

业绩大幅增长，黄金龙头兼具成长

2024 年 04 月 02 日

➤ 2023 年公司实现营收 592.75 亿元，同比增长 17.83%，归母净利润 23.28 亿元，同比增长 86.57%，扣非归母净利润 22.13 亿元，同比增长 69.47%。2023Q4 公司实现营收 179.52 亿元，同比增加 71.33%，归母净利润 9.83 亿元，同比增加 77.71%，环比增加 111.11%；扣非归母净利 9.34 亿元，同比增加 70.40%，环比增加 134.38%，业绩超我们此前预期。

➤ **期间费用率稳定，资产负债率略有上升。** 2023 年公司期间费用率占比约为 7.1%，同比基本持平，全年销售费用/管理费用/财务费用分别为 1.47 亿元/25.06 亿元/15.64 亿元，同比变化-16.58%/+8.23%/+49.32%，其中销售费用减少主要是本期销售佣金减少所致，管理费用增加主要是本期并购银泰黄金管理费用增加所致，财务费用增加主要是本期融资额增加导致利息支出增加所致。2023 年公司资产负债率较 2022 年上涨 1.48pct 至 60.43%。

➤ **黄金产量上升，金价上行带动盈利抬升。** 2023 年公司自产金/外购金/小金条业务毛利占比分别为 88.80%/2.69%/1.62%，受益于全年黄金均价上行带动，公司整体毛利率有所上升，其中自产金/外购金/小金条业务的毛利率分别为 48.91%/1.05%/1.24%，同比变化+5.58pct/+0.56pct/+0.34pct，从产量来看，2023 年全年公司矿产金产量 41.78 吨（含银泰黄金并表后产量），同比增长 8.04%，2024 年公司黄金产量计划是不低于 47 吨，较 2023 年显著提升。2023 年公司自产金生产成本为 230.38 元/克，同比+3.68%。全年原矿入选品位 1.29 克/吨（不含银泰黄金数据），同比增加 0.06 克/吨。

➤ **资源并购不断，探矿增储成果显著。并购方面，** 公司通过协议收购方式成功获得银泰黄金 20.93% 控制权，且在二级市场不断增持银泰黄金股份至 28.89%，进一步夯实对银泰黄金的控制权，同时竞拍取得甘肃大桥项目采矿权，加强在甘肃地区的资源储备，积极推动黄金集团所属蓬莱地区燕山矿区的矿权注入公司，将与蓬莱矿业现有矿权进行整合开发，加快西岭金矿探矿权的收购。**探矿方面，** 公司全年投入探矿资金 5.7 亿元，新增金金属量 36.6 吨，探矿成果显著。截止 2023 年底，公司保有黄金资源量 1431.3 吨，权益资源量为 1282.96 吨。

➤ **项目稳步推进，打造未来成长性。** 目前公司拥有焦家矿区（整合）金矿开发、新城金矿整合开发、纳穆蒂尼金矿工程、赤峰柴胡栏子公司采选 2000t/d 扩建工程四个较大的金矿开采建设工程，上述项目落地后有望大幅提升公司产能。

➤ **投资建议：** 预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 37.66/51.52/61.60 亿元，对应 EPS 分别为 0.84/1.15/1.38 元，对应 2024 年 4 月 1 日收盘价的 PE 分别为 35/26/21 倍，考虑到公司作为黄金行业龙头，并购银泰资源大幅增加产储量，自由矿山经过资源整合后有望进一步释放产量，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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	59,275	68,196	75,935	81,830
增长率 (%)	17.8	15.0	11.3	7.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,328	3,766	5,152	6,160
增长率 (%)	86.6	61.8	36.8	19.6
每股收益 (元)	0.52	0.84	1.15	1.38
PE	57	35	26	21
PB	4.0	3.6	3.2	2.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 1 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

29.49 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

1. 山东黄金 (600547.SH) 动态报告：世界级金矿注入，黄金龙头加速成长-2024/01/30
2. 山东黄金 (600547.SH) 2023 年三季报点评：业绩同比增长，黄金龙头坐享金价上行-2023/10/31
3. 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
4. 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
5. 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

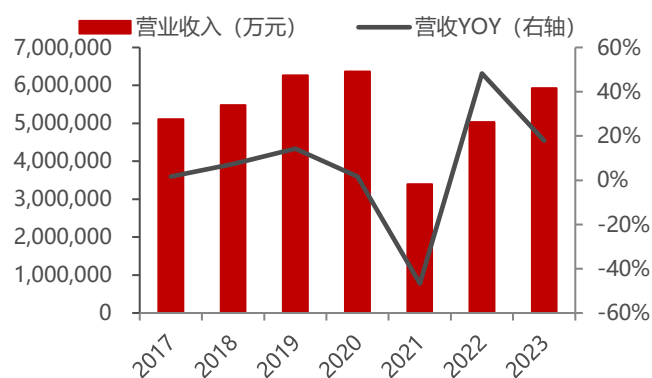
目录

1 事件：公司发布 2023 年年报	3
2 黄金产量回升，探矿增储不断	6
3 项目稳步推进，打造未来成长性.....	9
4 盈利预测与投资建议	10
5 风险提示	11

1 事件：公司发布 2023 年年报

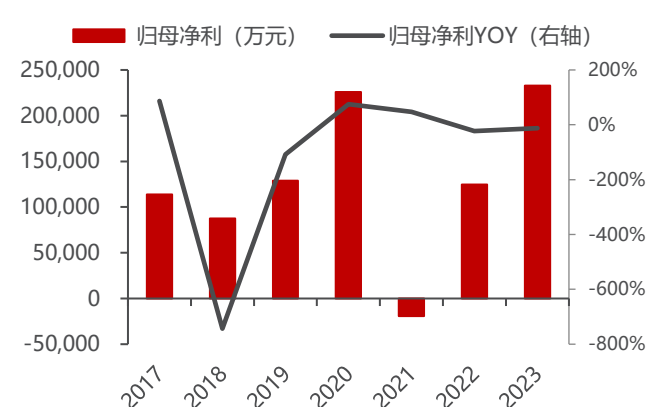
公司发布 2023 年年报,2023 年公司实现营收 592.75 亿元,同比增长 17.83%,归母净利润 23.28 亿元,同比增长 86.57%,扣非归母净利润 22.13 亿元,同比增长 69.47%。2023Q4,公司实现营收 179.52 亿元,同比增加 71.33%,归母净利润 9.83 亿元,同比增加 77.71%,环比增加 111.11%;扣非归母净利 9.34 亿元,同比增加 70.40%,环比增加 134.38%。

图1：2023 年，公司实现营收 592.75 亿元



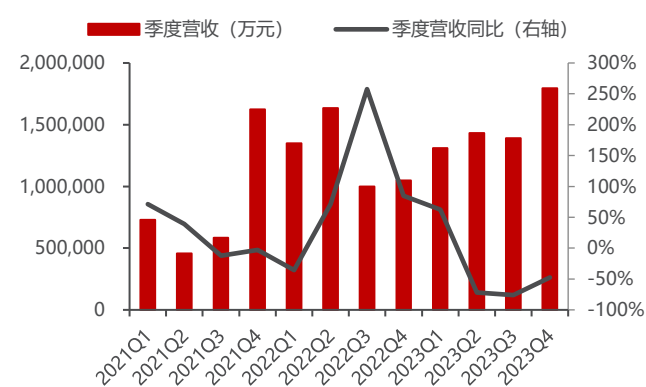
资料来源：ifind，民生证券研究院

图2：2023 年，公司实现归母净利润 23.28 亿元



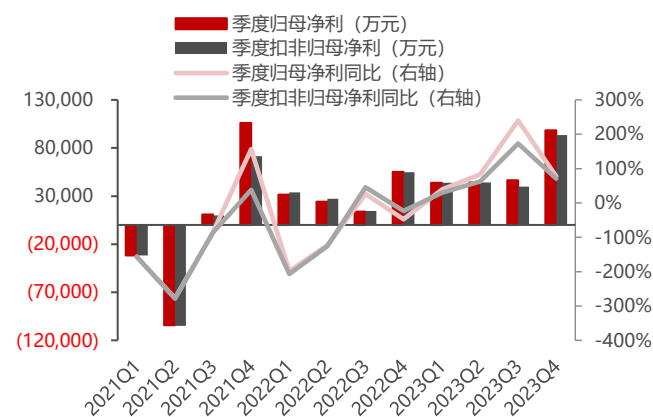
资料来源：ifind，民生证券研究院

图3：2023Q4，公司实现营收 179.52 亿元



资料来源：ifind，民生证券研究院

图4：2023Q4，公司实现归母净利润 9.83 亿元

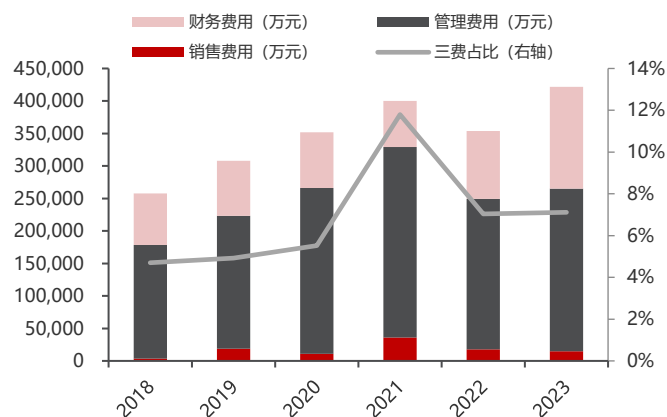


资料来源：ifind，民生证券研究院

从期间费用的变化来看,2023 年公司三费占比约为 7.1%,同比基本持平。2023 年公司销售费用/管理费用/财务费用分别为 1.47 亿元/25.06 亿元/15.64 亿元,同比变化-16.58%/+8.23%/+49.32%,其中销售费用减少主要是本期销售佣金减少所致,管理费用增加主要是本期并购银泰黄金管理费用增加所致,财务费用增加主要是本期融资额增加导致利息支出增加所致。2023 年公司研发费用为 4.87 亿元,同比+21.93%,主要是本期子公司研发投入增加所致。

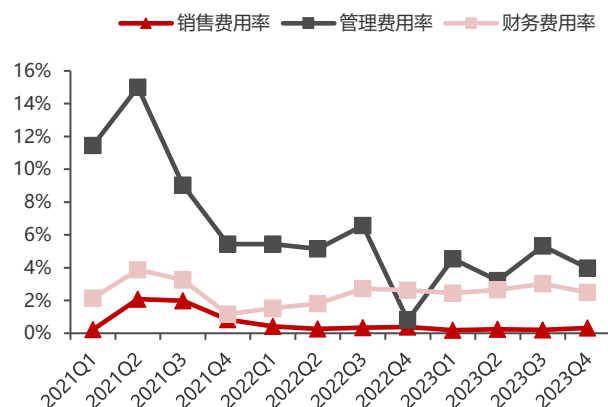
Q4 公司销售/管理/财务费用率分别为 0.32%/3.96%/2.49%,环比变动 +0.1pct/-1.3pct/-0.5pct。

图5: 公司三费情况 (单位: 万元)



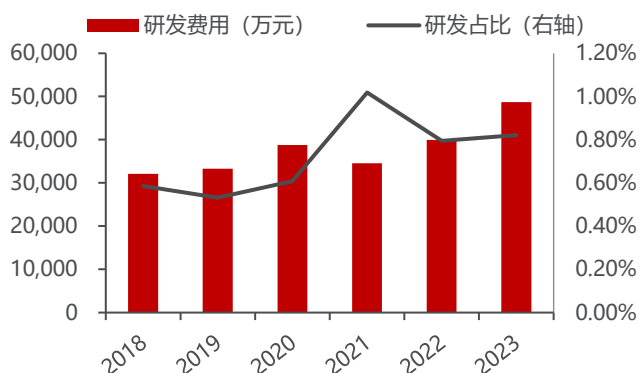
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图6: 公司费用率变化



资料来源: ifind, 民生证券研究院

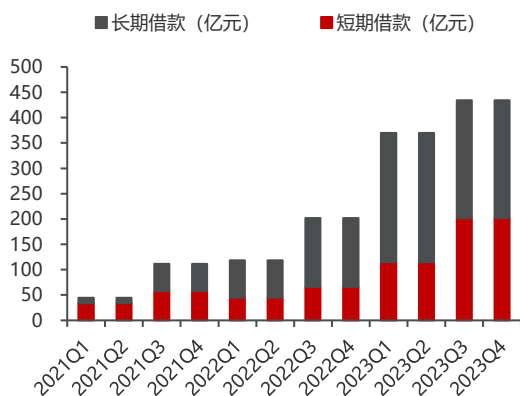
图7: 公司研发费用情况 (单位: 万元)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

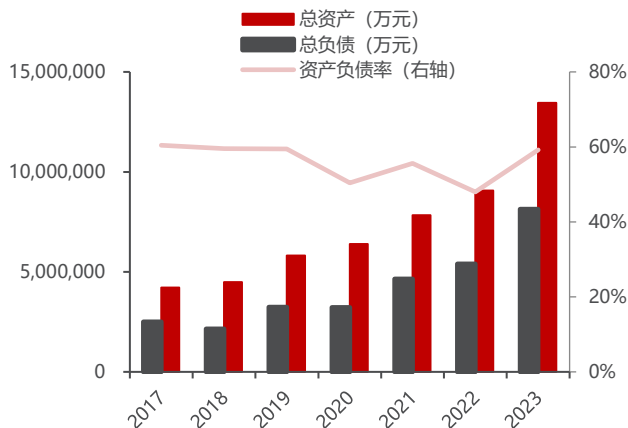
2023 年公司长期借款和短期借款分别为 232.11/202.07 亿元, 同比增加 71.32%/205.51%, 资产负债率较 2022 年上涨 1.48pct 至 60.43%。

图8: 公司短期借款和长期借款情况 (单位: 亿元)



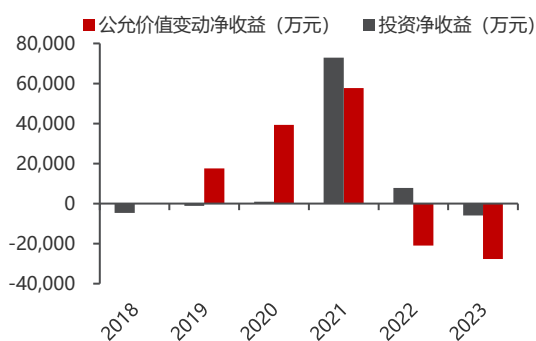
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图9: 公司资产负债率变化

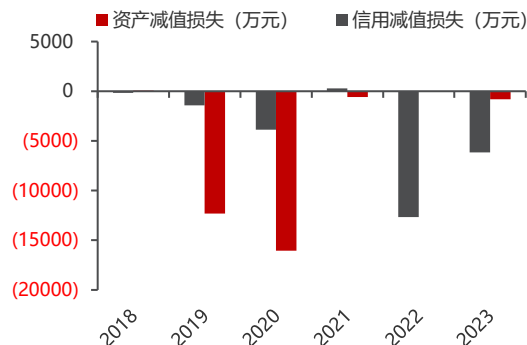


资料来源: ifind, 民生证券研究院

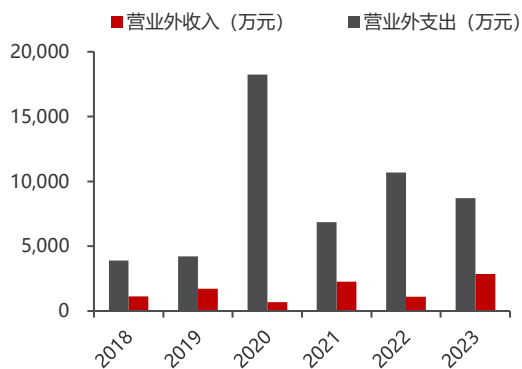
2023 年公司投资收益/公允价值变动损益分别为-0.60/-2.76 亿元, 同比变化-176.41%/-32.18%, 公允价值变动损失主要来自于股票投资损失。公司全年资产减值/信用减值损失为-0.08/-0.62 亿元, 同比变化-1315.34%/+51.43%, 营业外收支为-0.58 亿元, 同比增加 0.38 亿元, 全年非经常性损益合计为 1.14 亿元, 同比增加 1.73 亿元。

图10: 投资净收益和公允价值变动损益 (单位: 万元)


资料来源: ifind, 民生证券研究院

图11: 公司资产/信用减值损失情况 (单位: 万元)


资料来源: ifind, 民生证券研究院

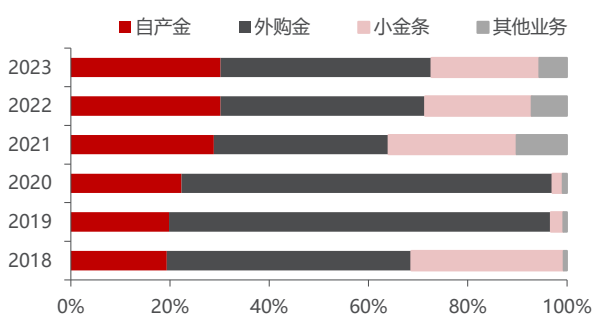
图12: 公司营业外收支情况 (单位: 万元)


资料来源: ifind, 民生证券研究院

2 黄金产量回升，探矿增储不断

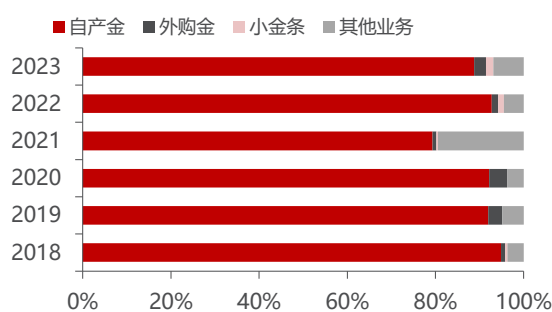
黄金主业表现亮眼，自产金贡献主要毛利。2023 年公司自产金/外购金/小金条业务营收占比分别为 30.14%/42.57%/21.71%，毛利占比分别为 88.80%/2.69%/1.62%。2023 年公司自产金/外购金/小金条业务毛利率分别为 48.91%/1.05%/1.24%，同比变化+5.58pct/+0.56pct/+0.34pct，受益于全年黄金均价上行带动，公司毛利率有所上升。

图13：分产品营收占比情况



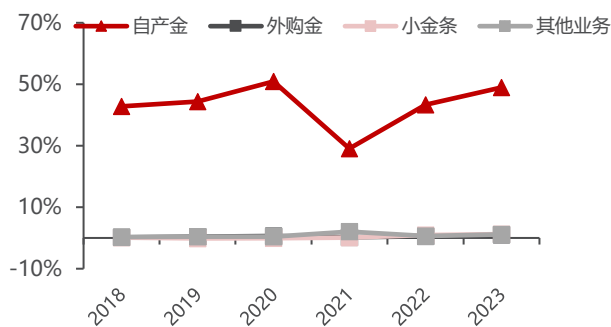
资料来源：ifind，民生证券研究院

图14：分产品毛利占比情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

图15：分产品毛利率情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

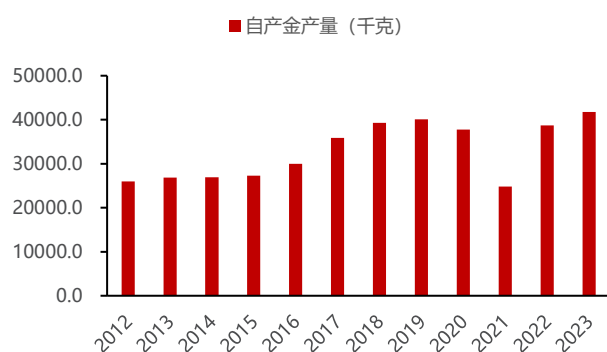
黄金产量稳步增长，生产技术逐步优化。从产量来看，2023 年全年公司矿产金产量 41.78 吨（含银泰黄金并表后产量），同比+8.04%，产量上升的原因包括三山岛金矿、西和中宝公司、金洲公司生产系统逐步优化，生产能力得到提升；玲珑金矿的东风矿区复工复产；贝拉德罗金矿采剥总量增加、难选冶矿石减少；增持银泰黄金增加产量等。

玲珑金矿的东风矿区于 2023 年 1 月复工复产，2024 年 1 月烟台市主管部门批准玲珑矿区恢复基建生产，目前玲珑矿区正积极推动生产系统调整及建设，力争尽快取得新的安全生产许可证并复工复产。

2024 年公司确定的黄金产量计划是不低于 47 吨，相较于 2023 年显著提升。

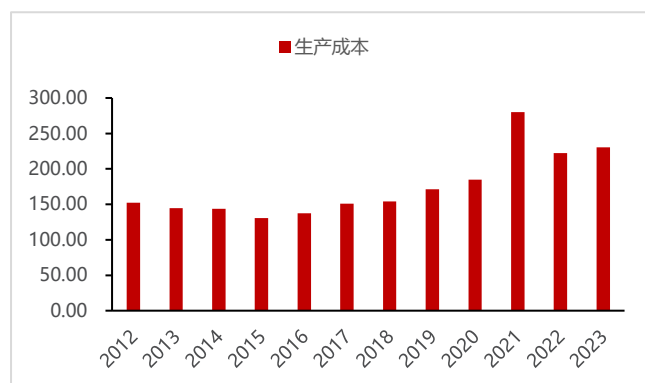
从成本来看，2023 年公司自产金生产成本为 230.38 元/克，同比+3.68%。全年原矿入选品位 1.29 克/吨（不含银泰黄金数据），同比增加 0.06 克/吨，其中地下矿山原矿入选品位 1.88 克/吨，同比增加 0.04 克/吨，增幅 2.17%，主要原因是各矿山通过优化采矿方法、加强技术管理和现场管理等措施，降低损失率、贫化率，使原矿品位提高。

图16：公司自产金产量变化（千克）



资料来源：ifind，民生证券研究院

图17：公司自产金生产成本（单位：元/克）



资料来源：ifind，民生证券研究院

表1：公司 2023 年黄金产量情况（单位：吨）

矿山名称	2022 年	2023 年	公司持有股权比例
三山岛金矿	5.46	5.77	100%
焦家金矿	10.04	9.38	100%
玲珑金矿	1.10	1.86	100%
新城金矿	5.69	5.41	100%
蓬莱矿业	0.20	0.40	100%
沂南金矿	0.38	0.38	100%
鑫汇公司	1.43	1.09	100%
莱西公司	0.60	0.55	100%
金洲公司	1.13	1.25	100%
归来庄矿业	0.82	0.86	71%
柴矿公司	1.73	1.69	74%
福建源鑫	0.32	0.28	90%
西和中宝	1.01	1.17	70%
金川矿业	2.72	2.72	100%
银泰黄金	0.00	2.52	29%
国内矿山合计	32.62	35.34	
贝拉德罗金矿	6.06	6.44	50%
国外矿山合计	6.06	6.44	
总计	38.67	41.78	

资料来源：公司公告，民生证券研究院；

积极并购资源，探矿增储收获不断。2023 年公司通过协议收购方式成功获得银泰黄金 20.93% 控制权，且在二级市场不断增持银泰黄金股份至 28.89%，进一步夯实对银泰黄金的控制权，同年竞拍取得甘肃大桥项目采矿权，加强在甘肃地区的资源储备，推动黄金集团所属蓬莱地区燕山矿区的矿权注入公司，将与蓬莱矿业现有矿权进行整合开发，加快西岭金矿探矿权的收购，未来有望大幅增加公司的资源储备。

探矿方面，公司全年完成探矿工程量 48 万米，投入探矿资金 5.7 亿元，探矿新增金金属量 36.6 吨，探矿成果显著，进一步延长了矿山服务年限。

截止 2023 年底，公司保有黄金资源量 1431.3 吨，权益资源量为 1282.96 吨。

表2：公司矿产黄金储量情况

矿山名称	探明及控制 (百万吨)	推断 (百万吨)	资源量		资源量 (吨)	权益资源量 (吨)
			总计 (百万吨)	品位 (克/吨)		
三山岛金矿	19.01	24.88	43.9	3.11	136.65	136.65
焦家金矿	49.87	49.03	98.9	3.53	349.25	349.25
新城金矿	18.49	40.42	58.91	3.38	199.41	199.41
玲珑金矿	7.08	47.8	54.88	2.86	157.04	157.04
归来庄金矿	0.61	1.74	2.35	3.46	8.12	5.74
金洲金矿	1.94	2.04	3.98	3.12	12.39	12.39
鑫汇公司	6.06	3.58	9.64	3.68	35.47	35.47
莱西公司	1.43	1.52	2.95	1.97	5.8	5.8
蓬莱金矿	1.04	0.89	1.93	7.3	14.11	14.11
沂南金矿	1.8	4.15	5.95	1.55	9.25	9.25
山东省	107.34	176.05	283.39	3.27	927.49	925.11
赤峰柴矿	1.41	0.82	2.23	3.03	6.76	4.97
福建源鑫金矿	0.26	0.24	0.5	5.02	2.51	2.26
西和中宝金矿	6.22	7.14	13.36	2.26	30.14	21.1
新疆金川	34.66	6.61	41.27	0.91	37.54	37.54
甘肃金舜	-	6.77	6.77	3.27	22.13	13.28
省外合计	42.55	21.58	64.13	1.55	99.08	79.15
中国小计	149.88	197.63	347.51	2.95	1026.57	1004.26
贝拉德罗矿	254.18	35.97	290.15	0.64	186.62	93.31
卡帝诺	181.68	12.45	194.13	1.12	218.11	185.39
总计	585.74	246.05	831.79	1.72	1431.3	1282.96

资料来源：公司公告，民生证券研究院

3 项目稳步推进，打造未来成长性

根据公司项目工程建设规划，目前公司拥有焦家矿区（整合）金矿资源开发工程、新城金矿资源整合开发工程、卡蒂诺纳公司纳穆蒂尼金矿工程、赤峰柴胡栏子黄金矿业公司采选 2000t/d 扩建工程四个较大的金矿开采建设工程。

其中焦家矿区金矿达产后预计生产浮选金精矿 29.06 万吨（含金 18.9 吨）/年，新城金矿达产后预计可生产浮选金精矿 11.96 万吨（含金 7.8 吨）/年，纳穆蒂尼金矿达产后预计产粗金锭含金 8.4 吨/年，柴胡栏子黄金矿业达产后产矿石量 60 万吨/年。从项目进展可以看出，卡蒂诺项目累计投资金额占总投资金额比例达 51.2%，2023 年投资金额较大，未来投产可期。

公司聚焦莱州半岛资源整合开发，叠加海外卡蒂诺项目建设进度加速，未来黄金产量具有较大充足的增长潜力。

表3：公司在建金矿矿产项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资金额	年度完成金额	累计完成金额	项目收益情况（达产后）
焦家矿区（整合）金矿资源开发工程	82.73 亿元	2.57 亿元	3.38 亿元	采矿可达 660 万吨/年，达产浮选金精矿 29.06 万吨（含金 18854kg/年）。
新城金矿资源整合开发工程	37.84 亿元	3.39 亿元	6.67 亿元	年处理矿石量为 264 万吨，达产年均产浮选金精矿 11.96 万吨（含金 7771kg/年）。
卡蒂诺纳公司纳穆蒂尼金矿工程	33.6 亿元	12.99 亿元	17.19 亿元	年处理矿石量 950 万吨，年均产粗金锭含金 8.4 吨。
赤峰柴胡栏子黄金矿业公司采选 2000t/d 扩建工程	2.78 亿元	1.05 亿元	2.04 亿元	根据可行性研究报告，矿山达到生产规模时，生产矿石 60 万吨/年

资料来源：公司宣传片，民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 37.66/51.52/61.60 亿元，对应 EPS 分别为 0.84/1.15/1.38 元，对应 2023 年 4 月 1 日收盘价的 PE 分别为 35/26/21 倍，考虑到公司作为黄金行业龙头，并购银泰资源大幅增加产储量，自由矿山经过资源整合后有望进一步释放产量，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: 公司在建工程有未来进展不及预期的风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	59,275	68,196	75,935	81,830
营业成本	49,437	53,992	58,394	61,922
营业税金及附加	1,136	1,296	1,367	1,391
销售费用	147	341	380	409
管理费用	2,506	3,410	3,797	4,092
研发费用	487	546	607	655
EBIT	5,525	8,612	11,391	13,362
财务费用	1,564	2,414	2,630	2,584
资产减值损失	-8	0	0	0
投资收益	-60	102	114	123
营业利润	3,621	6,356	8,921	10,951
营业外收支	-58	0	0	0
利润总额	3,563	6,356	8,921	10,951
所得税	672	1,589	2,230	2,738
净利润	2,891	4,767	6,690	8,213
归属于母公司净利润	2,328	3,766	5,152	6,160
EBITDA	9,542	13,141	16,065	18,313

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	10,224	17,339	25,226	34,994
应收账款及票据	713	197	208	224
预付款项	523	1,080	1,168	1,238
存货	8,848	4,438	4,799	5,089
其他流动资产	8,323	8,929	9,354	9,679
流动资产合计	28,632	31,982	40,755	51,225
长期股权投资	2,522	2,542	2,542	2,542
固定资产	41,746	43,958	45,223	45,761
无形资产	32,522	32,622	32,672	32,672
非流动资产合计	105,967	108,215	107,741	106,990
资产合计	134,599	140,197	148,496	158,215
短期借款	20,207	21,507	21,507	21,507
应付账款及票据	10,552	5,621	6,079	6,447
其他流动负债	18,700	14,359	13,734	14,096
流动负债合计	49,459	41,488	41,321	42,050
长期借款	23,211	32,211	34,211	35,211
其他长期负债	8,669	8,695	8,695	8,695
非流动负债合计	31,880	40,906	42,906	43,906
负债合计	81,340	82,394	84,227	85,956
股本	4,473	4,473	4,473	4,473
少数股东权益	20,174	21,175	22,714	24,768
股东权益合计	53,259	57,803	64,269	72,259
负债和股东权益合计	134,599	140,197	148,496	158,215

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	17.83	15.05	11.35	7.76
EBIT 增长率	68.48	55.87	32.27	17.31
净利润增长率	86.57	61.78	36.80	19.57
盈利能力 (%)				
毛利率	16.60	20.83	23.10	24.33
净利润率	4.88	6.99	8.81	10.04
总资产收益率 ROA	1.73	2.69	3.47	3.89
净资产收益率 ROE	7.04	10.28	12.40	12.97
偿债能力				
流动比率	0.58	0.77	0.99	1.22
速动比率	0.39	0.64	0.84	1.07
现金比率	0.21	0.42	0.61	0.83
资产负债率 (%)	60.43	58.77	56.72	54.33
经营效率				
应收账款周转天数	3.20	1.00	1.00	1.00
存货周转天数	65.33	30.00	30.00	30.00
总资产周转率	0.44	0.49	0.51	0.52
每股指标 (元)				
每股收益	0.52	0.84	1.15	1.38
每股净资产	7.40	8.19	9.29	10.62
每股经营现金流	1.53	2.79	2.93	3.58
每股股利	0.14	0.14	0.14	0.14
估值分析				
PE	57	35	26	21
PB	4.0	3.6	3.2	2.8
EV/EBITDA	18.01	13.32	10.53	8.76
股息收益率 (%)	0.47	0.47	0.47	0.47

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	2,891	4,767	6,690	8,213
折旧和摊销	4,017	4,529	4,674	4,951
营运资金变动	-1,859	724	-1,054	28
经营活动现金流	6,849	12,489	13,086	16,031
资本开支	-9,178	-6,756	-4,200	-4,200
投资	-11,274	-40	0	0
投资活动现金流	-20,624	-6,690	-4,086	-4,077
股权募资	7,190	0	0	0
债务募资	15,446	9,326	2,000	1,000
筹资活动现金流	14,438	1,315	-1,114	-2,186
现金净流量	599	7,114	7,887	9,768

插图目录

图 1: 2023 年, 公司实现营收 592.75 亿元.....	3
图 2: 2023 年, 公司实现归母净利 23.28 亿元.....	3
图 3: 2023Q4, 公司实现营收 179.52 亿元.....	3
图 4: 2023Q4, 公司实现归母净利润 9.83 亿元.....	3
图 5: 公司三费情况 (单位: 万元)	4
图 6: 公司费用率变化.....	4
图 7: 公司研发费用情况 (单位: 万元)	4
图 8: 公司短期借款和长期借款情况 (单位: 亿元)	4
图 9: 公司资产负债率变化.....	4
图 10: 投资净收益和公允价值变动损益 (单位: 万元)	5
图 11: 公司资产/信用减值损失情况 (单位: 万元)	5
图 12: 公司营业外收支情况 (单位: 万元)	5
图 13: 分产品营收占比情况.....	6
图 14: 分产品毛利占比情况.....	6
图 15: 分产品毛利率情况.....	6
图 16: 公司自产金产量变化 (千克)	7
图 17: 公司自产金生产成本 (单位: 元/克)	7

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司 2023 年黄金产量情况 (单位: 吨)	7
表 2: 公司矿产黄金储量情况.....	8
表 3: 公司在建金矿矿产项目情况 (单位: 亿元)	9
公司财务报表数据预测汇总.....	12

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
	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