

量利齐升驱动业绩，重点项目顺利推进

2024 年 04 月 04 日

► **2023 年营收大幅增长，归母净利润同比增长 78.21%。**2023 年公司实现营收 72.21 亿元，同比增加 15.23%；归母净利润 8.04 亿元，同比增加 78.21%；扣非归母净利润 8.66 亿元，同比增加 115.97%。其中 Q4 公司实现归母净利润 2.84 亿元，同比增加 416.60%、环比增加 36.63%，扣非归母净利润 3.03 亿元，同比增加 1556.64%。

► **期间费用率下降，毛利增长带动业绩上升。**2023 年公司归母净利润同比 +3.53 亿元，主要增利项为毛利 (+5.57 亿元)，同时 2023 年公司期间费用率下降 1.15pct，全年销售费用同比-4.34%，主要是 2023 年万象矿业销售人工费用、机物料消耗同比减少所致；管理费用同比-8.16%，主要由于 2023 年集团咨询费、顾问费支出同比减少所致；财务费用同比+40.67%，主要是因为 2023 年公司有息负债增加，美元借款利率上升使利息支出增加所致。

► **产量稳步上升，降本增效成果良好。**2023 年公司黄金/铜销量分别为 14.51 吨/0.65 万吨，同比变化+4.55%/-3.13%，受益于金价上涨及公司采取降本控费措施，公司黄金产品毛利率同比+8.05pct，从黄金单位全维持成本来看，万象矿业 1330 美元/盎司，同比-9.95%，金星萨瓦 1197.13 美元/盎司，同比-12.70%，国内矿山全维持成本 198.81 元/克，同比变化-27.23%，国内外矿山成本下降进步明显。电解铜受制矿石品位较上年下滑明显，毛利率同比-28.15pct。根据公司年报指引，2024 年预计黄金产销量 16.02 吨，全年预计实现营业收入 88 亿元人民币，实现归属于母公司的净利润 11 亿元人民币，成长目标明确。

► **资源持续布局，项目稳步推进。**探矿增储方面，2023 年国内各矿山子公司持续加大地质探矿工作力度，新增地质金矿石资源量 99.6 万吨，塞班矿新增金矿石资源量 530 万吨。年报显示公司各矿山保有黄金资源金属量约为 450.32 吨，**项目建设方面**，公司 2023 年完成了五龙矿业井下开拓项目、锦泰矿业项目建设，上述项目有望在 2024 年贡献产量的增长，后续吉隆矿业、瓦萨矿业、万象矿业等扩建项目落地也将望进一步带来公司的成长性。此外，老挝稀土资源开发进展顺利，根据公司规划 24 年稀土氧化物产量有望达到 3700 吨，进一步增厚业绩。

► **盈利预测与投资建议：**预计 2024-2026 年归母净利润分别为 14.99/17.68/19.66 亿元，对应于 4 月 3 日收盘价的 PE 分别为 20/17/15 倍，公司黄金、稀土业务具有成长性，国内五龙、吉隆矿山积极扩张采选产能，海外塞班矿业、瓦萨矿业不断推进降本增效，考虑到金价上行后盈利能力有望提升，且公司未来黄金产量有望持续增长，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)	7,221	9,084	9,780	10,171
增长率 (%)	15.2	25.8	7.7	4.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	804	1,499	1,768	1,966
增长率 (%)	78.2	86.5	17.9	11.2
每股收益 (元)	0.48	0.90	1.06	1.18
PE	38	20	17	15
PB	4.9	4.0	3.3	2.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 4 月 3 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

18.15 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

- 赤峰黄金 (600988.SH) 2023 年三季度报点评：Q3 业绩环比下滑，海外矿山生产不及预期-2023/10/31
- 赤峰黄金 (600988.SH) 2023 年中报点评：Q2 业绩环比大幅增长，降本成效渐显-2023/08/21
- 赤峰黄金 (600988.SH) 2022 年年报点评：增收不增利，继续期待成本优化-2023/04/07
- 赤峰黄金 (600988.SH) 事件点评：稀土勘探成果丰硕，打造第二增长极-2022/08/17
- 赤峰黄金 (600988.SH) 2022 年半年报点评：降本增效成果显著，勘探增产未来可期-2022/08/11

目录

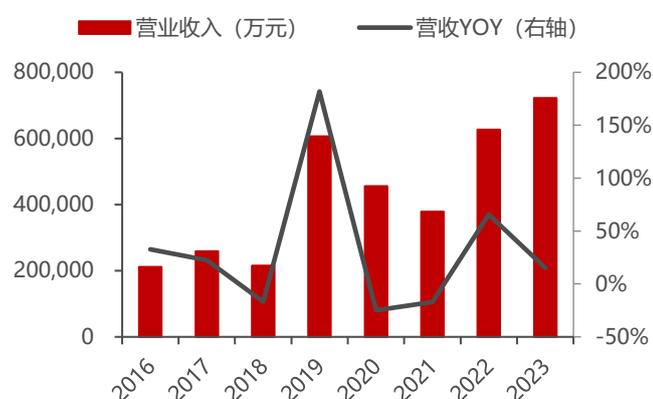
1 营收增长明显，期间费用率下降.....	3
2 产量稳步上升，单位生产成本下降显著	6
3 资源勘探增储明显，项目稳步推进	9
4 盈利预测与投资建议	11
5 风险提示	12
插图目录	14
表格目录	14

1 营收增长明显，期间费用率下降

公司公布 2023 年年报:2023 年公司实现营收 72.21 亿元,同比增加 15.23%;归母净利润 8.04 亿元,同比增加 78.21%;扣非归母净利润 8.66 亿元,同比增加 115.97%。

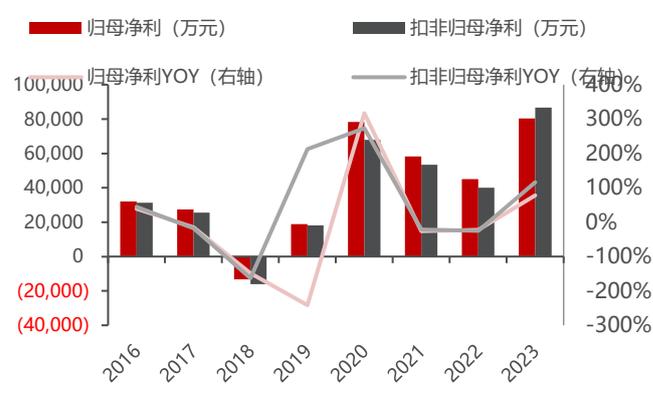
分季度来看,2023Q4 公司实现营收 21.59 亿元,同比增加 20.54%、环比增加 27.69%;归母净利润 2.84 亿元,同比增加 416.60%、环比增加 36.63%;扣非归母净利 3.03 亿元,同比增加 1556.64%。

图1: 2023 年,公司实现营收 72.21 亿元



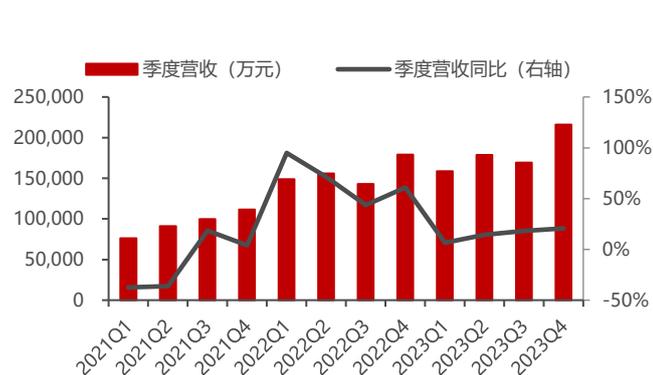
资料来源: wind, 民生证券研究院

图2: 2023 年,公司实现归母净利润 8.04 亿元



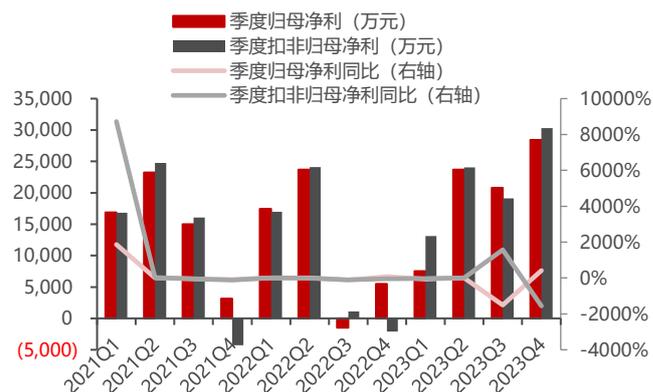
资料来源: wind, 民生证券研究院

图3: 2023Q4, 公司实现营收 21.95 亿元



资料来源: wind, 民生证券研究院

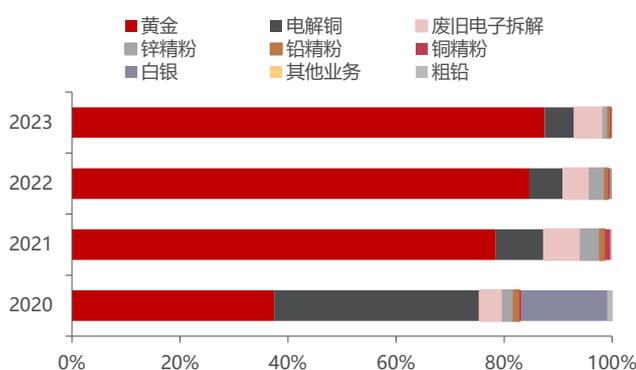
图4: 2023Q4, 公司实现归母净利润 2.84 亿元



资料来源: wind, 民生证券研究院

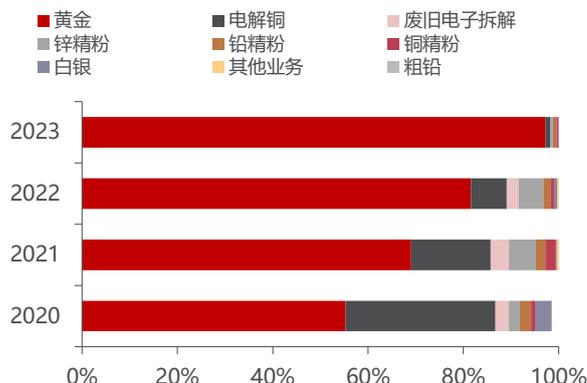
矿产金业务贡献主要营收和毛利。1) 黄金: 2023 年实现营收 63.22 亿元,同比增加 19.18%, 营收占比 87.55%, 同比提升 2.91pct, 毛利占比 95.93%, 同比提升 14.26pct; 2) 电解铜: 2023 年实现营收 3.82 亿元, 同比降低 2.99%, 营收占比为 5.28%, 毛利占比 0.98%。

图5：公司主营产品营收占比变化



资料来源：wind，民生证券研究院

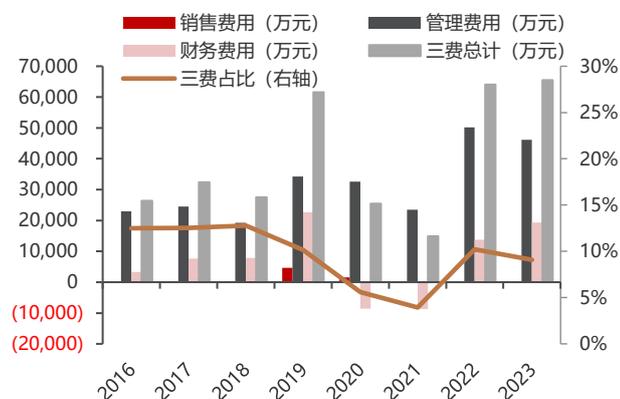
图6：公司主营产品毛利占比变化



资料来源：wind，民生证券研究院

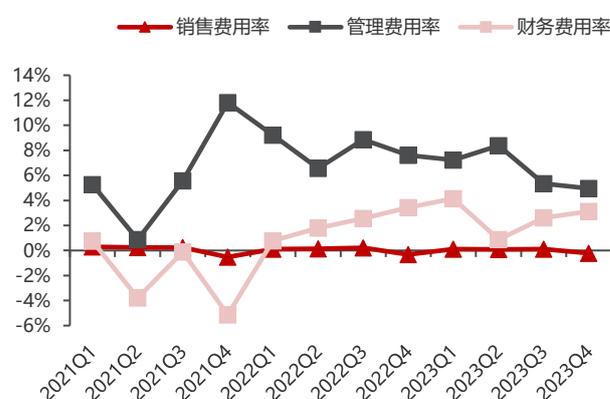
期间费用率下降，其中管理费用减少明显。2023年公司期间费用率为9.07%，同比下降1.15pct。其中销售费用同比减少3.12万元，主要是2023年万象矿业销售人工费用、机物料消耗同比减少所致；管理费用同比0.41亿元，主要由于2023年集团咨询费、顾问费支出同比减少所致。财务费用同比增加0.56亿元，主要是因为2023年公司有息负债增加，美元借款利率上升使利息支出增加所致。分季度看，2023Q4期间三费费用率合计7.85%，同比下降2.86pct，环比下降0.21pct。

图7：期间费用率回升，以管理费用为主



资料来源：wind，民生证券研究院

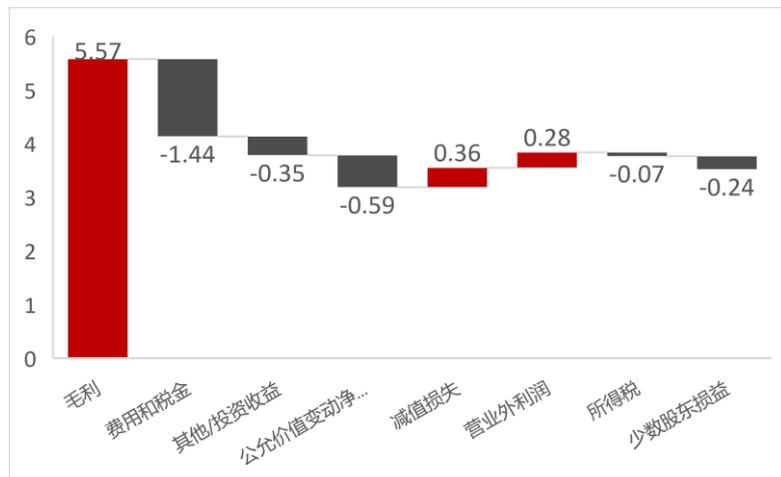
图8：2023Q4 财务费用率上升



资料来源：wind，民生证券研究院

毛利增长为业绩驱动主要因素。2023年公司归母净利润同比增加3.53亿元，主要增利项包括毛利同比大幅增长(+5.57亿元)，减值损失同比减少(+0.36亿元)，营业外利润同比增长(0.28亿元)。减利项有费用和税金同比增长(-1.44亿元)，其他/投资收益同比减少(-0.35亿元)，公允价值变动同比减少(-0.59亿元)，所得税同比增长(-0.07亿元)，少数股东损益同比增长(-0.24亿元)。

图9：公司 2023 年归母净利润变化拆分（单位：亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

2 产量稳步上升，单位生产成本下降显著

产量与利润同比增长，2024 年生产目标清晰。2023 年公司稳步提高产量、严控单位生产成本，从销量、库存角度看，全年矿产金产量略有增加，铜产量略有减少。

1) 矿产金：2023 年公司产量/销量分别为 14.35 吨/14.51 吨，同比变化 +5.44%/+4.55%，库存量减少 0.16 吨，主要受益于吉隆矿业入选品位的提升和五龙矿业选矿产能下半年的上升。

2) 电解铜：2023 年公司产量/销量分别为 0.65 万吨/0.64 万吨，同比变化 1.54%/-3.13%，库存量总体保持不变。

表1：2023 年公司主要产品产销和库存情况

产品	项目	单位	2022	2023	同比
矿产金	销售量	吨	13.85	14.51	4.55%
	生产量	吨	13.57	14.35	5.44%
	库存量	吨	0.74	0.58	-27.59%
电解铜	销售量	万吨	0.66	0.64	-3.13%
	生产量	万吨	0.64	0.65	1.54%
	库存量	万吨	0.05	0.05	0.00%

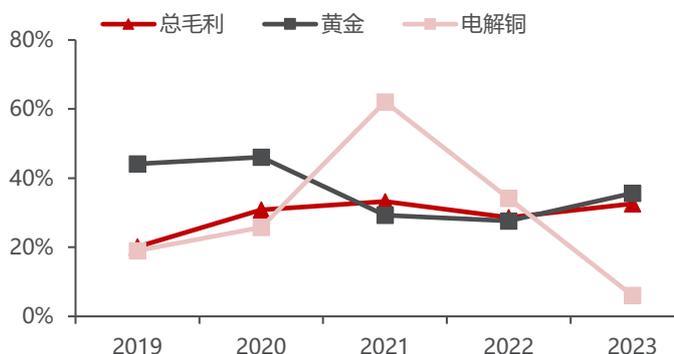
资料来源：公司公告，民生证券研究院

根据公司年报指引，2024 年预计黄金产销量 16.02 吨，电解铜 5300 吨，铜铅锌精粉 35800 吨，钼精粉 600 吨，稀土氧化物 3700 吨，全年预计实现营业收入 88 亿元人民币，实现归属于母公司的净利润 11 亿元人民币，成长目标明确。

金价上行叠加成本下降，矿产金毛利率提升。2023 上海黄金交易所黄金 12 月底收盘价 479.59 元/克，较 2023 年初开盘价上涨 16.69%，全年加权平均价格为 449.05 元/克，较上一年上涨 14.97%。公司受黄金市场价影响，销售单价上升。

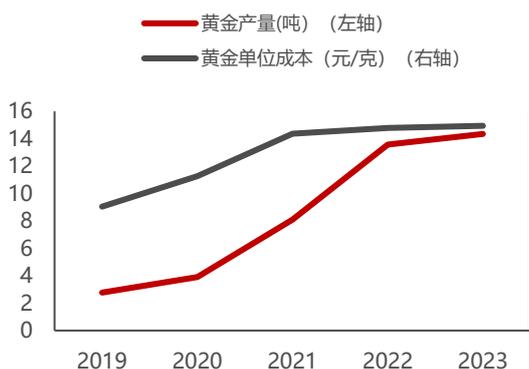
受益于黄金价格上涨及公司采取的有效降本控费措施，加之各矿山矿石品位较稳定，公司黄金产品毛利率较上年提升 8.05pct，电解铜受制于矿石品位较上年下滑明显，综合毛利率较上年同期下降 28.15pct。从公司金矿山资源品位来看，国内矿山资源品位整体高于海外矿山。

图10: 公司主营产品毛利率变化



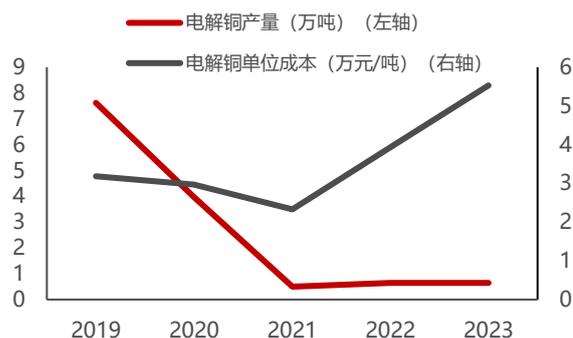
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图11: 公司矿产金产量和销售成本变化



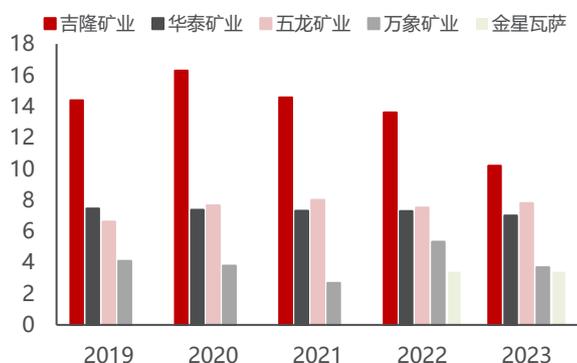
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图12: 公司电解铜产量和单位成本变化



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图13: 2019-2023 主力矿区黄金品位变化 (克/吨)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2023 年公司矿产金销售成本 280.20 元/克, 现金成本 210.75 元/克, 全维持成本 267.17 元/克, 分别同比变化+1.25%/+1.84%/-12.00%。从全维持成本来看, 万象矿业 1330 美元/盎司, 同比-9.95%, 金星萨瓦 1197.13 美元/盎司, 同

比-12.70%，国内矿山全维持成本 198.81 元/克，同比变化-27.23%，国内外矿山成本下降进步明显。

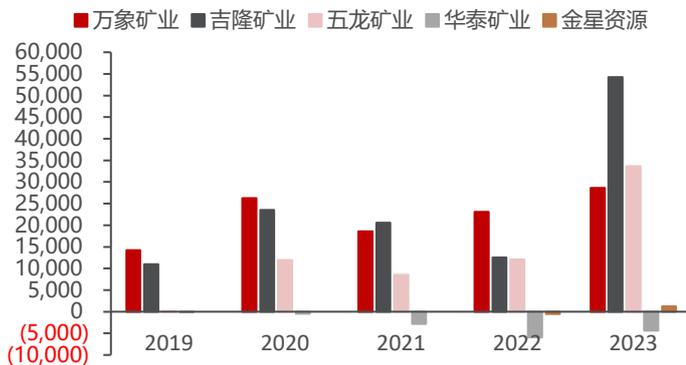
表2：公司国内外矿山金矿成本变化（单位：美元/盎司，元/克）

项目	2022 年			2023 年		
	销售成本	现金成本	全维持成本	销售成本	现金成本	全维持成本
万象矿业	1527.71	1089.13	1476.89	1489.89	1024.55	1330
金星瓦萨	1129.08	789.58	1371.23	1315.47	939.12	1197.13
国内矿山	184.49	200.79	273.19	152.69	168.78	198.81
矿产金	277.08	206.94	303.61	280.2	210.75	267.17

资料来源：公司公告，民生证券研究院（注：万象矿业、金星瓦萨成本单位为，美元/盎司）

从子公司矿山层面来看，2023 年主力金矿企业吉隆矿业、五龙矿业、万象矿业分别实现净利润 5.42/3.37/2.87 亿元，同比大幅+333.8%/177.8%/24.0%，加纳金星资源在经历调整之后扭亏为盈，于 2023 年实现盈利 0.12 亿元，华泰矿业于 2023 年亏损收窄 26.4%。

图14：2019-2023 子公司净利润（万元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

3 资源勘探增储明显，项目稳步推进

国内外矿山资源丰富，勘探成果不断。探矿增储方面，2023年国内各矿山子公司持续加大地质探矿工作力度，在采矿权范围内继续摸底，同时加大外围探矿权区找矿的工作力度，全年共施工钻探工程量 5.58 万米，完成坑探工程量 4.8 万米，估算新增地质金矿石资源量 99.6 万吨，塞班矿开展卡农地下原生铜矿、远西露天氧化金矿和地下原生金矿等六大资源增长项目，截止 2023 年底新增金矿石资源量 530 万吨。年报显示公司各矿山保有黄金资源金属量约为 450.32 吨。

表3：2023 年各矿山黄金资源量情况

矿山名称	主要品种	资源量 (百万吨)	品位 (g/t,%)	资源金属量 (吨)
五龙矿业	黄金	3	7.7	23.1
吉隆矿业撰山子金矿	黄金	1.5	10.2	15.3
华泰矿业红花沟金矿	黄金	3.8	7	26.6
锦泰矿业溪灯坪金矿	黄金	11	1.3	14.3
万象矿业塞班金铜矿	黄金	15	3.7	55.5
金星瓦萨	黄金	92.8	3.4	315.52
合计	黄金	127.1		450.32

资料来源：公司公告，民生证券研究院

重大项目持续推进，扩充采选产能。公司 2023 年完成了五龙矿业井下开拓项目和锦泰矿业项目建设，预计后续吉隆矿业、瓦萨矿业、万象矿业等扩建项目有望进一步带动增量。

五龙矿业：井下开拓工程持续推进，以尽快提升采矿能力，满足 3000 吨/天选厂需求，2023 年下半年选厂日均选矿量已提升至 1800 吨以上。

吉隆矿业：年新增 18 万吨金矿石选矿扩建项目预计 2024 年 6 月全部建设完成并进入试生产阶段，从而进一步提升产能。

瀚丰矿业：立山下部采区（一期）建设工程 554m 平硐盲竖井装备工程已经基本完成；回风井掘进工程并筒掘砌已完成计划的 98%，东风矿钼选矿厂自 2023 年 8 月开始技改，于 10 月开始试生产运行，技改后效果良好。

锦泰矿业：溪灯坪金矿 14 万吨/年采选建设工程项目 2023 年 3 月 29 日开工，2023 年 10 月完成全部项目建设并投入生产使用。

万象矿业：万象矿业继续进行选矿技术攻关，稳定提高金选矿回收率，2023 年度综合选矿回收率 66.5%，2024 年通过尾矿再磨工艺、树脂选矿工艺的技术改造，金选矿回收率有望达到 75%以上。

金星瓦萨：引进工程承包商，提高掘进工程效率，开拓 2 斜坡道，为未来 5 年的井下出矿打开局面。

表4：公司扩产项目投入及工程进度

项目名称	本年度投入	累计投入	项目进度	目前产能	预期目标
万象矿业 Sepon 金矿项目	2.43 亿元	15.87 亿元	部分完工	年处理矿石 300 万吨，2023 年回收率 66.5%	年处理矿石 300 万吨，回收率提升至 80%
吉隆矿业 18 万吨/年采选扩建项目	0.14 亿元	0.22 亿元	建设中	2023 年采选量 18 万吨	年采选矿石 30 万吨
金星瓦萨金矿扩产项目	2.90 亿元	7.10 亿元	建设中	2023 年采选量 270 万吨	年采选矿石 330 万吨

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

预计 2024-2026 年归母净利润分别为 14.99/17.68/19.66 亿元, 对应于 4 月 3 日收盘价的 PE 分别为 20/17/15 倍, 公司黄金、稀土业务具有成长性, 国内五龙、吉隆矿山积极扩张采选产能, 海外塞班矿业、瓦萨矿业不断推进降本增效, 考虑到金价上行后盈利能力有望提升, 且公司未来黄金产量有望持续增长, 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	7,221	9,084	9,780	10,171
营业成本	4,869	5,382	5,505	5,527
营业税金及附加	389	432	476	499
销售费用	1	1	1	1
管理费用	461	583	667	694
研发费用	52	54	59	63
EBIT	1,461	2,644	3,087	3,405
财务费用	193	189	178	166
资产减值损失	-4	0	0	0
投资收益	14	43	45	42
营业利润	1,208	2,496	2,951	3,278
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	1,206	2,496	2,951	3,278
所得税	335	874	1,033	1,147
净利润	871	1,622	1,918	2,131
归属于母公司净利润	804	1,499	1,768	1,966
EBITDA	2,961	4,344	4,902	5,329

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,662	2,953	4,466	6,362
应收账款及票据	513	490	529	551
预付款项	84	100	101	101
存货	2,407	2,587	2,649	2,659
其他流动资产	229	133	133	133
流动资产合计	4,895	6,264	7,878	9,807
长期股权投资	373	373	373	373
固定资产	5,822	6,321	6,658	6,842
无形资产	6,525	6,525	6,525	6,525
非流动资产合计	13,822	14,206	14,500	14,650
资产合计	18,718	20,470	22,379	24,457
短期借款	850	850	850	850
应付账款及票据	552	862	883	886
其他流动负债	2,320	2,220	2,270	2,295
流动负债合计	3,722	3,932	4,003	4,031
长期借款	1,422	1,422	1,422	1,422
其他长期负债	5,031	5,031	5,031	5,031
非流动负债合计	6,453	6,453	6,453	6,453
负债合计	10,176	10,386	10,456	10,484
股本	1,664	1,664	1,664	1,664
少数股东权益	2,390	2,514	2,663	2,828
股东权益合计	8,542	10,085	11,922	13,973
负债和股东权益合计	18,718	20,470	22,379	24,457

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	15.23	25.79	7.66	4.00
EBIT 增长率	55.01	81.02	16.75	10.29
净利润增长率	78.21	86.46	17.95	11.21
盈利能力 (%)				
毛利率	32.58	41.39	44.38	46.36
净利润率	11.13	16.98	18.56	19.83
总资产收益率 ROA	4.30	7.32	7.90	8.04
净资产收益率 ROE	13.07	19.80	19.09	17.64
偿债能力				
流动比率	1.32	1.59	1.97	2.43
速动比率	0.62	0.88	1.26	1.72
现金比率	0.45	0.75	1.12	1.58
资产负债率 (%)	54.36	50.74	46.72	42.87
经营效率				
应收账款周转天数	25.59	20.00	20.00	20.00
存货周转天数	177.97	180.00	180.00	180.00
总资产周转率	0.40	0.45	0.44	0.42
每股指标 (元)				
每股收益	0.48	0.90	1.06	1.18
每股净资产	3.70	4.55	5.56	6.70
每股经营现金流	1.32	2.17	2.32	2.53
每股股利	0.05	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	38	20	17	15
PB	4.9	4.0	3.3	2.7
EV/EBITDA	10.59	7.22	6.40	5.88
股息收益率 (%)	0.28	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	871	1,622	1,918	2,131
折旧和摊销	1,500	1,700	1,815	1,924
营运资金变动	-283	132	-30	-5
经营活动现金流	2,203	3,616	3,863	4,212
资本开支	-1,722	-2,086	-2,112	-2,076
投资	-18	0	0	0
投资活动现金流	-1,771	-2,043	-2,067	-2,034
股权募资	0	0	0	0
债务募资	137	0	0	0
筹资活动现金流	-228	-282	-282	-282
现金净流量	222	1,291	1,513	1,896

插图目录

图 1: 2023 年, 公司实现营收 72.21 亿元.....	3
图 2: 2023 年, 公司实现归母净利润 8.04 亿元.....	3
图 3: 2023Q4, 公司实现营收 21.95 亿元.....	3
图 4: 2023Q4, 公司实现归母净利润 2.84 亿元.....	3
图 5: 公司主营产品营收占比变化.....	4
图 6: 公司主营产品毛利占比变化.....	4
图 7: 期间费用率回升, 以管理费用为主.....	4
图 8: 2023Q4 财务费用率上升.....	4
图 9: 公司 2023 年归母净利润变化拆分 (单位: 亿元).....	5
图 10: 公司主营产品毛利率变化.....	7
图 11: 公司矿产金产量和销售成本变化.....	7
图 12: 公司电解铜产量和单位成本变化.....	7
图 13: 2019-2023 主力矿区黄金品位变化 (克/吨).....	7
图 14: 2019-2023 子公司净利润 (万元).....	8

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 2023 年公司主要产品产销和库存情况.....	6
表 2: 公司国内外矿山金矿成本变化 (单位: 美元/盎司, 元/克).....	8
表 3: 2023 年各矿山黄金资源量情况.....	9
表 4: 公司扩产项目投入及工程进度.....	10
公司财务报表数据预测汇总.....	13

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