

## 铜二期产能即将释放，利息收入大幅增加

➤ **事件概述：**公司发布 2023 年半年报：2023H1，公司实现营收 23.62 亿元，同比减少 15.6%；归母净利润 3.81 亿元，同比减少 12.7%；扣非归母净利 3.83 亿元，同比减少 12.2%。2023Q2，公司实现营收 12.22 亿元，同比减少 0%、环比增长 7.2%；归母净利润 1.93 亿元，同比增长 29.3%、环比增长 3%；扣非归母净利 1.96 亿元，同比增长 31%、环比增长 4.4%。

### ➤ 点评：产品销量不及预期，利息收入大幅增加

① **量：**H1 公司销量小幅下降。2023H1 公司磁铁矿销量 273.57 万吨，同比下降 28.57%；金属铜 2023H1 销量为 0.99 万吨，同比增加 12.5%；蛭石 2023H1 销量为 6.93 万吨，同比下降 16.71%。

② **价：**商品价格同比回落，公司毛利率小幅降低。2023H1，我国铁矿进口均价为 114.5 美元/吨，同比下降 10.3%。铜价现货合约半年均价为 67,878.58 元/吨，同比下降 5.58%。公司 2023H1 毛利率为 58.82%，同比减少 8.66pct。2023Q2，公司毛利率为 58.16%，同比减少 2.3pct，环比减少 1.36pct。

③ H1 公司财务费用为 -1.87 亿元，同比减少 1.39 亿元，主要系银行存款利息增加。

### ➤ 未来核心看点：铁矿成本优势凸显，铜二期产能即将释放

① **铜二期建设持续推进，产能有望进一步提升。**铜二期项目投产后将于 2023 年三季度部分投产，于 2024 年 12 月完工，达产后可年产 7 万吨金属铜，铜矿生产和运营期限可以持续 15 年，这将继续确保 PC 在南非铜产品的市场影响力和行业地位，为公司提供稳定的盈利保障。

② **铁矿成本优势凸显。**公司磁铁矿是加工铜矿石过程中分离出的伴生产品，现有约 1.4 亿吨磁铁矿地面堆存，平均品位为 58%。同时，井下生产将每年新增磁铁矿产品。PC 仅需要对磁铁矿进行简单的磁分离，即可将磁铁矿品位提高到 62.5% 至 64.5%。磁铁矿生产成本与国内外铁矿山相比有较大优势，会为公司贡献稳定的盈利。

③ **蛭石龙头地位稳固。**PC 蛭石矿作为南非主要出产蛭石的矿区，是世界前三 大蛭石矿，蛭石产量占全球份额的 1/3 左右，由于 PC 蛭石矿优质的品位和质量，PC 和下游蛭石客户建立了牢固的供应关系，长期向欧洲和亚洲客户出口供应蛭石。

➤ **盈利预测与投资建议：**公司铁精粉销量有望逐步恢复，且铜矿产能逐步释放，我们预计公司 2023-25 年将实现归母净利润 8.50/10.74/13.23 亿元，对应 9 月 5 日收盘价，PE 分别为 13、10 和 8 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**南非社区风险，下游需求不及预期，产能不及预期。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	5053	4945	5943	6989
增长率（%）	-23.1	-2.1	20.2	17.6
归属母公司股东净利润（百万元）	666	850	1074	1323
增长率（%）	-48.8	27.6	26.4	23.2
每股收益（元）	1.02	1.30	1.65	2.03
PE	16	13	10	8
PB	1.2	1.1	1.1	1.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 09 月 05 日收盘价)

**推荐**

首次评级

当前价格：

16.79 元



**分析师 邱祖学**

执业证书：S0100521120001  
邮箱：qiu.zuxue@mszq.com

**分析师 任恒**

执业证书：S0100523060002  
邮箱：renheng@mszq.com

# 目录

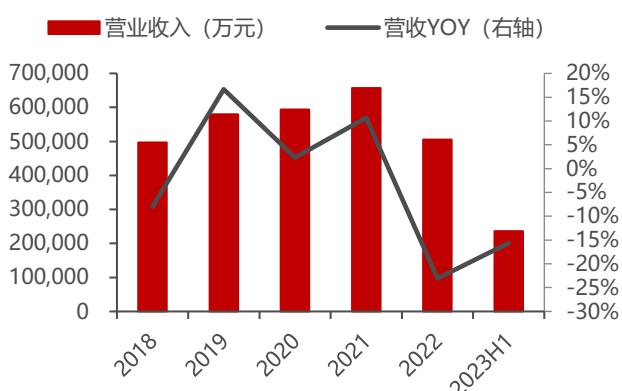
1 事件概述：公司发布 2023 年半年度报告 .....	3
2 点评：产品销量不及预期，利息收入大幅增加.....	4
2.1 H1 销量不及预期，产品毛利率小幅下降 .....	4
2.2 2023Q2 业绩环比同比均有所改善 .....	6
3 核心看点：铁矿成本优势凸显，铜二期产能即将释放 .....	7
4 盈利预测与投资建议 .....	8
5 风险提示 .....	10
插图目录 .....	12
表格目录 .....	12

## 1 事件概述：公司发布 2023 年半年度报告

**公司发布 2023 年半年报：**2023H1，公司实现营收 23.62 亿元，同比减少 15.6%；归母净利润 3.81 亿元，同比减少 12.7%；扣非归母净利 3.83 亿元，同比减少 12.2%。

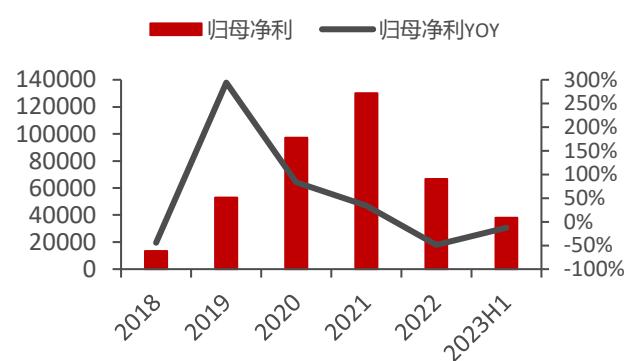
**2023Q2，**公司实现营收 12.22 亿元，同比减少 0%、环比增长 7.2%；归母净利润 1.93 亿元，同比增长 29.3%、环比增长 3%；扣非归母净利 1.96 亿元，同比增长 31%、环比增长 4.4%。

图1：公司 2023H1 营业收入同比-15.60%



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：公司 2023H1 归母净利润同比-13%



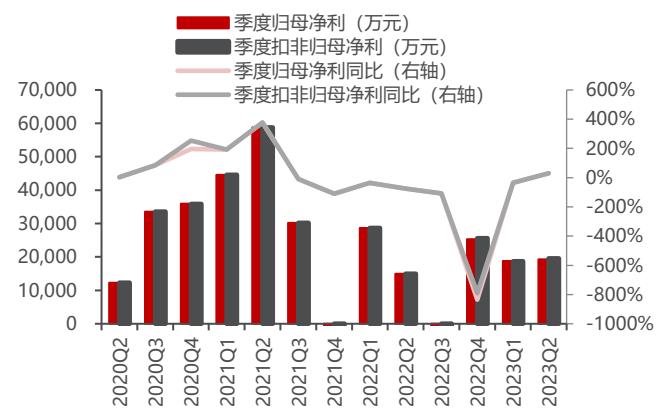
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：公司 2023Q2 营业收入同比-0.04%



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：公司 2023Q2 归母净利润同比+31.0%



资料来源：wind，民生证券研究院

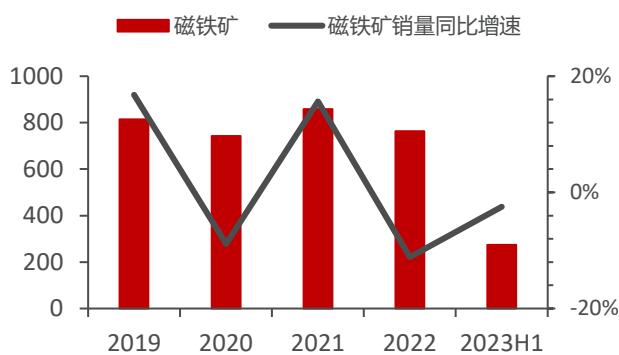
## 2 点评：产品销量不及预期，利息收入大幅增加

### 2.1 H1 销量不及预期，产品毛利率小幅下降

**量：**H1 公司销量不及预期。南非因严重的洪涝灾害及大幅度限电两次进入国家灾难状态，但公司通过缩短厂区装车时间、提高火车周转率、加大汽运量等方式，弥补发运亏欠量，发运量自 6 月份开始回升。2023H1 公司磁铁矿销量 273.57 万吨，同比下降 28.57%；金属铜 2023H1 销量为 9994 吨，同比增加 12.5%；蛭石 2023H1 销量为 6.93 万吨，同比下降 16.71%。

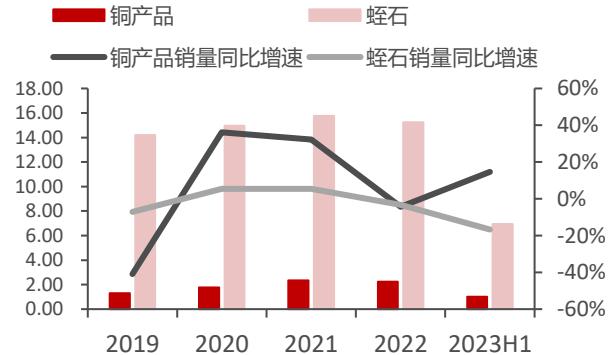
**价：**商品价格同比回落，公司毛利率小幅降低。2023H1，我国铁矿进口均价为 114.5 美元/吨，同比下降 10.3%。铜价整体价格偏强，国内铜价受国内复苏预期影响与海外加息预期，总体呈现高位盘整走势，基本维持在 6.3 万—7.1 万元/吨震荡运行，现货合约半年均价为 67,878.58 元/吨，同比下降 5.58%。公司 2023H1 毛利率为 58.82%，同比减少 8.66pct。2023Q2，公司毛利率为 58.16%，同比减少 2.3pct，环比减少 1.36pct。

图 5：磁铁矿销量（单位：万吨）



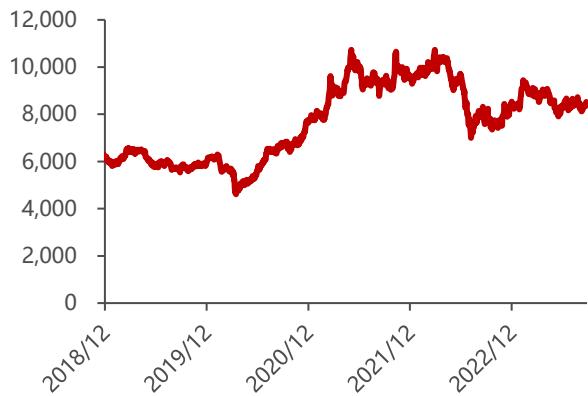
资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：铜产品及蛭石销量（单位：万吨）



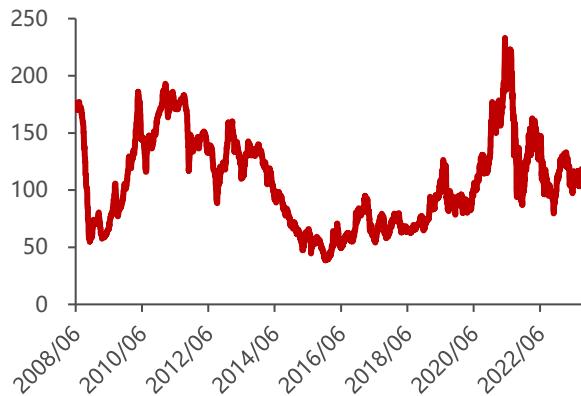
资料来源：wind，民生证券研究院

图 7：LME 铜价格（美元/吨）

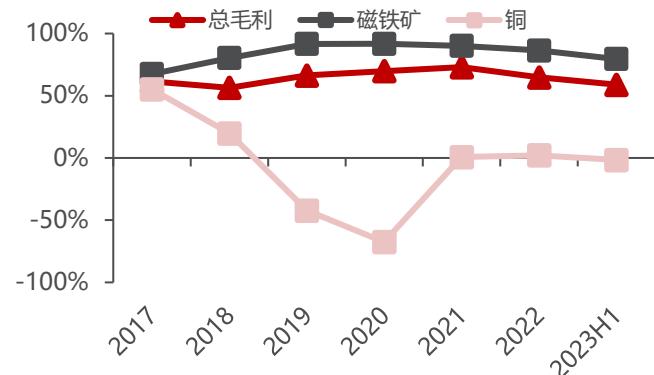


资料来源：wind，民生证券研究院

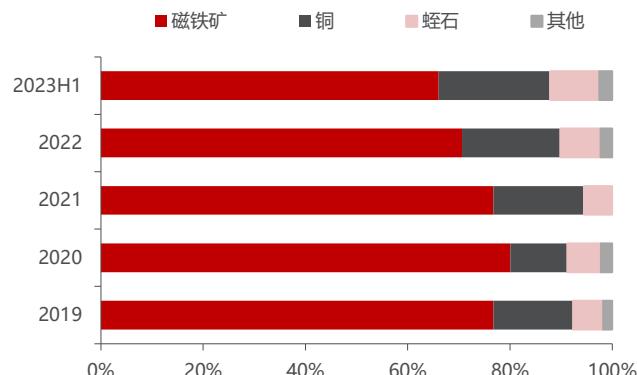
图 8：铁矿石价格指数（美元/吨）



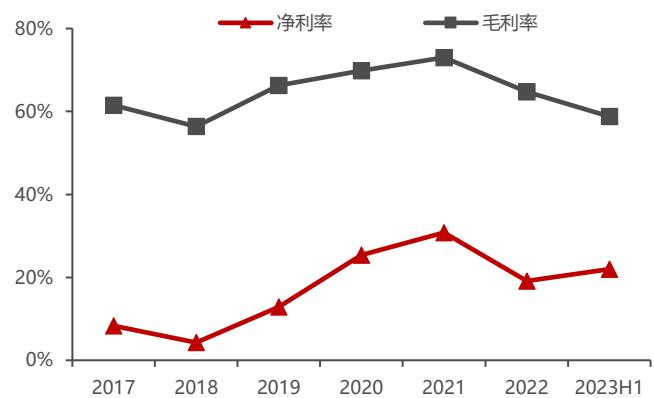
资料来源：wind，民生证券研究院

**图 9：铜、磁铁矿及总毛利率情况**


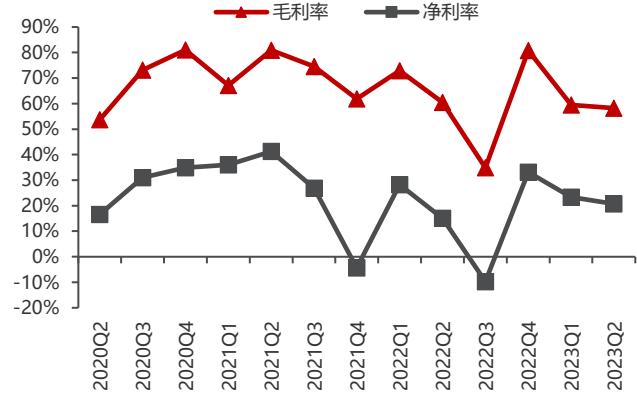
资料来源：wind, 民生证券研究院

**图 10：公司分产品营收占比**


资料来源：wind, 民生证券研究院

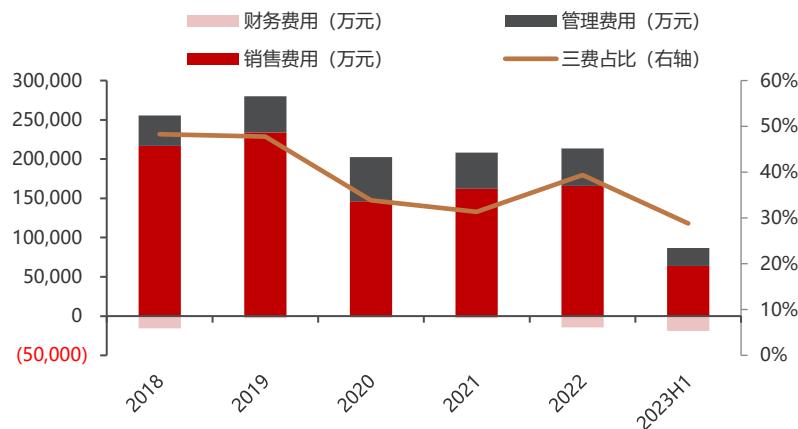
**图 11：2023H1 公司毛利率持续回落**


资料来源：wind, 民生证券研究院

**图 12：公司分季度毛利率变化情况**


资料来源：wind, 民生证券研究院

**2023H1 公司期间费用减少，期间费用率降低。**2023H1 期间费用同比下滑32.05%至 6.80 亿元，期间费用率同比降低 6.9pct 至 28.8%，其中销售费用减少 21.96%至 6.39 亿元，主要系本报告期销售矿石较上年同期减少；管理费用减少 0.54%至 2.28 亿元；财务费用为 -1.87 亿元，同比减少 1.39 亿元，主要系银行存款利息增加。

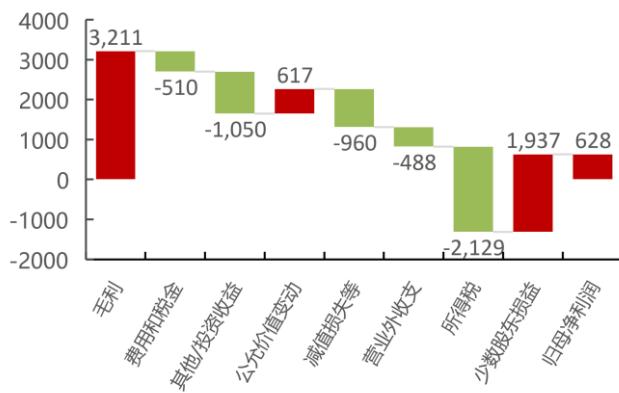
**图 13: 2023H1 公司期间费用率同比降低**


资料来源: wind, 民生证券研究院

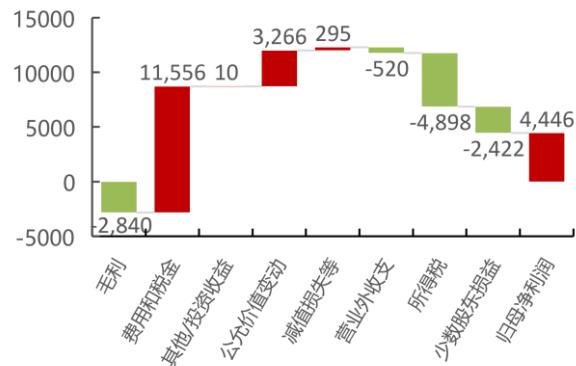
## 2.2 2023Q2 业绩环比同比均有所改善

**2023Q1 vs 2023Q2:** 2023Q2 归母净利润环比增加 0.06 亿元，主要的增利点在于毛利 (+0.32 亿元)、公允价值变动 (+0.06 亿元)、少数股东损益 (+0.19 亿元)；主要的减利点包括费用和税金 (-0.05 亿元)、营业外收支 (-488 万元)、所得税 (-0.70 亿元)、其他/投资收益 (-0.11 亿元)、减值损失等 (-960 万元)

**2023Q2 vs 2022Q2:** 2023Q2 归母净利润同比增加 0.44 亿元，主要的增利点在于费用和税金 (+1.16 亿元)、其他/投资收益 (+10 万元)、公允价值变动 (+0.33 亿元)、减值损失等 (+295 万元)；主要的减利点包括毛利 (-0.28 亿元)、营业外收支 (-520 万元)、所得税 (-0.49 亿元)、少数股东损益 (-0.24 亿元)。

**图 14: 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 15: 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：铁矿成本优势凸显，铜二期产能即将释放

**铜二期建设持续推进，产能有望进一步提升。**2016 年，公司对铜二期评估可采储量：矿石量 10485.20 万吨，Cu 金属量 83.94 万吨、TFe 金属量 1420.91 万吨，Cu 平均地质品位 0.80%、TFe 平均地质品位 13.55%。公司旗下的 PC 是南非最大的铜线生产商，终端客户销售稳定。铜二期项目达产后，可年产 7 万吨金属铜，铜矿生产和运营期限可以持续 15 年，这将继续确保 PC 在南非铜产品的市场影响力和行业地位，为公司提供稳定的盈利保障。预计该项目将于 2023 年三季度部分投产，于 2024 年 12 月完工。

表1：铜二期建设项目进度

项目名称	已累计投资金额（万元）	达到预定可使用状态日期	工程进度	2023H1 实现的收益（万元）
PC 铜矿二期建设	277884.02	2024.12.31	86.6%	7006

资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

**铁矿成本优势凸显。**公司磁铁矿是加工铜矿石过程中分离出的伴生产品，现有约 1.4 亿吨磁铁矿地面堆存，平均品位为 58%。同时，井下生产将每年新增磁铁矿产品。PC 仅需要对磁铁矿进行简单的磁分离，即可将磁铁矿品位提高到 62.5% 至 64.5%。磁铁矿生产成本与国内外铁矿山相比有较大优势，会为公司贡献稳定的盈利。

**蛭石龙头地位稳固。**PC 蛭石矿作为南非主要出产蛭石的矿区，是世界前三大蛭石矿，蛭石产量占全球份额的 1/3 左右，由于 PC 蛭石矿优质的品位和质量，PC 和下游蛭石客户建立了牢固的供应关系，长期向欧洲和亚洲客户出口供应蛭石。

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测假设与业务拆分

我们预计公司 2023-25 年营业收入分别为 49.45、59.43、69.89 亿元，同比增速分别为-2.1%、20.18%、17.59%。具体拆分来看，河钢资源收入主要为铁精粉、铜产品、蛭石及其他业务：

- (1) **铁精粉方面**，我们预计公司铁精粉销量有望逐步恢复，铁矿价格有望保持坚挺，则铁精粉收入 2023-25 年分别为 31.96、36.55、40.74 亿元，同比增速分别为-10.43%、14.38%、11.46%。
- (2) **铜产品方面**，随着铜二期项目投产，我们预计公司铜产品销量有望提升，价格有望保持坚挺，则铜产品收入 2023-25 年分别为 12.25、16.58、22.84 亿元，同比增速分别为 25.94%、35.38%、37.78%。
- (3) **蛭石方面**，我们预计公司蛭石销量有望稳步增长，蛭石价格有望保持坚挺，则蛭石收入 2023-25 年分别为 4.05、5.10、5.10 亿元，同比增速分别为 2.16%、26%、0%。
- (4) **其他方面**，我们预计营收 2023-25 年均为 1.2 亿元。

从毛利率角度看，我们预计公司的整体毛利率 2023-25 年毛利率分别为 64.73%、67.58% 和 69.03%。

**表2：公司营业收入测算**

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>铁精粉收入 (万元)</b>	356789.92	319571.89	365535.30	407442.84
<b>铁精粉销量 (万吨)</b>	762.50	744.89	860.00	950.00
<b>铁精粉单价 (元/吨)</b>	467.92	429.02	425.04	428.89
<b>铜产品收入 (万元)</b>	97227.85	122453.27	165772.42	228393.74
<b>铜产品销量 (万吨)</b>	2.24	2.61	3.44	4.67
<b>铜产品单价 (元/吨)</b>	43405.29	46909.95	48241.36	48877.28
<b>蛭石收入 (万元)</b>	39644.52	40500.00	51030.00	51030.00
<b>蛭石销量 (万吨)</b>	15.25	15.00	18.90	18.90
<b>蛭石单价 (元/吨)</b>	2599.47	2700.00	2700.00	2700.00
<b>其他收入 (万元)</b>	11648.13	12000.00	12000.00	12000.00
<b>总收入 (万元)</b>	505310.42	494525.15	594337.72	698866.58

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

(注：2022 年单价由当年度“收入/销量”测算，23E-25E 为假设值)

## 4.2 估值分析与投资建议

根据公司的业务属性，我们选择同为铁矿行业的海南矿业和安宁股份作为可比公司，截至 2023 年 9 月 5 日收盘数据，可比公司对应 2023-25 年平均 PE 分别为 16x、12x 和 9x。河钢资源铁精粉销量有望逐步恢复，且铜矿产能逐步释放，我们预计公司 2023-25 年将实现归母净利润 8.50/10.74/13.23 亿元，对应 9 月 5 日收盘价，PE 分别为 13、10 和 8 倍，低于可比公司平均水平，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表3：可比公司估值预测

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
002978.SZ	安宁股份*	34.49	2.73	2.72	3.09	3.99	13	13	11	9
601969.SH	海南矿业*	6.75	0.30	0.34	0.5	0.76	23	20	14	9
均值							18	16	12	9
000923.SZ	河钢资源	16.79	1.02	1.30	1.65	2.03	16	13	10	8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

(注：股价为 2023 年 09 月 05 日收盘价；带\*数据采用 Wind 一致预期)

## 5 风险提示

**1) 南非社会风险。**社区高失业率及安全保障堪忧，南非经济发展动力不足，Eskom 限电危机以及暴雨导致的洪灾进一步削弱了南非经济。经济低迷，导致就业岗位严重不足，进一步拉高了社会失业率，当地社区的失业率更是雪上加霜，可能会导致社区局势失控。

**2) 下游需求不及预期。**房地产拿地和新开工数据未见回暖，同时由于地方政府债务高企以及优质项目稀缺，基建投资增速可能不及预期。同时经济转型调整压力仍在，下游企业发展增速不达预期影响需求。

**3) 产能不及预期。**若公司在建产能投产、达产进度不及预期，可能导致产销量增长不及预期，进而影响公司盈利情况。

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>5053</b>	<b>4945</b>	<b>5943</b>	<b>6989</b>
营业成本	1783	1744	1927	2164
营业税金及附加	12	12	14	17
销售费用	1657	1488	1788	2103
管理费用	478	428	514	604
研发费用	0	0	0	0
EBIT	1110	1269	1696	2096
财务费用	-146	-339	-329	-393
资产减值损失	-4	-16	-13	-13
投资收益	12	10	12	15
<b>营业利润</b>	<b>1302</b>	<b>1603</b>	<b>2024</b>	<b>2491</b>
营业外收支	-9	-5	-4	-3
<b>利润总额</b>	<b>1293</b>	<b>1598</b>	<b>2020</b>	<b>2488</b>
所得税	326	418	528	651
净利润	967	1180	1492	1838
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>666</b>	<b>850</b>	<b>1074</b>	<b>1323</b>
EBITDA	1285	1444	1914	2388

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	4788	5787	7063	8680
应收账款及票据	987	837	1007	1185
预付款项	33	19	21	24
存货	664	568	630	709
其他流动资产	159	161	172	183
<b>流动资产合计</b>	<b>6631</b>	<b>7372</b>	<b>8893</b>	<b>10780</b>
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1038	991	1524	2003
无形资产	593	592	590	588
<b>非流动资产合计</b>	<b>8809</b>	<b>8974</b>	<b>8827</b>	<b>8628</b>
<b>资产合计</b>	<b>15440</b>	<b>16346</b>	<b>17720</b>	<b>19408</b>
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	619	590	652	732
其他流动负债	217	210	243	279
<b>流动负债合计</b>	<b>835</b>	<b>800</b>	<b>894</b>	<b>1011</b>
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	2675	2674	2674	2676
<b>非流动负债合计</b>	<b>2675</b>	<b>2674</b>	<b>2674</b>	<b>2676</b>
<b>负债合计</b>	<b>3511</b>	<b>3474</b>	<b>3568</b>	<b>3687</b>
股本	653	653	653	653
少数股东权益	2973	3304	3722	4236
<b>股东权益合计</b>	<b>11929</b>	<b>12872</b>	<b>14152</b>	<b>15721</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>15440</b>	<b>16346</b>	<b>17720</b>	<b>19408</b>

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
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-23.05	-2.13	20.18	17.59
EBIT 增长率	-58.58	14.38	33.62	23.60
净利润增长率	-48.80	27.56	26.41	23.16
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	64.72	64.73	67.58	69.03
净利润率	13.19	17.19	18.08	18.93
总资产收益率 ROA	4.32	5.20	6.06	6.82
净资产收益率 ROE	7.44	8.88	10.30	11.52
<b>偿债能力</b>				
流动比率	7.94	9.21	9.94	10.66
速动比率	6.98	8.34	9.10	9.83
现金比率	5.73	7.23	7.90	8.58
资产负债率 (%)	22.74	21.25	20.14	19.00
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	71.32	62.10	62.10	62.10
存货周转天数	135.88	120.00	120.00	120.00
总资产周转率	0.34	0.31	0.35	0.38
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.02	1.30	1.65	2.03
每股净资产	13.72	14.66	15.98	17.59
每股经营现金流	1.18	2.43	2.39	3.03
每股股利	0.24	0.33	0.41	0.51
<b>估值分析</b>				
PE	16	13	10	8
PB	1.2	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	4.71	4.20	3.16	2.54
股息收益率 (%)	1.43	1.94	2.45	3.02
<b>现金流量表 (百万元)</b>				
净利润	967	1180	1492	1838
折旧和摊销	176	174	218	292
营运资金变动	-453	213	-158	-161
<b>经营活动现金流</b>	<b>772</b>	<b>1583</b>	<b>1561</b>	<b>1975</b>
资本开支	-905	-415	-83	-104
投资	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-905</b>	<b>-341</b>	<b>-70</b>	<b>-89</b>
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-294</b>	<b>-343</b>	<b>-214</b>	<b>-269</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-104</b>	<b>999</b>	<b>1276</b>	<b>1617</b>

## 插图目录

图 1：公司 2023H1 营业收入同比-15.60%	3
图 2：公司 2023H1 归母净利润同比-13%	3
图 3：公司 2023Q2 营业收入同比-0.04%	3
图 4：公司 2023Q2 归母净利润同比+31.0%	3
图 5：磁铁矿销量（单位：万吨）	4
图 6：铜产品及蛭石销量（单位：万吨）	4
图 7：LME 铜价格（美元/吨）	4
图 8：铁矿石价格指数（美元/吨）	4
图 9：铜、磁铁矿及总毛利率情况	5
图 10：公司分产品营收占比	5
图 11：2023H1 公司毛利率持续回落	5
图 12：公司分季度毛利率变化情况	5
图 13：2023H1 公司期间费用率同比降低	6
图 14：2023Q2 业绩环比变化拆分（单位：万元）	6
图 15：2023Q2 业绩同比变化拆分（单位：万元）	6

## 表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1：铜二期建设项目进度	7
表 2：公司营业收入测算	8
表 3：可比公司估值预测	9
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。	<b>公司评级</b>	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
	<b>行业评级</b>	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