

科尔黛伦：历史悠久，步履蹒跚

2024年11月18日

► **科尔黛伦是全球综合型贵金属企业。** (1) **公司发展历史悠久：**科尔黛伦矿业公司 (Coeur Mining, Inc.) 成立于 1928 年，最初注册于美国爱达荷州，之后通过持续并购，成长为全球大型黄金企业，在墨西哥、美国、加拿大拥有 6 座矿山。(2) **黄金贡献多数利润，经营整体稳健：**公司营收利润随金价波动，2020 年金价大幅上涨后公司营收和净利润均有所抬升，后续整体平稳。公司营收主要来自金银，黄金占比达到 70%，归母净利润 2020 年随着金价大幅上涨，公司实现扭亏为盈，归母净利润增长至 0.59 亿美元，但由于矿山进入开发后期，成本抬升明显，公司的净利润波动幅度较大。资产负债表来看，未来资本开支稳定，资产负债率稳定在 50% 左右，资本开支近三年维持在 3.6 亿美金。

► **资源优质，矿山进入生命周期后半段。**资源禀赋方面，公司旗下共有 4 座矿山披露储量数据，公司的黄金权益储量合计为 99 吨，平均品位为 0.19g/t，白银权益储量合计为 243.9 百万盎司 (7585.1 吨)，平均品位为 14.62g/t。**分区域方面**，墨西哥地区的黄金权益产量占全公司黄金权益产量的 31.7%，全部来自于位于墨西哥北部吉娃娃州的 Palmarejo 金银矿。美国地区的黄金权益产量占全公司黄金权益产量的 68.3%。主要来自于位于美国阿拉斯加东南部的 Kensington 金矿 (占比 26.7%)，位于南达科他州的 Wharf 金矿 (占比 29.4%)，位于内华达州中西部的 Rochester 金矿 (占比 12.2%)，以上矿山公司均 100% 持股。**产量来看，在产矿山进入生命周期后半段，近几年黄金产量持续下滑。**2023 年公司共生产 9.9 吨黄金 (权益量)，同比下降 3.8%，白银产量 318.8 吨，同比下降 4.4%，2018 年以来，公司黄金权益产量持续下降，主要是因为是在产矿山逐渐进入成熟期后半段，平均品位下降与开采矿石量的减少导致产量下行。**成本端，公司金银成本持续上行，黄金平均销售成本从 2018 年的 1226 美元/盎司上升至 2023 年 1992 美元/盎司，主要由于运营成本上升以及通胀带来的原材料价格上涨。**

► **远期展望：步履蹒跚，期待勘探与并购项目。**我们认为公司作为多元化发展贵金属生产商，其前期增量得益于优质的并购资源，但现有矿山逐渐注入开发尾声，产量下行，成本持续提升，整体经营压力将逐渐显现。公司远期计划主要表现为以下几点：**1) 远期增量：矿山扩建、Silver tip 勘探项目以及收购项目。现有在产矿山：**根据公司指引，2024 年黄金白银产量将实现同比增长其中公司预计 2024 年 Palmarejo 矿山产量 9.5-10.3 万盎司；Kensington 矿山产量 9.2-10.6 万盎司；Rochester 矿山 3.7-5 万盎司；**勘探方面**，Silver tip 作为世界级银锌铅矿山，其勘探项目被公司视为未来增量的重要来源，公司计划在该地区进行大规模勘探投资，以扩大产量和提升资源水平；**并购方面**，公司预计于 2025 年一季度完成 Silver crest 并购，届时公司 2025 年整体产量有望达到 432000 盎司 (13.44 吨) 黄金和 2100 万盎司 (653.17 吨) 白银。**2) 资本开支有效控制。**公司预计 2024 年资本支出下降，2024 年持续资本支出 116-158 百万美元，其中 Palmarejo 矿山 27-37 百万美元；Rochester 矿山 61-79 百万美元；Kensington 63-68 百万美元；Wharf 金矿 5-7 百万美元；**3) 探矿增储工作持续加强：**科伦黛尔公司预计 2024 年的勘探投资预计总计为 55-70 百万美元，计划着重加大 Rochester 矿山勘探力度，以延长矿区寿命和提高储量，进一步巩固其在全球金矿开采行业地位。

► **风险提示：**地缘政治风险，项目投产不及预期的风险，金属价格波动风险等。

推荐

维持评级


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

- 海外黄金股观察系列之八：B2Gold：低成本黄金矿企的扩张之路-2024/11/17
- 有色金属周报 20241117：强美元致商品承压，期待金属价格反弹-2024/11/17
- 有色金属周报 20241110：化债新政托底国内经济，看好工业金属价格-2024/11/10
- 海外黄金股观察系列之七：沙尘暴黄金：优秀的矿业投资者-2024/11/09
- 有色金属行业 2024Q3 总结：Q3 盈利环比回落，国内外宏观即将共振-2024/11/07

目录

| | |
|-------------------------------|-----------|
| 1 公司背景：历史悠久的综合型贵金属生产企业 | 3 |
| 1.1 历史悠久，全球布局 | 3 |
| 1.2 经营整体稳健，盈利波动较大 | 5 |
| 2 资源情况：资源禀赋优异 | 8 |
| 2.1 全球领先金矿企业，资源禀赋优异 | 8 |
| 2.2 产量：在产矿山进入成熟期，产量逐渐下行 | 11 |
| 2.3 成本：近年成本高企，持续上行 | 12 |
| 2.4 分矿山来看，公司旗下拥有大量优质资产 | 13 |
| 3 远期展望：勘探增储为主在产矿山增量有限 | 17 |
| 3.1 产量有所恢复，增量有限 | 17 |
| 3.2 项目细览：勘探并购同步进行，助力产量增长 | 19 |
| 4 风险提示 | 24 |
| 插图目录 | 25 |
| 表格目录 | 25 |

1 公司背景：历史悠久的综合型贵金属生产企业

1.1 历史悠久，全球布局

科尔黛伦黄金发展历史悠久，通过持续的收并购成长为全球综合性贵金属生产企业。科尔黛伦矿业公司（Coeur Mining, Inc.）成立于1928年，最初注册于美国爱达荷州，在发展初期主要专注于白银生产，随后扩展到黄金开采业务，以支持多元化的矿产资源生产。

1983年，Coeur收购了Asarco在内华达州Rochester矿的经营租约。该矿于1986年开始生产，至今仍继续运营。

1984年，在Wharf Ltd和Wharf USA, Inc合并后，Coeur成为南达科他州Wharf金矿的唯一所有者。

1986年，公司在纽约证券交易所挂牌上市。

1987年，公司收购了阿拉斯加Kensington物业50%的权益。其余50%于1995年收购，该矿于2010年开始生产。

1990年，从一家智利勘探公司收购了智利的Fachinal项目区。地下金银Fachinal矿也被称为Cerro Bayo矿，于1985年投产，于2008年关闭。Cerro Bayo资产于2010年出售给Mandalay Resources Corporation。

1991年，Coeur收购了Callahan Mining Corporation的所有已发行普通股。此次收购包括Galena矿和Flexaust Company，该公司生产柔性软管、管道和金属管。Coeur于1995年出售了Flexaust。

1993年，从Cyprus Gold New Zealand Limited收购了Golden Cross矿80%的经营权益。该矿是位于新西兰怀希附近的地下和地表金矿，于1998年关闭。

1994年，公司从Compania Minera El Bronce de Petorca手中购买了智利圣地亚哥附近地下金银El Bronce矿的控制权和经营权益。该矿一直运营到2001年，Coeur于2002年出售了其在该项目中的权益。

1995年，Coeur和ASARCO将其在爱达荷州北部矿山（Coeur、Galena和Calday矿山）的权益转移到一家新公司Silver Valley Resources Corporation。Coeur矿随后于1998年关闭，Galena矿继续运营，直到2006年，Coeur将其在Silver Valley Resources的权益出售给美国白银公司。

2005年，收购澳大利亚Endeavor矿的所有白银生产和储量，最高2000万盎司，以及澳大利亚Broken Hill矿的所有白银生产和储量，最高1720万盎司。

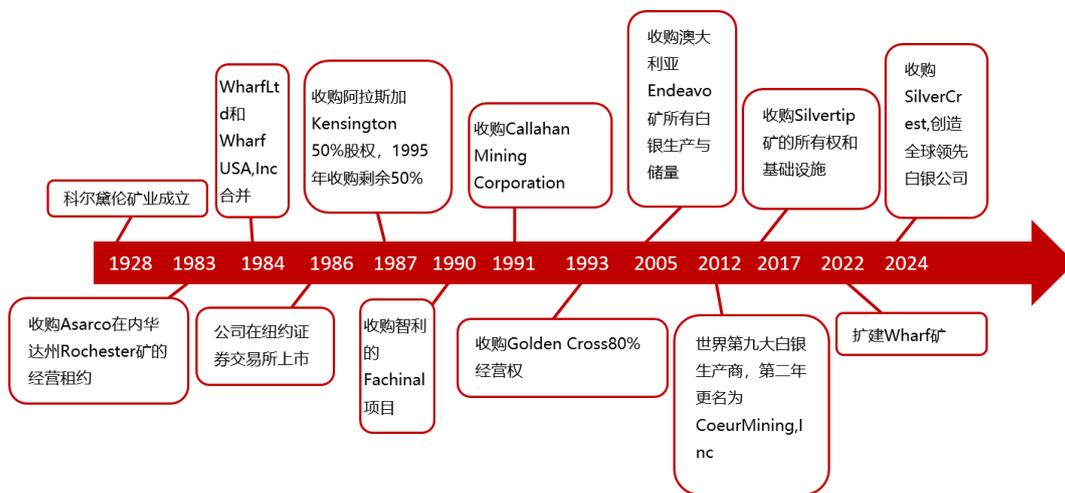
2012年，公司成为世界第九大白银生产商。2013年，公司从Coeurd'Alene

Mines 更名为 Coeur Mining, Inc，并将其总部从爱达荷州的 Coeur d'Alene 迁至伊利诺伊州芝加哥。

2017 年，Coeur 收购了不列颠哥伦比亚省北部 Silvertip 矿的所有矿权和基础设施。2022 年，Coeur 申请扩建其位于南达科他州的 Wharf 矿，面积为 48.7 英亩。

2024 年 10 月 4 日，Coeur 宣布收购 SilverCrest，创建全球领先的白银公司。

图1：科尔黛伦发展历史



资料来源：科尔黛伦官网，民生证券研究院

公司是综合型矿业生产企业，黄金产量连年处于行业领先地位。科尔黛伦矿业是美国大型黄金与白银开采公司。公司全权拥有两个大型金银矿，两个大型金矿，包括 Palmarejo、Rochester 等矿产以及新兴 Silvertip 项目。2024 年 10 月 4 日，公司收购 Las Chispas，该矿山是世界上成本最低，品位最高的金银矿之一，进一步巩固了公司在全球黄金与白银生产领域的领先地位。

图2：科尔黛伦资产布局图



资料来源：科尔黛伦官网，民生证券研究院

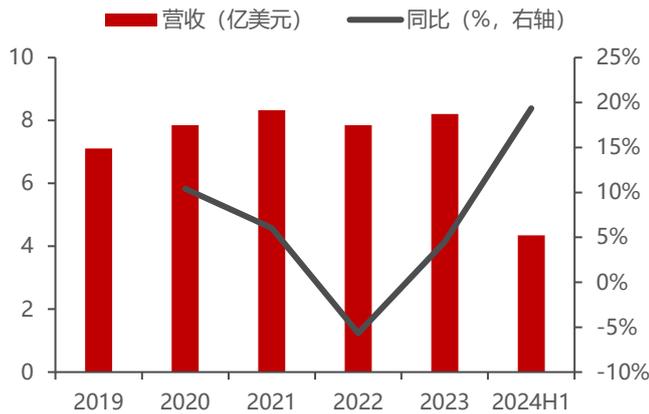
1.2 经营整体稳健，盈利波动较大

公司营收整体较为稳定，近几年黄金产量下滑影响业绩。营收方面，2023 年公司营收同比增长 5%，整体保持稳定，2019-2023 年 CAGR 为 2.9%，2024 年上半年公司实现营收 4.35 亿美元，同比增长 19%。从营收结构上来看，公司主营业务收入来自黄金和白银，其中主要是黄金，占比达到 70%以上。

利润方面，过去 5 年公司在利润上的波动较大，主要是资产价值变化（收购重新评估资产、资产的减值或转回等事项）和矿山扩建（2022 年 Wharf 矿扩建，2024 年 Rochester 扩建）所致，而经调整后归母净利润（Adjusted net earnings）则更能反映公司经营层面的盈利情况。2019 年公司归母净亏损奇高的原因主要在于 2019 年金银价格波动较大，虽然金价整体较高，但银价相对低迷。而 2020 年调整后归母净利润为 0.59 亿美元，实现了扭亏为盈，主要是公司黄金价格上涨与销售成本的降低。2021 年公司归母净亏损 0.31 亿美元，主要系当年发生较大的资产减值，而经调整后的净利润为 0.01 亿美元，主要原因包括成本上升（黄金和白银）、黄金产量下降、白银价格降低（部分被白银产量上升抵消）。22-23 年公司由于有多个矿山项目在扩建，因此经调整后的净亏损变动较大。24H1，由于上

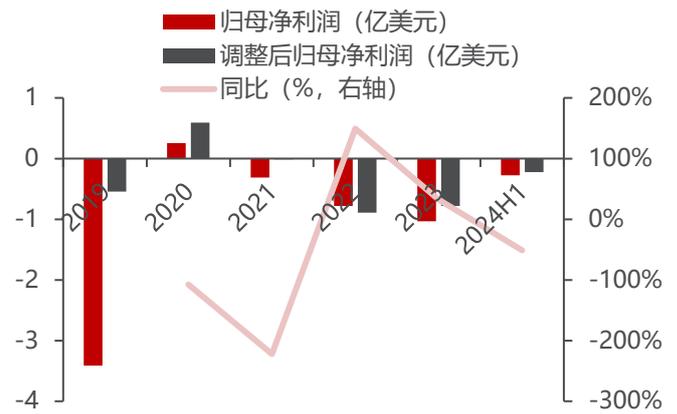
半年黄金和白银的价格同比上升较多，因此公司利润增幅明显。根据科尔黛伦 5 年展望，其预计从 2025 年开始，公司黄金产量将重回增长态势，随着公司产量恢复增长后利润有望得到修复。

图3：公司营收情况



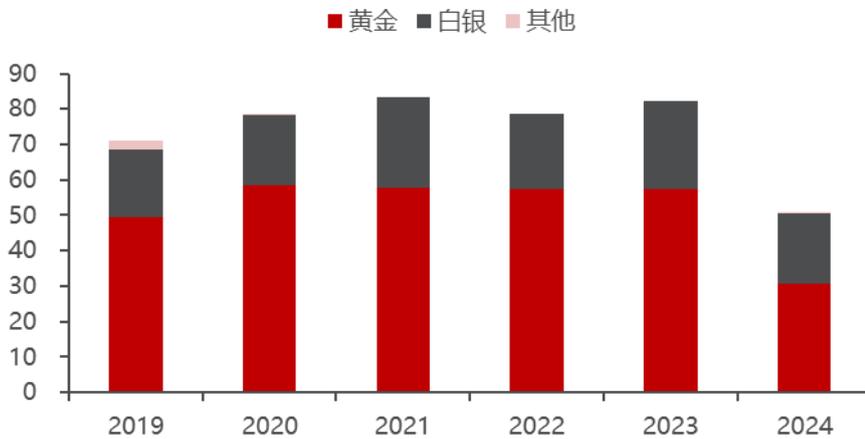
资料来源：ifind，民生证券研究院

图4：公司盈利情况



资料来源：ifind，公司定期报告，民生证券研究院

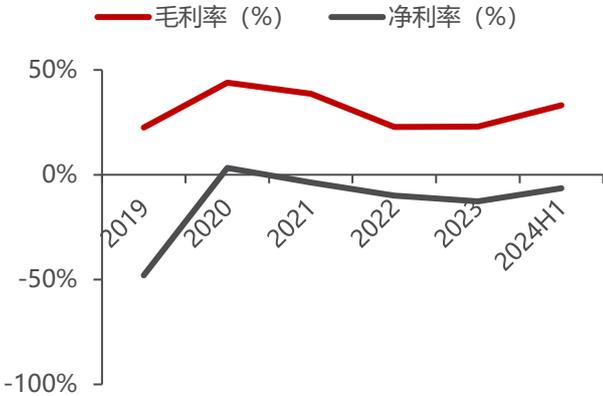
图5：公司营收结构中黄金是主要收入来源（单位：百万美元）



资料来源：ifind，民生证券研究院

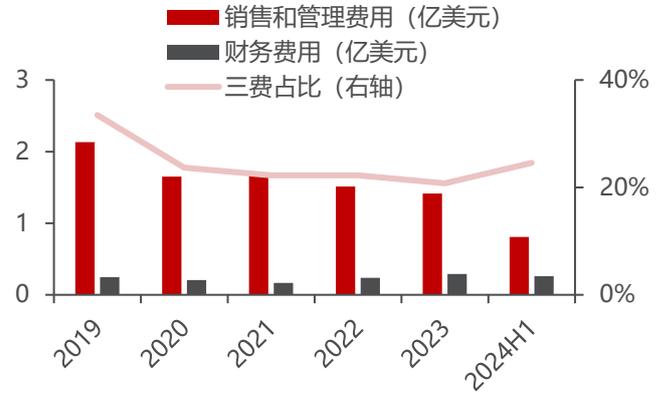
毛利率和费用较稳定。 公司毛利率整体较为稳定，2020 年以来有所下滑主要系成本上升所致，自 2023 年见底以后便持续修复。费用方面，公司三费支出中主要是销售与管理费用居多，而管理费用逐年下降使得费用占比也逐步走低，整体费用同样比较稳定。

图6：公司毛利率净利率情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

图7：公司三费情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

资产负债率较低，资本开支抬升后稳定。公司资产负债率较低，稳定维持在 50% 左右。资本开支方面，2020 年明显抬升后维持稳定，2023 年资本性支出在 3.6 亿左右，每年的折旧摊销逐年减少。

图8：公司资本开支情况



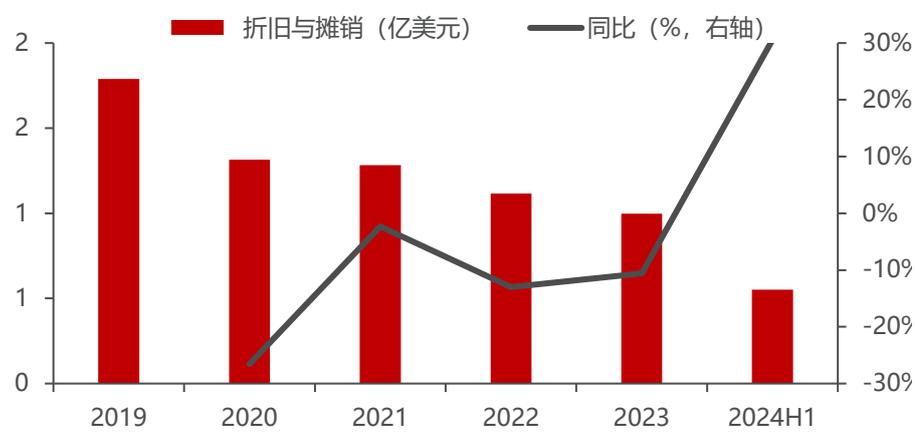
资料来源：ifind，民生证券研究院

图9：公司资产负债率



资料来源：ifind，民生证券研究院

图10：公司折旧与摊销情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

2 资源情况：资源禀赋优异

2.1 全球领先金矿企业，资源禀赋优异

从储量来看，公司旗下共有 4 座矿山有储量（3 座金矿，1 座银矿），截至 2023 年底，公司的黄金权益储量合计为 318.2 万盎司（合计 99 吨），平均品位为 0.19g/t，白银权益储量合计为 243.9 百万盎司（7585.1 吨），平均品位为 14.62g/t。

从资源量来看，公司旗下共有 6 座矿山有资源量（4 座金矿，2 座银矿），截至 2023 年底，公司的黄金权益资源量（探明+控制的）合计为 645.2 盎司（合计 200.1 吨），平均品位为 0.08g/t，白银权益资源量合计为 440.2 百万盎司（1369.1 吨），平均品位为 5.9g/t，锌权益资源量合计为 1516.8 百万磅（68.8 万吨），平均品位为 10.6%，铅权益资源量合计为 768.7 百万磅（34.9 万吨），平均品位为 5.4%。

表1：截至 2023 年末，公司储量和资源量情况汇总

| 品种 | 权益储量（证实+可信） | | | 权益资源量（探明+控制） | | | 权益资源量（探明+控制+推断） | | |
|----|-------------|-------|--------|--------------|------|---------|-----------------|------|---------|
| | 矿石量（百万吨） | 品位 | 金属量 | 矿石量（百万吨） | 品位 | 金属量 | 矿石量（百万吨） | 品位 | 金属量 |
| 金 | 552.6 | 0.19 | 99 | 770.5 | 0.08 | 200.1 | 967.1 | 0.08 | 261.4 |
| 银 | 523.2 | 14.62 | 7585.1 | 721.5 | 5.9 | 13691.2 | 911.8 | 5.65 | 16567.8 |
| 锌 | - | - | - | 7.2 | 10.6 | 68.8 | 9.5 | 10.5 | 90.7 |
| 铅 | - | - | - | 7.2 | 5.4 | 34.9 | 32.9 | 7.5 | 43.9 |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：品位的单位：锌和铅为%，黄金和白银为 g/t。金属量的单位：锌和铅为万吨，黄金和白银为吨。

黄金板块储量细分来看，墨西哥、美国地区分别有 1、3 座矿山，黄金权益储量分别为 76.9、241.3 万盎司（23.9、75.1 吨），占比分别为 24.2%、75.8%。分矿山来看，公司体内前 3 大矿山分别为 Rochester、Palmarejo、Wharf，储量占比分别为 38.9%、24.2%、24%，合计为 87.1%

表2：截至 2023 年底，公司的黄金权益储量合计为 318.2 万盎司（99 吨）

| 项目 | 证实储量 | | | 可信储量 | | | 合计 | | |
|------------------|---------------|-------------|--------------|--------------|-------------|--------------|---------------|-------------|--------------|
| | 矿石量 百万吨 | 品位 g/t | 金属量 万盎司 | 矿石量 百万吨 | 品位 g/t | 金属量 万盎司 | 矿石量 百万吨 | 品位 g/t | 金属量 万盎司 |
| 墨西哥地区 | | | | | | | | | |
| Palmarejo(100%) | 4.2 | 1.87 | 25.2 | 8.58 | 1.87 | 51.7 | 12.78 | 1.87 | 76.9 |
| 墨西哥合计 | 4.2 | 1.87 | 25.2 | 8.58 | 1.87 | 51.7 | 12.78 | 1.87 | 76.9 |
| 美国地区 | | | | | | | | | |
| Rochester(100%) | 465.92 | 0.06 | 113.5 | 44.52 | 0.06 | 10.4 | 510.44 | 0.06 | 123.9 |
| Kensington(100%) | 1.01 | 5.79 | 18.8 | 1.11 | 6.22 | 22.3 | 2.12 | 6.22 | 41.1 |
| Wharf(100%) | 5.93 | 1.00 | 18.8 | 21.32 | 0.84 | 57.5 | 27.25 | 0.84 | 76.3 |
| 美国合计 | 472.86 | 0.32 | 151.1 | 66.95 | 1.35 | 90.2 | 539.81 | 0.04 | 241.3 |
| 全公司共计 | 477.06 | 0.12 | 176.3 | 75.53 | 0.59 | 141.9 | 552.59 | 0.59 | 318.2 |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

白银板块储量细分来看，墨西哥与美国地区各有一座金银矿，其中墨西哥地区的为伴生银矿，美国地区的为银金矿，白银权益储量主要来自美国的 Rochester 矿，占比将近 80%。

表3：截至 2023 年底，公司的白银权益资源量合计为 243.886 百万盎司（7585.7 吨）

| 项目 | 证实储量 | | | 可信储量 | | | 合计 | | |
|-----------------|---------------|--------------|--------------|-------------|--------------|---------------|---------------|--------------|----------------|
| | 矿石量 百万吨 | 品位 g/t | 金属量 万盎司 | 矿石量 百万吨 | 品位 g/t | 金属量 万盎司 | 矿石量 百万吨 | 品位 g/t | 金属量 万盎司 |
| 墨西哥地区 | | | | | | | | | |
| Palmarejo(100%) | 4.2 | 130.95 | 1769.8 | 8.58 | 120.68 | 3328.3 | 12.78 | 120.68 | 5098.1 |
| 美国地区 | | | | | | | | | |
| Rochester(100%) | 465.92 | 11.82 | 17747.2 | 44.52 | 10.89 | 1541.3 | 510.44 | 10.89 | 19288.5 |
| 全公司共计 | 470.12 | 13.06 | 19517 | 53.1 | 28.62 | 4869.6 | 523.23 | 28.62 | 24388.6 |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

黄金板块资源量细分来看，墨西哥、美国地区分别有 1、4 座矿山，黄金权益资源量分别为 132.2、192.8 万盎司（41.1、60 吨），占比分别为 40.7%、59.3%。分矿山来看，公司体内黄金资源量前 3 大矿山分别为 Palmarejo、Kensington、Wharf，资源量占比分别为 40.7%、25.2 %、15.3%，合计为 81.2%。

表4: 截至 2023 年底, 公司的黄金权益资源量合计为 325 万盎司 (101.1 吨)

| 项目 | 探明的 | | | 控制的 | | | 探明+控制的 | | |
|----------------------|---------------|-------------|--------------|--------------|-------------|--------------|---------------|-------------|--------------|
| | 矿石量 百万吨 | 品位 g/t | 金属量 万盎司 | 矿石量 百万吨 | 品位 g/t | 金属量 万盎司 | 矿石量 百万吨 | 品位 g/t | 金属量 万盎司 |
| 墨西哥地区 | | | | | | | | | |
| Palmarejo(100%) | 5.67 | 2.18 | 39.6 | 15.5 | 1.87 | 92.6 | 21.17 | 1.93 | 132.2 |
| 墨西哥合计 | 5.67 | 2.18 | 39.6 | 15.5 | 1.87 | 92.6 | 21.17 | 1.93 | 132.2 |
| 美国地区 | | | | | | | | | |
| Rochester(100%) | 110.46 | 0.06 | 20 | 27.17 | 0.06 | 4.7 | 137.63 | 0.06 | 24.7 |
| Kensington(100%) | 1.65 | 8.99 | 47.7 | 1.28 | 8.90 | 34.2 | 2.93 | 8.68 | 81.9 |
| Wharf(100%) | 1.67 | 0.75 | 4 | 22.15 | 0.65 | 45.8 | 23.82 | 0.65 | 49.8 |
| Lincoln Hill Project | 4.64 | 0.37 | 5.8 | 27.67 | 0.34 | 30.6 | 32.31 | 0.34 | 36.4 |
| Wilco Project | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 美国合计 | 118.42 | - | 77.5 | 78.27 | - | 115.3 | 196.69 | - | 192.8 |
| 全公司共计 | 124.1 | 0.28 | 117.1 | 93.77 | 0.68 | 207.9 | 217.86 | 0.47 | 325 |

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

注: 各矿山均为权益量, 且资源量不包含储量。

白银板块资源量细分来看, 墨西哥、美国、加拿大地区分别有 1、2、1 座矿山, 白银权益资源量分别为 85.58、53.1、57.67 百万盎司 (2661.7、1650.7、1793.7 吨), 占比分别为 43.6%、27%、29.4%。分矿山来看, 公司体内白银资源量前 3 大矿山分别为 Palmarejo、Silvertip、Rochester, 资源量占比分别为 43.6%、29.4%、21.8%, 合计为 94.5%。

表5: 截至 2023 年底, 公司的白银权益资源量合计为 196.3 百万盎司 (6106.1 吨)

| 项目 | 探明的 | | | 控制的 | | | 探明+控制的 | | |
|----------------------|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|----------------|---------------|---------------|----------------|
| | 矿石量 百万吨 | 品位 g/t | 金属量 万盎司 | 矿石量 百万吨 | 品位 g/t | 金属量 万盎司 | 矿石量 百万吨 | 品位 g/t | 金属量 万盎司 |
| 墨西哥地区 | | | | | | | | | |
| Palmarejo(100%) | 5.67 | 141.83 | 2587.5 | 15.5 | 119.75 | 5970.1 | 21.174 | 125.66 | 8557.6 |
| 墨西哥合计 | 5.67 | 141.83 | 2587.5 | 15.5 | 119.75 | 5970.1 | 21.174 | 125.66 | 8557.6 |
| 美国地区 | | | | | | | | | |
| Rochester(100%) | 110.46 | 9.02 | 3158.7 | 27.17 | 12.75 | 1123.7 | 137.63 | 9.64 | 4282.4 |
| Lincoln Hill Project | 4.64 | 10.58 | 159.2 | 27.67 | 9.64 | 865.5 | 32.31 | 9.95 | 1024.7 |
| Wilco Project | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| 美国合计 | 115.1 | - | 3317.9 | 54.84 | - | 1989.2 | 169.94 | - | 5307.1 |
| 加拿大地区 | | | | | | | | | |
| Silvertip(100%) | 0.73 | 328.45 | 774.9 | 6.42 | 241.99 | 4991.9 | 7.15 | 250.69 | 5766.8 |
| 加拿大合计 | 0.73 | 328.45 | 774.9 | 6.42 | 241.99 | 4991.9 | 7.15 | 250.69 | 5766.8 |
| 全公司共计 | 121.51 | 17.11 | 6680.3 | 76.76 | 52.56 | 12951.2 | 198.27 | 30.79 | 19631.5 |

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

注: 各矿山均为权益量, 且资源量不包含储量。

铅和锌板块资源量来看，均来自加拿大的 Silvertip 矿，截止目前权益资源量分别为 1516.8 百万磅（68.8 万吨）和 768.7 百万磅（34.9 万吨）。

表6：截至 2023 年底，公司的锌和铅权益资源量分别为 1516.8 百万磅（68.8 万吨）和 768.7 百万磅（34.9 万吨）

| 项目 | 国家 | 探明的 | | | 控制的 | | | 探明+控制的 | | |
|-----------------|-----|-------------|------------|-------------|--------------|-------------|--------------|--------------|-------------|--------------|
| | | 矿石量 百万吨 | 品位 % | 金属量 万吨 | 矿石量 百万吨 | 品位 % | 金属量 万吨 | 矿石量 百万吨 | 品位 % | 金属量 万吨 |
| Silvertip(100%) | 加拿大 | 73.4 | 9.9 | 6.61 | 6.418 | 10.7 | 62.19 | 7.152 | 10.6 | 68.8 |
| 锌共计 | | 73.4 | 9.9 | 6.61 | 6.418 | 10.7 | 62.19 | 7.152 | 10.6 | 68.8 |
| Silvertip(100%) | 加拿大 | 73.4 | 7.9 | 5.25 | 6.418 | 5.1 | 29.62 | 7.152 | 5.4 | 34.87 |
| 铅共计 | | 73.4 | 7.9 | 5.25 | 6.418 | 5.1 | 29.62 | 7.152 | 5.4 | 34.87 |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：各矿山均为权益量，且资源量不包含储量。

2.2 产量：在产矿山进入成熟期，产量逐渐下行

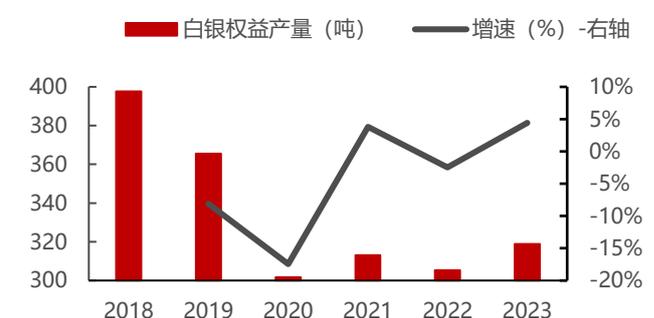
公司进入成熟发展阶段，黄金产量近几年持续下降，白银产量有所增加。2023 年公司共生产 9.9 吨黄金（权益量），同比减少 3.8%，2018 年以来，公司黄金权益产量持续下降，主要是因为平均品位的下降与开采矿石量的减少，从白银权益产量来看，2023 年公司共生产白银 318.8 吨，从 2022 年以来，公司白银权益产量持续增加。

图11：近几年公司黄金权益产量持续下降



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图12：近几年公司白银权益产量持续增加



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表7：2018-2023 年公司细分矿山的黄金产量

| 黄金产量 (吨) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| Palmarejo(100%) | 3.82 | 3.48 | 3.44 | 3.40 | 3.32 | 3.13 |
| Rochester(100%) | 1.69 | 1.10 | 0.84 | 0.84 | 1.08 | 1.21 |
| Kensington(100%) | 3.28 | 3.98 | 3.88 | 3.77 | 3.39 | 2.64 |
| Wharf(100%) | 2.39 | 2.62 | 2.89 | 2.83 | 2.48 | 2.91 |
| 公司总计 | 11.18 | 11.18 | 11.06 | 10.84 | 10.27 | 9.88 |

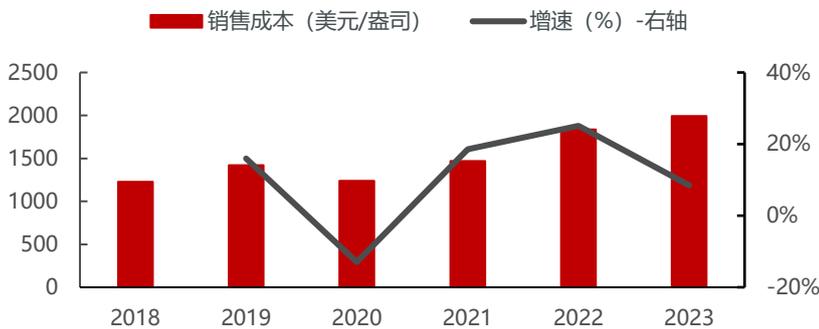
资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：各矿山均为权益量

2.3 成本：近年成本高企，持续上行

公司金银成本近几年持续上行。公司销售成本从 2018 年的 1226 美元/盎司上升至 2023 年 1992 美元/盎司，主要由于运营成本的上升以及持续的通胀带来的原材料价格的上涨，且 Rochester 矿山是拉高公司平均销售成本的主要来源。

图13：20 年以来公司销售成本持续上行



资料来源：公司公告，民生证券研究院

表8：2018-2023 年公司细分矿山的黄金销售成本

| 黄金销售 (美元/盎司) | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|------------------|------|------|------|------|------|------|
| Palmarejo(100%) | 561 | 685 | 610 | 644 | 886 | 961 |
| Rochester(100%) | 941 | 1251 | 1377 | 1802 | 2403 | 2138 |
| Kensington(100%) | 1055 | 917 | 975 | 1086 | 1423 | 1797 |
| Wharf(100%) | 879 | 937 | 923 | 997 | 1283 | 1159 |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

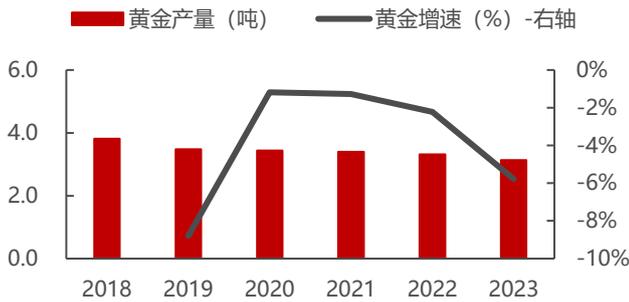
2.4 分矿山来看，公司旗下拥有大量优质资产

2.4.1 墨西哥地区：核心资产为墨西哥北部的 Palmarejo 金银矿

2023 年公司在墨西哥地区的黄金权益产量占全公司黄金权益产量的 31.7%，白银权益产量占全公司黄金权益产量的 64.3%。均来自于位于墨西哥北部吉娃娃州的 Palmarejo 金银矿（公司持股 100%）。

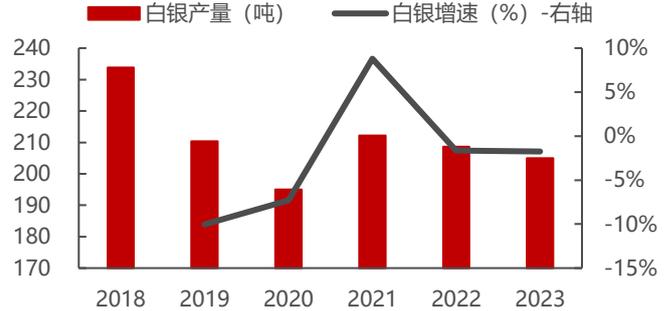
墨西哥的 Palmarejo 金银矿是拉丁美洲地区的一级白银资产(Tier One silver mines)，是一座由科尔黛伦主导生产的地下矿，公司持股 100%。产量端，2018-2020 年该矿山的金银近几年受到平均品位下降、回收率下降等因素影响，产量逐年减少，2021-2023 年，在平均品位与回收率的此消彼长作用下，产量基本不变。成本端，近几年由于金银产量逐年减少，每盎司金银的销售成本均逐年增加。

图14: Palmarejo 矿 2018-2023 年黄金权益产量 (单位: 吨)



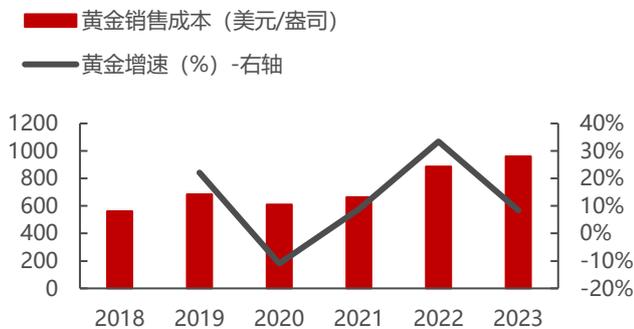
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图15: Palmarejo 矿 2018-2023 年白银权益产量 (单位: 吨)



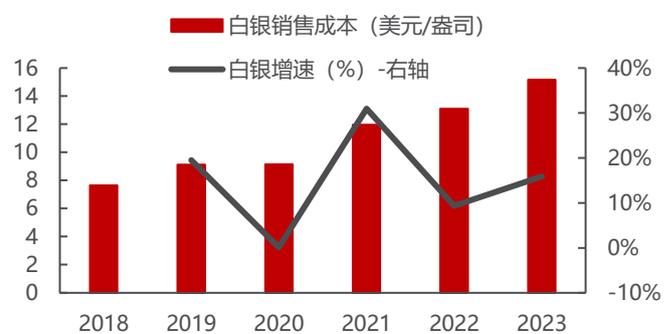
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图16: Palmarejo 矿 2018-2023 年黄金销售成本 (单位: 美元/盎司)



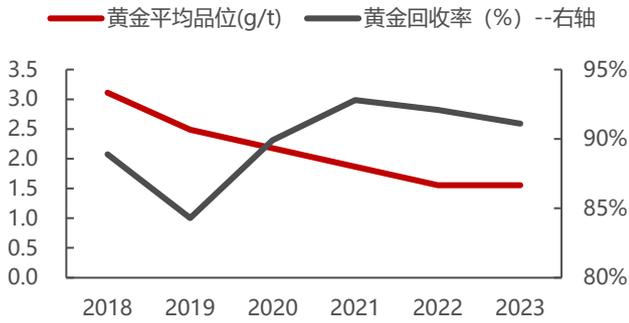
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图17: Palmarejo 矿 2018-2023 年白银销售成本 (单位: 美元/盎司)



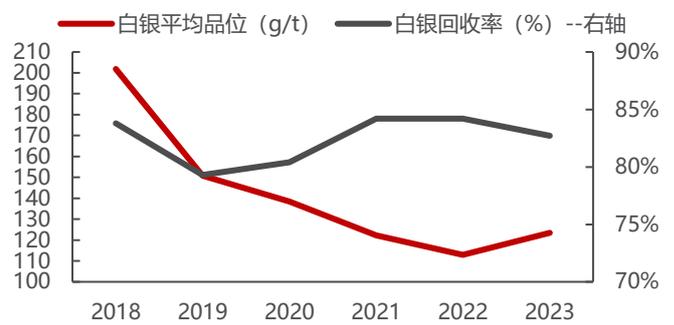
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图18: Palmarejo 矿近几年黄金回收率持续下降



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图19: Palmarejo 矿近几年白银回收率持续下降



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

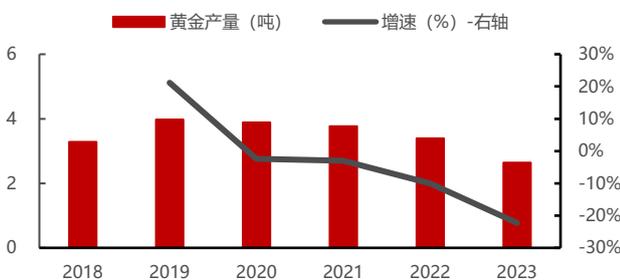
2.4.2 美国地区: 核心资产为 Kensington 金矿和 Wharf 金银矿

2023 年公司在美国地区的黄金权益产量占了全公司黄金权益产量的 68.3%。主要来自于位于美国阿拉斯加东南部的 Kensington 金矿 (占比 26.7%)，位于南达科他州的 Wharf 金矿 (占比 29.4%)，位于内华达州中西部的 Rochester 金矿 (占比 12.2%)，这些矿山公司均 100% 持股。

2023 年公司在美国地区的白银权益产量占了全公司白银权益产量的 35.7%。主要来自南达科他州的 Wharf 金银矿 (占比 2.6%)，位于内华达州中西部的 Rochester 金矿 (占比 33.1%)。

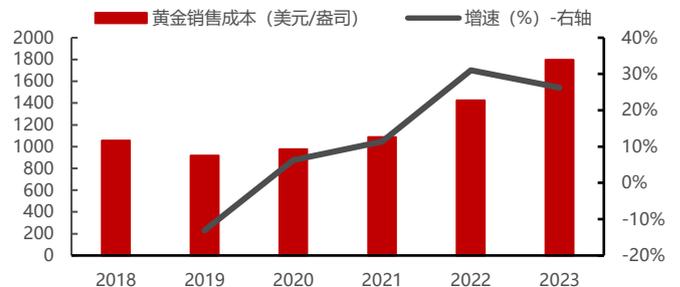
Kensington 是美国地区的优质黄金资产。由于平均品位与回收率的逐年降低，该矿山黄金产量逐渐减少。且受黄金产量减少与地下矿山品位的下降影响，该矿山的销售成本也在逐年增加。

图20: Kensington 金矿 2018-2023 年黄金权益产量 (单位: 吨)



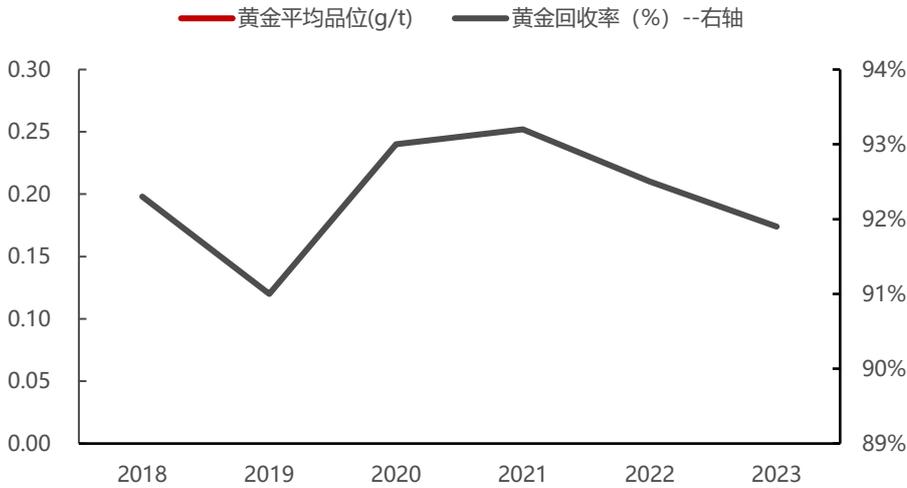
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图21: Kensington 金矿 2018-2023 年黄金销售成本 (单位: 美元/盎司)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

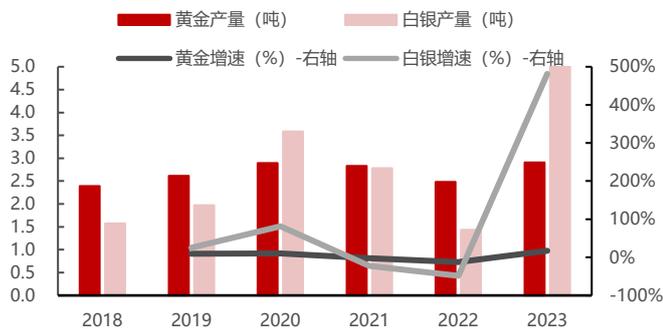
图22: Kensington 金矿近几年平均品位持续降低



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

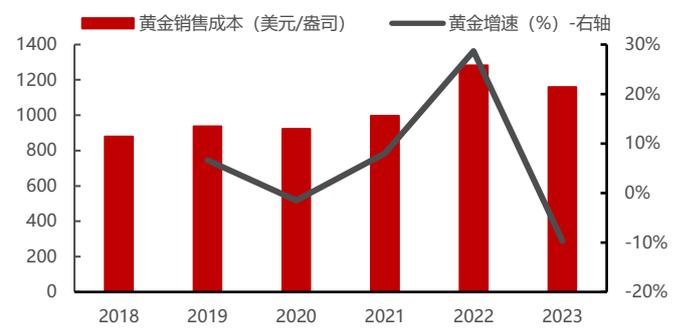
Wharf 金银矿是一座露天金银矿,公司持股 100%。产量端黄金在 2018-2020 年,受平均品位增加的影响,该矿山产量增加,2021-2022 年,由于平均品位降低,该矿山产量下降。**成本端** 2018-2022 年,由于产量的降低以及通货膨胀的影响,黄金的销售成本逐年增加,2023 年黄金产量比 2021 年增加 17.6%,销售成本同比降低 9.7%。

图23: Wharf 矿 2018-2023 年金银权益产量 (单位: 吨)



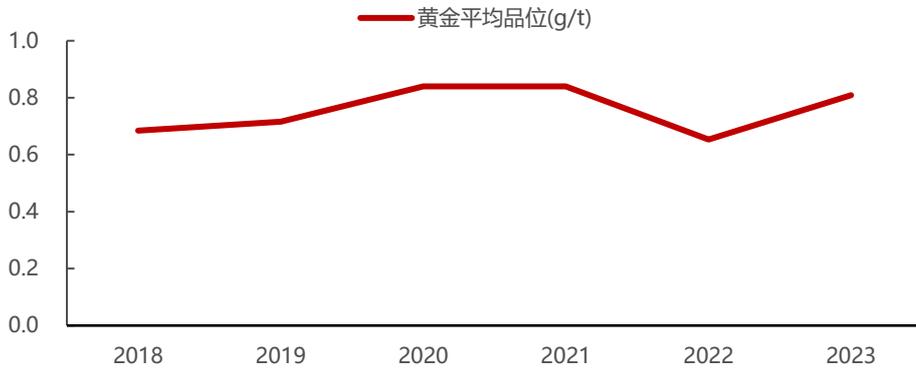
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图24: Wharf 矿 2018-2023 年黄金销售成本 (单位: 美元/盎司)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

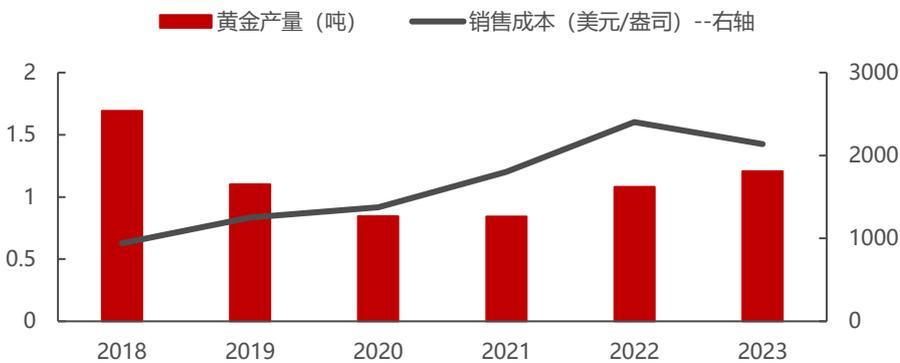
图25: Wharf 矿近几年黄金平均品位较低



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

其他矿山: **Rochester 金矿**是一座露天矿, 位于内华达州中西部, 公司持股100%。2023 年黄金产量为 1.21 吨, 比去年增加 0.13 吨, 主要是因为该矿山项目的扩建与技术改造带来的回收率的提高。近几年由于产量略有增加, 该矿山黄金的销售成本得到有效把控, 但仍超过 2000 美元/盎司。

图26: Rochester 金矿产量与成本



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

3 远期展望：勘探增储为主在产矿山增量有限

3.1 产量有所恢复，增量有限

产量端：公司预计 2024 年金银板块将实现同比增长，其中**金板块：**Palmarejo 矿山预计产量 9.5-10.3 万盎司；Kensington 矿山紧随其后，预计产量 9.2-10.6 万盎司；Rochester 矿山预计产量 3.7-5 万盎司。**银板块：**Palmarejo 矿山预计产量 5.9-6.7 百万盎司；Rochester 矿山预计产量 4.8-6.6 百万盎司。**资本开支：**公司预计 2024 年持续资本支出 116-158 百万美元，勘探资本支出 40-50 百万美元。

表 9：科尔黛伦公司 2024 年矿山产量指引

| 矿山/项目 | 黄金 (万盎司) | 白银 (百万盎司) | 黄金增速 | 白银增速 |
|------------|----------|-----------|--------|--------|
| Palmarejo | 9.5-10.3 | 5.9-6.7 | -1% | -4.4% |
| Rochester | 3.7-5 | 4.8-6.6 | 11.54% | 68.14% |
| Kensington | 9.2-10.6 | — | 16.47% | — |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

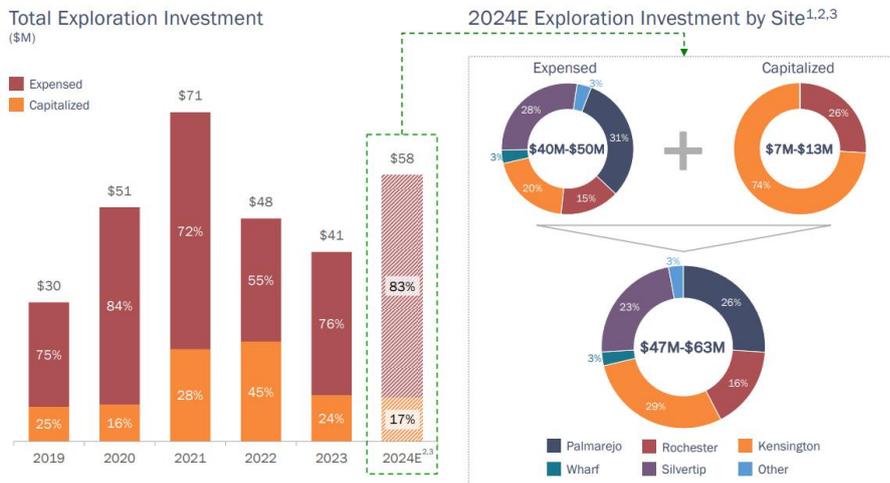
表9：科尔黛伦公司 2024 年销售成本指引

| 矿山/项目 | 金 美元/盎司 | 银 美元/盎司 |
|---------------------------|-----------|-----------|
| Palmarejo (副产品) | 1075-1275 | 16.5-17.5 |
| Rochester (2024 年下半年合作产品) | 1200-1400 | 14-16 |
| Kensington | 1525-1725 | — |
| Wharf (副产品) | 1100-1200 | — |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

勘探方面，公司到 2024 年的勘探投资预计总计为 40-50 百万美元。2024 年优先事项包括：(1) 将 Kensington 的矿区储量延长至五年以上 (2) 在 Rochester 寻找更高品位矿区；(3) 进一步延长 Wharf 的储量矿山寿命；(4) 扩大和加强对 Silvertip 的运营和管理。

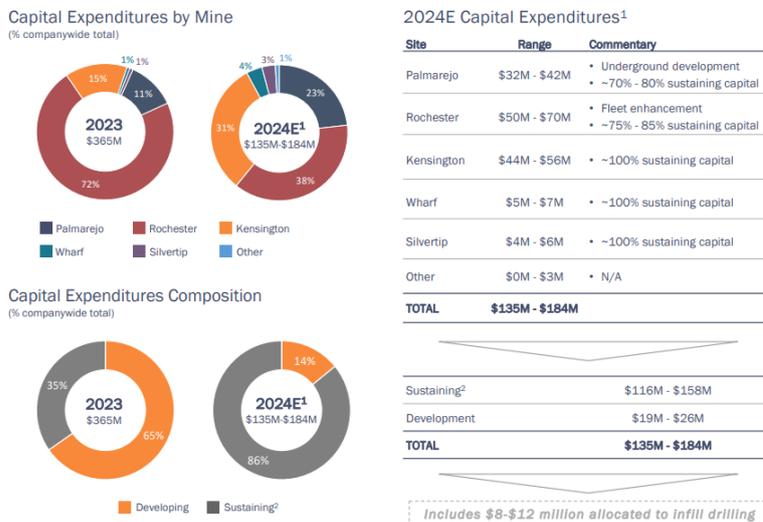
图27: 科尔黛伦公司勘探投资支出计划



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

资本支出方面, 预计 2024 年公司资本支出将有所减少。Palmarejo 矿山预计资本支出为 27-37 百万美元; Rochester 矿山资本支出为 61-79 百万美元; Kensington 资本支出为 63-68 百万美元; Wharf 金矿资本支出为 5-7 百万美元。Rochester 矿山资本支出相较于 2023 年比重减少, Kensington 和 Palmarejo 矿山资本支出相较于 2023 年比重增加。

图28: 科尔黛伦公司预计 2024 年资本支出示意图



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

表10: 科尔黛伦现有矿山远期计划汇总

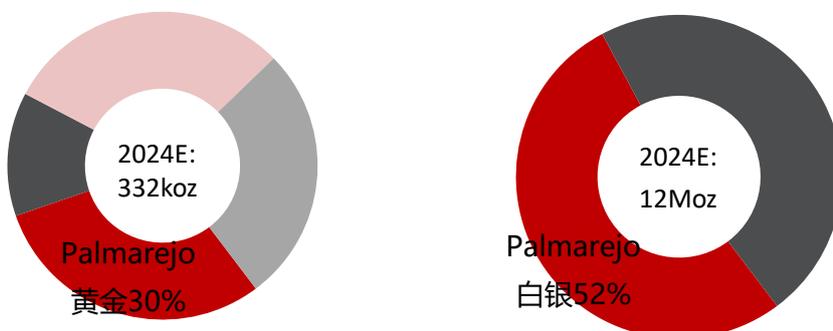
| 金属类型 | 矿山/项目 | 地点 (国家) | 股权 | 进度指引 |
|------|----------------|---------|------|---|
| 金 | Palmarejo | 墨西哥 | 100% | 公司预计 2024 年黄金产量 9.5-10.3 万盎司 |
| | Rochester | 美国内华达州 | 100% | 公司预计该矿山 2024 年黄金产量 3.7-5 万盎司 |
| | Kensington | 美国阿拉斯加州 | 100% | 公司预计该矿山 2024 年全年黄金产量 9.2-10.6 万盎司, 目前正在按照计划进行扩建, 将增加尾矿和废石的储存能力。2024 年底前将 Kensington 的矿区储量延长至五年以上。 |
| | Wharf | 美国南达科他州 | 100% | 公司预计该矿山 2024 年全年黄金产量 8.6-9.6 万盎司, 勘探计划进一步延长矿山寿命。 |
| | Las Chispas | 墨西哥 | 100% | 公司预计 2025 年一季度完成收购计划, 预计 2025 年实现黄金产量 57000 盎司 |
| 银 | Palmarejo | 墨西哥 | 100% | 公司预计该矿山 2024 年白银产量 5.9-6.7 百万盎司, 勘探计划推动未来储量增长。 |
| | Rochester | 美国内华达州 | 100% | 预计该矿山 2024 年白银产量 4.8-6.6 百万盎司。 |
| | silvertip 勘探项目 | 加拿大 | 100% | 预计 2024 年将在 Silvertip 投资 11-14 百万美元进行勘探工作。 |
| | Las Chispas | 墨西哥 | 100% | 公司预计 2025 年一季度完成收购计划, 预计 2025 年实现白银产量 5 百万盎司 |

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

3.2 项目细览: 勘探并购同步进行, 助力产量增长

Palmarejo 矿山位于墨西哥, 为科尔黛伦公司的金银综合矿山。公司拥有该矿 100% 股权。截至 2024 年三季度, 该矿山平均金品位为 0.07 盎司/吨, 银品位为 5.15 盎司/吨, Q3 黄金产量 27549 盎司, 白银产量 1823 千盎司, 资本支出总额 800 万美元, 环比增长 36%, 2024 年 Q3 勘探投资总额 400 万美元。2024 年公司将进一步实施勘探计划以推动未来储量增长。

图29: 2024 年 Palmarejo 矿山预计产量份额

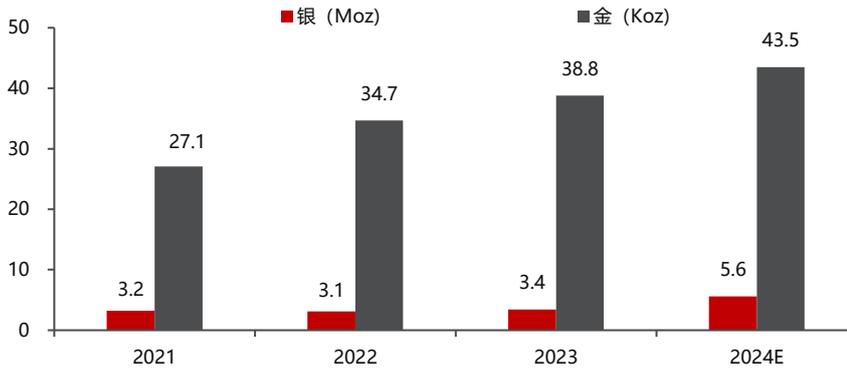


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

Rochester 矿山位于美国内华达州, 科尔黛伦公司拥有该矿山 100% 所有权。

截至 2024 年三季度，该矿山平均金品位为 0.002 盎司/吨，银品位为 0.57 盎司/吨。截止 2024 年三季度，该矿山黄金产量 9690 盎司，白银产量 1098 千盎司，资本支出总额 1000 万美元，环比下降 63%，2024 年 Q3 勘探投资总额 300 万美元。Rochester 目前正在进行扩建项目并同步实施勘探计划。

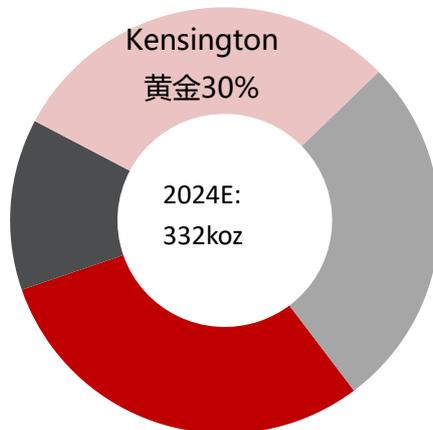
图30: Rochester 矿山产量指引



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

Kensington 金矿位于美国阿拉斯加州，科尔黛伦公司拥有该矿山 100% 所有权。截至 2024 年三季度，该矿山平均金品位为 0.16 盎司/吨。Q3 该矿山黄金产量 24104 盎司，资本支出总额 2000 万美元，环比增长 21%，2024 年 Q3 勘探投资总额 500 万美元。Kensington 金矿目前正在按照计划进行扩建，将增加尾矿和废石的储存能力，以支持更长的采矿寿命。在 2024 年底前将 Kensington 的矿区储量延长至五年以上。

图31: 2024 年 Kensington 矿山预计产量份额示意图

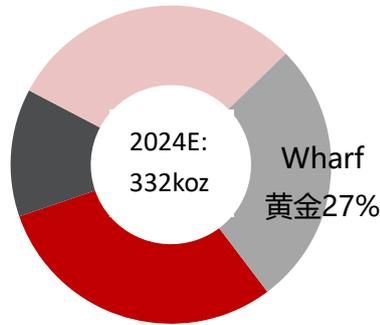


资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

Wharf 金矿位于美国南达科他州，是南达科他州唯一仍在运营的金矿，主要产品是黄金和少量的白银副产品，科尔黛伦公司拥有该矿山 100%所有权。截至 2024 年三季度，该矿山平均金品位为 0.046 盎司/吨。资本支出总额 280 万美元，环比略有增加，2024 年 Q3 勘探投资总额 200 万美元。预计该矿山 2024 年全年黄金产量 8.6-9.6 万盎司。

2022 年 1 月，Lawrence County 委员会批准了 Wharf 的有条件使用许可证申请，也称为波士顿扩建，增大采矿作业面积，将矿山寿命延长 1-3 年。2024 年公司在该矿山的勘探计划为进一步延长矿山寿命。

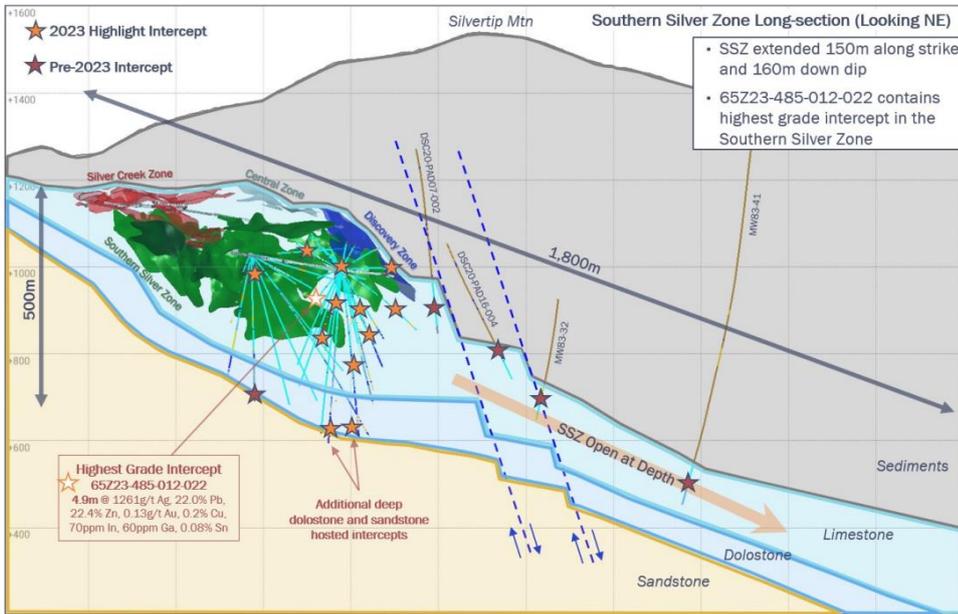
图32：2024 年 Wharf 矿山预计产量份额



资料来源：公司公告，民生证券研究院

Silvertip 勘探项目有望进一步贡献远期增量。其勘探项目位于加拿大地区，科尔黛伦公司拥有该矿山 100%所有权，Silvertip 是世界上最高品位的银锌铅项目之一，也是世界上品位最高的未开发碳酸盐替代矿床之一，蕴藏银、锌和铅资源。由于铅锌精矿当时的市场状况不佳，Silvertip 于 2020 年 2 月 19 日暂时暂停了采矿和经营活动。在临时停工期间，公司打算大幅增加对勘探的投资，并寻求扩建工厂，保护和最大化 Silvertip 矿体的价值，寻求进一步扩大资源并延长 Silvertip 的矿山寿命。

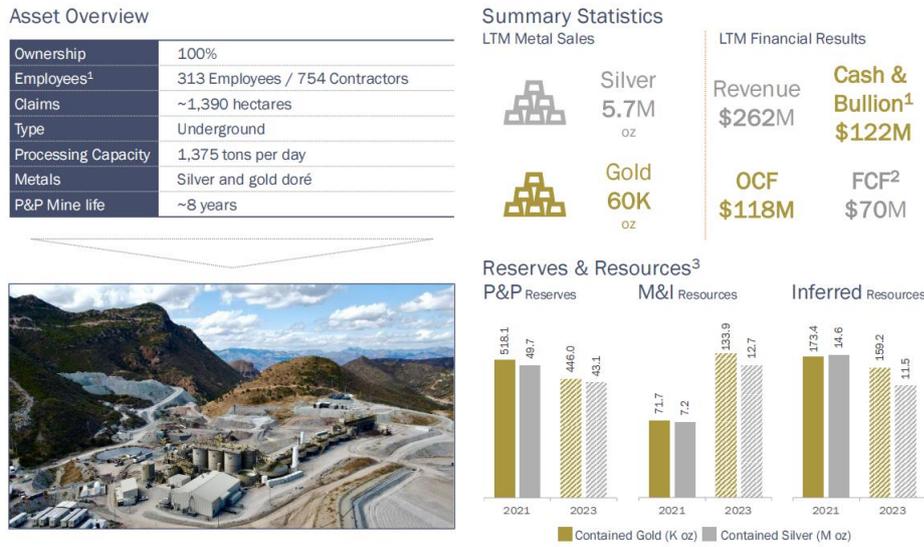
图33: Southern Silver Zone 矿段示意及勘探计划



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

公司于 2024 年 10 月 4 日宣布收购 Silver Crest, 预计于 2025 年一季度完成, 收购价为 17 亿美元。交易完成后, 现有的科尔黛伦股东和 Silver Crest 股东将分别拥有合并后公司 63%和 37%股权。Silver Crest 的主要重点是 Las Chispas 矿山业务, 位于墨西哥的 Sonora, 根据公司描述是全球品位最高、成本最低的地下金银矿。2023 年该矿山矿石储量 3399 千吨, 金金属品位 4.08 克/吨, 银品位 395 克/吨, 金金属储量 446 千盎司, 银金属储量 43121 千盎司; 金金属资源量 133.9 千盎司, 银金属资源量 12.7 百万盎司。根据公司指引, 该矿山 2025 年预计实现金产量 57000 盎司 (1.77 吨), 银产量 500 万盎司 (155.52 吨), 合并后预计 2025 年实现 432000 盎司 (13.44 吨) 黄金和 2100 万盎司 (653.17 吨) 白银产量。

图34: Las Chispas 矿山资源示意图



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图35: 科尔黛伦公司及其收购计划完成后产量指引示意图

| | COEUR MINING [®] | SilverCrest METALS | Pro Forma Coeur |
|--|--|-----------------------|--|
| Primary Exchange | NYSE | NYSE - American / TSX | NYSE |
| Producing Asset(s) | Rochester / Palmarejo / Wharf / Kensington | Las Chispas | Rochester / Las Chispas / Palmarejo / Wharf / Kensington |
| Operating Jurisdictions | U.S. / Mexico | Mexico | U.S. / Mexico |
| Basic Market Capitalization (\$M) ¹ | \$2,827 | \$1,380 | \$4,512 |
| Last 3 Months Avg. Daily Trading Value (\$M) ² | \$45 | \$19 | \$64 |
| 2025E Silver Production (Moz) ³ | 15 | 5 | 21 |
| 2025E Gold Production (Koz) ³ | 375 | 57 | 432 |
| 2025E EBITDA (\$M) ³ | \$521 | \$181 | \$702 |
| 2025E EBITDA Margin (%) ³ | 42.5% | 62.1% | 46.2% |
| 2025E Free Cash Flow (\$M) ³ | \$272 | \$89 | \$361 |
| Cash & Bullion (\$M) ³ | \$74 | \$122 ³ | \$196 |
| Debt (\$M) ⁴ | \$629 | - | \$629 |
| Debt Net of Cash & Bullion / 2025E EBITDA (Ratio) ³ | 1.07x | (0.68x) | 0.62x |

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

4 风险提示

1) **地缘政治风险。**公司资产分布全球各地，各个国家的矿业政策发生变更，会对公司资产的盈利能力产生影响。

2) **项目投产不及预期风险。**公司仍有较多待投产项目，若由于气候等不可抗力因素投产低于预期，则会对公司的成长性产生不利影响。

3) **金属价格波动风险。**公司的主要产品为金铜银等相关金属矿物，其价格与金铜银价格正相关，若价格下跌，会对公司盈利产生不利影响。

插图目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 科尔黛伦发展历史..... | 4 |
| 图 2: 科尔黛伦资产布局图..... | 5 |
| 图 3: 公司营收情况..... | 6 |
| 图 4: 公司盈利情况..... | 6 |
| 图 5: 公司营收结构中黄金是主要收入来源 (单位: 百万美元)..... | 6 |
| 图 6: 公司毛利率净利率情况..... | 7 |
| 图 7: 公司三费情况..... | 7 |
| 图 8: 公司资本开支情况..... | 7 |
| 图 9: 公司资产负债率..... | 7 |
| 图 10: 公司折旧与摊销情况..... | 8 |
| 图 11: 近几年公司黄金权益产量持续下降..... | 11 |
| 图 12: 近几年公司白银权益产量持续增加..... | 11 |
| 图 13: 20 年以来公司销售成本持续上行..... | 12 |
| 图 14: Palmarejo 矿 2018-2023 年黄金权益产量 (单位: 吨)..... | 13 |
| 图 15: Palmarejo 矿 2018-2023 年白银权益产量 (单位: 吨)..... | 13 |
| 图 16: Palmarejo 矿 2018-2023 年黄金销售成本 (单位: 美元/盎司)..... | 13 |
| 图 17: Palmarejo 矿 2018-2023 年白银销售成本 (单位: 美元/盎司)..... | 13 |
| 图 18: Palmarejo 矿近几年黄金回收率持续下降..... | 14 |
| 图 19: Palmarejo 矿近几年白银回收率持续下降..... | 14 |
| 图 20: Kensington 金矿 2018-2023 年黄金权益产量 (单位: 吨)..... | 14 |
| 图 21: Kensington 金矿 2018-2023 年黄金销售成本 (单位: 美元/盎司)..... | 14 |
| 图 22: Kensington 金矿近几年平均品位持续降低..... | 15 |
| 图 23: Wharf 矿 2018-2023 年金银权益产量 (单位: 吨)..... | 15 |
| 图 24: Wharf 矿 2018-2023 年黄金销售成本 (单位: 美元/盎司)..... | 15 |
| 图 25: Wharf 矿近几年黄金平均品位较低..... | 16 |
| 图 26: Rochester 金矿产量与成本..... | 16 |
| 图 27: 科尔黛伦公司勘探投资支出计划..... | 18 |
| 图 28: 科尔黛伦公司预计 2024 年资本支出示意图..... | 18 |
| 图 29: 2024 年 Palmarejo 矿山预计产量份额..... | 19 |
| 图 30: Rochester 矿山产量指引..... | 20 |
| 图 31: 2024 年 Kensington 矿山预计产量份额示意图..... | 20 |
| 图 32: 2024 年 Wharf 矿山预计产量份额..... | 21 |
| 图 33: Southern Silver Zone 矿段示意及勘探计划..... | 22 |
| 图 34: Las Chispas 矿山资源示意图..... | 23 |
| 图 35: 科尔黛伦公司及其收购计划完成后产量指引示意图..... | 23 |

表格目录

| | |
|---|----|
| 表 1: 截至 2023 年末, 公司储量和资源量情况汇总..... | 8 |
| 表 2: 截至 2023 年底, 公司的黄金权益储量合计为 318.2 万盎司 (99 吨)..... | 9 |
| 表 3: 截至 2023 年底, 公司的白银权益资源量合计为 243.886 百万盎司 (7585.7 吨)..... | 9 |
| 表 4: 截至 2023 年底, 公司的黄金权益资源量合计为 325 万盎司 (101.1 吨)..... | 10 |
| 表 5: 截至 2023 年底, 公司的白银权益资源量合计为 196.3 百万盎司 (6106.1 吨)..... | 10 |
| 表 6: 截至 2023 年底, 公司的锌和铅权益资源量分别为 1516.8 百万磅 (68.8 万吨) 和 768.7 百万磅 (34.9 万吨)..... | 11 |
| 表 7: 2018-2023 年公司细分矿山的黄金产量..... | 12 |
| 表 8: 2018-2023 年公司细分矿山的黄金销售成本..... | 12 |
| 表 9: 科尔黛伦公司 2024 年销售成本指引..... | 17 |
| 表 10: 科尔黛伦现有矿山远期计划汇总..... | 19 |

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。 | 公司评级 | 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