

## 当前时点怎么看铜价上行的成本冲击？

2024年03月29日

➤ **减产预期下铜价短期快速上行。**据中国有色金属协会官网，3月13日，中国有色金属工业协会在北京组织召开铜冶炼企业座谈会，国内19家铜冶炼企业主要负责人参会。与会企业在调整冶炼生产节奏、严控铜冶炼产能扩张等方面达成共识。受供给端冶炼厂联合减产影响，2024年3月以来铜价快速上涨，沪铜价格最高涨至73029元/吨，创近22个月以来新高，LME铜价最高至9089美元/吨，创造近两年新高。近期铜价的快速上行，使得市场比较担忧成本端压力对于白电龙头公司盈利的影响。

➤ **历史复盘：原材料价格上涨对白电龙头盈利能力冲击几何。**2009年以来，大宗原材料有三轮上涨周期，分别发生在09Q1-11Q1、16Q1-17Q4和20Q3-22Q1。通过历史复盘发现，原材料价格上涨周期，毛利率存在一定的压力，但调整幅度远低于原材料上涨幅度，且净利率下滑压力显著低于毛利率。

➤ **股价复盘：**从股价表现来看，三轮原材料价格上涨期间，无论从绝对收益还是相对收益的角度去看，三大白电龙头整体取得较为不错的表现，原材料价格对三大白电龙头股价表现影响有限。主要原因是家电龙头的股价更多受大盘风格及自身基本面的影响，09、10年家电刺激政策对于需求的拉动使得板块基本面不断向好，16年蓝筹行情叠加炎夏、渠道补库存带动家电需求旺盛，20年出口高景气+内销龙头份额进一步提升也带动大家电需求逐步修复，21年由于原材料上涨、海运紧张、内需疲软下板块表现承压明显，白电龙头绝对收益及相对收益在这个阶段表现也较为低迷。

➤ **投资建议：**总体而言，原材料涨价周期中，成本上行对家电企业毛利率有一定影响，净利率波动则明显小于毛利率。此外，原材料价格企稳后竞争格局会进一步优化，龙头企业成本控制和优化经营效率的能力进一步提升。从股价层面来看，家电龙头股价更多还是受到大盘风格及自身基本面的影响，原材料涨价可能引发短期市场担忧，但从季度维度来看，对股价相对收益表现影响很小。站在当前时点，家电板块估值仍处于历史低位，兼具高股息率优势，政策预期积极向好，推荐海尔智家、海信家电、海信视像、奥马电器，建议关注美的集团、格力电器、长虹美菱。

➤ **风险提示：**主要原材料价格波动的风险、销售不及预期风险、地产恢复不及预期。

### 重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			评级
			2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
000333	美的集团	64.22	4.22	4.8	5.31	15	13	12	/
600690	海尔智家	24.95	1.58	1.80	2.03	16	14	12	推荐
000651	格力电器	39.31	4.35	4.91	5.32	9	8	7	/
000921	海信家电	30.42	1.05	2.02	2.35	29	15	13	推荐
600060	海信视像	23.91	1.28	1.58	1.83	19	15	13	推荐
000521	长虹美菱	9.29	0.24	0.68	0.81	39	14	11	/
002668	奥马电器	7.88	0.39	0.67	0.77	20	12	10	推荐

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年03月29日收盘价；未覆盖公司数据采用wind一致预期）

## 推荐

维持评级



**分析师 汪海洋**

执业证书：S0100522100003

邮箱：wanghaiyang@mszq.com

**分析师 王刚**

执业证书：S0100522020001

邮箱：wanggang\_yjy@mszq.com

### 相关研究

1. 家电行业周报 20240317：海信视像发布 A I 全场景新品-2024/03/17
2. 家电行业动态报告：历史视角下看新一轮“以旧换新”-2024/03/13
3. 家电行业深度报告：Mini LED 电视放量前夕，市场空间几何？-2024/03/06
4. 家电行业周报 20240225：空调3月排产延续高增，5年期 LPR 下调-2024/02/25
5. 家电行业周报 20240129：空调2月排产发布，2023M12 热泵出口降幅缩窄-2024/01/29

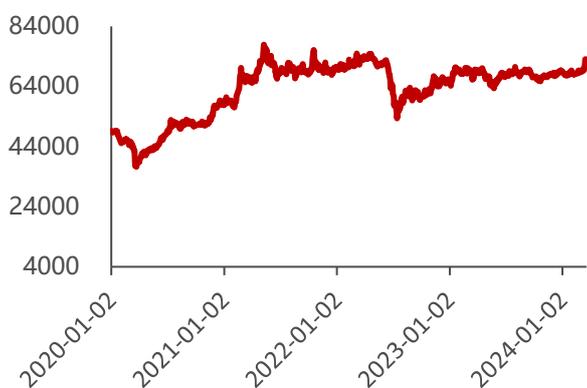
# 目录

<b>1 减产预期下铜价短期快速上行</b>	<b>3</b>
<b>2 历史复盘：原材料价格上涨对白电龙头盈利能力冲击几何</b>	<b>4</b>
2.1 毛利率受成本冲击有一定影响	4
2.2 净利率承压显著小于毛利率	7
<b>3 股价复盘：上两轮原材料价格上涨期间白电龙头股价表现</b>	<b>10</b>
<b>4 投资建议</b>	<b>12</b>
<b>5 风险提示</b>	<b>13</b>
<b>插图目录</b>	<b>14</b>
<b>表格目录</b>	<b>14</b>

## 1 减产预期下铜价短期快速上行

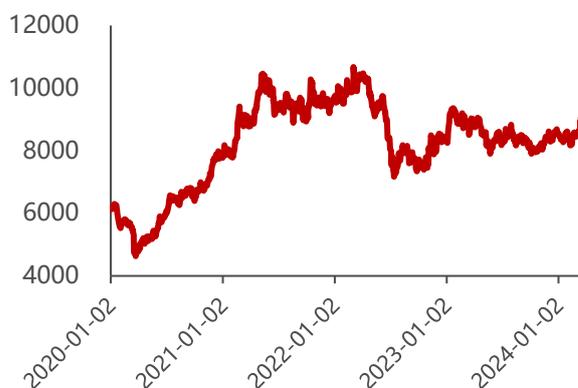
据中国有色金属协会官网，3月13日，中国有色金属工业协会在北京组织召开铜冶炼企业座谈会，国内19家铜冶炼企业主要负责人参会。与会企业在调整冶炼生产节奏、严控铜冶炼产能扩张等方面达成共识。受供给端冶炼厂联合减产影响，2024年3月以来铜价快速上涨，沪铜价格最高涨至73029元/吨，创近22个月以来新高，LME铜价最高至9089美元/吨，创造近两年新高。

图1：沪铜期货收盘价近几年走势（单位：元/吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

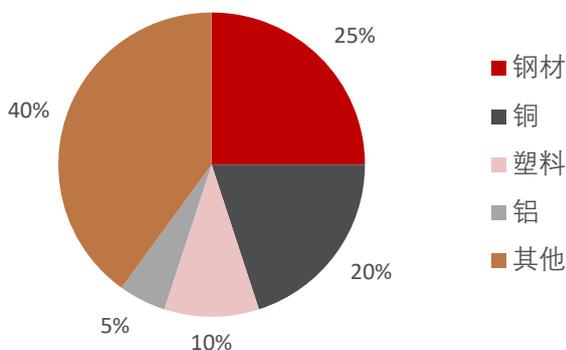
图2：LME铜期货收盘价近几年走势（单位：美元/吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

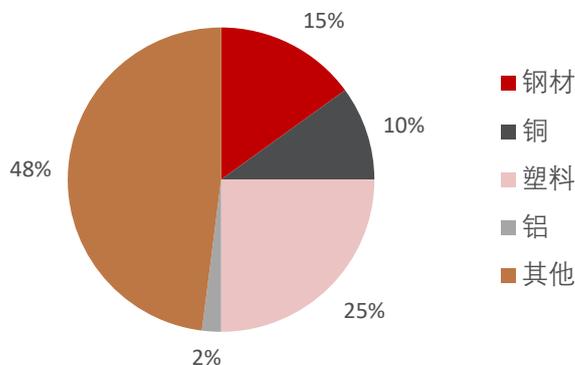
原材料在家电成本中占比高，原材料价格上行会推动成本快速上涨。其中铜、铝、钢材是其主要原材料。近期铜价的快速上行，使得市场比较担忧成本端压力对于白电龙头公司盈利的影响。

图3：空调原材料成本占比



资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

图4：冰箱原材料成本占比

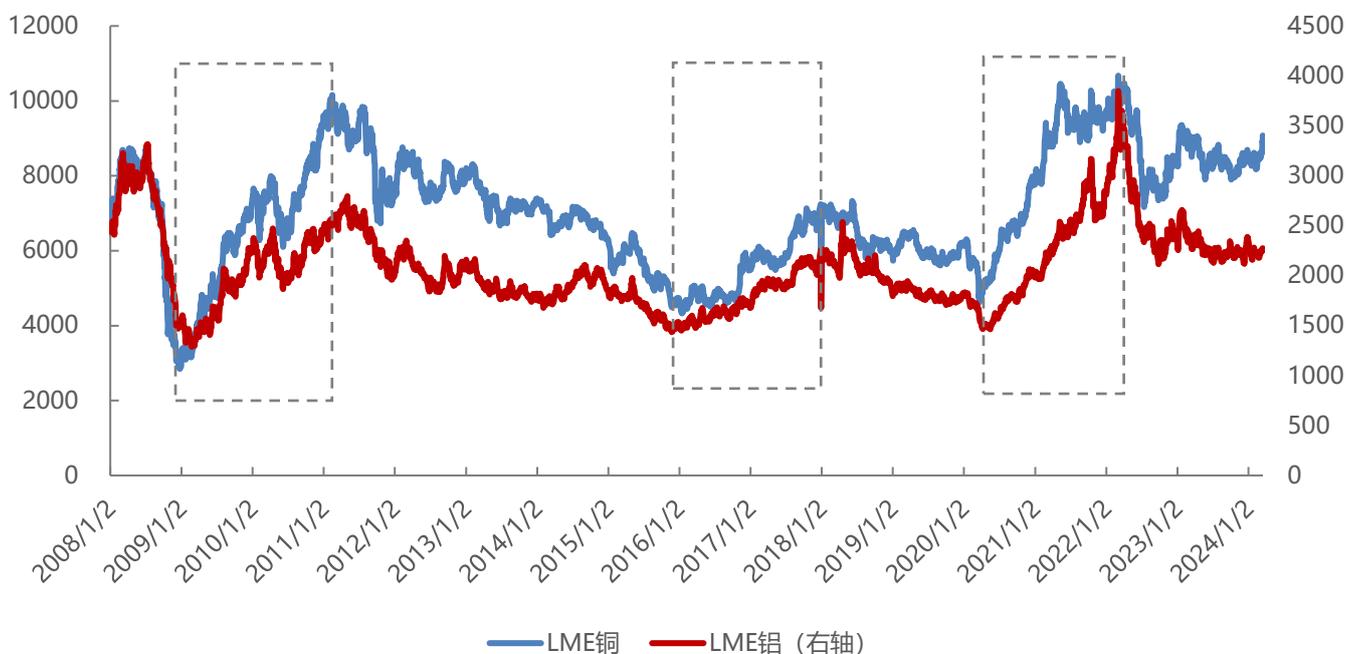


资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

## 2 历史复盘：原材料价格上涨对白电龙头盈利能力冲击几何

一般而言，要准确测算原材料成本上升对于盈利的影响，需要了解厂商的库存水平、套保安排等静态信息，还需要掌握厂商为应对成本上涨提升价格及压缩费用的动态调整。因此，准确预测较难实现。2009年以来，大宗原材料有三轮上涨周期，分别发生在09Q1-11Q1、16Q1-17Q4和20Q3-22Q1。通过历史复盘发现，原材料价格上行周期，毛利率存在一定的压力，但调整幅度远低于原材料上涨幅度，且净利率下滑压力显著低于毛利率。

图5：2008年以来三轮原材料价格上涨（单位：美元/吨）



资料来源：wind，民生证券研究院

### 2.1 毛利率受成本冲击有一定影响

在09Q1-11Q1原材料上涨周期中，我们发现白电龙头毛利率受到了一定的冲击。其中，美的集团、海尔智家单季度毛利率同比跌幅在-6PCT以内。格力电器毛利率单季度最大跌幅为-13.6PCT。

图6: 09Q1-11Q1 白电龙头单季度毛利率变动情况

季度	毛利率同比变动 (pct)		
	美的	格力	海尔
09Q1	1.7	5.9	0.9
09Q2	6.2	8.0	2.6
09Q3	0.7	4.5	11.4
09Q4	4.9	-0.4	-3.4
10Q1	-3.2	-2.7	2.9
10Q2	-5.3	-13.6	-3.0
10Q3	-6.1	0.2	-5.4
10Q4	-2.5	1.8	-4.7
11Q1	-0.4	-5.0	-3.3
11Q2	-1.6	2.1	-1.0
11Q3	6.9	-4.7	2.5
11Q4	1.9	-4.9	2.0

资料来源: wind, 民生证券研究院

在 16Q1-17Q4 原材料上涨周期中, 白电龙头毛利率同样呈现出一定压力, 调整幅度较第一轮有所下降, 单季度最大跌幅-8PCT。从家电龙头年度毛利率变化来看, 第一轮原材料价格上涨对于龙头的毛利率冲击基本在-4PCT 以内, 第二轮的冲击在-2PCT 左右。

图7: 16Q1-17Q4 白电龙头单季度毛利率变动情况

季度	毛利率同比变动 (pct)		
	美的	格力	海尔
16Q1	3.0	1.0	0.9
16Q2	0.6	14.0	1.3
16Q3	2.5	-6.8	1.6
16Q4	1.4	-6.0	7.3
17Q1	-4.8	1.1	1.5
17Q2	-3.2	-8.0	1.1
17Q3	0.1	-1.4	0.1
17Q4	-1.6	9.1	-1.5
18Q1	0.6	-3.5	-1.5
18Q2	3.3	-0.7	-1.0
18Q3	1.9	-0.1	-1.0
18Q4	4.7	-6.8	-5.1

资料来源: wind, 民生证券研究院

在 20Q2-21Q2 原材料上涨周期中,白电龙头毛利率同样呈现出较大压力,格力单季度毛利率最大跌幅-13PCT,美的也有一定调整,海尔受益于自身效率提升毛利率保持稳定。从毛销差角度来看,2021-2022 年白电龙头毛销差略有下滑,但成本回落后 2022 年龙头公司毛销差进一步提升。

**图8: 20Q2-21Q2 白电龙头单季度毛利率变动情况**

	季度	毛利率同比变动 (pct)		
		美的	格力	海尔
第三轮原材料价格上涨	20Q2	-3.2	-13.1	-1.7
	20Q3	-4.7	-8.7	-0.6
	20Q4	-3.4	-2.6	-1.0
	21Q1	-3.4	16.1	2.3
	21Q2	-2.1	6.9	1.0
	21Q3	-2.4	0.7	3.1
	21Q4	0.1	-1.2	2.4
	22Q1	-6.4	-9.7	0.0
	22Q2	-0.8	-0.8	0.1
	22Q3	0.6	1.6	0.2
22Q4	-0.3	2.5	0.6	

资料来源: wind, 民生证券研究院

**图9: 20Q2-21Q2 白电龙头单季度毛销差变动情况**

	季度	毛销差同比变动 (pct)		
		美的	格力	海尔
第三轮原材料价格上涨	20Q2	-1.4	-0.6	-6.6
	20Q3	0.4	-1.0	-3.0
	20Q4	4.8	-2.2	6.5
	21Q1	1.8	-1.4	3.5
	21Q2	2.8	-3.4	2.0
	21Q3	1.4	0.5	1.4
	21Q4	0.4	-0.9	-6.5
	22Q1	0.4	-0.2	1.5
	22Q2	1.0	2.5	4.2
	22Q3	0.9	1.6	2.0
22Q4	-1.0	3.5	0.4	

资料来源: wind, 民生证券研究院

图10: 白电龙头年度毛利率变动情况 (pct)

	美的集团	格力电器	海尔智家
2009A	3.7	5.0	3.3
2010A	-4.4	-3.2	-3.0
2011A	1.0	-3.5	0.2
2012A	3.4	8.2	1.6
2013A	0.7	5.9	0.1
2014A	2.1	3.9	2.2
2015A	0.4	-3.6	0.4
2016A	1.5	0.2	3.1
2017A	-2.3	0.2	0.0
2018A	2.5	-2.6	-2.0
2019A	1.3	-2.6	0.8
2020A	-3.7	-1.4	-0.2
2021A	-2.6	-1.9	1.6
2022A	1.8	1.8	0.1

资料来源: wind, 民生证券研究院

图11: 白电龙头 20-22 年毛销差变动 (pct)

	美的集团	格力电器	海尔智家
2020A	0.6	-1.0	0.0
2021A	-1.3	-0.3	1.5
2022A	1.8	1.9	0.3

资料来源: wind, 民生证券研究院

## 2.2 净利率承压显著小于毛利率

在三轮原材料价格上涨周期中, 净利率承压显著小于毛利率, 保持相对稳定的水平, 且成本企稳后盈利能力实现较快修复。第一轮价格上涨周期, 美的集团和格力电器净利率下滑基本在-1PCT 以内, 海尔智家净利率基本未受到影响, 龙头公司通过控制费用对冲毛利率下滑效果明显。第二轮上涨周期中, 龙头公司同样通过费用项逆周期调节, 费用下行有效起到了对冲成本上涨的作用。整体来看净利率受成本冲击影响明显小于毛利率, 第二轮美的受冲击最大, 净利率单季度极限跌幅在-5PCT 左右, 全年极限跌幅在-2PCT 左右。第三轮上涨周期中, 也呈现同样特征。

图12: 第一轮原材料上涨周期白电龙头单季度净利率变动情况

季度	净利率同比变动 (pct)		
	美的	格力	海尔
09Q1	1.2	2.0	-0.4
09Q2	1.3	2.2	2.1
09Q3	-0.5	2.7	0.0
09Q4	0.9	0.4	2.8
10Q1	-0.1	0.2	1.7
10Q2	0.7	0.0	-1.6
10Q3	2.3	-0.3	1.1
10Q4	1.2	0.7	1.5
11Q1	-1.3	-0.8	0.6
11Q2	-2.3	-0.7	0.7
11Q3	-1.0	-0.3	0.4
11Q4	3.2	-0.9	-0.7

资料来源: wind, 民生证券研究院

图13: 第二轮原材料上涨周期中白电龙头单季度净利率变动情况

季度	净利率同比变动 (pct)		
	美的	格力	海尔
16Q1	2.3	1.5	2.9
16Q2	2.3	1.7	-2.5
16Q3	-0.9	1.1	-3.2
16Q4	-1.7	0.3	-0.1
17Q1	-3.0	0.7	-3.1
17Q2	-4.9	0.5	0.3
17Q3	-1.8	-0.2	1.7
17Q4	-0.3	2.3	-0.3
18Q1	0.3	0.6	0.1
18Q2	0.6	0.3	-0.3
18Q3	0.7	0.3	-0.3
18Q4	0.6	-1.9	-0.4

资料来源: wind, 民生证券研究院

图14: 白电龙头年度净利率变动情况 (pct)

	季度	净利率同比变动 (pct)		
		美的	格力	海尔
第三轮原材料价格上涨	20Q2	-0.4	-6.3	-2.4
	20Q3	-0.7	-4.4	-2.7
	20Q4	1.1	-1.5	-2.6
	21Q1	2.8	14.0	3.9
	21Q2	-0.3	2.7	2.5
	21Q3	-1.9	0.6	2.4
	21Q4	-0.8	0.1	-2.2
	22Q1	-1.2	-5.7	-0.5
	22Q2	0.0	-0.2	0.3
	22Q3	0.2	1.6	0.4
	22Q4	0.1	-0.5	0.5

资料来源: wind, 民生证券研究院

图15: 白电龙头年度净利率变动情况 (pct)

	美的集团	格力电器	海尔智家
2009A	0.7	2.2	0.9
2010A	1.0	0.2	0.5
2011A	-0.9	-0.8	0.3
2012A	1.0	1.1	0.5
2013A	0.9	1.7	1.0
2014A	1.4	1.1	1.1
2015A	1.6	2.6	-0.9
2016A	0.1	1.4	-1.0
2017A	-2.2	0.8	0.1
2018A	0.6	-1.9	-0.4
2019A	0.7	-0.8	0.8
2020A	0.6	-1.2	0.2
2021A	0.7	-1.1	0.0
2022A	-0.7	0.4	0.2

资料来源: wind, 民生证券研究院

### 3 股价复盘：上两轮原材料价格上涨期间白电龙头 股价表现

从股价表现来看，三轮原材料价格上涨期间，无论从绝对收益还是相对收益的角度去看，三大白电龙头整体取得较为不错的表现，原材料价格对三大白电龙头股价表现影响有限。主要原因是家电龙头的股价更多受大盘风格及自身基本面的影响，09、10 年家电刺激政策对于需求的拉动使得板块基本面不断向好，16 年蓝筹行情叠加炎夏、渠道补库存带动家电需求旺盛，20 年出口高景气+内销龙头份额进一步提升也带动大家电需求逐步修复，21 年由于原材料上涨、海运紧张、内需疲软下板块表现承压明显，白电龙头绝对收益及相对收益在这个阶段表现也较为低迷。

图16：三轮原材料价格上涨周期三大白季度股价涨跌幅表现

	季度	绝对收益		
		美的	格力	海尔
第一轮原材料价格上涨	09Q1	26.3%	35.8%	10.8%
	09Q2	39.5%	21.8%	34.9%
	09Q3	19.3%	4.7%	18.2%
	09Q4	39.3%	33.2%	59.0%
	10Q1	-4.1%	-2.7%	-15.4%
第二轮原材料价格上涨	16Q1	-7.7%	-15.9%	-14.6%
	16Q2	21.0%	0.0%	4.1%
	16Q3	15.6%	25.4%	17.2%
	16Q4	6.3%	12.7%	-2.2%
	17Q1	18.2%	28.8%	23.3%
	17Q2	33.7%	34.0%	25.9%
	17Q3	2.4%	-2.0%	2.2%
	17Q4	25.4%	15.3%	24.9%
第三轮原材料价格上涨	20Q2	23.5%	8.4%	22.9%
	20Q3	21.4%	-5.8%	23.3%
	20Q4	35.6%	16.2%	33.9%
	21Q1	-16.5%	1.2%	6.7%
	21Q2	-13.2%	-16.9%	-16.9%

资料来源：wind，民生证券研究院

**图17：三轮原材料价格上涨周期三大白相对沪深 300 收益表现**

	季度	相对收益		
		美的	格力	海尔
第一轮原材料价格上涨	09Q1	-10.5%	+1.0%	-26.0%
	09Q2	12.0%	-5.6%	7.4%
	09Q3	24.8%	10.2%	23.7%
	09Q4	19.0%	12.9%	38.7%
	10Q1	1.9%	3.3%	-9.4%
第二轮原材料价格上涨	16Q1	6.8%	+1.4%	-0.1%
	16Q2	22.9%	1.9%	6.0%
	16Q3	12.3%	22.2%	14.0%
	16Q4	4.3%	10.7%	-4.2%
	17Q1	13.8%	24.3%	18.9%
	17Q2	27.0%	27.3%	19.2%
	17Q3	-2.2%	-6.6%	-2.4%
	17Q4	20.4%	10.2%	19.8%
第三轮原材料价格上涨	20Q2	8.4%	22.9%	10.0%
	20Q3	-5.8%	23.3%	13.1%
	20Q4	16.2%	33.9%	20.3%
	21Q1	1.2%	6.7%	9.9%
	21Q2	-16.9%	-16.9%	-20.4%

资料来源：wind，民生证券研究院

## 4 投资建议

总体而言，原材料涨价周期中，成本上行对家电企业毛利率有一定影响，净利率波动则明显小于毛利率。此外，原材料价格企稳后竞争格局会进一步优化，龙头企业成本控制和优化经营效率的能力进一步提升。从股价层面来看，家电龙头股价更多还是受到大盘风格及自身基本面的影响，原材料涨价可能引发短期市场担忧，但从季度维度来看，对股价相对收益表现影响很小。站在当前时点，家电板块估值仍处于历史低位，兼具高股息率优势，政策预期积极向好，推荐海尔智家、海信家电、海信视像、奥马电器，建议关注美的集团、格力电器、长虹美菱。

## 5 风险提示

**1) 主要原材料价格波动的风险：**家电产品原材料成本占公司主营业务成本比例较高，其价格波动将会影响公司产品成本，从而影响公司盈利能力。

**2) 销售不及预期风险：**若家电新品销售不及预期，对家电企业的业绩表现会有一定负面冲击。

**3) 地产恢复不及预期：**家电行业具备一定地产后周期属性，白电、厨电等大家电板块地产后周期属性强，若地产销售、竣工恢复情况不及预期，对家电整体需求将会造成一定影响。

## 插图目录

图 1: 沪铜期货收盘价近几年走势 (单位: 元/吨) .....	3
图 2: LME 铜期货收盘价近几年走势 (单位: 美元/吨) .....	3
图 3: 空调原材料成本占比 .....	3
图 4: 冰箱原材料成本占比 .....	3
图 5: 2008 年以来三轮原材料价格上涨 (单位: 美元/吨) .....	4
图 6: 09Q1-11Q1 白电龙头单季度毛利率变动情况 .....	5
图 7: 16Q1-17Q4 白电龙头单季度毛利率变动情况 .....	5
图 8: 20Q2-21Q2 白电龙头单季度毛利率变动情况 .....	6
图 9: 20Q2-21Q2 白电龙头单季度毛销差变动情况 .....	6
图 10: 白电龙头年度毛利率变动情况 (pct) .....	7
图 11: 白电龙头 20-22 年毛销差变动 (pct) .....	7
图 12: 第一轮原材料上涨周期白电龙头单季度净利率变动情况 .....	8
图 13: 第二轮原材料上涨周期中白电龙头单季度净利率变动情况 .....	8
图 14: 白电龙头年度净利率变动情况 (pct) .....	9
图 15: 白电龙头年度净利率变动情况 (pct) .....	9
图 16: 三轮原材料价格上涨周期三大白季度股价涨跌幅表现 .....	10
图 17: 三轮原材料价格上涨周期三大白相对沪深 300 收益表现 .....	11

## 表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级 .....	1
----------------------	---

## 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。	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