

金属价格下跌拖累业绩，需求复苏+缅甸停产支撑锡价

➤ **事件概述：**2023年上半年，公司实现营业收入228.32亿元，同比减少25.97%；归母净利润6.87亿元，同比减少54.78%；扣非归母净利润5.94亿元，同比减少58.53%。2023Q2，公司实现营业收入117.11亿元，同比减少25.85%，环比增加5.31%；归母净利润4.20亿元，同比增加35.73%，环比增加57.24%；扣非归母净利润3.36亿元，同比减少16.96%，环比增加29.81%。

➤ **点评：金属价格下跌拖累业绩，需求复苏+缅甸停产有望支撑锡价中枢上行。**

① **量：**2023Q2 锡、铜、锌金属产品产量环比增加。2023H1，公司生产有色金属17.53万吨，其中锡4.24万吨，铜6.51万吨，锌6.58万吨，铅1935吨，银87.6吨，铟45.64吨。2023Q2，公司生产有色金属9.49万吨，其中锡2.16万吨，铜3.75万吨，锌3.49万吨，铟26.64吨。

② **价：**2023H1 金属价格同比下行，公司毛利率下降。2023H1 公司综合毛利率为7.58%，同比下降5.27pct，主要系金属价格同比下行，23Q1和23Q2 金属价格基本平稳，综合毛利率也基本持平，分别为7.66%和7.51%。2023H1 锡锭毛利率为21.65%，同比下降17.08pct；锡材毛利率为12.21%，同比下降9.75%；锡化工毛利率为19.50%，同比下降6.91%；铜产品毛利率为2.36%，同比下降1.79%；锌产品毛利率为33.76%，同比下降7.89%。2023H1 沪锡主力合约均价207280元/吨，同比下跌31.14%；22Q2-23Q2 锡加工费持续下行，云锡40%季度加工费均价分别为26424、23462、18167、14796、13703元/吨；2023H1 阴极铜期货结算价均价为6.78万元/吨，同比下降5.15%，铜冶炼厂TC 均价为83.68美元/吨，同比增加14.74%；2023H1 沪锌均价为21964元/吨，同比下降14.99%。

③ **合并报表变化：**自2023年5月起，云南锡业锡材有限公司（现已更名为：云南锡业新材料有限公司）及锡化工公司不再纳入锡业股份合并范围，2023H1 锡材、锡化工产品营业收入相关数据仅并入云南锡业锡材有限公司及云南锡业锡化工材料有限责任公司2023年1-4月数据。2023H1 公司实现投资收益1.20亿元，同比增长70.61%，主要系处置股权产生的收益及对联营合营企业的投资收益增加。

➤ **未来核心看点：**公司为锡、铟行业全球龙头，资源禀赋优异，同时具备“采选-冶炼-精深加工新材料”全产业链竞争优势，电子需求复苏有望驱动锡价中枢上行，公司有望受益。锡矿供给端紧缺局面延续，缅甸禁矿政策加剧供应紧缺局势；锡需求侧光伏领域高速增长，电子行业需求有望逐步复苏；锡供需格局演绎趋势有望推动锡价中枢上行。

➤ **投资建议：**公司作为锡行业龙头企业，在电子需求复苏叠加光伏、新能源汽车、化工等领域需求拉动下，有望受益锡价上行实现利润增长。我们调整公司2023-2025年归母净利润分别为17.14/20.81/20.92亿元，对应2023年9月5日收盘价的PE分别为14X/12X/12X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**锡、锌、铜价格大幅波动，安全环保风险，下游需求不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	51998	43139	41878	42084
增长率（%）	-3.4	-17.0	-2.9	0.5
归属母公司股东净利润（百万元）	1346	1714	2081	2092
增长率（%）	-52.2	27.3	21.4	0.5
每股收益（元）	0.82	1.04	1.26	1.27
PE	18	14	12	12
PB	1.5	1.4	1.2	1.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2023年9月5日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

15.00 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiu.zuxue@mszq.com

研究助理 李挺

执业证书：S0100122090040

邮箱：litng@mszq.com

相关研究

1. 锡业股份 (000960.SZ) 2022 年年报点评：Q4 锡价回暖盈利略改善，存货减值计提拖累全年业绩-2023/04/10
2. 锡业股份 (000960.SZ) 2022 年半年报点评：Q2 存货跌价拖累业绩，锡铟龙头资源价值依旧-2022/08/23
3. 锡业股份 (000960.SZ) 2021 年报及 22Q1 业绩预告点评：锡锌闪耀，业绩绽放-2022/04/19

目录

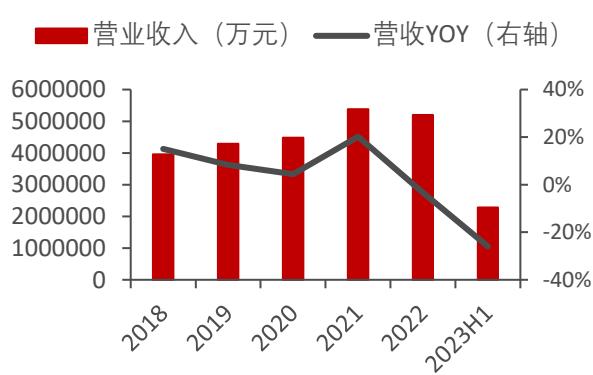
1 事件：公司发布 2023 年半年报	3
2 点评：金属价格下跌拖累业绩，需求复苏+缅甸停产支撑锡价	4
2.1 同比来看，金属价格下行致业绩承压	4
2.2 环比来看， 23Q2 盈利环比略有改善	8
3 核心看点：锡、铟行业全球龙头，受益电子需求复苏	10
4 盈利预测与投资建议	12
5 风险提示	13
插图目录	15
表格目录	15

1 事件：公司发布 2023 年半年报

公司发布 2023 年半年报：2023 年上半年，公司实现营收 228.32 亿元，同比减少 25.97%；归母净利润 6.87 亿元，同比减少 54.78%；扣非归母净利润 5.95 亿元，同比减少 58.53%。业绩同比下降，主要系金属价格同比下行导致。

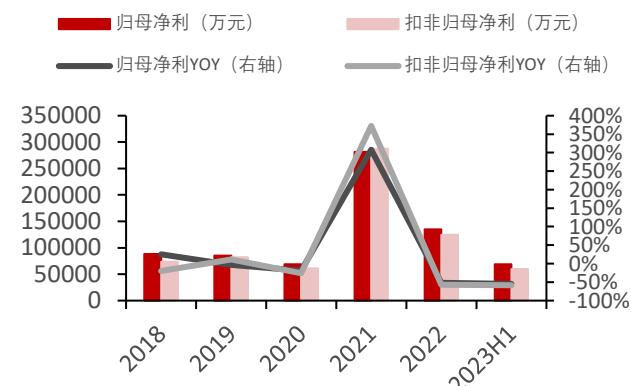
2023Q2，公司实现营收 117.11 亿元，同比减少 25.85%、环比增加 5.31%；归母净利润 4.2 亿元，同比增加 35.73%、环比增长 57.24%；扣非归母净利 3.36 亿元，同比增加 16.96%、环比增长 29.81%。

图1：2023H1 公司实现营收 228.32 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2023H1 公司实现归母净利润 6.87 亿元



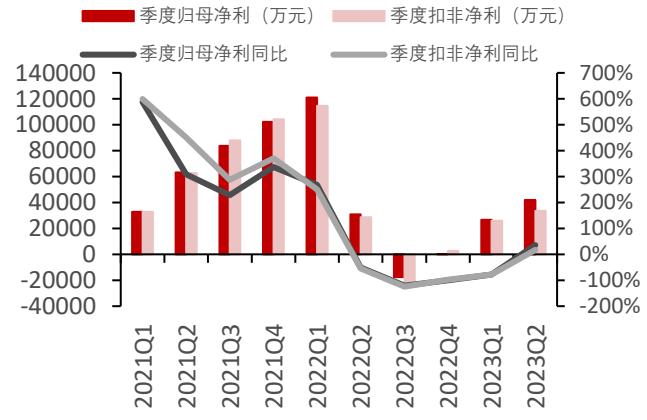
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2023Q2 公司实现营收 117.11 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2023Q2 公司实现归母净利润 4.2 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

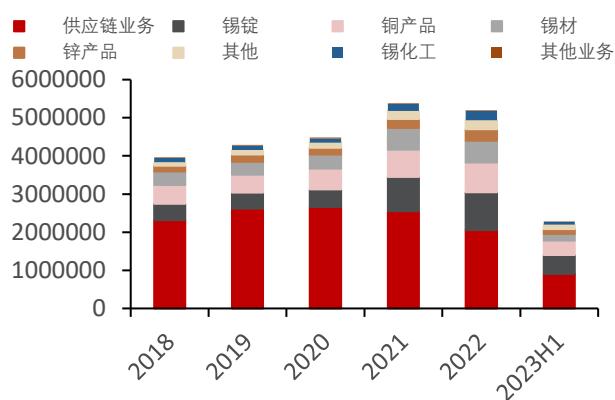
2 点评：金属价格下跌拖累业绩，需求复苏+缅甸停

产支撑锡价

2.1 同比来看，金属价格下行致业绩承压

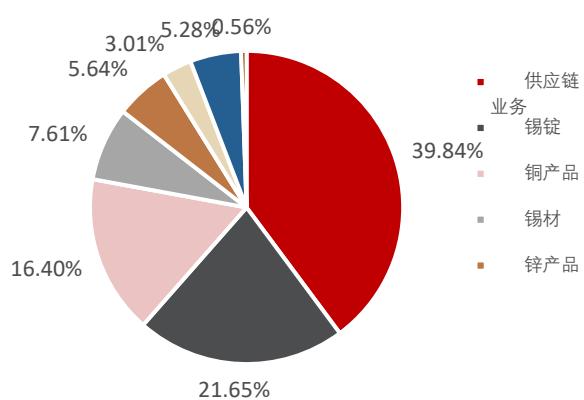
2023年上半年，公司营收228.32亿元，其中锡产品（包括锡锭、锡材、锡化工）收入73.69亿元，同比下降32.8%，主要系锡材、锡化工公司自5月起不参与并表；铜产品收入37.45亿元，同比下降11.89%；锌产品12.88亿元，同比下降16.24%；贸易业务收入90.97亿元，同比下降28.67%，2023H1贸易业务占营收比重39.84%，同比下降1.51pct。

图5：2023H1年公司分产品营收情况（单位：万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图6：2023H1分产品营收占比结构



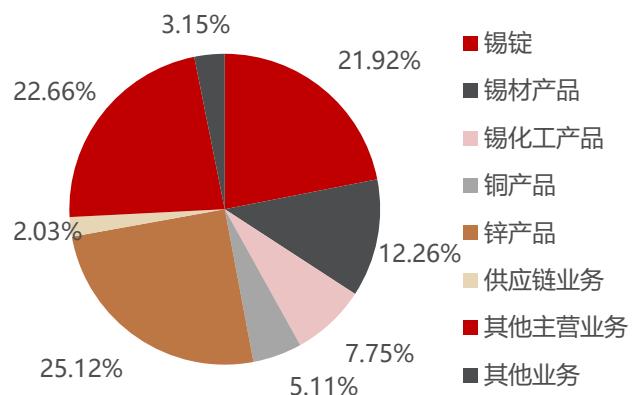
资料来源：wind，民生证券研究院

2023H1 金属价格同比下行，公司毛利率同比下降。2023H1公司综合毛利率为7.58%，同比下降5.27pct。2023H1锡锭毛利率为21.65%，同比下降17.08pct；锡材毛利率为12.21%，同比下降9.75%；锡化工毛利率为19.50%，同比下降6.91%；铜产品毛利率为2.36%，同比下降1.79%；锌产品毛利率为33.76%，同比下降7.89%。2023H1沪锡主力合约均价207280元/吨，同比下降31.14%；22Q2-23Q2锡加工费持续下行，云锡40%季度加工费均价分别为26424、23462、18167、14796、13703元/吨；2023H1阴极铜期货结算价均价为6.78万元/吨，同比下降5.15%，铜冶炼厂TC均价为83.38美元/吨，同比增加14.11%；2023H1沪锌均价为21964元/吨，同比下降14.99%。

2023 H1，公司实现毛利17.31亿元，同比下降56.32%，其中锡锭毛利为3.79亿元，同比减少74.82%，占总毛利比重同比下降16.10pct至21.92%；锡材毛利为2.12亿元，同比减少72.08%，占总毛利比重同比下降6.92pct至12.26%；锡化工毛利为1.34亿元，同比减少64.13%，占比总毛利比重为7.75%；铜产品

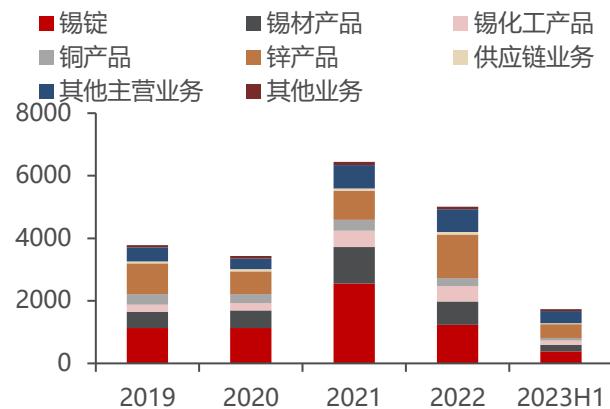
毛利为 0.88 亿元，同比减少 49.81%，占总毛利比重为 5.11%；锌产品毛利为 4.35 亿元，同比下降 32.11%，占总毛利比重同比提升 8.96pct 至 25.12%。

图7：2023H1 公司毛利分产品占比情况



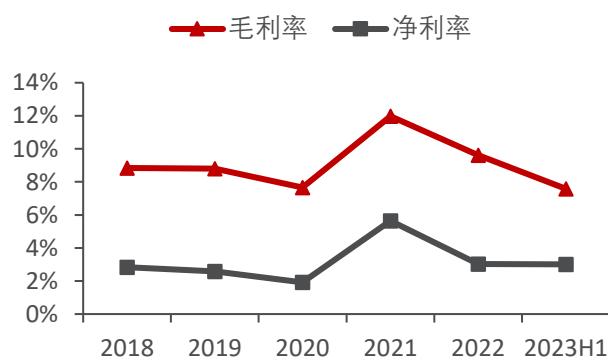
资料来源：wind，民生证券研究院

图8：公司分产品毛利情况（单位，万元/吨）



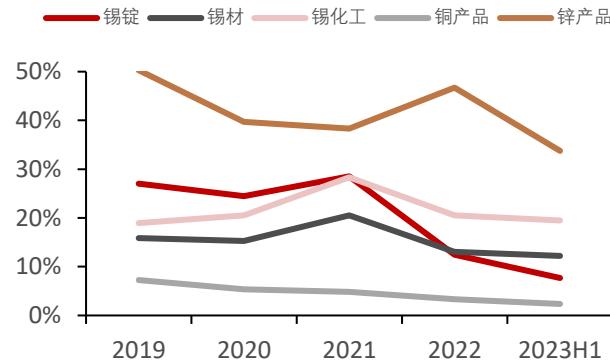
资料来源：wind，民生证券研究院

图9：公司净利率与毛利率情况



资料来源：wind，民生证券研究院

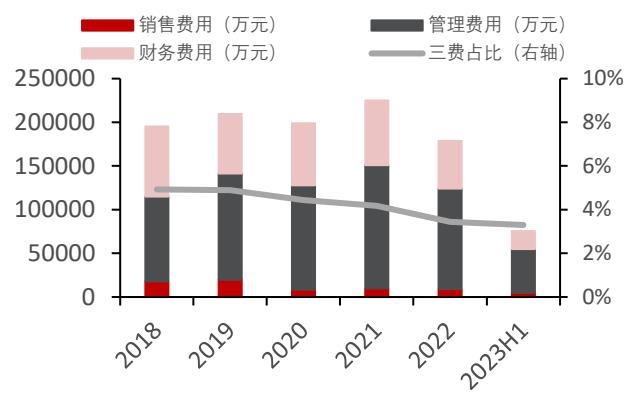
图10：公司分产品毛利率变化



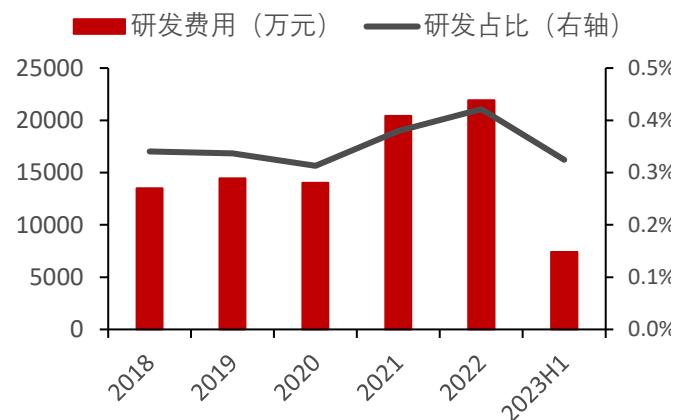
资料来源：wind，民生证券研究院

费用方面，公司管理费用、销售费用、财务费用合计占营收比重呈现逐步下降

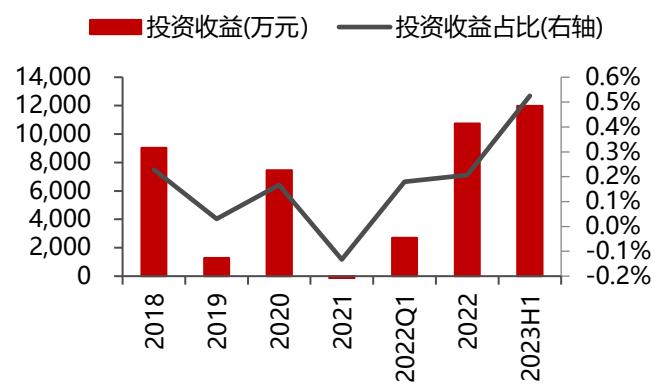
趋势，研发费率稳步提升。期间费用：2023H1 公司期间费用为 8.27 亿元，期间费用率为 3.62%，其中销售费用同比减少 39.55% 至 4590 万元，主要是商品包装费等费用同比减少；管理费用同比减少 22.27% 至 5.03 亿元；财务费用同比减少 31.67% 至 2.04 亿元，主要是公司抓资金市场宽松有利时机，资金成本降低，压缩贷款规模，利息支出同比减少；研发费用同比下降 31.27% 至 7407 亿元，主要是公司研发支出同比减少。**投资收益及减值损失：**2023H1 公司获得投资收益 1.2 亿元，主要原因是处置股权产生的收益及对联营合营企业的投资收益增加；资产减值损失为 1289.76 万元；信用减值损失为 207.48 万元。

图11：公司期间费用情况


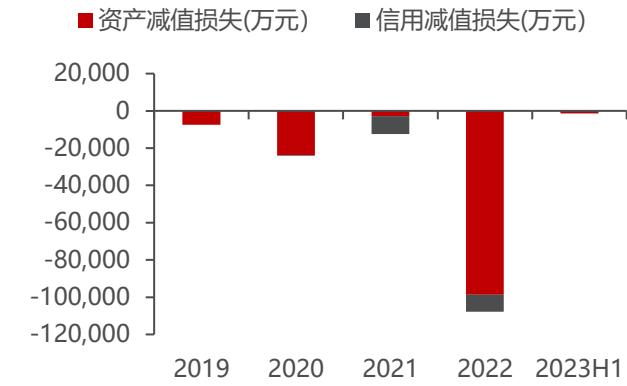
资料来源：wind, 民生证券研究院

图12：公司研发费用率情况


资料来源：wind, 民生证券研究院

图13：2023H1 公司投资收益情况


资料来源：wind, 民生证券研究院

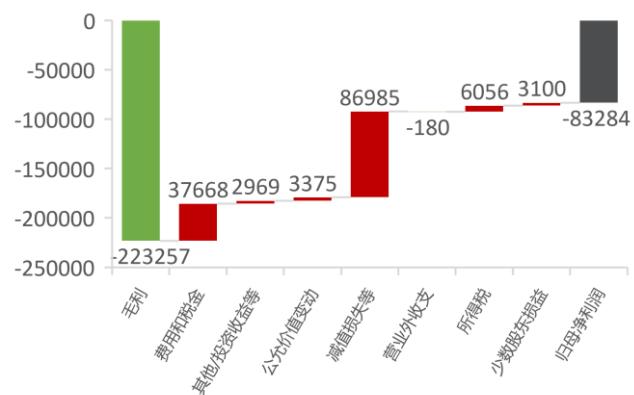
图14：2023H1 年公司减值损失情况


资料来源：wind, 民生证券研究院

综合来看，2023H1 业绩同比下降主要系毛利下降所致。减利项主要来自毛利 (-22.33 亿元)、营业外收支 (-180 万元)，增利项主要来自费用和税金 (+3.77 亿元)、其他/投资收益等 (+0.3 亿元)、减值损失等 (+8.7 亿元)、公允价值变动 (+0.34 亿元)、少数股东损益 (+0.31 亿元)、所得税 (+0.61 亿元)。

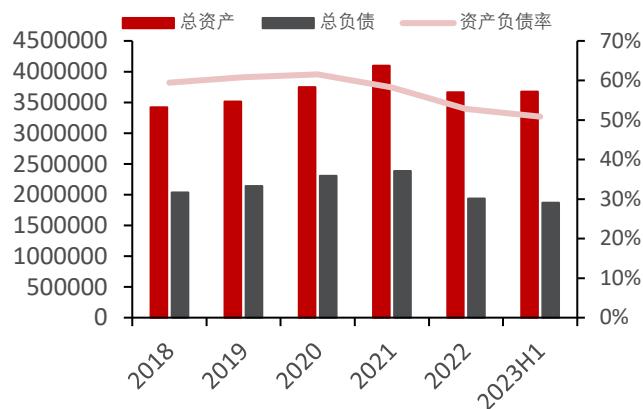
2023 年上半年，公司资产负债率持续降低，2023 年上半年资产负债率为 50.84%，为 2005 年以来最低，资产结构不断优化；公司经营性净现金流为 13.69 亿元，同比下降 35.3%，主要是公司产品价格下降，销售商品、提供劳务收到的现金同比减少，以及收到的税费返还款同比减少；公司净资产收益率(摊薄)为 4.02%。

图15：2023H1 公司业绩同比变化拆分（单位：万元）



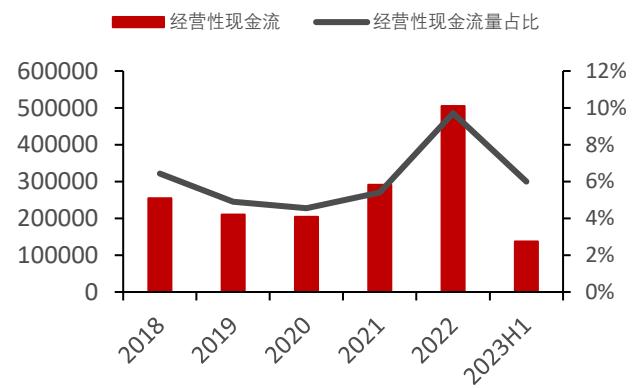
资料来源：wind，民生证券研究院

图16：2023H1 公司资产负债率情况



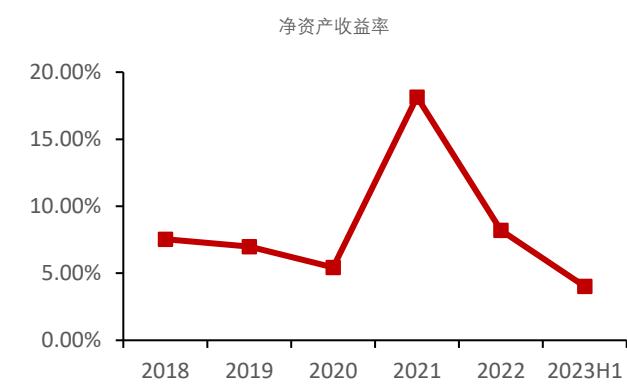
资料来源：wind，民生证券研究院

图17：2023H1 公司经营净现金流



资料来源：wind，民生证券研究院

图18：2023 年公司 ROE 情况

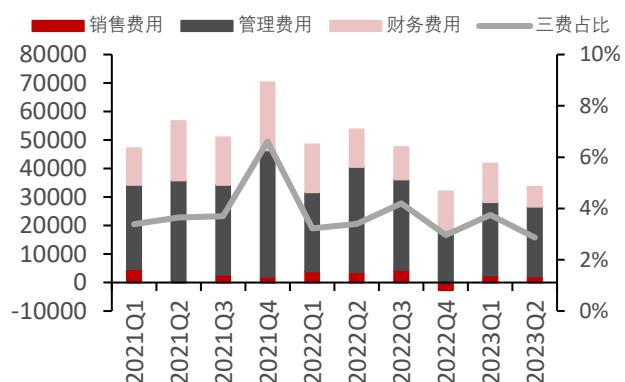


资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 环比来看，23Q2 盈利环比略有改善

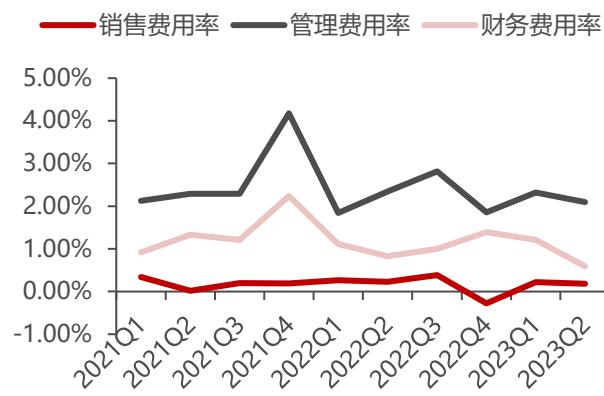
2023Q2, 期间费用率环比下降 0.73pct 到 3.27%, 其中销售费用率环比下降 0.04pct 到 0.18%, 管理费用率环比下降 0.23pct 到 2.09%, 财务费用率环比下降 0.62pct 到 0.59%, 研发费用率环比增长 0.15pct 到 0.4%; 毛利率环比降低 0.15pct 到 7.51%; 净利率环比增加 1.19pct 到 3.59%。

图19：公司分季度三费（销售+管理+财务）情况



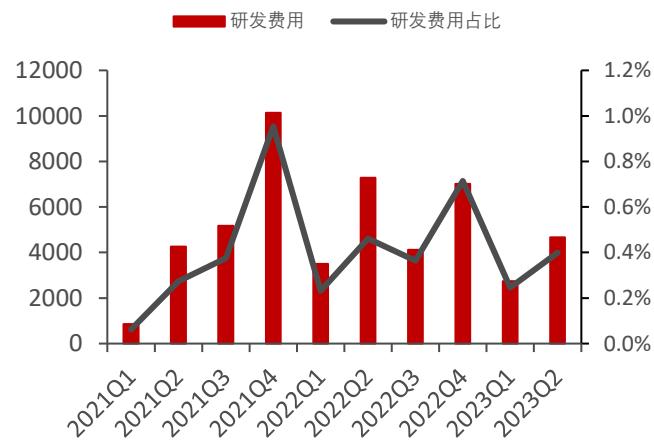
资料来源：wind, 民生证券研究院

图20：公司分季度三费（销售+管理+财务）费率情况



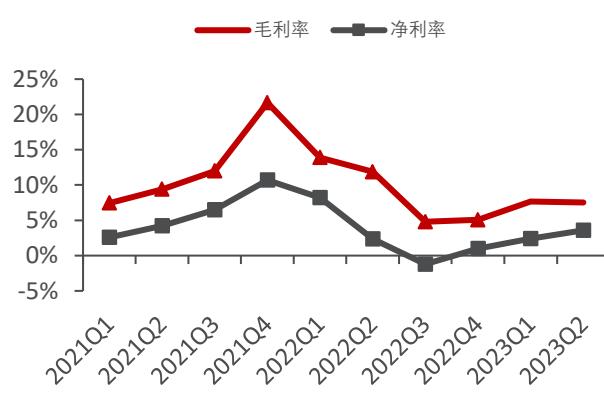
资料来源：wind, 民生证券研究院

图21：公司分季度研发费用率情况



资料来源：wind, 民生证券研究院

图22：公司分季度毛利率与净利率情况



资料来源：wind, 民生证券研究院

同比来看，2023Q2v.s. 2022Q2：2023Q2, 公司归母净利润同比增加 1.11 亿元。减利项主要来自于毛利 (-9.97 亿元)、营业外收支 (-895 万元)、所得税 (-1.4 亿元)、其他/投资收益等 (+0.75 亿元)、公允价值变动 (+0.41 亿元)；而增利项主要来自于费用和税金 (+2.51 亿元)、减值损失等 (+8.72 亿元)、其他/

投资收益等 (+0.75 亿元)、公允价值变动 (+0.41 亿元) 少数股东损益 (+0.18 亿元)。

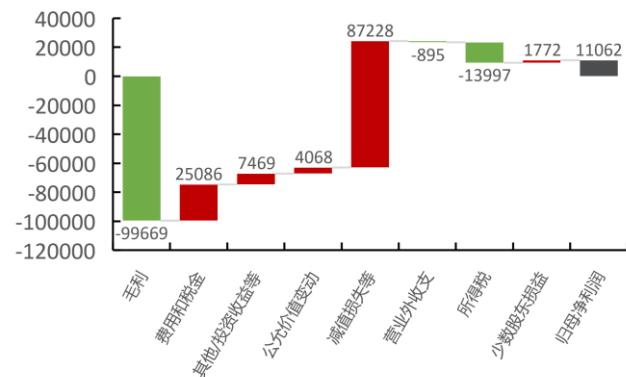
环比来看, 2023Q2 v.s. 2023Q1: 2023Q2, 公司归母净利润环比增加 1.53 亿元。增利项主要在于费用和税金 (+0.49 亿元)、毛利 (+0.27 亿元)、其他/投资收益 (+1.12 亿元) 和所得税 (+0.23 亿元); 减利主要来自于减值损失等 (-0.15 亿元)、营业外收支 (-253.31 万元)、公允价值变动 (-80.35 万元) 少数股东损益 (-0.4 亿元)。

图23: 2023Q2 业绩环比变化拆分 (单位: 万元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图24: 2023Q2 业绩同比变化拆分 (单位: 万元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

3 核心看点：锡、铟行业全球龙头，受益电子需求复苏

公司为锡、铟行业全球龙头，资源禀赋优异，同时具备“采选-冶炼-精深加工新材料”全产业链竞争优势，电子需求复苏有望驱动锡价中枢上行，公司有望受益。

截至 2022 年，公司保有资源量为：矿石量 2.65 亿吨，锡金属量 66.7 万吨、铜金属量 119.36 万吨、铅金属量 9.69 万吨、锌金属量 383.71 万吨、银 2548 吨、铟 5082 吨。2022 年公司下属矿山单位共投入勘探支出 1.67 亿元，全年新增有色金属资源量 4.8 万吨，其中：锡 1.8 万吨、铜 3.0 万吨。2022 年，公司锡金属在国内锡市场占有率为 47.78%，全球锡市场占有率为 22.54%；公司精铟产量全球市场占有率为 3.63%，国内市场占有率为 10.94%，其中原生铟全球市占率约 8.14%，国内市占率约 16.52%。

2023H1，公司生产有色金属 17.53 万吨，其中锡 4.24 万吨，铜 6.51 万吨，锌 6.58 万吨，铅 1935 吨，银 87.6 吨，铟 45.64 吨。2023Q2，公司生产有色金属 9.49 万吨，其中锡 2.16 万吨，铜 3.75 万吨，锌 3.49 万吨，铟 26.64 吨。

2023 年上半年，公司拥有锡冶炼产能 8 万吨/年、锡材产能 4.1 万吨/年、锡化工产能 2.69 万吨/年、阴极铜产能 12.5 万吨/年、锌冶炼产能 10 万吨/年、压铸锌合金 3 万吨/年，铟冶炼产能 60 吨/年，位列全球十大精锡生产商榜首。

表1：2022 年新增有色金属资源情况

矿区	资源储量类型	矿石量	锡金属量	铜金属量	总金属量
		万吨	吨	吨	吨
所属矿山	探明资源量	51.85	4031	9,962	13,993
	控制资源量	163.02	10,850	15,368	26,218
	推断资源量	36.36	3,130	4,565	7,695
总计		251.23	18,011	29,895	47,906

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2022 年，公司收购建信投资持有的华联锌铟 8.37% 股份，总计持有股份从 82.15% 提升至 90.52%，充分保障自给原料供应。铜街、曼家寨矿区 360 万 t/a 采矿扩建工程及其配套项目由 4 个子项目构成，分别为：铜街-曼家寨矿段 360 万 t/a 采矿扩建工程项目、南加排土场建设项目、南加尾矿库建设项目、都龙矿区废石综合回收项目。截至 2023H1，铜街、曼家寨矿区 360 万 t/a 采矿扩建工程及其配套项目建设进度已达 97.81%。随着矿山持续开采，因边界品位下调和原矿品位逐步下滑，对出矿原矿金属量有一定影响。铜街、曼家寨矿区 360 万 t/a 采矿扩建工程及其配套项目通过提升采矿规模来增加矿石量，能够有效应对品质下滑等相关不利影响，确保华联锌铟相关原矿金属量产出维持在相对稳定水平，还

能进一步延长矿山整体的服务年限。

2023年，公司计划实现有色金属总产量33.35万吨，其中：产品含锡7.9万吨、产品铜12.6万吨、产品锌12.46万吨、铟71吨。受益电子需求逐步复苏，叠加光伏、新能源汽车、化工等领域的需求拉动，考虑供给端依旧维持紧张局面，锡价中枢有望上行，公司利润有望受益实现稳步增长。

表2：华联锌铟的铜街、曼家寨项目情况

项目名称	投资方式	是否为固定资产投资	投资项目涉及行业	2023H1投入金额(亿元)	截至2023H1累计实际投入金额(亿元)	资金来源	项目进度	未达到计划进度和预计收益的原因	披露日期	披露索引
铜街-曼家寨矿段										
360万t/a采矿扩建	自建	是	有色金属	0.42	22.89	自筹	97.81%	按计划实施	2017/1/11	2017-003
工程项目及其配套项目										
合计	--	--	--	0.42	22.89	--	--	--	--	--

资料来源：公司公告，民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

锡矿供给端紧缺局面延续，缅甸禁矿政策加剧供应紧缺局势；锡需求侧光伏领域高速增长，电子行业需求有望逐步复苏；锡供需格局演绎趋势有望推动锡价中枢上行。公司作为锡行业龙头企业，有望受益锡价上行实现利润增长。我们调整公司2023-2025年归母净利润分别为17.14/20.81/20.92亿元，对应2023年9月5日收盘价的PE分别为14X/12X/12X，维持“推荐”评级。

5 风险提示

1) 锡、锌、铜价格大幅波动风险。公司主营产品为锡、锌、铜、铟等金属产品，公司生产经营和业绩水平与主要矿产品价格有较大关联。若相关金属产品价格波动剧烈，公司经营业绩可能存在一定波动风险。

2) 安全环保风险。随着国家产业升级和深化改革步伐的深入，国家对资源密集型行业安全环保要求日趋严格，相关环境、安全及能耗管控政策对企业生产经营将会产生影响。

3) 下游需求不及预期风险。国内外疫情等因素可能导致全球经济复苏节奏缓慢，导致锡、锌、铜等下游需求领域放量不及预期，影响公司产品销量，从而影响业绩。

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	51998	43139	41878	42084
营业成本	46993	38702	37117	37328
营业税金及附加	285	367	356	358
销售费用	92	108	105	105
管理费用	1148	1035	1005	1010
研发费用	219	151	147	147
EBIT	2290	2726	3100	3087
财务费用	548	484	534	506
资产减值损失	-987	-254	-122	-123
投资收益	107	129	126	126
营业利润	1849	2117	2570	2584
营业外收支	-27	0	0	0
利润总额	1821	2117	2570	2584
所得税	251	254	308	310
净利润	1570	1863	2262	2274
归属于母公司净利润	1346	1714	2081	2092
EBITDA	3751	4227	4741	4877

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2398	4869	7147	9117
应收账款及票据	726	617	599	601
预付款项	317	316	303	304
存货	5937	4833	4757	4784
其他流动资产	1761	1450	1202	1206
流动资产合计	11139	12084	14008	16013
长期股权投资	316	445	571	697
固定资产	17563	17528	17421	17307
无形资产	3473	3462	3443	3423
非流动资产合计	25531	25897	25883	25861
资产合计	36670	37982	39891	41874
短期借款	2487	5487	5487	5487
应付账款及票据	1514	1366	1310	1318
其他流动负债	5710	1409	1364	1370
流动负债合计	9711	8262	8161	8175
长期借款	7945	9098	9098	9098
其他长期负债	1692	1401	1401	1401
非流动负债合计	9637	10499	10499	10499
负债合计	19348	18761	18660	18674
股本	1646	1646	1646	1646
少数股东权益	932	1081	1262	1444
股东权益合计	17322	19221	21231	23200
负债和股东权益合计	36670	37982	39891	41874

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	-3.43	-17.04	-2.92	0.49
EBIT 增长率	-48.45	19.02	13.75	-0.43
净利润增长率	-52.21	27.31	21.41	0.55
盈利能力 (%)				
毛利率	9.63	10.28	11.37	11.30
净利润率	2.59	3.97	4.97	4.97
总资产收益率 ROA	3.67	4.51	5.22	5.00
净资产收益率 ROE	8.21	9.45	10.42	9.62
偿债能力				
流动比率	1.15	1.46	1.72	1.96
速动比率	0.44	0.78	1.07	1.31
现金比率	0.25	0.59	0.88	1.12
资产负债率 (%)	52.76	49.39	46.78	44.59
经营效率				
应收账款周转天数	4.38	4.66	4.66	4.66
存货周转天数	46.12	47.98	47.98	47.98
总资产周转率	1.34	1.16	1.08	1.03
每股指标 (元)				
每股收益	0.82	1.04	1.26	1.27
每股净资产	9.96	11.02	12.13	13.22
每股经营现金流	3.07	3.22	2.67	2.74
每股股利	0.12	0.15	0.19	0.19
估值分析				
PE	18	14	12	12
PB	1.5	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	9.72	8.62	7.69	7.47
股息收益率 (%)	0.80	1.02	1.24	1.24
现金流量表 (百万元)				
净利润	1570	1863	2262	2274
折旧和摊销	1461	1501	1641	1790
营运资金变动	439	1204	-159	-215
经营活动现金流	5048	5307	4402	4507
资本开支	-1554	-1369	-1422	-1562
投资	0	-301	0	0
投资活动现金流	-1438	-1578	-1201	-1562
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-3683	-646	0	0
筹资活动现金流	-5750	-1257	-923	-977
现金净流量	-2130	2471	2278	1969

插图目录

图 1: 2023H1 公司实现营收 228.32 亿元.....	3
图 2: 2023H1 公司实现归母净利润 6.87 亿元.....	3
图 3: 2023Q2 公司实现营收 117.11 亿元.....	3
图 4: 2023Q2 公司实现归母净利润 4.2 亿元.....	3
图 5: 2023H1 年公司分产品营收情况 (单位: 万元)	4
图 6: 2023H1 分产品营收占比结构.....	4
图 7: 2023H1 公司毛利分产品占比情况.....	5
图 8: 公司分产品毛利情况 (单位, 万元/吨)	5
图 9: 公司净利率与毛利率情况.....	5
图 10: 公司分产品毛利率变化.....	5
图 11: 公司期间费用情况	6
图 12: 公司研发费用率情况.....	6
图 13: 2023H1 公司投资收益情况.....	6
图 14: 2023H1 年公司减值损失情况	6
图 15: 2023H1 公司业绩同比变化拆分 (单位: 万元)	7
图 16: 2023H1 公司资产负债率情况	7
图 17: 2023H1 公司经营净现金流.....	7
图 18: 2023 年公司 ROE 情况	7
图 19: 公司分季度三费 (销售+管理+财务) 情况	8
图 20: 公司分季度三费 (销售+管理+财务) 费率情况	8
图 21: 公司分季度研发费用率情况	8
图 22: 公司分季度毛利率与净利率情况	8
图 23: 2023Q2 业绩环比变化拆分 (单位: 万元)	9
图 24: 2023Q2 业绩同比变化拆分 (单位: 万元)	9

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 2022 年新增有色金属资源情况	10
表 2: 华联锌铟的铜街、曼家寨项目情况	11
公司财务报表数据预测汇总.....	14

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