	状态	项目地址	投产年份	建设周期	投资额(亿美元)	铜产量(万吨)	单吨铜金属投资额(美元/吨)
KFM 铜钴矿	洛阳钼业	露天矿新建	刚果金	2023 年 E	2	18.26	9	20289
TFM 铜钴矿	洛阳钼业	露天矿扩建	刚果金	2023 年 E	2	25.1	20	12550
卡莫阿一二期	紫金矿业	露天矿新建	刚果金	2021 年年中	2	11	29.1	3780
卡莫阿一二期扩建	紫金矿业	露天矿扩建	刚果金	2023 年 E	1	0.5	5	1000
巨龙铜矿一期	紫金矿业	露天矿新建	中国西藏	2021 年 12 月	3	21	16.5	12641
Timok 上带矿	紫金矿业	露天矿新建	塞尔维亚	2021 年年中	2.5	4.8	10	4800
米拉多铜矿一期	铜陵有色	露天矿新建	厄瓜多尔	2019 年 7 月	3.5	11.5	9.6	11979
米拉多铜矿二期	铜陵有色	露天矿扩建	厄瓜多尔	2026 年初 E	3	6.5	10	6500
卡隆威铜钴矿	盛屯矿业	露天矿新建	刚果金	2023Q1	2.25	2.9	3	9775
Lonshi 铜矿	金诚信	露天+地下新建	刚果金	2023 年底 E	2	3.9	3.7	10528
Grasberg 地下矿	自由港	地下新建	印度尼西亚	2022 年年中	5	145.0	73	19983
卡莫阿三期	紫金矿业	地下新建	刚果金	2024Q4	2	23.9	15	15927
卡莫阿四期	紫金矿业	地下扩建	刚果金	2030 年底	2	15.5	15	10333
奥尤陶勒盖	力拓	地下新建	蒙古	2023 年 Q1	5	70.6	33.7	20950
Timok 下带矿一期	紫金矿业	地下新建	塞尔维亚	2025 年底	5	12.3	10	12290
博尔铜矿-JM 矿	紫金矿业	地下新建	塞尔维亚	2025 年底	5	8.3	6	13906
露天矿平均					2.3			9384
地下矿平均					3.7			14845
综合平均					3.0			11702

注 1：汇率按照 USDCNY=7 计算

注 2：投产年份包含 E 说明为预计值

项目协同：西藏或将成为未来公司全球三大铜生产基地之一。西藏是中国铜资源储量最大的地区，是国内新时期最主要的铜矿产地，也是公司长期跟踪和关注的投资项目地，本次重组方案得到了西藏自治区政府相关部门同意，有利于朱诺铜矿的后续建设和开发。朱诺铜矿将与公司旗下的西藏巨龙铜矿一起产生巨大的集群效应，西藏地区将成为公司铜矿产最重要的增长极之一，进一步培厚公司国内铜

资源储量和产量，对公司未来发展具有重大战略意义。

4 盈利预测与投资建议

公司铜金产量持续增长，锂钼项目打造新成长曲线。考虑到新收购项目对盈利的影响或将在 2026-2027 年体现，我们仍维持之前的盈利预测，预计公司 2023-2025 年实现归母净利 220 亿元、270 亿元、350 亿元，对应 8 月 21 日收盘价的 PE 为 14x、11x 和 9x，维持“推荐”评级。

5 风险提示

1) 探转采进度低于预期风险。该项目目前仍是探矿权阶段。若探矿权转采矿权过程中出现意外延误因素导致矿山建设进度受阻，会对矿山投产时间造成不利影响，进而影响公司盈利能力。

2) 项目建设进度低于预期风险。正常露天矿山的项目建设时间为 2 年左右，倘若在建设过程中出现意外，使得项目建设进程延误，或将影响矿山按时投产，进而影响其利润水平。

3) 铜钼价格下跌风险。该矿山属于大型铜钼伴生矿，产品为铜精矿和钼精矿，若铜钼价格出现下跌，或将导致公司产品售价同步下滑，进而影响公司盈利能力。

4) 成本或资本开支超预期风险等。在本篇报告中，为了量化测算朱诺铜矿对公司各方面的影响，分别以行业平均资本开支情况以及巨龙铜矿的成本作为进行类比测算，但矿山建设和运营过程中存在不同情况，若实际的成本和资本开支超预期，将减弱公司盈利能力。

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	270329	331293	368884	428492
营业成本	227784	283930	314492	360942
营业税金及附加	4268	4969	4980	5570
销售费用	620	1093	1107	1157
管理费用	6265	7454	8115	9213
研发费用	1232	1226	1254	1285
EBIT	30297	32621	38935	50325
财务费用	1905	3785	3600	3290
资产减值损失	-79	-75	-54	-54
投资收益	2874	3976	4427	5142
营业利润	30946	33462	40513	53016
营业外收支	-953	-689	-246	-234
利润总额	29993	32772	40267	52782
所得税	5226	5571	6845	8973
净利润	24767	27201	33422	43809
归属于母公司净利润	20042	22033	27005	35135
EBITDA	40465	45259	53045	65595

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	20244	30366	40366	60784
应收账款及票据	8646	6865	8423	10136
预付款项	3795	3693	4283	5025
存货	28104	32774	36402	42199
其他流动资产	18855	18841	20573	22725
流动资产合计	79644	92539	110047	140869
长期股权投资	25067	28067	31067	34067
固定资产	72746	82550	88819	92083
无形资产	68280	73674	77893	81070
非流动资产合计	226400	240502	251132	258638
资产合计	306044	333041	361179	399507
短期借款	23666	26950	24333	10000
应付账款及票据	13493	14341	16310	19000
其他流动负债	34011	35776	39131	43719
流动负债合计	71170	77068	79774	72719
长期借款	68820	69820	70820	82384
其他长期负债	41599	41497	41507	41517
非流动负债合计	110419	111317	112327	123901
负债合计	181589	188385	192101	196620
股本	2633	2633	2633	2633
少数股东权益	35513	40681	47097	55772
股东权益合计	124455	144656	169078	202887
负债和股东权益合计	306044	333041	361179	399507

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	20.09	22.55	11.35	16.16
EBIT 增长率	18.02	7.67	19.36	29.25
净利润增长率	27.88	9.93	22.57	30.11
盈利能力 (%)				
毛利率	15.74	14.30	14.74	15.76
净利润率	9.16	8.21	9.06	10.22
总资产收益率 ROA	6.55	6.62	7.48	8.79
净资产收益率 ROE	22.53	21.19	22.14	23.88
偿债能力				
流动比率	1.12	1.20	1.38	1.94
速动比率	0.64	0.71	0.85	1.26
现金比率	0.28	0.39	0.51	0.84
资产负债率 (%)	59.33	56.57	53.19	49.22
经营效率				
应收账款周转天数	10.69	7.07	7.76	8.02
存货周转天数	45.03	42.13	42.25	42.67
总资产周转率	0.88	0.99	1.02	1.07
每股指标 (元)				
每股收益	0.76	0.84	1.03	1.33
每股净资产	3.38	3.95	4.63	5.59
每股经营现金流	1.09	1.55	1.73	2.11
每股股利	0.20	0.27	0.34	0.38
估值分析				
PE	16	14	12	9
PB	3.5	3.0	2.6	2.1
EV/EBITDA	10.36	9.13	7.58	5.77
股息收益率 (%)	1.67	2.22	2.85	3.17

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	24767	27201	33422	43809
折旧和摊销	10168	12639	14110	15271
营运资金变动	-5611	-159	-2184	-3126
经营活动现金流	28679	40840	45641	55559
资本开支	-24657	-24244	-21856	-19866
投资	-27729	-3264	-3191	-3205
投资活动现金流	-50981	-23533	-20620	-17929
股权募资	774	0	0	0
债务募资	32746	4182	-1607	-2759
筹资活动现金流	27258	-7185	-15021	-17212
现金净流量	6035	10122	10000	20418

插图目录

图 1：收购前项目公司股权结构图	3
图 2：收购后项目公司股权结构图	3

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1：朱诺铜矿铜资源量情况	4
表 2：朱诺铜矿各金属品种对应的资源量情况（控制+推断）	5
表 3：类比巨龙铜矿，测算朱诺铜矿满产后归母净利润或达到 10.86 亿元	6
表 4：近几年部分铜矿单位资本开支对比	7
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。本报告清晰准确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