

## 锂矿自给率大幅提升，一体化锂盐龙头放量在即

➤ **事件：公司发布 2023 年半年报。**1) 2023H1 公司实现营收 36.0 亿元，同比+5.6%，归母净利润 15.0 亿元，同比+13.6%；扣非归母净利 14.9 亿元，同比+17.0%。2) 2023Q2 公司实现营收 15.3 亿元，同比-2.2%，环比-26.2%，归母净利润 4.1 亿元，同比-25.8%，环比-62.9%，扣非归母净利 3.9 亿元，同比-22.7%，环比-65.0%，基本符合预期。

➤ **锂盐：锂矿自给率大幅提升，一体化优势显现。**2023H1，**1) 量：**锂盐（含氟化锂）销量 0.97 万吨，其中自有矿贡献锂盐销量 0.74 万吨，锂矿自给率由 2022 年的 19.4% 大幅提升至 2023H1 的 75.9%；**2) 价：**单吨售价（不含税）27.7 万元；**3) 本：**单吨生产成本 9.5 万元，相对 2022 年下降 2.6 万元，Bikita 项目达产后，公司锂矿自给率将提升至 100%，我们预计单吨生产成本有望进一步降低。**4) 利：**单吨毛利 18.2 万元，相对 2022 年提高 4.1 万元。

➤ **铯铷盐：量价齐升，保持高速增长。**2023H1，公司铯铷业务合计实现营业收入 5.3 亿元，同比增长 47.2%；毛利 3.5 亿元，同比增长 53.4%，保持高速增长。**1) 铯铷精细化工：**量价齐升，应用场景不断拓展。2023H1 铯铷精细化工实现销量 445.8 吨，同比+30.8%，实现营收 3.3 亿元，同比+61.0%，实现毛利 2.5 亿元，同比+63.0%；**2) 甲酸铯：**持续开拓海内外油气客户。2023H1 实现营收 2.0 亿元，同比+28.6%，实现毛利 1.1 亿元，同比+35.4%。

➤ **核心看点：Bikita 锂资源放量在即，一体化锂盐龙头业绩可期。****1) 资源端：地勘赋能，Bikita 矿山快速增储保障原料供给。**公司以地勘业务起家，仅用时 1 年左右，Bikita 矿山连续完成两次增储工作，锂资源量由 84.96 万吨 LCE 大幅提升至 183.78 万吨 LCE。**2) 选矿端：Bikita 矿山放量在即，锂资源 2024 年完全自供。**2023 年 7 月，Bikita 矿山 200 万吨/年改扩建项目、200 万吨/年新建项目陆续投料试生产，投产后分别年产化学级透锂长石精矿 30 万吨、锂辉石精矿 30 万吨；Tanco 矿山目前锂辉石产能 18 万吨/年，新建 100 万吨/年选矿项目预计 2024 年底投产；预计 2024 年公司锂原料将实现完全自供；**3) 冶炼端：锂盐同步扩产，一体化锂盐龙头业绩可期。**公司目前拥有 2.5 万吨电氢/电碳+6000 吨氟化锂产能，春鹏锂业 3.5 万吨锂盐新建项目预计 2023Q4 投产，2024 年公司锂盐产能将达 6.6 万吨，同时在海外规划 4 万吨锂盐产能，一体化锂盐龙头业绩未来可期。

➤ **投资建议：**公司锂矿自给率大幅提升，Bikita 锂资源即将放量，2024 年公司锂矿原料将实现完全自供，冶炼端远期产能达 10.6 万吨，矿冶一体化扩产，业绩释放可期，我们预计公司 2023-2025 年归母净利为 30.2、37.2 和 40.9 亿元，对应 8 月 25 日收盘价的 PE 为 9、7 和 6 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**锂价大幅下跌，自有矿爬坡进度不及预期，地缘政治风险。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	8,041	7,545	9,964	11,330
增长率（%）	232.5	-6.2	32.1	13.7
归属母公司股东净利润（百万元）	3,295	3,024	3,720	4,090
增长率（%）	485.8	-8.2	23.0	10.0
每股收益（元）	4.62	4.24	5.22	5.74
PE	8	9	7	6
PB	3.5	2.1	1.6	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 8 月 25 日收盘价)

**推荐**

维持评级

当前价格：

39.02 元



**分析师 邱祖学**

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiu.zuxue@mszq.com

**分析师 张建业**

执业证书：S0100522080006

邮箱：zhangjianye@mszq.com

**研究助理 南雪源**

执业证书：S0100123070035

邮箱：nanxueyuan@mszq.com

### 相关研究

1. 中矿资源 (002738.SZ) 2022 年年报及 2023 年一季报点评：量价齐升业绩高增，静待自有资源放量-2023/05/04

2. 中矿资源 (002738.SZ) 2022 年三季度业绩点评：自供锂资源放量，Q3 业绩重回增长-2022/10/23

3. 中矿资源 (002738.SZ) 2022 年半年度业绩点评：历史最佳半年度业绩，期待自有锂矿放量-2022/08/25

4. 中矿资源 (002738.SZ) 事件点评：从冶炼到资源的蜕变-2022/05/24

5. 中矿资源 (002738.SZ) 事件点评：携手盛新，勘探技术与资金的完美结合-2022/05/0

# 目录

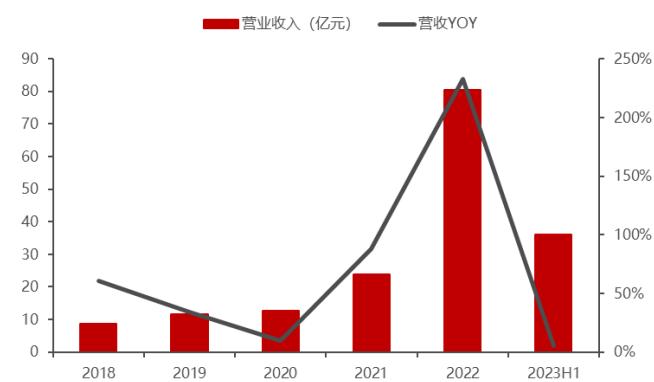
1 公司发布 2023 年半年报, Q2 业绩环比下滑 .....	3
2 经营分析: 锂矿自给率大幅提升, 银铷盐高速增长 .....	4
3 核心看点: Bikita 锂资源放量在即, 一体化锂盐龙头启航 .....	7
4 投资建议 .....	9
5 风险提示 .....	10
插图目录 .....	12
表格目录 .....	12

## 1 公司发布 2023 年半年报，Q2 业绩环比下滑

**公司发布 2023 年半年报：**2023H1 公司实现营收 36.0 亿元，同比+5.6%，归母净利润 15.0 亿元，同比+13.6%；扣非归母净利 14.9 亿元，同比+17.0%。

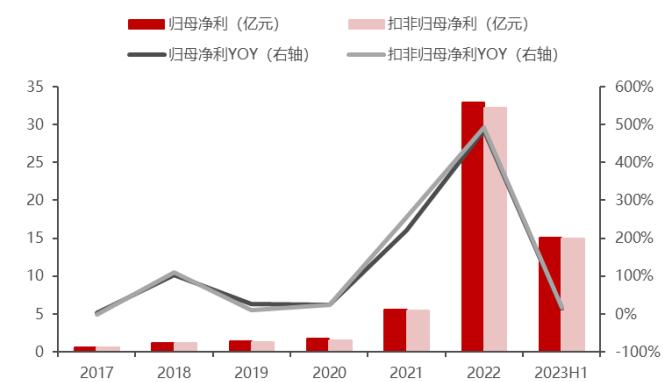
**分季度看，**2023Q2 公司实现营收 15.3 亿元，同比-2.2%，环比-26.2%，归母净利润 4.1 亿元，同比-25.8%，环比-62.9%，扣非归母净利 3.9 亿元，同比-22.7%，环比-65.0%。

**图1：2023H1 公司实现营收 36.0 亿元**



资料来源：wind，民生证券研究院

**图2：2023H1 公司实现归母净利 15.0 亿元**



资料来源：wind，民生证券研究院

**图3：2023Q2 公司实现营收 15.3 亿元**



资料来源：wind，民生证券研究院

**图4：2023Q2 公司实现归母净利 4.1 亿元**

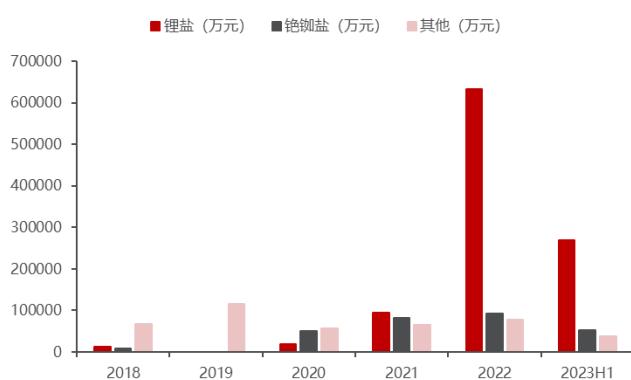


资料来源：wind，民生证券研究院

## 2 经营分析: 锂矿自给率大幅提升, 铷铷盐高速增长

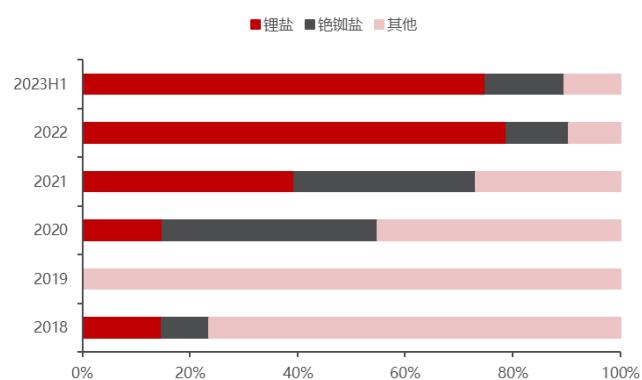
**锂盐营收、毛利占比小幅下降, 铷铷盐保持高速增长。**2023H1, 锂盐价格大幅下跌, 电氢不含税均价 32.3 万元/吨, 同比-13.0%, 电碳不含税均价 28.8 万元/吨, 同比-27.3%, 公司锂盐业务受锂价下跌影响, 实现营收 27.0 亿元, 同比-0.8%, 营收占比略降至 74.9%; 铷铷盐业务量价齐升, 实现营收 5.3 亿元, 同比+47.2%, 营收占比提升至 14.8%, 保持高速增长; 毛利方面, 锂盐业务实现毛利 17.7 亿元, 同比+28.5%, 主要由于锂矿自给率提升带动原料成本下降, 毛利占比小幅下降至 79.0%, 毛利率提升至 65.8%; 铷铷盐实现毛利 3.5 亿元, 同比+53.4%, 毛利占比提升至 15.7%, 毛利率提升至 66.3%。

**图5: 2023H1 锂盐实现营收 27.0 亿元**



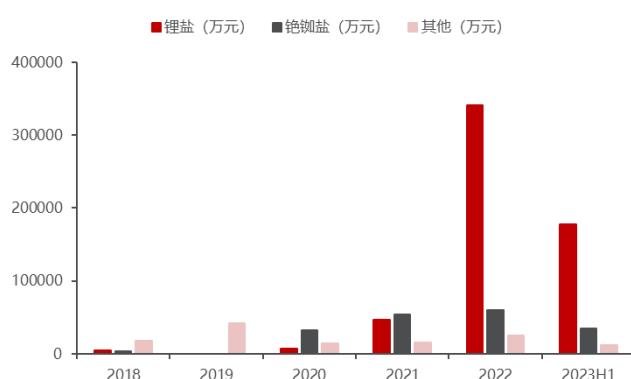
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**图6: 2023H1 锂盐营收占比小幅降低至 74.9%**



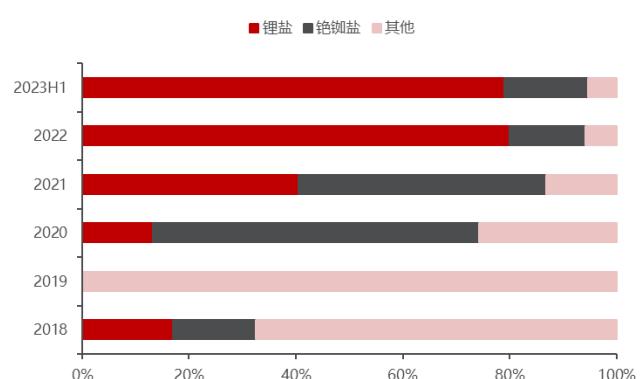
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**图7: 2023H1 锂盐实现毛利 17.7 亿元**

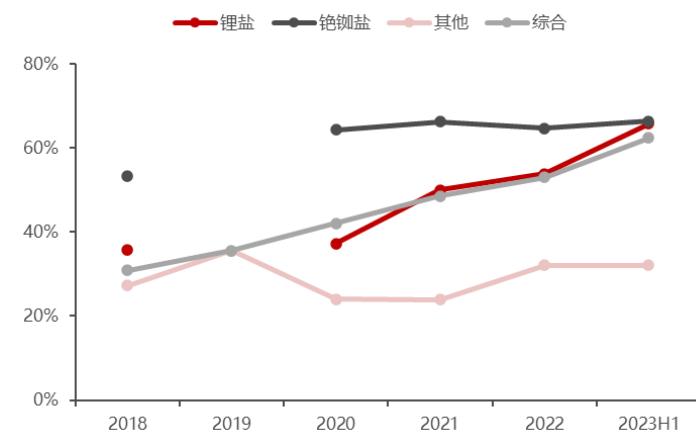


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**图8: 2023H1 锂盐毛利贡献小幅降低至 79.0%**



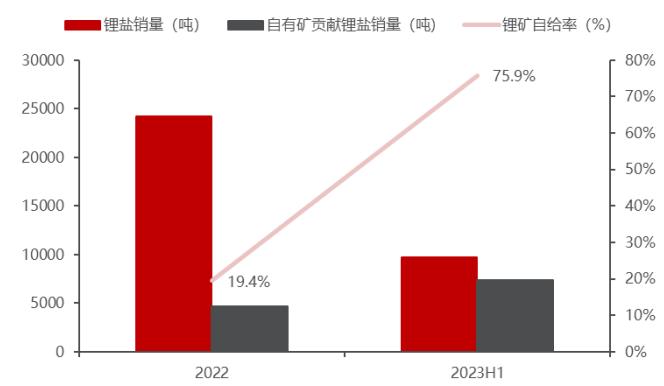
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**图9：2023H1 锂盐毛利率提升至 65.8%**


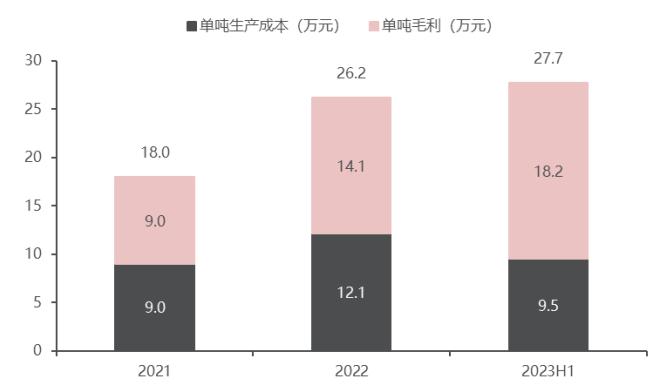
资料来源：公司公告，民生证券研究院

**分业务来看：**

**锂盐：**锂矿自给率大幅提升，一体化优势显现。2023H1，**1) 量：**锂盐（含氟化锂）销量 0.97 万吨，其中自有矿贡献锂盐销量 0.74 万吨，锂矿自给率由 2022 年的 19.4% 大幅提升至 2023H1 的 75.9%；**2) 价：**上半年锂盐价格快速下跌，公司锂盐单吨售价（不含税）27.7 万元；**3) 本：**单吨生产成本 9.5 万元，相对 2022 年下降 2.6 万元，Bikita 项目达产后，公司锂矿自给率将提升至 100%，我们预计单吨生产成本有望进一步降低。**4) 利：**单吨毛利 18.2 万元，相对 2022 年提高 4.1 万元。

**图10：2023H1 公司锂矿自给率大幅提升至 75.9%**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

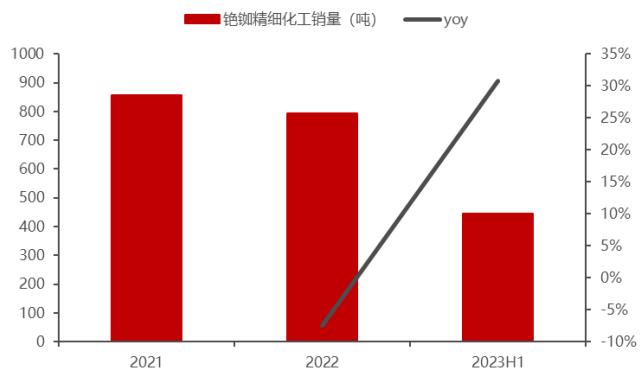
**图11：2023H1 公司锂盐单吨生产成本降至 9.5 万元**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

**铯铷盐：**量价齐升，保持高速增长。2023H1，公司铯铷业务合计实现营业收入 5.3 亿元，同比增长 47.2%；毛利 3.5 亿元，同比增长 53.4%，保持高速增长。  
**1) 铯铷精细化工：**量价齐升，应用场景不断拓展。2023H1 铯铷精细化工实现销量 445.8 吨，同比+30.8%，实现营收 3.3 亿元，同比+61.0%，实现毛利 2.5 亿元，同比+63.0%；**2) 甲酸铯：**持续开拓海内外油气客户。2023H1 实现营收 2.0 亿

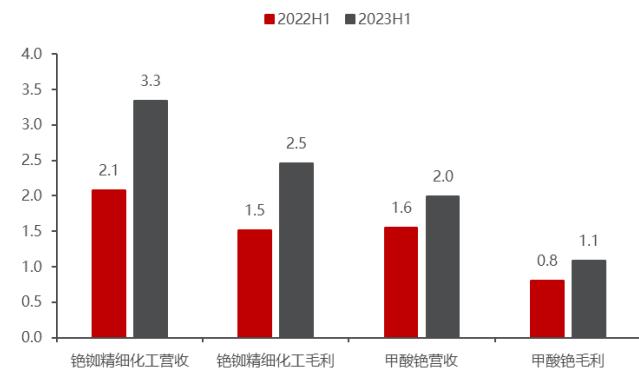
元，同比+28.6%，实现毛利 1.1 亿元，同比+35.4%。

图12：2023H1 锶铷精细化工销量同比+30.8%



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图13：2023H1 锶铷盐业务保持高速增长（亿元）

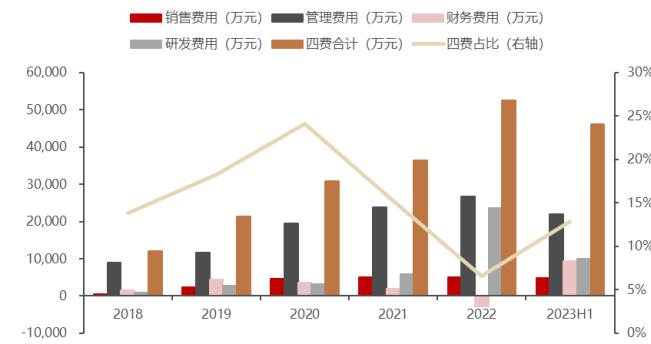


资料来源：公司公告，民生证券研究院

### 费用方面：

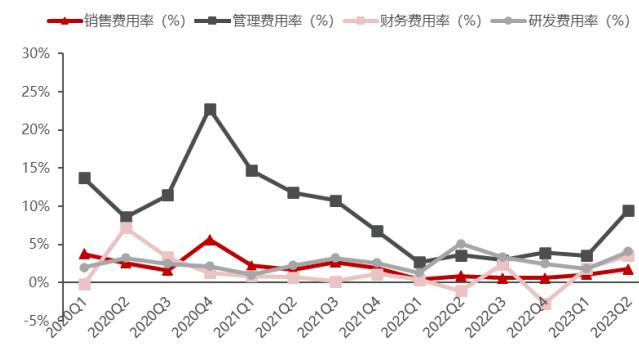
**汇兑损益增加，期间费用率提升。**2023H1，公司三费合计 4.6 亿元，同比增加 108.7%，四费占比提升至 12.8%，其中销售费用和管理费用为 0.49、2.2 亿元，同比增加 124.6% 和 107.0%，主要由于 Bikita 项目纳入合并报表同比增加 4 个月；财务费用为 0.94 亿元，同比增加 1080.0%，主要由于津巴布韦汇率贬值导致汇兑损益增加；研发费用为 1.0 亿元，同比下降 3.1%。

图14：2023H1 公司四费占比提升至 12.8%



资料来源：wind，民生证券研究院

图15：2023Q2 公司费用率环比小幅提升



资料来源：wind，民生证券研究院

### 3 核心看点：Bikita 锂资源放量在即，一体化锂盐

#### 龙头启航

**地勘赋能，Bikita 矿山快速增储保障原料供给。**公司以地勘业务起家，2022 年成功收购津巴布韦 Bikita 矿山，凭借独有的地勘技术优势，仅用时 1 年左右，连续完成两次矿山增储工作，锂资源量由 84.96 万吨 LCE 大幅提升至 183.78 万吨 LCE，Bikita 矿山未来仍有增储潜力，公司正在继续做勘探工作；按现有坑采方案，Tanco 矿山锂资源量 26.55 万吨 LCE，公司正推进矿区的露天开采方案，锂资源量有望大幅增加。

表1：公司两座矿山锂资源禀赋（截至 2023 年半年报）

矿山	锂矿石资源量 (万吨)	平均品位 (Li <sub>2</sub> O)	Li <sub>2</sub> O 资源量 (万吨)	资源量 (LCE, 万吨)	2023H1 出矿 品位 (Li <sub>2</sub> O)
Bikita 矿山	矿山西区	4031.83	1.13%	45.62	112.69
	矿山东区	2510.10	1.15%	28.78	71.09
	合计	<b>6541.93</b>	<b>1.14%</b>	<b>74.40</b>	<b>183.78</b>
Tanco 矿山		194.23	3.15%	6.30	15.75
		232.44	1.86%	4.32	10.80
	合计	<b>426.67</b>	<b>2.49%</b>	<b>10.62</b>	<b>26.55</b>

资料来源：公司公告，民生证券研究院，注：Tanco 矿山资源量为现有坑采方案的资源量

**Bikita 锂资源放量在即，2024 年锂矿完全自供。**2023 年 7 月，公司 Bikita 矿山 200 万吨/年改扩建项目、Bikita 矿山 200 万吨/年新建项目陆续投料试生产，投产后预计分别年产化学级透锂长石精矿 30 万吨、锂辉石精矿 30 万吨；Tanco 矿山目前锂辉石产能 18 万吨/年，新建 100 万吨/年选矿项目预计 2024 年底投产；2024 年公司锂矿原料将实现完全自供。

图16：Bikita 矿山 200 万吨/年（透锂长石）重选厂



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图17：Bikita 矿山 200 万吨/年（锂辉石）浮选厂



资料来源：公司公告，民生证券研究院

**冶炼端同步扩产，一体化锂盐龙头未来可期。**公司目前拥有 2.5 万吨电氢/电碳+6000 吨氟化锂产能，春鹏锂业 3.5 万吨锂盐新建项目预计 2023Q4 投产，2024 年公司锂盐产能将达 6.6 万吨，同时规划在海外新建 4 万吨锂盐产能，2025 年锂盐产能预计达 10.6 万吨。公司继续在全球寻找优质锂矿资源，以实现与锂盐产能的完全匹配。

## 4 投资建议

公司锂矿自给率大幅提升，Bikita 矿山 400 万吨/年选矿项目目前已投料试生产，2024 年公司锂矿原料将实现完全自供，冶炼端春鹏锂业 3.5 万吨锂盐项目预计 2023Q4 投产，2025 年产能预计达 10.6 万吨，矿冶一体化扩产，业绩释放可期，我们预计公司 2023-2025 年归母净利为 30.2、37.2 和 40.9 亿元，对应 8 月 25 日收盘价的 PE 为 9、7 和 6 倍，维持“推荐”评级。

## 5 风险提示

**1) 锂价大幅下跌。**公司较大部分盈利增长来自于锂盐业务，如果新能源车销量不及预期，导致锂盐价格超预期下跌，则公司利润会大幅下降。

**2) 自有矿山爬坡进度不及预期。**公司选矿产能正在试生产，如果爬坡进度不及预期，将影响锂原料供应，拖累公司业绩。

**3) 地缘政治风险。**公司两座锂矿山均在国外，主力矿山位于津巴布韦，若当地政府对锂矿开采政策做出较大调整，将影响公司业绩的释放。

**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	8,041	7,545	9,964	11,330
营业成本	3,783	3,179	4,514	5,303
营业税金及附加	58	47	62	71
销售费用	49	121	160	182
管理费用	268	565	746	848
研发费用	237	202	267	303
EBIT	3,668	3,475	4,274	4,690
财务费用	-29	-34	-39	-50
资产减值损失	-3	0	0	0
投资收益	78	33	44	50
<b>营业利润</b>	<b>3,810</b>	<b>3,560</b>	<b>4,380</b>	<b>4,816</b>
营业外收支	2	3	3	3
<b>利润总额</b>	<b>3,813</b>	<b>3,562</b>	<b>4,382</b>	<b>4,819</b>
所得税	518	542	666	733
净利润	3,295	3,021	3,716	4,086
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3,295</b>	<b>3,024</b>	<b>3,720</b>	<b>4,090</b>
EBITDA	3,811	3,631	4,461	4,912

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,912	7,433	8,395	10,427
应收账款及票据	464	984	1,300	1,478
预付款项	185	237	336	395
存货	1,581	1,623	2,304	2,707
其他流动资产	1,090	912	1,093	1,195
<b>流动资产合计</b>	<b>6,232</b>	<b>11,189</b>	<b>13,429</b>	<b>16,202</b>
长期股权投资	12	12	12	12
固定资产	956	1,374	1,826	2,323
无形资产	1,836	1,834	1,832	1,830
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,250</b>	<b>6,059</b>	<b>6,977</b>	<b>8,042</b>
<b>资产合计</b>	<b>11,482</b>	<b>17,247</b>	<b>20,406</b>	<b>24,244</b>
短期借款	495	495	495	495
应付账款及票据	272	376	533	627
其他流动负债	1,545	1,758	1,510	1,744
<b>流动负债合计</b>	<b>2,312</b>	<b>2,629</b>	<b>2,539</b>	<b>2,866</b>
长期借款	791	757	757	757
其他长期负债	844	891	890	890
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,636</b>	<b>1,647</b>	<b>1,647</b>	<b>1,647</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,948</b>	<b>4,276</b>	<b>4,186</b>	<b>4,513</b>
股本	462	713	713	713
少数股东权益	25	22	18	14
<b>股东权益合计</b>	<b>7,534</b>	<b>12,971</b>	<b>16,220</b>	<b>19,731</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>11,482</b>	<b>17,247</b>	<b>20,406</b>	<b>24,244</b>

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	232.51	-6.17	32.06	13.71
EBIT 增长率	409.13	-5.26	22.99	9.73
净利润增长率	485.85	-8.23	23.02	9.97
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	52.96	57.87	54.70	53.20
净利润率	40.97	40.07	37.33	36.10
总资产收益率 ROA	28.69	17.53	18.23	16.87
净资产收益率 ROE	43.88	23.35	22.96	20.75
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.70	4.26	5.29	5.65
速动比率	1.88	3.49	4.19	4.52
现金比率	1.26	2.83	3.31	3.64
资产负债率 (%)	34.38	24.79	20.52	18.62
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	21.06	42.34	42.34	42.34
存货周转天数	152.54	186.31	186.31	186.31
总资产周转率	0.91	0.53	0.53	0.51
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	4.62	4.24	5.22	5.74
每股净资产	10.53	18.16	22.72	27.65
每股经营现金流	2.87	4.22	4.44	5.42
每股股利	1.00	0.66	0.81	0.89
<b>估值分析</b>				
PE	8	9	7	6
PB	3.5	2.1	1.6	1.3
EV/EBITDA	6.73	5.83	4.38	3.56
股息收益率 (%)	2.68	1.76	2.16	2.38

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	3,295	3,021	3,716	4,086
折旧和摊销	143	156	187	222
营运资金变动	-1,242	-185	-716	-415
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,050</b>	<b>3,008</b>	<b>3,168</b>	<b>3,865</b>
资本开支	-343	-922	-1,079	-1,257
投资	-1,400	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,636</b>	<b>-911</b>	<b>-1,035</b>	<b>-1,207</b>
股权募资	84	2,974	0	0
债务募资	694	32	-651	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>665</b>	<b>2,424</b>	<b>-1,170</b>	<b>-627</b>
<b>现金净流量</b>	<b>1,093</b>	<b>4,521</b>	<b>963</b>	<b>2,031</b>

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

## 插图目录

图 1: 2023H1 公司实现营收 36.0 亿元.....	3
图 2: 2023H1 公司实现归母净利 15.0 亿元 .....	3
图 3: 2023Q2 公司实现营收 15.3 亿元 .....	3
图 4: 2023Q2 公司实现归母净利 4.1 亿元.....	3
图 5: 2023H1 锂盐实现营收 27.0 亿元.....	4
图 6: 2023H1 锂盐营收占比小幅降低至 74.9% .....	4
图 7: 2023H1 锂盐实现毛利 17.7 亿元.....	4
图 8: 2023H1 锂盐毛利贡献小幅降低至 79.0% .....	4
图 9: 2023H1 锂盐毛利率提升至 65.8% .....	5
图 10: 2023H1 公司锂矿自给率大幅提升至 75.9% .....	5
图 11: 2023H1 公司锂盐单吨生产成本降至 9.5 万元.....	5
图 12: 2023H1 铋铷精细化工销量同比+30.8% .....	6
图 13: 2023H1 铋铷盐业务保持高速增长 (亿元) .....	6
图 14: 2023H1 公司四费占比提升至 12.8% .....	6
图 15: 2023Q2 公司费用率环比小幅提升 .....	6
图 16: Bikita 矿山 200 万吨/年 (透锂长石) 重选厂 .....	7
图 17: Bikita 矿山 200 万吨/年 (锂辉石) 浮选厂 .....	7

## 表格目录

盈利预测与财务指标 .....	1
表 1: 公司两座矿山锂资源禀赋 (截至 2023 年半年报) .....	7
公司财务报表数据预测汇总 .....	11

## 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员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究员不曾因、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受到任何形式的补偿。

## 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
	行业评级	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
		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