

自产铜持续放量，内生+外延齐头并进

2024 年 05 月 12 日

➤ **公司发布 2023 年年报和 2024 年一季度生产报告。**2023 年，公司实现营业收入 36.06 亿美元，毛利润 8.77 亿美元，同比上升 8.7%，归母净利润 2.78 亿美元，同比上涨 4.2%。全年综合铜产量近 52 万吨，其中自有矿山铜约 17 万金属吨，同比增长 12%。

➤ **2023 年归母净利润同比上涨 4.2%。**①**2023 年毛利同比增长 0.7 亿美元，主要得益于自产铜产量增长。**分板块来看，其中增利项主要是粗铜及阳极铜（同比+1.32 亿美元，得益于自产铜量的增长），铜产品代加工（同比+0.21 亿美元），减利项主要是氢氧化钴含钴（同比-0.44 亿美元，主要由于钴价大幅下跌），阴极铜（同比-0.19 亿美元），液态二氧化硫（同比-0.14 亿美元），硫酸（同比-0.06 亿美元）。②**汇兑损失拖累业绩。**2023 年公司其他收益为亏损 8962.9 万美元，同比亏损走阔 70.9 百万美元，主要原因是受赞比亚克瓦查贬值影响，汇兑损失同比增加。

➤ **2024 年一季度，公司实现归母净利润 0.84 亿美元，同比下降约 3%，主要原因是 Q1 铜价同比下跌超 5%。**从产量完成情况来看：公司生产阴极铜 3.25 万吨，同比减少 9%，完成年度产量指引 23%，减量项为谦比希湿法、中色华鑫马本德、中色华鑫湿法，主要受刚果金停电影响。增量项主要为刚波夫主矿体（阴极铜产量为 9378 吨，同比增长 21%），刚波夫产量增长或主要由于刚波夫为自产铜矿，有限电力优先供应盈利更好的自产矿；粗铜和阳极铜约 11 万吨，同比增长约 22%，完成年度产量指引约 27%；硫酸 27 万吨，同比增长约 16%，完成年度产量指引约 27%；氢氧化钴含钴约 196 吨，同比减少约 48%，完成年度产量指引约 30%；液态二氧化硫 5803 吨，同比增长约 49%，完成年度产量指引约 45%。

➤ **核心看点：**①**内生性增长：**公司旗下子公司中色非洲矿业、中色卢安夏、谦比希湿法冶炼将在未来的 3-5 年研究并推进以下项目建设：谦比希东南矿体的扩产、中色卢安夏 28 号竖井的复产（截至 2024 年 2 月 29 日，卢安夏铜矿 28 号竖井抽排水恢复开发专案新增铜金属资源量 118 万吨，同比增长 81.73%）、Samba 矿山的采矿及选矿工程，内生性增长空间十足。②**外延式并购：**集团层面为解决同业竞争问题，刚果金公司和 Deziwa 铜矿有望注入上市公司。③**进入港股通，流动性改善初见成效，价值重估仍在进行中。**

➤ **投资建议：**考虑到公司自产铜扩产以及铜价上涨，我们预计 2024-2026 年公司分别实现归母净利润 3.59、3.68 和 4.47 亿美元，EPS 分别为 0.09、0.09、0.11 美元，按照美元：港币 7.81 的汇率，对应 2024 年 5 月 10 日收盘价的 PE 分别为 11/10/8X。维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**产品价格下跌、地缘政治、汇率波动、项目进展不及预期风险等。

盈利预测与财务指标

单位 / 百万美元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,606	4,360	4,313	4,571
增长率 (%)	-11.9	20.9	-1.1	6.0
净利润	278	359	368	447
增长率 (%)	5.3	29.2	2.6	21.5
EPS	0.07	0.09	0.09	0.11
P/E	14	11	10	8
P/B	2.1	1.7	1.5	1.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 5 月 10 日收盘价，汇率 1USD=7.81HKD）

推荐

维持评级

当前价格：

7.59 港元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 张弋清

执业证书：S0100523100001

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

相关研究

1.中国有色矿业 (01258.HK) 2023 年半年报点评：自产铜产量超预期，价值重估会有时-2023/09/02

2.中国有色矿业 (01258.HK) 2022 年业绩点评：价降本增利润承压，价值重估进行时-2023/04/03

目录

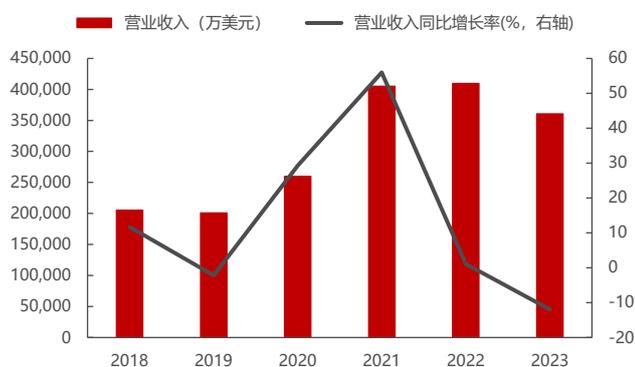
1 事件：公司发布 2023 年年报和 2024 年一季度生产报告	3
2 分析：自产铜持续放量，量价齐升将迎利润增长	4
2.1 2023 年业绩：自产铜产量稳步增长，成本控制优异.....	4
2.2 2024 年一季度生产经营情况：电力短缺导致阴极铜产量不及预期，自产铜产量增长弥补盈利下滑	8
2.3 核心看点：内生性增长+外延性并购齐头并进.....	8
3 盈利预测与投资建议	9
4 风险提示	10
插图目录	12
表格目录	12

1 事件：公司发布 2023 年年报和 2024 年一季度生产报告

生产报告

公司发布 2023 年年报和 2024 年一季度生产报告。2023 年，公司实现营业收入 36.06 亿美元，毛利润 8.77 亿美元，同比上升 8.7%，归母净利润 2.78 亿美元，同比上涨 4.2%。全年综合铜产量近 52 万吨，其中自有矿山铜约 17 万金属吨，同比增长 12%。

图1：2018-2023 年收入及增速



资料来源：ifind，民生证券研究院

图2：2018-2023 年归母净利润及增速



资料来源：ifind，民生证券研究院

2024 年一季度，公司实现归母净利润 0.84 亿美元，同比下降约 3%，主要原因是 Q1 铜价同比下跌超 5%。从产量完成情况来看：公司生产阴极铜 3.25 万吨，同比减少 9%，完成年度产量指引 23%；粗铜和阳极铜约 11 万吨，同比增长约 22%，完成年度产量指引约 27%；硫酸 27 万吨，同比增长约 16%，完成年度产量指引约 27%；氢氧化钴含钴约 196 吨，同比减少约 48%，完成年度产量指引约 30%；液态二氧化硫 5803 吨，同比增长约 49%，完成年度产量指引约 45%。

2 分析：自产铜持续放量，量价齐升将迎利润增长

2.1 2023 年业绩：自产铜产量稳步增长，成本控制优异

2023 年公司粗铜及阳极铜、阴极铜、氢氧化钴含钴、硫酸、液态二氧化硫、铜产品代加工分别实现营收 22.2、10.74、0.15、2.12、0.11、0.74 亿美元，营收占比分别为 61.56%、29.79%、0.42%、5.89%、0.30%、2.05%；毛利分别为 2.86、4.41、-0.19、1.37、0.03、0.30 亿美元，毛利占比分别为 32.61%、50.21%、-2.18%、15.56%、0.39%、3.41%；毛利率分别为 12.9%、41.0%、-127.6%、64.3%、31.2%、40.5%。或由于谦比希东南二期爬坡（产品为粗铜）使得自产铜比例上升以及铜价上涨影响，公司粗铜毛利率 2023 年同比上升 7pct 至 12.9%。

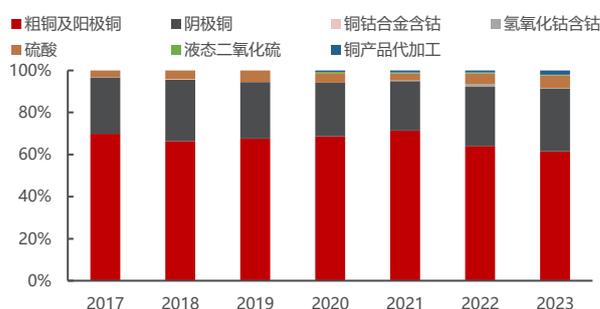
2023 年毛利同比增长 0.7 亿美元，主要得益于自产铜产量增长。其中增利项主要是粗铜及阳极铜（同比+1.32 亿美元，得益于自产铜量的增长），铜产品代加工（同比+0.21 亿美元），减利项主要是氢氧化钴含钴（同比-0.44 亿美元，主要由于钴价大幅下跌），阴极铜（同比-0.19 亿美元），液态二氧化硫（同比-0.14 亿美元），硫酸（同比-0.06 亿美元）。

图3：2017-2023 年分板块收入情况 (单位：百万美元)



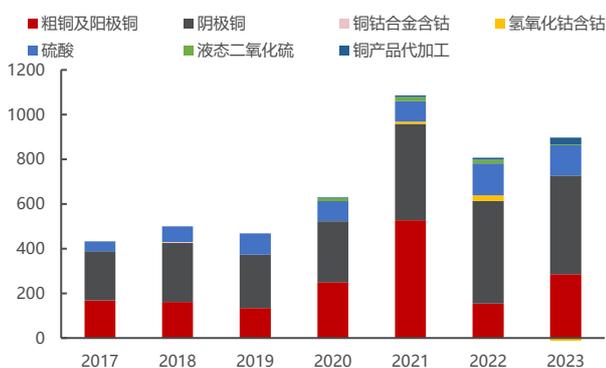
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图4：2017-2023 年分板块收入占比情况



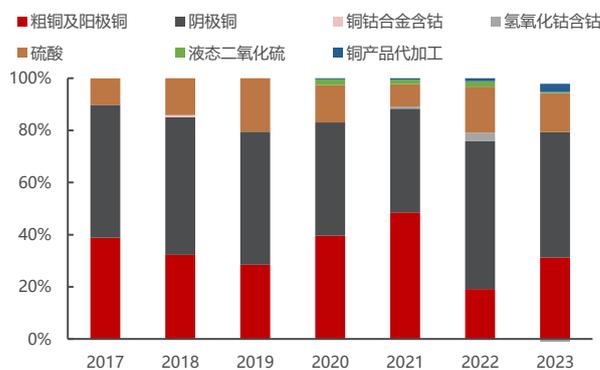
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图5：2017-2023 年分板块毛利情况 (单位：百万美元)

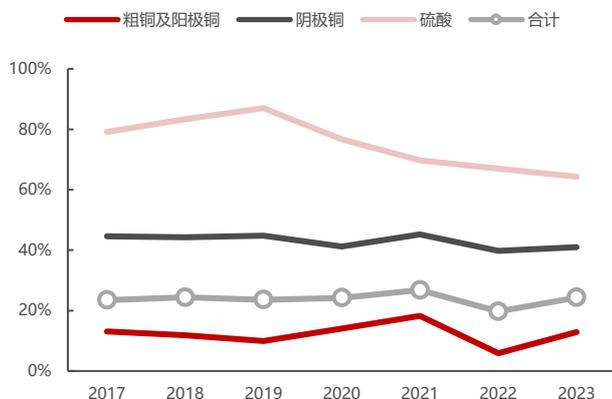


资料来源：公司公告，民生证券研究院

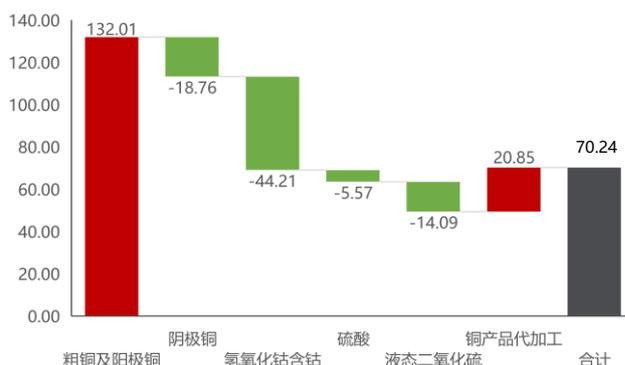
图6：2017-2023 年分板块毛利占比情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图7：2017-2023 年分板块毛利率情况


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图8：2023 年毛利分板块变化情况 (单位：万美元)


资料来源：公司公告，民生证券研究院

销量端：2023 年，粗铜及阳极铜、阴极铜、氢氧化钴含钴、硫酸、液态二氧化硫销量分别为 28.48 万吨 (同比-12.4%)、14.05 万吨 (同比-4.3%)、1256 吨 (同比-4.4%)、73.62 万吨 (同比+4.4%)、1.22 万吨 (同比-37.4%)。其中粗铜及阳极铜产量减少主要是因为①**谦比希铜冶炼：**2023 年生产粗铜和阳极铜 21.6 万吨，同比减少 14%，生产硫酸 59.6 万吨，同比减少 16.4%。主要原因是 2023 年 1 月至 10 月 KML 供应商因发生不可抗力等因素，共计拖欠公司原料供应 8 万干吨、2.14 万金属吨，影响了公司年初制定的生产计划。②**谦比希湿法冶炼：**2023 年生产粗铜和阳极铜 0.6 万吨，同比减少 38.2%，主要原因是 2023 年赞比亚资源税税务政策改变，湿法公司 2023 年未开展外购铜精矿委托加工业务，粗铜和阳极铜产量同比下降。③**卢阿拉巴铜冶炼：**2023 年生产粗铜和阳极铜 15.7 万吨，同比增长 24.2%，主要是因为 2022 年对吹炼供风系统改造，产能提升至 16 万吨。液态二氧化硫销量同比减少 37.4%主要是由于钴价下跌，市场低迷，液态二氧化硫用户需求量下降，导致产量下降。

价格端：2023 年，粗铜及阳极铜、阴极铜、氢氧化钴含钴、硫酸、液态二氧化硫售价分别为 7796 美元/吨 (同比-3.4%)、7649 美元/吨 (同比-2.8%)、1.19 万美元/吨 (同比-64.9%)、288 美元/吨 (同比-4.3%)、894 美元/吨 (同比-24.5%)。

成本端：2023 年，粗铜及阳极铜、阴极铜、氢氧化钴含钴、硫酸、液态二氧化硫单位成本分别为 6791 美元/吨 (同比-10.6%，主要是由于自产铜产量增长，而自产铜成本更低，因此拉低了整体成本)、4512 美元/吨 (同比-4.8%)、2.72 万美元/吨 (同比+82.0%)、103 美元/吨 (同比+4.0%)、615 美元/吨 (同比+117.3%)。

毛利端：2023 年，粗铜及阳极铜、阴极铜、氢氧化钴含钴、硫酸、液态二氧化硫单位毛利分别为 1005 美元/吨 (同比+112.0%)、3137 美元/吨 (同比+0.3%)、-1.52 万美元/吨 (同比-179.7%)、185 美元/吨 (同比-8.4%)、279 美元/吨 (同比+119.1%)。

表1：2023 年公司粗铜及阳极铜销量为 28.5 万吨，同比减少 12.4% (单位：吨)

产品	2020	2021	2022	2023	2023 同比
粗铜及阳极铜	288,492	333,499	325,049	284,784	-12.4%
阴极铜	117,457	114,521	146,808	140,454	-4.3%
氢氧化钴含钴	143	363	1,314	1,256	-4.4%
硫酸	534,004	765,565	705,470	736,183	4.4%
液态二氧化硫	17,038	25,833	19,415	12,160	-37.4%
铜产品代加工	27,389	58,615	59,507	89,874	51.0%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表2：2023 年公司粗铜及阳极铜售价为 7796 美元/吨，同比减少 3.4% (单位：美元/吨)

产品	2020	2021	2022	2023	2023 同比
粗铜及阳极铜	6,176	8,667	8,069	7,796	-3.4%
阴极铜	5,644	8,334	7,870	7,649	-2.8%
氢氧化钴含钴	21,035	40,193	34,008	11,929	-64.9%
硫酸	220	172	301	288	-4.3%
液态二氧化硫	917	871	1,184	894	-24.5%
铜产品代加工	592	622	619	822	32.8%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表3：2023 年公司粗铜及阳极铜单位成本为 6791 美元/吨，同比减少 10.6% (单位：美元/吨)

产品	2020	2021	2022	2023	2023 同比
粗铜及阳极铜	5,312	7,088	7,595	6,791	-10.6%
阴极铜	3,318	4,566	4,741	4,512	-4.8%
氢氧化钴含钴	17,888	13,557	14,915	27,152	82.0%
硫酸	51	52	99	103	4.0%
液态二氧化硫	102	167	283	615	117.3%
铜产品代加工	509	508	467	489	4.7%

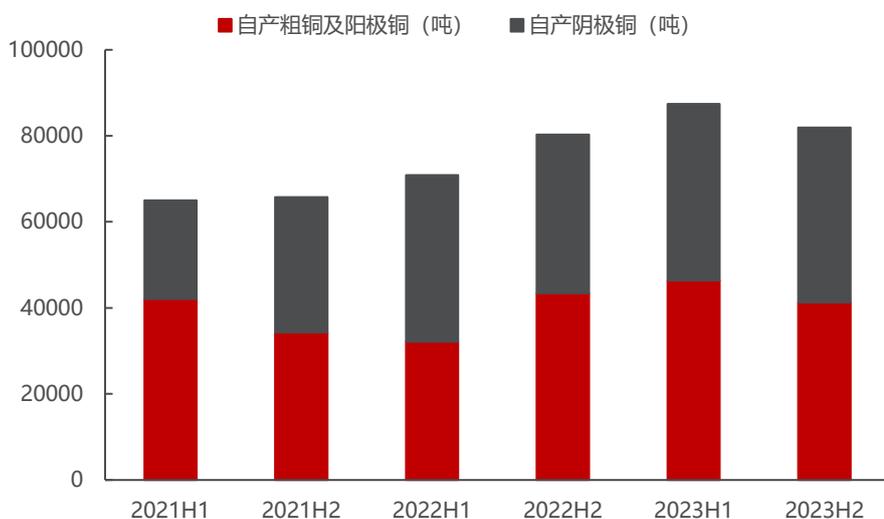
资料来源：公司公告，民生证券研究院

表4：2023 年公司阴极铜单位毛利为 1005 美元/吨，同比增长 112% (单位：美元/吨)

产品	2020	2021	2022	2023	2023 同比
粗铜及阳极铜	864	1,579	474	1,005	112.0%
阴极铜	2,326	3,768	3,129	3,137	0.3%
氢氧化钴含钴	3,147	26,636	19,093	-15,223	-179.7%
硫酸	169	120	202	185	-8.4%
液态二氧化硫	815	704	901	279	-69.0%
铜产品代加工	83	114	152	333	119.1%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

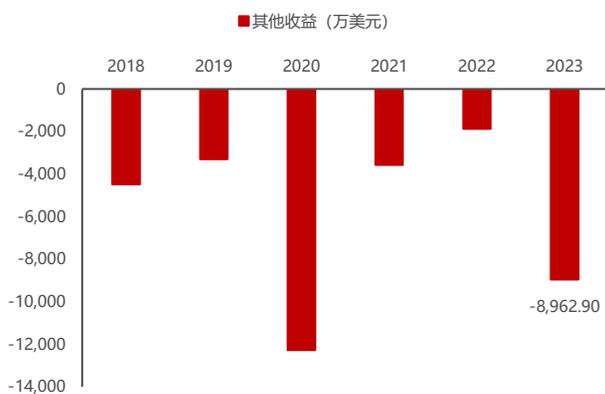
图9：2021-2023 年自产铜生产情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

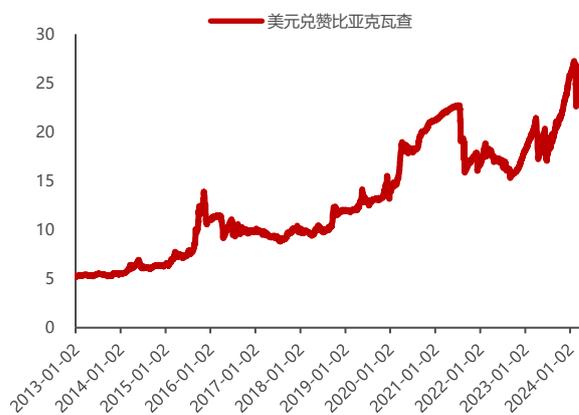
2023 年公司其他收益为亏损 8962.9 万美元，同比亏损走阔 70.9 百万美元，主要原因是受赞比亚克瓦查贬值影响，汇兑损失同比增加。

图10：2023 年公司其他收益亏损 8962.9 万美元



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图11：赞比亚克瓦查持续贬值



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.2 2024 年一季度生产经营情况：电力短缺导致阴极铜产量不及预期，自产铜产量增长弥补盈利下滑

盈利：电力短缺导致阴极铜产量不及预期，自产铜产量增长弥补盈利下滑。公司 2024Q1 实现归母净利润 0.84 亿美元，同比下降约 3%。主要是由于 2024Q1 国际铜均价同比下跌超 5%。

2024Q1，公司共生产阴极铜 3.2 万吨，同比减少 9%，完成年度产量指引约 23%。减量项主要为谦比希湿法（阴极铜产量为 1401 吨，同比减少 19%），中色华鑫马本德（阴极铜产量为 4659 吨，同比减少约 50%），中色华鑫湿法（阴极铜产量约 5300 吨，同比减少约 12%），减量主要是由于刚果金停限电影响。增量项主要为刚波夫主矿体（阴极铜产量为 9378 吨，同比增长 21%），刚波夫产量增长或主要由于刚波夫为自产铜矿，有限电力优先供应盈利更好的自产矿。

2024Q1，公司共生产粗铜和阳极铜约 11.0 万吨，同比增长约 22%，完成年度产量指引约 27%。增量项主要为谦比希铜冶炼（粗铜及阳极铜产量为 7.06 万吨，同比增长约 40%，主要是由于去年同期受供应商停产影响，铜精矿供应短缺，今年铜精矿供应充足）。卢阿拉巴铜冶炼 24Q1 产量与去年同期基本持平，产量为 3.95 万吨。

2.3 核心看点：内生性增长+外延性并购齐头并进

核心看点：①内生性增长：公司旗下子公司中色非洲矿业、中色卢安夏、谦比希湿法冶炼将在未来的 3-5 年研究并推进以下项目建设：谦比希东南矿体的扩产、中色卢安夏 28 号竖井的复产（截至 2024 年 2 月 29 日，卢安夏铜矿 28 号竖井抽排水恢复开发专案新增铜金属资源量 118 万吨，同比增长 81.73%）、Samba 矿山的采矿及选矿工程，内生性增长空间十足。**②外延式并购：**集团层面为解决同业竞争问题，刚果金公司和 Deziwa 铜矿有望注入上市公司。**③进入港股通，流动性改善初见成效，价值重估仍在进行中。**

3 盈利预测与投资建议

考虑到公司自产铜扩产以及铜价上涨,我们预计 2024-2026 年公司将分别实现归母净利润 3.59、3.68 和 4.47 亿美元, EPS 分别为 0.09、0.09、0.11 美元,按照美元:港币 7.81 的汇率,对应 2024 年 5 月 10 日收盘价的 PE 分别为 11/10/8X。维持“推荐”评级。

4 风险提示

1) 产品价格下跌的风险。公司产品价格主要受铜钴市场价影响，若铜钴价格出现大幅下跌，则会对公司盈利产生不利影响。

2) 地缘政治的风险。公司的矿山主要在赞比亚和刚果金，若相关地区出现战乱、天灾等不可抗力，造成矿山财物或人员伤亡毁坏，或将对公司盈利产生不利影响。

3) 汇率波动的风险。公司赞比亚矿产品有所得税退税，退税币种为赞比亚当地货币，但公司产品销售和原材料采购都是美元结算，因此若赞比亚克瓦查贬值，则会在年底产生汇率损失，对公司盈利产生不利影响。

4) 项目进展不及预期的风险。公司仍有勘探和扩产项目，若项目进展不及预期，则会削弱公司未来成长性，对公司未来的盈利产生不利影响。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万美元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	2,128	3,014	3,372	4,143
现金及现金等价物	492	1,065	1,657	2,107
应收账款及票据	418	595	400	658
存货	861	960	917	966
其他	357	395	398	412
非流动资产合计	1,692	1,733	1,769	1,800
固定资产	1,518	1,571	1,617	1,658
商誉及无形资产	100	88	77	68
其他	74	74	74	74
资产合计	3,820	4,747	5,140	5,943
流动负债合计	1,140	1,375	1,262	1,450
短期借贷	177	217	211	228
应付账款及票据	532	685	549	699
其他	431	473	502	524
非流动负债合计	193	393	393	393
长期借贷	0	200	200	200
其他	193	193	193	193
负债合计	1,333	1,768	1,655	1,843
普通股股本	740	740	740	740
储备	1,102	1,461	1,829	2,276
归属母公司股东权益	1,842	2,201	2,569	3,016
少数股东权益	644	778	916	1,083
股东权益合计	2,487	2,980	3,485	4,100
负债和股东权益合计	3,820	4,747	5,140	5,943

现金流量表 (百万美元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	589	660	936	770
净利润	278	359	368	447
少数股东权益	104	134	138	167
折旧摊销	211	209	214	218
营运资金变动及其他	-3	-42	216	-63
投资活动现金流	-224	-307	-309	-308
资本支出	-157	-250	-250	-250
其他投资	-67	-57	-59	-58
筹资活动现金流	-605	220	-35	-12
借款增加	-352	240	-6	17
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	-105	0	0	0
其他	-148	-20	-29	-29
现金净增加额	-241	573	592	450

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

利润表 (百万美元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,606	4,360	4,313	4,571
其他收入	10	0	0	0
营业成本	2,729	3,272	3,209	3,301
销售费用	11	13	13	13
管理费用	199	241	238	252
研发费用	0	0	0	0
财务费用	22	12	13	4
权益性投资损益	0	0	0	0
其他损益	-97	-97	-97	-97
除税前利润	559	725	744	904
所得税	177	232	238	289
净利润	381	493	506	614
少数股东损益	104	134	138	167
归属母公司净利润	278	359	368	447
EBIT	581	737	756	908
EBITDA	792	946	971	1,126
EPS (元)	0.07	0.09	0.09	0.11

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力(%)				
营业收入	-11.93	20.89	-1.08	5.99
归属母公司净利润	5.29	29.23	2.58	21.52
盈利能力(%)				
毛利率	24.33	24.95	25.60	27.79
净利率	7.70	8.23	8.53	9.78
ROE	15.07	16.30	14.33	14.83
ROIC	14.88	14.76	13.20	13.64
偿债能力				
资产负债率(%)	34.90	37.23	32.20	31.02
净负债比率(%)	-12.66	-21.75	-35.76	-40.95
流动比率	1.87	2.19	2.67	2.86
速动比率	0.95	1.34	1.78	2.04
营运能力				
总资产周转率	0.92	1.02	0.87	0.82
应收账款周转率	8.73	8.61	8.67	8.64
应付账款周转率	5.02	5.38	5.20	5.29
每股指标 (元)				
每股收益	0.07	0.09	0.09	0.11
每股经营现金流	0.15	0.17	0.24	0.20
每股净资产	0.47	0.56	0.66	0.77
估值比率				
P/E	14	11	10	8
P/B	2.1	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	4.39	3.67	3.58	3.09

插图目录

图 1: 2018-2023 年收入及增速	3
图 2: 2018-2023 年归母净利润及增速	3
图 3: 2017-2023 年分板块收入情况 (单位: 百万美元)	4
图 4: 2017-2023 年分板块收入占比情况	4
图 5: 2017-2023 年分板块毛利情况 (单位: 百万美元)	4
图 6: 2017-2023 年分板块毛利占比情况	4
图 7: 2017-2023 年分板块毛利率情况	5
图 8: 2023 年毛利分板块变化情况 (单位: 万美元)	5
图 9: 2021-2023 年自产铜生产情况	7
图 10: 2023 年公司其他收益亏损 8962.9 万美元	7
图 11: 赞比亚克瓦查持续贬值	7

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 2023 年公司粗铜及阳极铜销量为 28.5 万吨, 同比减少 12.4% (单位: 吨)	6
表 2: 2023 年公司粗铜及阳极铜售价为 7796 美元/吨, 同比减少 3.4% (单位: 美元/吨)	6
表 3: 2023 年公司粗铜及阳极铜单位成本为 6791 美元/吨, 同比减少 10.6% (单位: 美元/吨)	6
表 4: 2023 年公司阴极铜单位毛利为 1005 美元/吨, 同比增长 112% (单位: 美元/吨)	6
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