

► **公司发布公告收购母公司旗下西岭金矿探矿权。**公司2024年1月26日发布公告，拟收购控股股东山东黄金集团全资子公司山东黄金地质矿产勘查有限公司所持山东省莱州市西岭村金矿勘探探矿权，作价人民币103.3亿元，首次支付转让共计67.1亿元，以现金方式在合同生效后一年内支付完毕，其余37.2亿由双方另行协商支付方式。西岭金矿探矿权目前尚未生产，待本次收购完成后，西岭金矿探矿权将与三山岛金矿现有矿权整合为新的采矿权并统一开发利用，三山岛金矿目前为在产矿山，在资源整合期间将继续保持正常生产。

► **西岭金矿资源丰厚优质，投产后年产量超13吨。**根据评估报告显示，截至2023年10月31日，西岭金矿探矿权范围内保有黄金资源量592吨、平均品位4.02克/吨，伴生银资源量591吨，平均品位4.08克/吨，黄金资源储量雄厚。该矿山基建期为7年，首期、中期、后期生产能力均为330万/吨，入选矿石品位为4.33g/t，选矿回收率为96.08%，返金率为97.5%，项目投产后成品金产能约为13.4吨/年，服务年限为36年。西岭金矿按照矿石量计算，吨矿采选总成本约为460元/吨，吨矿经营成本为389元/吨，折合到金金属量计算，黄金的克金总成本仅为113元/克，克金经营成本仅为96元/克，成本优势显著，赋予矿山天然的强盈利能力。

► **对比同期金矿收购项目，收购价格较为公允。**本次收购的定价基础为标的矿权评估价值扣减标的矿权应缴纳的出让收益的折现值，根据评估结果西岭金矿探矿权单独评估价值为110.3亿元，扣减出让收益折现值6.9亿元后，收购价格为103.3亿元，通过计算近期行业黄金矿权收购的单位资源对价比较，此次收购矿权的单位资源量的价格更低，原因部分在于本次收购的对象为探矿权，尚未完成探转采权证办理，但考虑到该矿山未来资源开发确定性较强，本次收购对价或较为合理公允。

► **业绩承诺保障股东利益，产储量将大幅提升。**黄金地勘公司对于本次交易的盈利承诺为2031年度至2033年度实现的、扣除预计缴纳的出让收益且不考虑矿业权摊销后的净利润分别为不低于23.02亿元、23.01亿元、22.94亿元，若提前投产，则盈利承诺期相应提前。此次收购符合山东省政府对于金矿矿产资源整合的整体批复要求，将加速推进旗下位于三山岛金矿成矿带上相关矿权整合工作，将带来山东黄金产量、储量的大幅度提升，巩固行业龙头地位。

► **盈利预测及投资建议：**我们预计2023-2025年归母净利润分别为20.56/29.24/35.88亿元，对应2024年1月30日收盘价的PE分别为45/31/26倍，考虑到公司作为国内黄金龙头企业，西岭金矿注入后有望进一步释放产量潜力，未来成长性打开，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**金价波动风险、安全生产风险、产能建设不及预期的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	50,306	56,668	63,596	66,022
增长率(%)	48.2	12.6	12.2	3.8
归属母公司股东净利润(百万元)	1,246	2,056	2,924	3,588
增长率(%)	743.2	65.0	42.2	22.7
每股收益(元)	0.28	0.46	0.65	0.80
PE	74	45	31	26
PB	2.8	2.6	2.5	2.3

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为2024年1月30日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格:

20.56元



分析师 邱祖学

执业证书: S0100521120001

邮箱: qiuzuxue@mszq.com

分析师 张建业

执业证书: S0100522080006

邮箱: zhangjianye@mszq.com

相关研究

- 山东黄金(600547.SH) 2023年三季度点评: 业绩同比增长, 黄金龙头坐享金价上行-2023/10/31
- 山东黄金(600547.SH) 2023年中报点评: 业绩同比大幅增长, 增储、并购收获丰富-2023/09/08
- 山东黄金(600547.SH) 2023年中报业绩预告点评: 业绩同比增长, 黄金龙头坐享金价弹性-2023/07/18
- 山东黄金(600547.SH) 2022年年报点评: 经营恢复业绩回升, 黄金龙头未来可期-2023/04/03
- 山东黄金深度报告: 黄金龙头, 乘金价上行东风-2023/03/15

目录

1 西岭金矿资源优质，年产量超过 13 吨	3
2 对比同期收购项目，收购价格较为公允	6
3 业绩承诺保障股东利益，产储量将大幅提升	6
4 盈利预测及投资建议	8
5 风险提示	9
插图目录	11
表格目录	11

公司 2024 年 1 月 26 日发布公告，拟收购控股股东山东黄金集团全资子公司山东黄金地质矿产勘查有限公司所持山东省莱州市西岭村金矿勘探探矿权，作价人民币 103.3 亿元，首次支付转让共计 67.1 亿元，以现金方式在合同生效后一年内支付完毕，其余 37.2 亿由双方另行协商支付方式。西岭金矿探矿权目前尚未生产，待本次收购完成后，西岭金矿探矿权将与公司全资子公司山东黄金矿业(莱州)有限公司所属的三山岛金矿现有矿权整合为新的采矿权并统一开发利用，三山岛金矿目前为在产矿山，在资源整合期间将继续保持正常生产。

1 西岭金矿资源优质，年产量超过 13 吨

西岭金矿为世界级大型金矿，与三山岛金矿具有协同效应。胶东西北部地区的控矿断裂体系主要包括三山岛—仓上断裂带、焦家—新城断裂带、招远—平度断裂带，该地区的大型—超大型金矿床几乎都产在这 3 条主控矿断裂带内，断裂构造系统不仅为成矿流体提供了通道，也是矿体的主要赋存部位，而且是形成大型—超大型矿床的关键性因素，西岭金矿的矿床位于三山岛—仓上断裂带，该断裂同时控制着三山岛北部海域（超大型）、三山岛（超大型）、新立（超大型）和仓上（大型）金矿床。

西岭金矿相邻于三山岛金矿的东侧，为三山岛金矿矿体沿走向和倾向的延伸部位，具备矿权整合的可行性，能够实现地域上的集中，整合完成后，西岭金矿探矿权与三山岛金矿采矿权合并为一宗矿权，西岭金矿的资源优势可借助三山岛金矿现有基建及采选系统、工程设施和人员配置得以充分发挥，实现集约化开采并降低开采成本，提高资源利用效率，增强公司的盈利能力。

图1：西岭金矿区域地质简图



资料来源：山东黄金地质矿产勘查有限公司，民生证券研究院

西岭金矿资源量储量丰富，黄金品位高。资源量大、经济性好是西岭金矿的最大特点之一，其主要矿体控制最大走向长 1996 米、最大延深 2057 米，矿体最大

厚度可达 62.35 米,西岭金矿探矿权范围内保有黄金资源量 592 吨、平均品位 4.02 克/吨,此外伴生银资源量 591 吨,平均品位 4.08 克/吨。

表1: 西岭金矿资源量情况

品种	项目	保有资源量 (探明+控制+推断)	可采储量
Au	矿石量 (万吨)	14727.87	10353.86
	金属量 (吨)	592.19	443.98
	平均品位 (克/吨)	4.02	4.64
伴生 Ag	矿石量 (万吨)	14499.37	
	金属量 (吨)	590.85	
	平均品位 (克/吨)	4.08	

资料来源: wind, 民生证券研究院;

西岭金矿产能潜力大, 盈利前景广阔。根据《可研报告》设计, 投资方面, 该项目原有固定资产 14.69 亿元, 后续追加一期上部固定资产投资 33.87 亿元, 一期下部固定资产投资 5.37 亿元, 二期追加固定资产投资 10.65 亿元, 无形资产投资利用原有 2307.07 万元, 新增 848 万元, 后续追加投资额合计约为 50 亿元。

西岭金矿矿山产品方案为成品金, 首期、中期、后期生产能力均为 330 万/吨, 入选矿石品位为 4.33g/t, 选矿回收率为 96.08%, 返金率为 97.5%, 项目成品金产能约为 13.4 吨/年, 理论服务年限为 36 年。西岭金矿矿山单体产量较大, 且服务年限较长。西岭金矿吨矿总成本为 459.59 元/吨, 经营成本为 389 元/吨折合到黄金产量计算, 克金总成本仅为 113 元/克, 经营成本仅为 96 元/克, 成本优势显著。

表2: 西岭金矿规划生产数据

指标名称	指标单位	指标值
生产规模	万吨/年	330
理论服务年限	年	36
矿石贫化率	%	8
返金率	%	97.5
选矿回收率	%	96.08
折现率	%	8.4
成品金年产量	吨	13.4
平均品位	克/吨	4.33

资料来源: wind, 民生证券研究院;

表3: 西岭金矿规划成本数据

指标名称	指标单位	指标值
吨矿总成本费用	元/吨	459.59
吨矿经营成本	元/吨	389
克金总成本费用	元/克	113
克金经营成本	元/克	96

资料来源: wind, 民生证券研究院

根据西岭金矿探矿权评估报告，本次评估假设的黄金价格假设参考近 5 年上海黄金交易所公布的黄金价格均价进行调整，近 5 年均价为 376.14 元/g，根据三山岛金矿的《金精矿金、金精矿银购买合同》，按上海黄金交易所现货 (Au9995 与 Au9999) 累计年均价下浮 6.69 元/克，因此黄金的销售价格为 369.45 元/g，同理若按照 1 月 26 日上海黄金交易所金价 479 元/克参考，减去均价下浮后得到的销售价格为 472.31 元/克。

结合报告资料，若根据评估报告的金价假设，未来西岭金矿投产后每年可贡献税后净利润 24.16 亿元，按照近期 2024 年 1 月 26 日的收盘价假设，每年可贡献税后净利润 34.05 亿元，考虑到未来金价中枢有望上移，西岭金矿盈利前景广阔。

表4：西岭金矿利润测算（单位：万元）

项目	接近 5 年均价估算	按近期金价估算
黄金价格 (元)	376.14	479
产品产量 (吨)	13.39	
销售收入 (万元)	494545.77	632234.17
总成本		
直接材料		23721.00
直接燃料		1061.00
直接动力		18582.00
职工薪酬		18270.00
折旧费		18669.06
修理费		7767.00
其他制造费用		12873.00
无形资产摊销费		291.61
其他管理费用		44880.00
销售费用		1230.00
财务费用		4599.48
税前净利润 (万元)	342882.51	480570.91
资源税 (4.2%)	20770.92	26553
企业所得税 (25%)	80527.90	113504.27
净利润 (万元)	241583.69	340512.80

资料来源：公司公告，民生证券研究院；（注：表中“近期金价”为 2024 年 1 月 26 日 Au9999 黄金现货收盘价）

2 对比同期收购项目，收购价格较为公允

本次收购的西岭金矿的金矿矿权为探矿权，收购对价较为合理。本次收购的定价基础为标的矿权评估价值扣减标的矿权应缴纳的出让收益的折现值。根据评估结果西岭金矿探矿权单独评估价值为 110.3 亿元，根据财政部自然资源部税务总局《关于印发〈矿业权出让收益征收办法〉的通知》，金矿选矿产品需以销售收入的 2.3%按年缴纳采矿权出让收益，按照本次预测未来收入计算未来年度需缴纳采矿权收益合计 35.3 亿元，以本次评估折现率折现值为 6.9 亿元，因此扣除出让收益后的收购定价为 103.3 亿元。

通过计算近期行业矿权收购的单位资源估值比较，本次山东黄金收购西岭金矿的收购对价约为 0.17 亿元/吨，参考紫金矿业参股海域金矿（0.24 亿元/吨）、山东黄金收购大桥金矿（0.27 亿元/吨）、中金黄金收购纱岭金矿（0.29 亿元/吨）等项目的资源对价，此次收购金矿权的单位资源量估值更低，一方面原因在于本次收购的对象为探矿权，尚未完成探转采，但考虑到未来资源开发确定性较强，本次收购对价较为合理公允。

表5：近期金矿收购项目横向对比

收购方	被收购方	公告时间	权益比例 (%)	收购价格 (亿元)	矿权类型	资源量 (吨)	收购对价 (亿元/吨)
山东黄金	西岭金矿	2024.1.27	100%	103.3	探矿权	592.2	0.17
中金黄金	纱岭金矿	2023.5.31	44%	48.6	采矿权	373.1	0.29
山东黄金	大桥金矿	2023.5.25	100%	8.7	采矿权	32	0.27
紫金矿业	海域金矿	2022.10.13	30%	39.8	采矿权	562.4	0.24

资料来源：wind，民生证券研究院

3 业绩承诺保障股东利益，产储量将大幅提升

业绩承诺目标高远，体现出矿山较强盈利潜力。黄金地勘为西岭金矿未来业绩作出业绩承诺，根据《矿权评估报告》，西岭金矿探矿权转为采矿权，并完成项目建设后，于 2031 年开始能够达产并稳定贡献利润，黄金地勘承诺 2031 年度至 2033 年度实现的、扣除预计缴纳的出让收益且不考虑矿业权摊销后的净利润分别为不低于 23.02 亿元、23.01 亿元、22.94 亿元，若相应会计年度累计实现的净利润数低于承诺净利润数，则黄金地勘向山东黄金做出补偿，若提前投产，则盈利承诺期相应提前，以完全达产后的第一个完整会计年度作为承诺期的第一年。

落实山东省矿权整合整体批复要求，增产增储大幅迈进。山东黄金此次收购符合山东省政府对于金矿矿产资源整合的整体批复要求，本次收购加速推进旗下位于三山岛金矿成矿带上相关矿权整合工作，确保西岭金矿探矿权尽快注入公司。

西岭金矿探矿权是目前为止国内探获的最大（世界级巨型）单体金矿床，资源储量丰富，并入后有利于进一步增加公司的黄金资源储量，扩大公司的生产规模，

根据 2022 年年报, 公司 2022 年黄金产量为 38.7 吨, 西岭金矿投产后产量约占 2022 年黄金产量比例为 34.6%, 2022 年黄金资源量约为 1431.4 吨, 西岭金矿资源量占公司 2022 年底资源量比例为 41.4%, 此次并购将带来山东黄金产量、储量未来大幅提升。

表6: 公司矿产黄金产量情况 (单位: 吨)

矿山	2018	2019	2020	2021	2022
三山岛金矿	7.0	7.2	7.1	2.7	5.5
焦家金矿	7.2	7.4	7.5	4.6	10
新城金矿	4.2	4.3	4.5	2.2	5.7
玲珑金矿	4.5	4.1	3.8	1.0	1.1
归来庄金矿	1.2	1.3	0.8	0.2	0.8
金洲金矿	1.1	0.8	1.3	1.0	1.1
青岛金矿	1.6	1.7	1.4	2.0	2.0
蓬莱金矿	0.8	1.4	0.9	0.1	0.2
沂南金矿	0.5	0.4	0.4	0.3	0.4
柴矿公司	1.1	1.3	1.4	1.6	1.7
福建源鑫金矿	0.8	0.6	0.5	0.5	0.3
西和中宝金矿	0.6	0.7	0.8	1.0	1
新疆金川金矿				2.4	2.7
加纳卡蒂诺金矿					
贝拉德罗矿	8.7	8.5	7.0	5.4	6.1
总计	39.3	39.6	37.4	24.8	38.7

资料来源: Wind, 民生证券研究院;

表7: 公司矿产资源量情况 (截至 2022 年 12 月 31 日)

矿山	储量品位 (克/吨)	金属量 (吨)
三山岛金矿	3.07	146.58
焦家金矿	3.37	350.52
新城金矿	3.38	200.71
玲珑金矿	2.87	157.56
归来庄金矿	3.52	8.79
金洲金矿	3.12	12.67
鑫汇公司	3.67	36.58
蓬莱金矿	7.25	14.42
沂南金矿	1.57	9.48
山东省	3.21	943.7
赤峰柴矿	3.01	7.43
福建源鑫金矿	4.82	2.65
西和中宝金矿	2.28	30.86
新疆金川	0.91	40.46
省外合计	1.33	81.40
中国小计	2.89	1025.1
贝拉德罗矿	0.68	188.18
卡蒂诺	1.12	218.1

总计	1.73	1431.4
----	------	--------

资料来源: wind, 民生证券研究院;

4 盈利预测及投资建议

我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 20.56/29.24/35.88 亿元, 对应 2024 年 1 月 29 日收盘价的 PE 分别为 45/31/26 倍, 考虑到公司作为国内黄金龙头企业, 西岭金矿注入后有望进一步释放产量潜力, 未来成长性打开, 维持“推荐”评级。

5 风险提示

1) 金价波动风险: 自产金是公司的主要产品, 黄金价格波动给公司经营效益带来较大不确定性, 黄金价格下跌将大幅影响公司利润。

2) 安全生产风险: 安全事故导致公司减产甚至停产, 会对公司生产、经营及公司声誉造成较大影响。

3) 产能建设不及预期的风险: 本次收购为探矿权, 尚未取得采矿权证, 后续存在探转采进度不及预期和项目建设不及预期等风险。

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	50,306	56,668	63,596	66,022
营业成本	43,212	47,737	52,326	53,550
营业税金及附加	822	737	954	990
销售费用	176	283	318	330
管理费用	2,316	3,400	3,816	3,961
研发费用	400	453	509	528
EBIT	3,279	4,057	5,673	6,662
财务费用	1,047	1,144	1,379	1,386
资产减值损失	-1	0	0	0
投资收益	78	85	0	0
营业利润	2,102	3,045	4,332	5,315
营业外收支	-96	0	0	0
利润总额	2,006	3,045	4,332	5,315
所得税	583	761	1,083	1,329
净利润	1,423	2,284	3,249	3,986
归属于母公司净利润	1,246	2,056	2,924	3,588
EBITDA	6,531	8,245	10,068	11,391

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	9,634	15,498	19,846	25,129
应收账款及票据	195	165	174	181
预付款项	824	955	1,047	1,071
存货	4,092	3,924	4,301	4,401
其他流动资产	6,729	7,158	7,539	7,672
流动资产合计	21,475	27,699	32,907	38,455
长期股权投资	1,989	2,009	2,009	2,009
固定资产	30,712	32,450	33,386	33,683
无形资产	19,373	19,473	19,523	19,523
非流动资产合计	69,246	71,835	71,641	71,111
资产合计	90,722	99,534	104,547	109,566
短期借款	6,614	7,914	7,914	7,914
应付账款及票据	7,193	4,970	5,448	5,575
其他流动负债	20,853	19,503	19,013	19,141
流动负债合计	34,661	32,387	32,375	32,630
长期借款	13,548	22,548	24,548	25,548
其他长期负债	5,816	5,842	5,842	5,842
非流动负债合计	19,365	28,391	30,391	31,391
负债合计	54,025	60,777	62,765	64,021
股本	4,473	4,473	4,473	4,473
少数股东权益	3,819	4,048	4,373	4,771
股东权益合计	36,696	38,757	41,782	45,545
负债和股东权益合计	90,722	99,534	104,547	109,566

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	48.24	12.65	12.22	3.81
EBIT 增长率	595.45	23.72	39.83	17.42
净利润增长率	743.23	64.99	42.25	22.69
盈利能力 (%)				
毛利率	14.10	15.76	17.72	18.89
净利润率	2.83	4.03	5.11	6.04
总资产收益率 ROA	1.37	2.07	2.80	3.27
净资产收益率 ROE	3.79	5.92	7.82	8.80
偿债能力				
流动比率	0.62	0.86	1.02	1.18
速动比率	0.48	0.70	0.85	1.01
现金比率	0.28	0.48	0.61	0.77
资产负债率 (%)	59.55	61.06	60.04	58.43
经营效率				
应收账款周转天数	1.02	1.00	1.00	1.00
存货周转天数	34.57	30.00	30.00	30.00
总资产周转率	0.55	0.57	0.61	0.60
每股指标 (元)				
每股收益	0.28	0.46	0.65	0.80
每股净资产	7.35	7.76	8.36	9.11
每股经营现金流	0.66	2.23	1.87	2.32
每股股利	0.07	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	74	45	31	26
PB	2.8	2.6	2.5	2.3
EV/EBITDA	15.82	13.07	10.47	8.88
股息收益率 (%)	0.34	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	1,423	2,284	3,249	3,986
折旧和摊销	3,251	4,188	4,394	4,730
营运资金变动	-2,249	2,296	-871	-9
经营活动现金流	2,972	9,978	8,384	10,391
资本开支	-4,005	-6,757	-4,200	-4,200
投资	-134	-40	0	0
投资活动现金流	-5,251	-6,708	-4,200	-4,200
股权募资	6,235	0	0	0
债务募资	8,040	9,326	2,000	1,000
筹资活动现金流	5,462	2,593	164	-908
现金净流量	3,228	5,863	4,349	5,283

插图目录

图 1: 西岭金矿区域地质简图	3
-----------------------	---

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 西岭金矿资源量情况	4
表 2: 西岭金矿规划生产数据	4
表 3: 西岭金矿规划成本数据	4
表 4: 西岭金矿利润测算 (单位: 万元)	5
表 5: 近期金矿收购项目横向对比	6
表 6: 公司矿产黄金产量情况 (单位: 吨)	7
表 7: 公司矿产资源量情况 (截至 2022 年 12 月 31 日)	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。	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