

Q4 业绩低于预期，期待优质资源的投产放量

2023 年 03 月 02 日

2022 年公司实现营收 83.82 亿元，同比减少 7.29%；归母净利润 11.24 亿元，同比减少 11.69%；扣非归母净利润 10.29 亿元，同比减少 14.36%。2022Q4 公司实现营收 19.49 亿元，同比减少 38.87%、环比减少 20.06%；归母净利润 1.94 亿元，同比减少 17.42%、环比减少 46.63%；扣非归母净利 1.31 亿元，同比减少 40.07%、环比减少 59.88%。

主营业务略有下滑，期间费用率稳定。2022 年，公司主营业务有色金属矿采选营收 37.51 亿元，同比下降 0.95%；毛利 20.60 亿元，同比下降 8.05%；毛利率 54.91%，同比下降 4.24%。期间费用率为 4.2%，同比上升 0.4%，基本维持稳定，其中管理费用增长 17.46%，主要因为停工损失和咨询服务费增加。

矿山生产受扰动，成本略有上行。2022 年公司销售合质金产品 6.89 吨，同比下降 3.23%，其中黑河银泰/吉林板苗子/青海大柴旦的黄金产量分别为 2.98/2.02/2.07 吨，同比+4.45%/-9.13%/-3.24%。原因为青海大柴旦因设备问题下半年停产两个月，吉林板苗子受疫情影响停产冲击产量下降。矿产银销量同比-6.91%，主要因为玉龙矿业受北京冬奥会、冬残奥会影响，无法采购炸药，生产进度受影响。公司矿产金、矿产银单位成本分别同比+12.58%、+6.40%，生产成本上升原因为产量下降提升单位摊销成本和原材料价格上涨。

黑河银泰表现亮眼，吉林板苗子业绩下滑较大。子公司角度，公司共拥 4 个在产矿山企业，分别为玉龙矿业、黑河银泰、吉林板苗子、青海大柴旦。2022 年黑河银泰、青海大柴旦、吉林板苗子、玉龙矿业分别实现净利润 6.35 亿元、3.70 亿元、2.35 亿元、3.78 亿元，同比 7.10%/2.06%/-30.04%/-16.73%，黑河银泰贡献主要业绩，吉林板苗子和玉龙矿业业绩受非经常性因素影响下滑较大。

资源勘探前景广阔，重点项目狠抓落实，期待重回高成长。从资源保有来看，截止 2022 年末，银泰黄金合计总资源量矿石量 1.01 亿吨，金金属量 173.9 吨，银金属量 6921.2 吨，铅+锌金属量 166.71 万吨。公司积极推动重点项目落地，**青海大柴旦**：细晶沟、金龙沟矿区预计于 2023 年均办理完成采矿证，**华盛金矿**：完成储量核实报告提交云南自然资源厅审查，1 月份评审机构及专家在进行野外核查，备案工作有序进行。**玉龙矿业** 1400t/d 选矿系统技术改造工程完成，产能顺利提升至 3000t/d，总产能顺利扩张至 5000t/d，23 年放量可期。

盈利预测与投资建议：公司掌握国内优质金矿、银矿资源，业绩将充分受益于贵金属价格的上行，考虑到公司在产矿山增产潜力，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 16.07/20.04/23.49 亿元，维持“推荐”评级。

风险提示：项目进度不及预期，产品价格下跌，美联储货币政策波动风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	8,382	10,407	11,483	12,518
增长率 (%)	-7.3	24.2	10.3	9.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,124	1,607	2,004	2,349
增长率 (%)	-11.7	42.9	24.7	17.2
每股收益 (元)	0.40	0.58	0.72	0.85
PE	28	20	16	14
PB	2.9	2.7	2.4	2.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 3 月 2 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

11.49 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. 银泰黄金 (000975.SH) 2022 年中报点评：业绩受短期因素扰动，持续看好公司成长性-2022/08/31

2. 银泰黄金 (000975.SZ) 2021 年年报点评：业绩稳步上行，看好公司黄金业务的成长性-2022/04/11

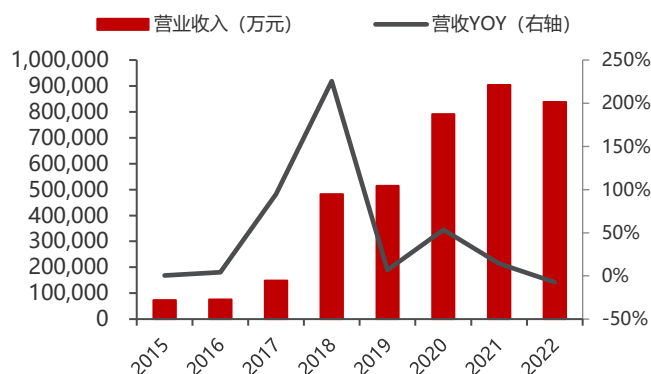
目录

1 期间费用率稳定，经营性现金流依然表现优质	3
2 生产经营受扰动，盈利受冲击	4
2.1 产品角度：黄金售价同比增长，销量下滑	5
2.2 子公司角度：黑河银泰表现亮眼，贡献主要利润	7
3 资源勘探前景广阔，重点项目狠抓落实	7
4 风险提示	9
插图目录	11
表格目录	11

公司公布 2022 年年报:2022 年公司实现营收 83.82 亿元,同比减少 7.29%;归母净利润 11.24 亿元,同比减少 11.69%;扣非归母净利润 10.29 亿元,同比减少 14.36%。

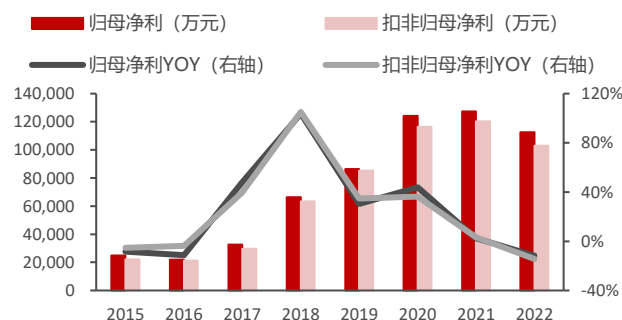
分季度来看,2022Q4,公司实现营收 19.49 亿元,同比减少 38.87%、环比减少 20.06%;归母净利润 1.94 亿元,同比减少 17.42%、环比减少 46.63%;扣非归母净利 1.31 亿元,同比减少 40.07%、环比减少 59.88%。

图1: 2022 年, 公司实现营收 83.82 亿元



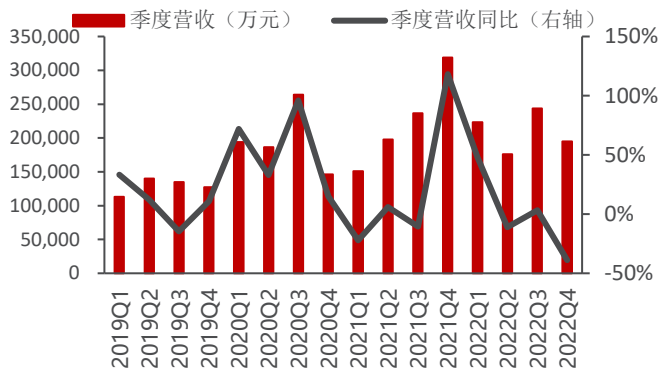
资料来源: wind, 民生证券研究院

图2: 2022 年, 公司实现归母净利润 11.24 亿元



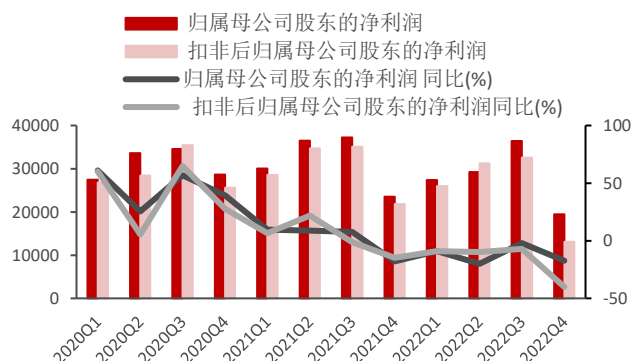
资料来源: wind, 民生证券研究院

图3: 2022Q4, 公司实现营收 19.49 亿元



资料来源: wind, 民生证券研究院

图4: 2022Q4, 公司实现归母净利润 1.94 亿元



资料来源: wind, 民生证券研究院

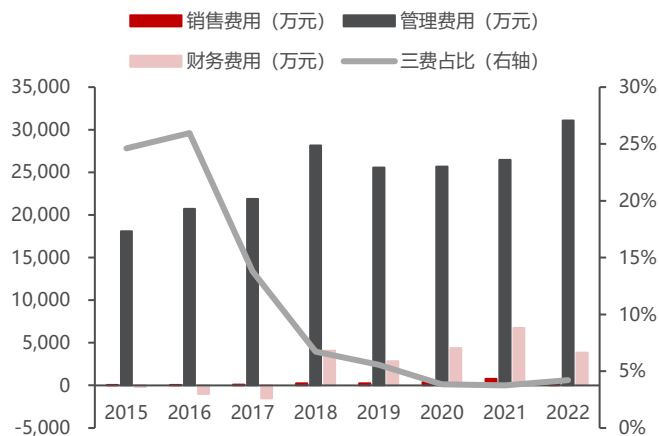
1 期间费用率稳定, 经营性现金流依然表现优质

从期间费用来看,2022 年公司期间费用率维持在低位水平。近年来公司经营趋于稳定,期间费用率逐步降低,由 2016 年的 25.95%降低至 2022 年的 4.20% 较低水平(2016 年主要是由于重大资产重组中介费及无形资产摊销增加所致)。

年度同比来看:销售费用同比减少 59.36%,主要是 2022 年仓储费用减少;管理费用增加 0.46 亿元,同比增 17.46%,主要为停工损失及咨询服务费的增加。财务费用减少 0.29 亿元,同比减少 43.02%,主要是因为 2022 年利息收入及汇兑收益增加。**分季度看,**2022Q4 期间费用合计 2.29 亿元,环比变化 0.15 亿元,同

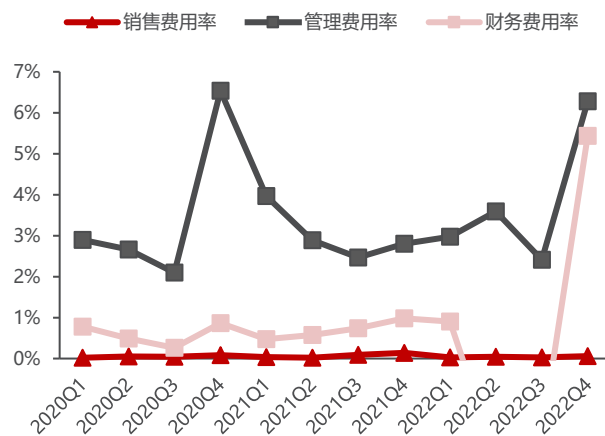
比增加 83.42%，其中销售费用、管理费用、财务费用分别同比变化-0.03 亿元 /+0.33 亿元/+0.75 亿元，同比-75.00%/+37.08%/+241.94%，环比变化 0 亿元 /0.63 亿元/1.51 亿元，环比 0.00%/+106.78%/+335.56%。

图5：期间费用率逐步降低，以管理费用为主



资料来源：wind，民生证券研究院

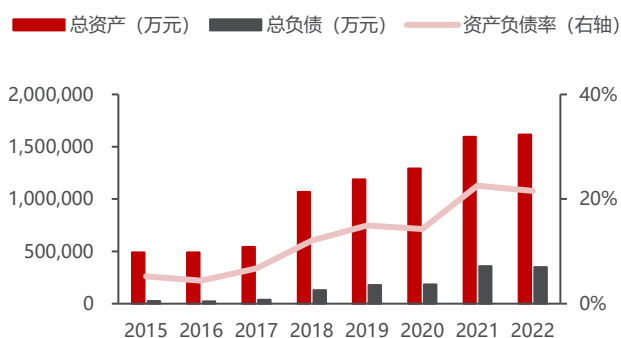
图6：2022Q4 公司费用率环比大幅上升



资料来源：wind，民生证券研究院

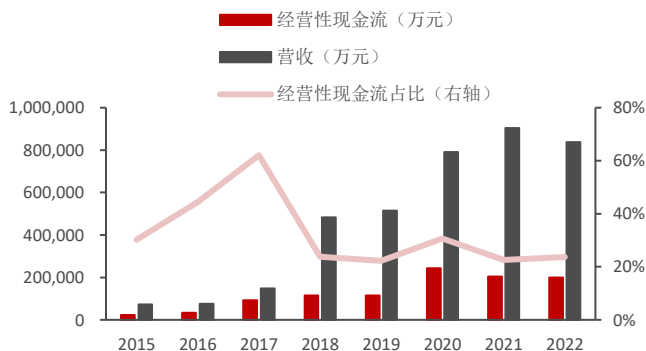
从资金能力的角度来看，2022 年公司实现经营活动现金净流入 19.89 亿元，同比减少 0.54 亿元，公司经营性现金流量净额高于净利润，部分原因来自于前期无形资产的摊销。截至 2022 年 12 月 31 日，公司资产负债率仅为 21.57%。公司具有较强的资金实力，且可采取多种方式开辟资金渠道，可以为并购国内外优质资源提供资金支持。

图7：2022 年底公司资产负债率为 21.57%



资料来源：wind，民生证券研究院

图8：公司经营活动净现金流变化

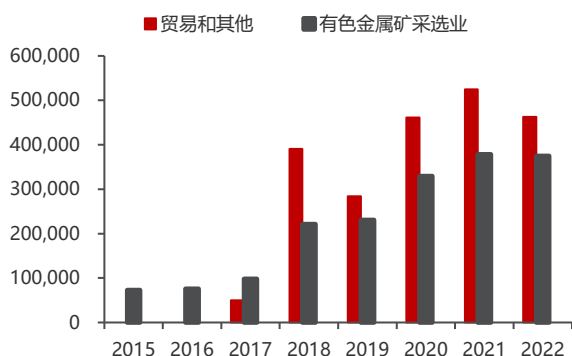


资料来源：wind，民生证券研究院

2 生产经营受扰动，盈利受冲击

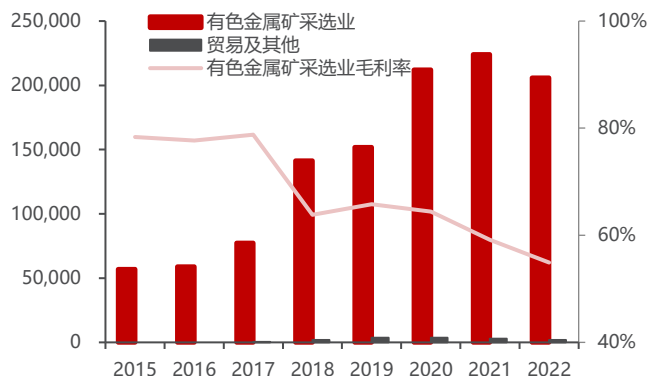
有色金属矿采选为主业，毛利率略微下滑。分业务来看，2022 年有色金属矿采选业营收 37.51 亿元，同比下降 0.95%；毛利 20.60 亿元，同比下降 8.05%；毛利率为 54.91%，相比去年同期下降 4.24%；金属采选业务毛利占比 99.05%，仍为公司主营业务。

图9：有色金属矿采选业营收略有减少（单位：万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图10：2022年有色金属矿采选业毛利率为54.91%



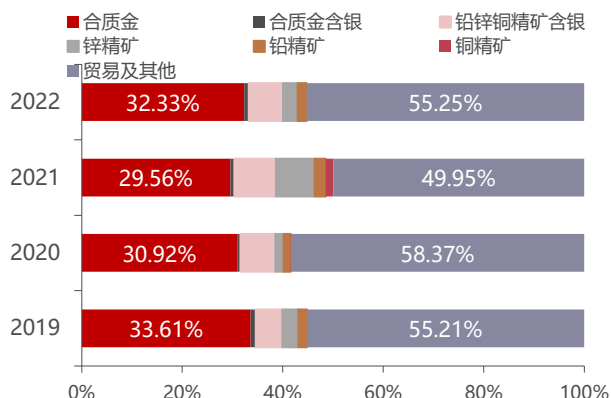
资料来源：wind，民生证券研究院

2.1 产品角度：黄金售价同比增长，销量下滑

合质金和矿山银为公司利润主要来源。营收方面,2022年公司实现营收83.82亿元,较2021年下降6.59亿元。分项营收中,合质金2022年实现营收27.09亿元,较去年同期增长1.39%,2022年合质金营收占比32.33%,玉龙矿业的铅锌铜精矿含银业务营收占比为6.84%,为除贸易业务外主要营收来源。

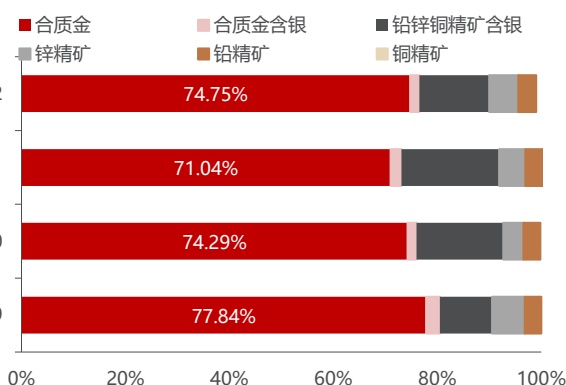
利润方面,合质金业务2022年毛利率57.37%,同比减少2.96%,毛利占比74.74%。铅锌铜精矿含银业务2022年毛利率48.55%,同比减少7.21%,毛利占比为13.38%,二者贡献主要利润。

图11：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12：公司主营产品毛利占比变化



资料来源：wind，民生证券研究院

从产销角度看，除合质金及铜精矿外3种产品产量均有所提升。具体来看：

- 1) 合质金，2022年产量为7.06吨，同比减少2.08%，销量为6.89吨，同比减少3.23%；
- 2) 矿产银 2022年产量为190.74吨，同比增长6.94%，销量为180.86吨，减少6.91%。受不可控因素影响，吉林板庙子受疫情影响停产，销量同比下降；青海大柴旦年停产两个月；玉龙矿业受北京冬奥会、冬残奥会影响，无法采购

炸药,致使生产进度受到影响,上述因素导致本年度金、银销售量较上年同期减少,合质金和矿产品银的库存量增加。

表1: 公司分产品产销和库存情况

行业分类	项目	单位	2022	2021	同比
合质金	销售量	吨	6.89	7.12	-3.23%
	生产量	吨	7.06	7.21	-2.08%
	库存量	吨	0.88	0.71	23.94%
矿产品银	销售量	吨	180.86	194.28	-6.91%
	生产量	吨	190.74	178.37	6.94%
	库存量	吨	14.44	4.56	216.67%

资料来源: wind, 公司公告, 民生证券研究院

金价同比基本持平, 处于历史较高水平。根据公司公告, 伦敦现货黄金年平均价格为 1800.09 美元/盎司, 较 2021 年同期的 1798.61 美元/盎司上升 0.08%, 基本持平。2022 年, 上海黄金交易所 Au9999 黄金全年加权平均价格为 390.58 元/克, 较 2021 年同期的 373.66 元/克上升 4.53%。主要受人民币汇率影响, 国内黄金价格较国际黄金价格更为坚挺。

2022 年公司的矿产金售价与市场价基本一致。矿产金、矿产银、铅精粉、锌精粉售价分别达到 393.03 元/克、3.58 元/克, 同比分别+4.77%/-9.82%。成本方面, 受产品销量减少影响, 叠加原材料价格上涨, 生产成本普遍上升。其中矿产金、矿产银单位成本同比分别+12.58%/+6.40%。

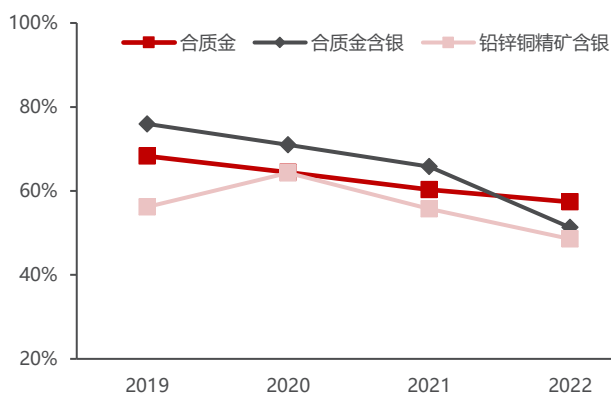
表2: 公司分产品销售单价和单位成本

产品	单位	2022 年			2021 年		
		销售均价	单位成本	毛利率	销售均价	单位成本	毛利率
矿产金	元/克	393.03	167.54	57.37%	375.12	148.82	60.33%
矿产银	元/克	3.58	1.83	48.88%	3.97	1.72	56.70%

资料来源: wind, 公司公告, 民生证券研究院

注: 单位成本为合并摊销后成本, 在单体矿山成本基础上考虑了评估增值摊销。

图13: 公司主营产品毛利率变化



资料来源: wind, 民生证券研究院

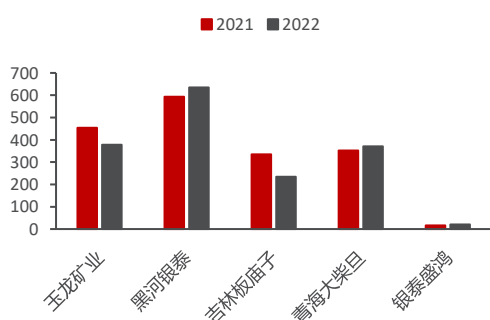
2.2 子公司角度：黑河银泰表现亮眼，贡献主要利润

公司共拥有 5 个矿山企业，分别为玉龙矿业、黑河银泰、吉林板庙子、青海大柴旦和华盛金矿。其中华盛金矿为公司 2021 年 9 月收购的矿山，目前处于停产待恢复状态，其余 4 个为在产矿山。除此之外，子公司银泰盛鸿是一家以贵金属和有色金属贸易为主业的综合型贸易服务商。

青海大柴旦和黑河银泰净利润稳步增长。2022 年，黑河银泰、青海大柴旦、吉林板庙子、玉龙矿业分别实现净利润 6.35 亿元、3.70 亿元、2.35 亿元、3.78 亿元，同比+7.10%/+2.06%/-30.04%/-16.73%。

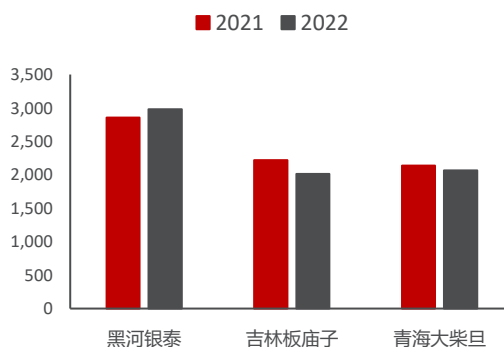
2022 年，在产金矿中黑河银泰矿产金产量 2.98 吨，贡献黄金总产量的 42.20%，产量同比增加 4.45%。吉林板庙子和青海大柴旦矿产金产量分比为 2.02 吨和 2.07 吨，分别贡献 28.61%和 29.32%，产量同比减少 9.13%和 3.24%。

图14：各矿山 2022 年净利润（单位：百万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图15：2022 年在产矿山的黄金产量变化（千克）



资料来源：wind，民生证券研究院

表3：2022 年矿产子公司生产情况

公司名称	本集团持有权益	选矿量(万吨)	矿产金(吨)	矿产银(吨)	铅精粉(吨)	锌精粉(吨)
玉龙矿业	76.67%	109.86	/	172	11785.79	17692
黑河银泰	100%	43.49	2.98	18.09	/	/
吉林板庙子	95%	67.18	2.02	0.38	/	/
青海大柴旦	90%	66.49	2.07	0.27	/	/
总计		287.02	7.07	190.74	11785.79	17692

资料来源：wind、民生证券研究院

3 资源勘探前景广阔，重点项目狠抓落实

现有矿山勘探前景广阔。截至 2022 年末，公司目前拥有 5 个金矿采矿权、9 个金矿探矿权、2 个银铅锌矿采矿权、6 个银铅锌矿探矿权，合计总资源量（含地

表存矿) 矿石量 10145.17 万吨, 金金属量 173.9 吨, 银金属量 6921.2 吨, 铅+锌金属量 166.71 万吨, 铜金属量 6.35 万吨, 锡金属量 1.82 万吨。

表4: 2022 年矿产子公司资源情况

公司名称	资源量				
	矿石量 (万吨)	金 (吨)	银 (吨)	伴生金 (千克)	其他金属 (万吨)
吉林板庙子	540.5	20.59			
青海大柴旦	1,637.37	65.95			
黑河银泰	106.27	8.99	72.39		
华盛金矿	2322.50	70.67			
玉龙矿业	5,385.68		6,832.49	152	铅: 60.85、锌: 105.86、铜: 6.35、锡: 1.82

资料来源: wind、民生证券研究院

增储技改狠抓落实。1) 黑河银泰顺利验收通过“三化”建设, 实现以机械化生产替换人工作业, 以自动化控制减少人为操作, 以信息化监测提高安全管理效能, 提高企业科技兴安和本质安全能力, 从根本上有效防范和遏制事故发生。**2) 玉龙矿业选矿技改工程完成**。2021 年公司对 1400t/d 选矿系统整体进行技术改造。2022 年 6 月 15 日, 1400t/d 选矿技改工程进入试生产阶段, 经过近两个月的设备磨合和工艺调整, 8 月中旬基本已达到设计处理能力。2021 年已扩至 3000 吨选产产能, 叠加原有 2000 吨产能, 公司目前拥有约 5000 吨选矿产能。

重点项目积极推进。1) 青海大柴旦采矿证办理: 探转采涉及主要手续已经办理完成。新立采矿权审查申请于 2022 年 12 月提交, 预计 2023 年取得细晶沟金矿(新立)采矿权证; 于 2020 年提交的青龙沟 II、III 矿带南矿石资源量 167.03 万吨, 金金属量 7.22t 为本次转采矿权的备案储量。截至 2022 年底, 已经完成划定矿区范围批复、水土保持审查等工作, 计划 2023 年取得青龙沟金矿采矿权证。**2) 华盛金矿储量核实**。2022 年 9 月, 公司完成储量核实报告的初稿并提交云南省自然资源厅储量评审中心进行合规性审查。2023 年 1 月, 评审机构组织专家及第三方机构完成了野外核查, 目前评审备案工作正在有序推进, 报告编写单位正在根据野外核查中专家提出的意见进行修改。

4 风险提示

1) 项目进展不及预期，公司仍有较多项目在推进中，可能会受突发情况影响导致项目进展不及预期，届时产量释放节奏将放缓，会对盈利产生影响。

2) 产品价格下跌，公司生产的黄金、白银等产品价格波动会明显影响公司盈利，若产品价格下滑，会对公司盈利能力产生较大影响。

3) 美联储货币政策波动风险，公司产品主要为金银等贵金属产品，部分受美联储加息政策影响，若美联储超预期鹰派加息，可能对公司产品价格和业绩造成影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	8,382	10,407	11,483	12,518
营业成本	6,302	7,465	7,841	8,260
营业税金及附加	178	208	207	225
销售费用	3	5	6	6
管理费用	311	333	299	325
研发费用	0	0	0	0
EBIT	1,534	2,396	3,131	3,701
财务费用	38	42	27	22
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	108	156	172	188
营业利润	1,616	2,525	3,292	3,885
营业外收支	-7	0	0	0
利润总额	1,609	2,525	3,292	3,885
所得税	365	566	823	971
净利润	1,244	1,959	2,469	2,914
归属于母公司净利润	1,124	1,607	2,004	2,349
EBITDA	2,725	3,370	4,212	4,887

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,874	3,307	3,859	5,293
应收账款及票据	40	45	78	119
预付款项	22	37	39	41
存货	1,359	1,125	1,396	1,697
其他流动资产	2,388	2,398	2,446	2,494
流动资产合计	5,683	6,912	7,819	9,645
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,906	2,972	3,268	3,601
无形资产	6,572	6,522	6,522	6,572
非流动资产合计	10,484	10,486	10,782	11,173
资产合计	16,167	17,398	18,601	20,817
短期借款	840	840	840	840
应付账款及票据	1,530	1,391	773	724
其他流动负债	606	711	755	801
流动负债合计	2,975	2,941	2,368	2,365
长期借款	109	109	109	109
其他长期负债	403	403	403	403
非流动负债合计	512	512	512	512
负债合计	3,487	3,453	2,881	2,878
股本	2,777	2,777	2,777	2,777
少数股东权益	1,767	2,119	2,584	3,149
股东权益合计	12,679	13,945	15,720	17,939
负债和股东权益合计	16,167	17,398	18,601	20,817

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-7.29	24.16	10.34	9.01
EBIT 增长率	-15.85	56.22	30.70	18.19
净利润增长率	-11.69	42.88	24.74	17.19
盈利能力 (%)				
毛利率	24.81	28.27	31.72	34.01
净利润率	14.85	18.83	21.50	23.27
总资产收益率 ROA	6.96	9.23	10.77	11.28
净资产收益率 ROE	10.30	13.59	15.26	15.88
偿债能力				
流动比率	1.91	2.35	3.30	4.08
速动比率	1.45	1.96	2.70	3.34
现金比率	0.63	1.12	1.63	2.24
资产负债率 (%)	21.57	19.85	15.49	13.82
经营效率				
应收账款周转天数	1.73	1.60	2.50	3.50
存货周转天数	78.71	55.00	65.00	75.00
总资产周转率	0.52	0.60	0.62	0.60
每股指标 (元)				
每股收益	0.40	0.58	0.72	0.85
每股净资产	3.93	4.26	4.73	5.33
每股经营现金流	0.72	1.10	0.92	1.30
每股股利	0.25	0.28	0.28	0.28
估值分析				
PE	28	20	16	14
PB	2.9	2.7	2.4	2.2
EV/EBITDA	11.39	8.79	6.90	5.65
股息收益率 (%)	2.18	2.44	2.44	2.44

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	1,244	1,959	2,469	2,914
折旧和摊销	1,191	974	1,081	1,186
营运资金变动	-346	214	-883	-351
经营活动现金流	1,989	3,053	2,556	3,622
资本开支	-609	-950	-1,350	-1,550
投资	-908	-75	-75	-75
投资活动现金流	-1,360	-865	-1,249	-1,434
股权募资	0	0	0	0
债务募资	268	0	0	0
筹资活动现金流	-595	-754	-754	-754
现金净流量	42	1,433	553	1,434

插图目录

图 1: 2022 年, 公司实现营收 83.82 亿元.....	3
图 2: 2022 年, 公司实现归母净利润 11.24 亿元.....	3
图 3: 2022Q4, 公司实现营收 19.49 亿元.....	3
图 4: 2022Q4, 公司实现归母净利润 1.94 亿元.....	3
图 5: 期间费用率逐步降低, 以管理费用为主.....	4
图 6: 2022Q4 公司费用率环比大幅上升.....	4
图 7: 2022 年底公司资产负债率为 21.57%.....	4
图 8: 公司经营活动净现金流变化.....	4
图 9: 有色金属矿采选业营收略有减少 (单位: 万元).....	5
图 10: 2022 年有色金属矿采选业毛利率为 54.91%.....	5
图 11: 公司主营产品营收占比变化.....	5
图 12: 公司主营产品毛利占比变化.....	5
图 13: 公司主营产品毛利率变化.....	6
图 14: 各矿山 2022 年净利润 (单位: 百万元).....	7
图 15: 2022 年在产矿山的黄金产量变化 (千克).....	7

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 公司分产品产销和库存情况.....	6
表 2: 公司分产品销售单价和单位成本.....	6
表 3: 2022 年矿产子公司生产情况.....	7
表 4: 2022 年矿产子公司资源情况.....	8
公司财务报表数据预测汇总.....	10

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