

► **事件概述：公司发布 2024 年半年报。**2024H1，公司实现营收 642.49 亿元，同比增长 5%；归母净利润 11.06 亿元，同比增长 3.6%；扣非归母净利润 6.79 亿元，同比减少 23.8%。2024Q2，公司实现营收 374.18 亿元，同比增长 11.7%、环比增长 39.5%；归母净利润 9.52 亿元，同比增长 81.4%、环比增长 515%；扣非归母净利润 3.57 亿元，同比增长 2.4%、环比增长 11.1%。

► **点评：有色业务持续拓展，营收同比增长**

① **量：2024H1 营收同比增长。**2024H1，公司有色金属业务整体实现收入 446.48 亿元，同比增长 28.42%，黑色金属业务整体实现收入 193.08 亿元，同比减少 26.80%。公司克服黑色金属行业整体需求转弱、流动性缺失和商品价格下行等不利因素影响，持续拓展有色金属业务，有效弥补黑色金属收入下降，实现整体营业收入同比增长 4.95%。

② **价：2024H1 毛利率同比回落。**公司毛利率同比减少 0.71pct 至 1.11%，其中有色金属产品毛利率同比增加 0.64pct 至 2.14%，黑色金属产品毛利率 2024H1 为-1.46%，而 2023H1 为 2.44%。Q2 公司毛利率为 0.72%，环比减少 0.93pct，同比增加 0.18pct。

③ **2024Q2 公司归母净利润环比同比均有增长。**环比来看，公司盈利增长主要得益于投资收益增加和减值损失冲回；**同比来看**，除了投资收益和减值损失带来的增长以外，也得益于毛利的增加和费用的降低，Q2 归母净利润同比增长 4.27 亿元。

► **未来核心看点：贸易投资双轮驱动，投资全球优质资产**

① **贸易投资双轮驱动。**一方面，公司以贸易发展巩固资源供应，通过投资上游矿山获得分销权，夯实贸易资源保有量，以资源投资促进贸易发展。另一方面，公司强化资源获取能力，注重上下游资源整合，在全产业链为客户提供营销、物流、渠道等增值服务，形成了以黑色金属铁矿石、有色金属铜铝等为核心的多层次贸易发展格局。

② **投资全球优质资产。**公司投资的矿山资产稀缺性特征显著，在全球范围内极具竞争力，具有广泛的市场影响力，国内的投资项目亦兼具稀缺性和协同性，为公司获得了良好的投资回报。其中，艾芬豪矿业和西部超导为上市公司，中信金属持有的股权价值合计约 312 亿元。

盈利预测与投资建议：我们认为，受益于公司全球的优质资源投资，资源投资和贸易协同发展，公司营收和毛利率有望提升，2024-26 年归母净利润预计依次为 17.57/19.84/21.01 亿元，对应 8 月 27 日收盘价的 PE 为 19x、16x 和 16x，首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

► **风险提示：**市场价格大幅波动，下游需求不及预期，投资项目进度不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	124,999	130,450	139,750	144,350
增长率 (%)	4.9	4.4	7.1	3.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,057	1,757	1,984	2,101
增长率 (%)	-7.1	-14.6	12.9	5.9
每股收益 (元)	0.42	0.36	0.40	0.43
PE	16	19	16	16
PB	1.7	1.6	1.5	1.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 08 月 27 日收盘价)

谨慎推荐

首次评级

当前价格：

6.82 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 任恒

执业证书：S0100523060002

邮箱：renheng@mszq.com

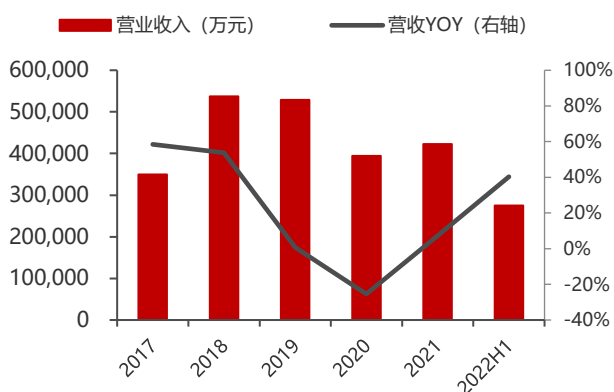
目录

1 事件：公司公布 2024 年半年报	3
2 点评：有色业务持续拓展，营收同比增长	4
2.1 2024H1 营收同比增长，毛利率有所回落	4
2.2 2024Q2 业绩环比同比均有所改善	6
3 核心看点：贸易投资双轮驱动，投资全球优质资产	7
4 盈利预测与投资建议	9
5 风险提示	11
插图目录	13
表格目录	13

1 事件：公司公布 2024 年半年报

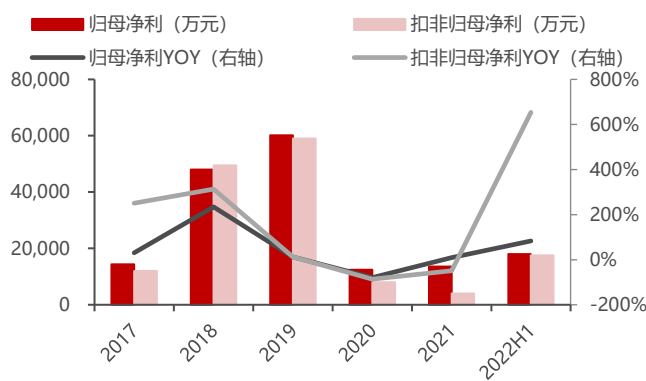
公司公布 2024 年半年报：2024H1，公司实现营收 642.49 亿元，同比增长 5%；归母净利润 11.06 亿元，同比增长 3.6%；扣非归母净利润 6.79 亿元，同比减少 23.8%。2024Q2，公司实现营收 374.18 亿元，同比增长 11.7%、环比增长 39.5%；归母净利润 9.52 亿元，同比增长 81.4%、环比增长 515%；扣非归母净利润 3.57 亿元，同比增长 2.4%、环比增长 11.1%。

图1：2024H1，公司实现营收 642.49 亿元



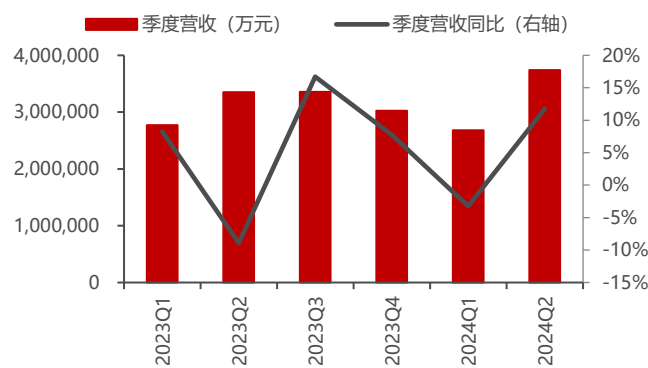
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2024H1，公司实现归母净利润 11.06 亿元



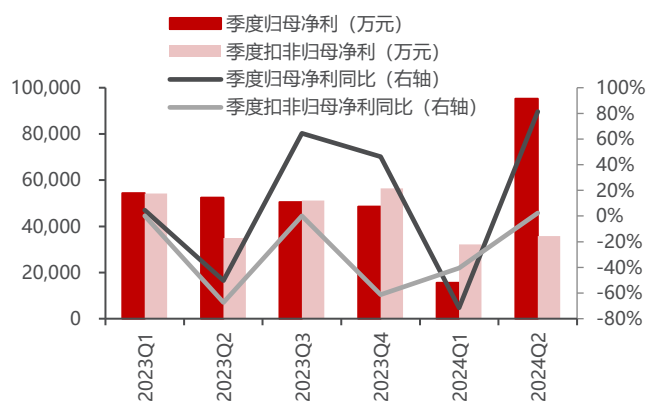
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2024Q2，公司营收同比增加 11.7%



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2024Q2，公司归母净利润同比增长 81.4%



资料来源：wind，民生证券研究院

2 点评：有色业务持续拓展，营收同比增长

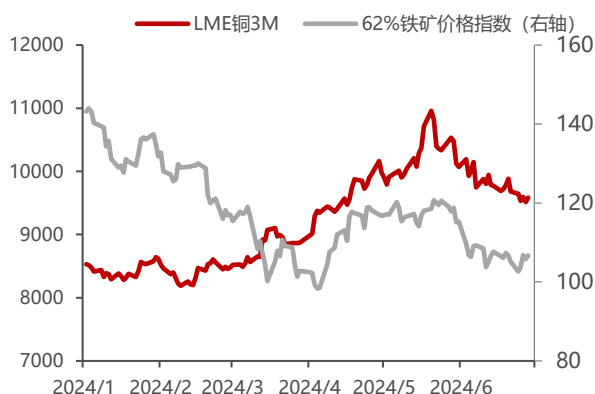
2.1 2024H1 营收同比增长，毛利率有所回落

量：2024H1 营收同比增长。2024H1，公司有色金属业务整体实现收入 446.48 亿元，同比增长 28.42%，黑色金属业务整体实现收入 193.08 亿元，同比减少 26.80%。公司克服黑色金属行业整体需求转弱、流动性缺失和商品价格下行等不利因素影响，持续拓展有色金属业务，有效弥补黑色金属收入下降，实现整体营业收入同比增长 4.95%。分地区来看，国内营收同比增长 3.9%至 491.77 亿元，境外地区营收同比增长 8.9%至 150.73 亿元，国外营收占比扩大 0.9pct 至 23.5%。

价：2024H1 毛利率同比回落。公司毛利率同比减少 0.71pct 至 1.11%。2024H1，有色品种价格铜上涨 12.0%，铝上涨 5.4%，黑色品种价格铁矿下跌 24.1%，螺纹下跌 12.6%，公司有色金属产品毛利率同比增加 0.64pct 至 2.14%，黑色金属产品毛利率 2024H1 为-1.46%，而 2023H1 为 2.44%。Q2 公司毛利率为 0.72%，环比减少 0.93pct，同比增加 0.18pct。分地区来看，国内毛利率减少 0.5pct 至 0.9%，国外毛利率减少 1.3pct 至 1.8%，国内外毛利率均有下滑。

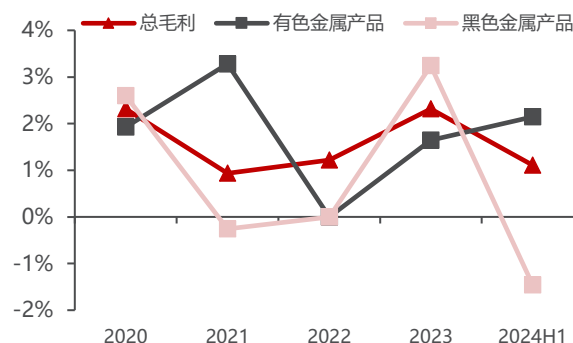
投资收益大幅增加。2024H1，公司实现投资收益 8.15 亿元，同比增长 211.57%，投资收益占比 1.27%。投资收益增长主要由于减持艾芬豪矿业股票。

图5：铜、铁矿价格（单位：美元/吨）



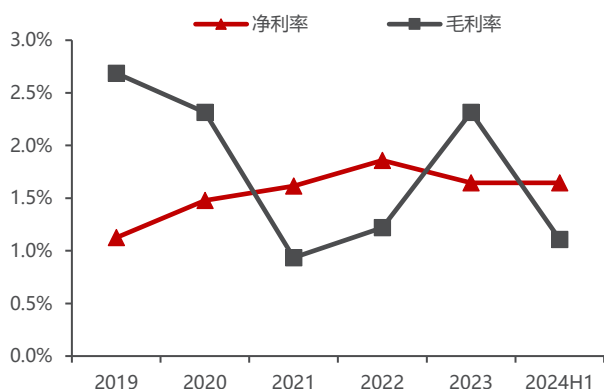
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：分品种毛利率



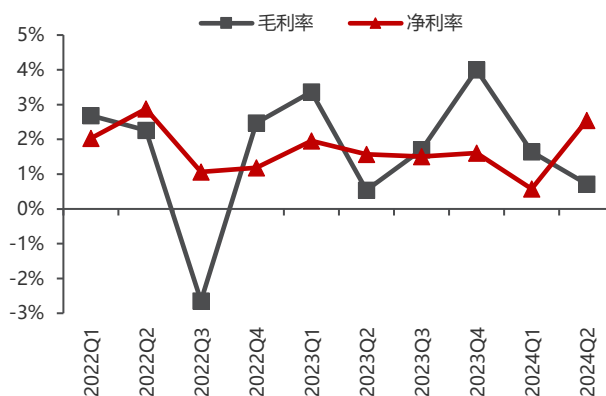
资料来源：wind，民生证券研究院

图7: 2024H1 毛利率为 1.11%



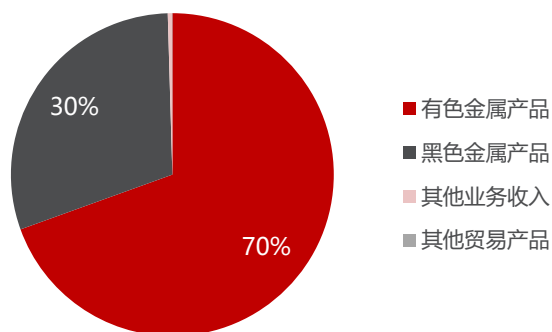
资料来源: wind, 民生证券研究院

图8: 2024Q2 毛利率为 0.72%



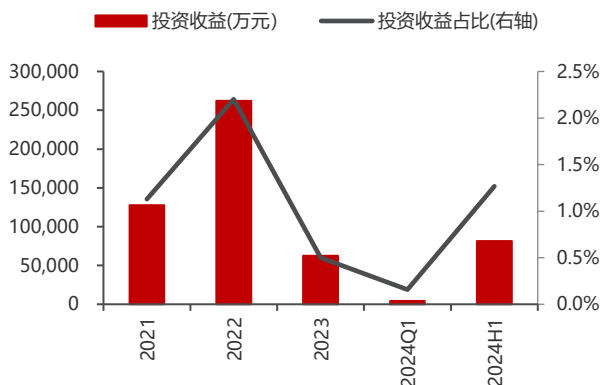
资料来源: wind, 民生证券研究院

图9: 2024H1 分产品营收占比



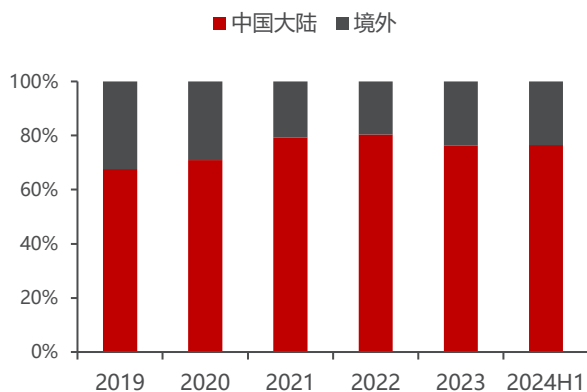
资料来源: wind, 民生证券研究院

图10: 投资收益占比



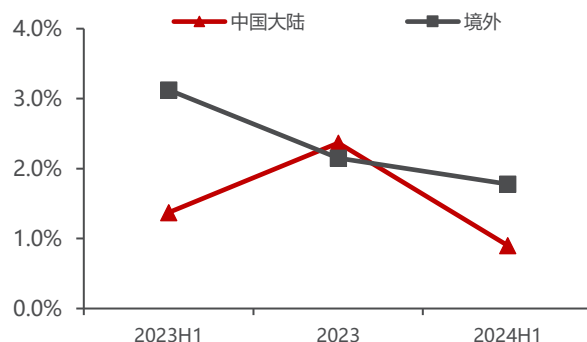
资料来源: wind, 民生证券研究院

图11: 国内外营收占比



资料来源: wind, 民生证券研究院

图12: 国内外毛利率

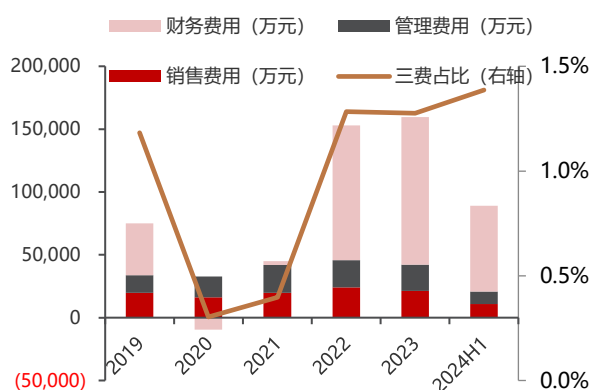


资料来源: wind, 民生证券研究院

2024H1 期间费用率同比减少。公司 2024H1 期间费用同比减少 2.57%至 9.07 亿元，期间费用率同比减少 0.11pct 至 1.41%，其中销售费用增加 7.65%至 1.09 亿元；管理费用减少 5.68%至 1.00 亿元；财务费用减少 3.73%至 6.82 亿元，主要由于利息收入增加和汇兑损失减少。研发费用增加 5.55%至 0.16 亿元。

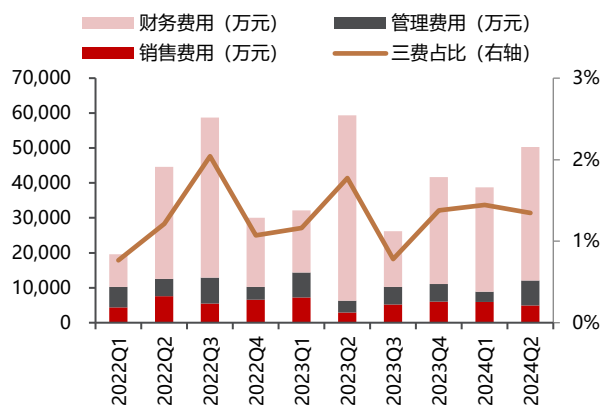
2024Q2 期间费用率同比减少。公司 2024Q2 期间费用同比减少 14.59%至 5.18 亿元，期间费用率同比减少 0.43pct 至 1.38%，其中销售费用增长 71.07%至 0.49 亿元；管理费用增加 106.33%至 0.71 亿元；财务费用减少 27.9%至 3.83 亿元。研发费用同比增长 20.01%至 0.14 亿元。

图13：2024H1 公司期间费用率同比减少



资料来源：wind，民生证券研究院

图14：2024Q2 公司期间费用率同比减少

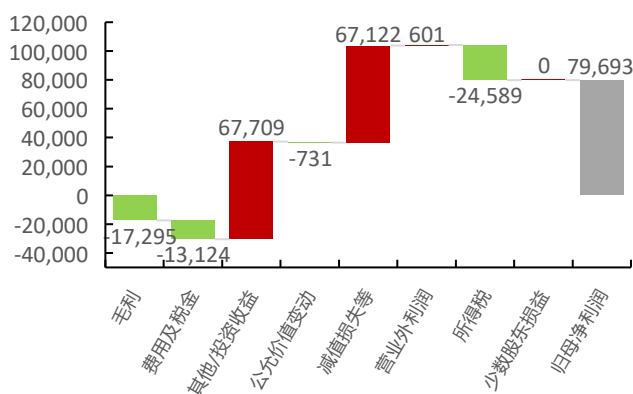


资料来源：wind，民生证券研究院

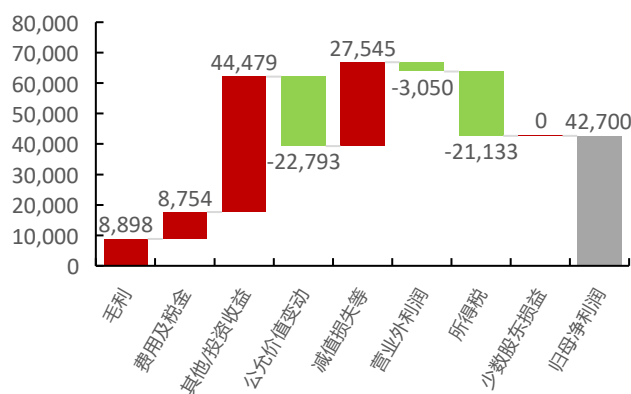
2.2 2024Q2 业绩环比同比均有所改善

2024Q2 vs 2024Q1：2024Q2 归母净利润环比增加 7.97 亿元，主要的增利点在于其他/投资收益(+6.77 亿元)、减值损失(+6.71 亿元)、营业外利润(+0.06 亿元)；主要的减利点包括毛利(-1.73 亿元)、费用及税金(-1.31 亿元)、公允价值变动(-0.07 亿元)、所得税(-2.46 亿元)；

2024Q2 vs 2023Q2：2024Q2 归母净利润同比增加 4.27 亿元，主要的增利点在于毛利(+0.89 亿元)、费用和税金(+0.88 亿元)、其他/投资收益(+4.45 亿元)、减值损失(+2.75 亿元)；主要的减利点包括公允价值变动(-2.28 亿元)、营业外利润(-0.31 亿元)、所得税(-2.11 亿元)，其中其他/投资收益大幅增长主要由于报告期内减持艾芬豪矿业股票，实现投资收益同比增长；减值损失增长主要由于一季度减值损失的冲回。

图15: 2024Q2 业绩环比变化拆分 (单位: 万元)


资料来源: wind, 民生证券研究院

图16: 2024Q2 业绩同比变化拆分 (单位: 万元)


资料来源: wind, 民生证券研究院

3 核心看点: 贸易投资双轮驱动, 投资全球优质资产

贸易: 科学选择优质品种, 重视渠道建设和信息掌控。公司贸易品种多元、结构均衡, 具有较强的对冲周期能力和增长潜力。**渠道建设方面**, 秉持“贸易+X”理念, 上游供应端重视资源获取, 比如铜业务通过参股矿山、包销等方式, 确保上游资源的稳定供应; 下游营销端以客户为中心, 重视网络布局, 为客户提供“贸易+”等多种增值服务, 保持良好的客户粘性。**信息掌控方面**, 依托对北京、上海、宁波、新加坡等贸易平台的扁平化管理, 在全球范围内搭建研究分析体系, 对市场行情、价格走势、上下游情况进行系统深入研判, 重视细分品种研究, 及时掌握关键信息, 把控购销节奏, 为业务经营决策提供有力保障。**业务模式方面**, 以为客户提供综合配套服务为出发点, 以全面风险管控为前提, 通过深耕渠道和整合信息, 确定各业务品种的盈利模式, 并根据业态变化不断优化业务模式。

投资: 聚焦与贸易业务协同的全球优质稀缺资产。公司通过参股矿山获得分销权、夯实贸易品种的资源保有量, 反哺贸易业务持续发展。

海外矿山项目方面, 公司参股的**艾芬豪矿业** (持股比例 22.45%) 是加拿大上市公司。其核心资产是刚果 (金) 的 KK 铜矿、Kipushi 锌铜矿和南非的 Platreef 铂族多金属矿, 其中 KK 铜矿现查明其铜资源量为 4,272 万吨, 规模为全球第三大, 平均品位 2.54%。KK 项目三期已于 2024 年上半年提前投产。截至 2024 年 6 月 30 日, KK 铜矿自 2021 年 5 月 25 日正式投产以来, 累计产铜突破 100 万吨。

参股的**秘鲁邦巴斯铜矿** (Las Bambas 铜矿) 是世界级的优质铜矿资产 (持股比例 15%)。Las Bambas 铜矿具有较好的资源禀赋优势和生产成本优势, 目前已进入稳产阶段, 现有铜资源量 769 万吨, 平均品位 0.66%, 并伴生钼、银、金矿, 另有进一步找矿增储的良好潜力; 项目产能位于全球前十, 2024 年铜产量预期 28-32 万吨。

参股公司**巴西矿冶公司** (CBMM) 是全球最大的铌生产商 (持股比例 5%)。CBMM 的铌资源储量丰富、品位很高平均超过 2%，产量约占全球的 80%，铌产品销售占全球市场份额的 70%以上。公司作为 CBMM 在中国的独家分销商，通过投资方式锁定稀有铌资源，与公司铌贸易业务形成良好的协同促进效应。

国内投资项目方面，参股公司**西部超导** (持股比例 11.89%) 是中国高端钛合金和低温超导材料领域领军企业，是我国高性能钛合金、高温合金材料主要研发生产基地之一和目前国内唯一实现低温超导线材商业化生产的企业，也是目前全球唯一的铌钛锭棒、超导线材、超导磁体的全流程生产企业。参股公司**中博世金**是中国最大的铂金进口业务贸易商 (持股比例 20%)。

图17：公司主要业务网络示意图



资料来源：wind，民生证券研究院

表1: 公司参股主要矿山

参股公司	股权比例	矿山名称	所在国家	主要品种	资源量	平均品位	2024年产量预期	投产情况
艾芬豪矿业	22.45%	Kamoa-Kakula 铜矿	刚果(金)	铜	4272万吨	2.54%	44-49万吨	2024年上半年产量18.7万吨,项目三期已于2024年上半年提前投产,商业化生产后年产量有望达60万吨
		Kipushi 锌铜矿	刚果(金)	锌	455万吨	35.20%	10-14万吨	2024年5月31日前完成新建选厂,设计年产能80万吨,预计投产前五年年产量平均27.8万吨
		Platreef 铂族多金属矿	南非	铂	418万盎司	1.53g/t	/	2024年第二季度末一期选厂建设完成,进入调试阶段,预计2025年下半年投产,二期选矿将于2024年底完工
秘鲁邦巴斯铜矿	15%	Las Bambas 铜矿	秘鲁	铜	769万吨	0.66%	28-32万吨	已进入稳产阶段
巴西矿冶公司	5%	CBMM 铌矿	巴西	铌	/	>2%	/	产量占全球的80%,公司为CBMM在中国的独家分销商

资料来源: Wind, Ivanhoe Mines, 民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

从营收角度看,受益于海外矿山扩产和有色金属价格上涨,有色金属营收同比有明显增长,考虑到价格因素,未来有色金属营收预计持稳。今年上半年,黑色金属下跌10-20%,2024年黑色金属营收预计明显下滑。长期来看,黑色金属价格接近成本底部,下游地产需求降幅收窄,黑色金属有望止跌企稳,未来黑色金属营收预计逐步回升。我们预计公司2024-26年营业收入分别为1304.5、1397.5、1443.5亿元,同比增速分别为4.36%、7.13%、3.29%。

从毛利率角度看,受益于黑色品种止跌企稳,黑色金属产品毛利率预计有所回升,我们预计公司2024-26年黑色金属毛利率分别为0%、1.6%和1.7%,有色金属价格预计较为平稳,毛利率预计维持2.2%,总毛利率分别为1.6%、2.0%和2.0%。

表2: 公司营业收入测算

	2023A	2024E	2025E	2026E
黑色金属收入 (亿元)	511.72	400.00	493.00	539.00
黑色金属收入增速	-18.1%	-21.8%	23.3%	9.3%
黑色金属毛利率	3.2%	0.0%	1.6%	1.7%
有色金属收入 (亿元)	736.50	900.00	900.00	900.00
有色金属收入增速	30.8%	22.2%	0.0%	0.0%
有色金属毛利率	1.6%	2.2%	2.2%	2.2%
其他贸易收入 (亿元)	0.00	0.50	0.50	0.50
其他服务收入 (亿元)	1.77	4.00	4.00	4.00
总收入 (亿元)	1249.99	1304.50	1397.50	1443.50
总收入增速	4.9%	4.4%	7.1%	3.3%
总毛利率	2.3%	1.6%	2.0%	2.0%

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测

4.2 估值分析与投资建议

根据公司的业务属性, 我们选择同样主营金属贸易的浙商中拓、物产中大和主营铜矿业务的紫金矿业作为行业可比公司, 截至 2024 年 8 月 27 日收盘数据, 可比公司对应 2024-26 年平均 PE 分别为 8x、7x 和 6x。

我们认为, 受益于公司全球的优质资源投资, 参股主要矿山 (如 KK 铜矿、Kipushi 锌铜矿) 在扩产阶段, 并具有较好的资源禀赋优势和生产成本优势。此外, 国内投资的西部超导是中国高端钛合金和低温超导材料领域领军企业, 在超导材料领域有望实现新的增长。我们预计, 公司营收和毛利率有望提升, 2024-26 年归母净利润预计依次为 17.57/19.84/21.01 亿元, 对应 8 月 27 日收盘价的 PE 为 19x、16x 和 16x, 首次覆盖, 给予“谨慎推荐”评级。

表3: 可比公司估值预测

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				评级
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
000906.SZ	浙商中拓*	5.47	1.02	1.16	1.48	1.68	5	5	4	3	/
600704.SH	物产中大*	4.26	0.7	0.79	0.87	0.95	6	5	5	4	/
601899.SH	紫金矿业	16.07	0.79	1.12	1.37	1.56	20	14	12	10	推荐
可比公司均值							11	8	7	6	
601061.SH	中信金属	6.68	0.42	0.36	0.40	0.43	16	19	16	16	谨慎推荐

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测

(注: 股价为 2024 年 8 月 27 日收盘价; 带*数据采用 Wind 一致预期)

5 风险提示

1) 市场价格大幅波动。有色和黑色金属价格波动剧烈，若贸易端没有及时采购对锁或使用金融工具进行套期保值，价格发生不利变动时，公司贸易利润将受影响。

2) 下游需求不及预期。下游市场发展将带动有色和黑色金属需求，若下游市场发展不及预期，将直接影响公司业绩情况。

3) 投资项目进度不及预期。若公司投资矿山投产、达产进度不及预期，可能导致产销量增长不及预期，进而影响公司盈利情况。

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	124,999	130,450	139,750	144,350
营业成本	122,105	128,399	136,899	141,399
营业税金及附加	46	39	42	43
销售费用	213	196	210	217
管理费用	207	209	224	231
研发费用	28	28	30	31
EBIT	2,490	1,680	2,454	2,541
财务费用	1,174	1,223	1,231	1,220
资产减值损失	18	-133	0	0
投资收益	625	913	978	1,010
营业利润	2,232	1,974	2,229	2,360
营业外收支	114	14	15	17
利润总额	2,346	1,988	2,244	2,377
所得税	289	231	260	276
净利润	2,057	1,757	1,984	2,101
归属于母公司净利润	2,057	1,757	1,984	2,101
EBITDA	2,538	1,729	2,504	2,592

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	5,925	9,661	10,254	11,322
应收账款及票据	3,131	3,401	3,644	3,764
预付款项	1,954	2,174	2,318	2,394
存货	11,977	11,945	12,878	13,301
其他流动资产	2,622	3,174	3,303	3,366
流动资产合计	25,610	30,356	32,396	34,147
长期股权投资	18,342	18,342	18,342	18,342
固定资产	3	2	2	2
无形资产	19	19	19	19
非流动资产合计	18,876	19,204	19,203	19,203
资产合计	44,487	49,560	51,599	53,350
短期借款	8,527	12,527	12,527	12,527
应付账款及票据	8,560	8,762	9,342	9,649
其他流动负债	4,822	4,560	4,663	4,715
流动负债合计	21,909	25,849	26,532	26,891
长期借款	3,112	3,112	3,112	3,112
其他长期负债	349	394	394	394
非流动负债合计	3,461	3,506	3,506	3,506
负债合计	25,370	29,356	30,038	30,397
股本	4,900	4,900	4,900	4,900
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	19,117	20,205	21,561	22,953
负债和股东权益合计	44,487	49,560	51,599	53,350

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	4.89	4.36	7.13	3.29
EBIT 增长率	130.71	-32.51	46.03	3.54
净利润增长率	-7.13	-14.60	12.91	5.91
盈利能力 (%)				
毛利率	2.32	1.57	2.04	2.04
净利润率	1.65	1.35	1.42	1.46
总资产收益率 ROA	4.62	3.55	3.84	3.94
净资产收益率 ROE	10.76	8.70	9.20	9.15
偿债能力				
流动比率	1.17	1.17	1.22	1.27
速动比率	0.46	0.55	0.57	0.60
现金比率	0.27	0.37	0.39	0.42
资产负债率 (%)	57.03	59.23	58.21	56.98
经营效率				
应收账款周转天数	9.33	9.01	9.07	9.24
存货周转天数	32.58	33.54	32.64	33.33
总资产周转率	3.00	2.77	2.76	2.75
每股指标 (元)				
每股收益	0.42	0.36	0.40	0.43
每股净资产	3.90	4.12	4.40	4.68
每股经营现金流	0.09	0.14	0.22	0.33
每股股利	0.15	0.13	0.14	0.15
估值分析				
PE	16	19	16	16
PB	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	17.31	25.41	17.55	16.95
股息收益率 (%)	2.25	1.92	2.17	2.29

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	2,057	1,757	1,984	2,101
折旧和摊销	48	48	50	51
营运资金变动	-1,012	-179	-722	-278
经营活动现金流	445	690	1,095	1,622
资本开支	-4	-4	-5	-7
投资	-98	-166	0	0
投资活动现金流	26	980	973	1,004
股权募资	3,222	0	0	0
债务募资	288	3,509	0	0
筹资活动现金流	1,871	2,067	-1,476	-1,557
现金净流量	2,389	3,736	592	1,069

插图目录

图 1: 2024H1, 公司实现营收 642.49 亿元.....	3
图 2: 2024H1, 公司实现归母净利润 11.06 亿元.....	3
图 3: 2024Q2, 公司营收同比增加 11.7%.....	3
图 4: 2024Q2, 公司归母净利润同比增长 81.4%.....	3
图 5: 铜、铁矿价格 (单位: 美元/吨)	4
图 6: 分品种毛利率.....	4
图 7: 2024H1 毛利率为 1.11%.....	5
图 8: 2024Q2 毛利率为 0.72%	5
图 9: 2024H1 分产品营收占比.....	5
图 10: 投资收益占比.....	5
图 11: 国内外营收占比.....	5
图 12: 国内外毛利率.....	5
图 13: 2024H1 公司期间费用率同比减少.....	6
图 14: 2024Q2 公司期间费用率同比减少.....	6
图 15: 2024Q2 业绩环比变化拆分 (单位: 万元)	7
图 16: 2024Q2 业绩同比变化拆分 (单位: 万元)	7
图 17: 公司主要业务网络示意图.....	8

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 公司参股主要矿山.....	9
表 2: 公司营业收入测算.....	10
表 3: 可比公司估值预测.....	10
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
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