

证券研究报告—动态报告

有色金属

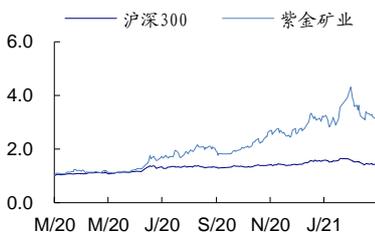
有色金属冶炼

紫金矿业(601899)
买入

2020 年年度报告点评

(维持评级)

2021 年 03 月 23 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	25,473/25,377
总市值/流通(百万元)	271,545/209,366
上证综指/深圳成指	3,443/13,761
12 个月最高/最低(元)	15.00/3.33

相关研究报告:

《紫金矿业-601899-2020 年三季度报告点评: 三季度业绩大超预期, 上调全年预测》——2020-10-20

《紫金矿业-601899-2020 年中报点评: Q2 利润超预期, 重大项目建设和资源并购齐头并进》——2020-08-24

《紫金矿业-601899-2020 年第一季度报告点评: 业绩逆势增长, 产品组合展现出良好的抗风险能力》——2020-04-30

证券分析师: 刘孟峦

电话: 010-88005312

E-MAIL: liumengluan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040001

证券分析师: 杨耀洪

电话: 021-60933161

E-MAIL: yangyaohong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040005

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

全年业绩实现跨越式增长, 中长期成长路径进一步确认

● 全年业绩实现跨越式增长, 矿产铜增量显著

公司 2020 年实现营收 1715 亿元, 同增 26.01%; 实现归母净利润 65.09 亿元, 同增 51.93%, 数据落在此前披露的业绩预告 64.5-66.5 亿元的范围, 符合预期; 实现扣非归母净利润 63.22 亿元, 同增 58.18%, 数据落在业绩预告 62.5-65.5 亿元的范围, 符合预期; 实现经营活动产生的现金流净额 142.68 亿元, 同增 33.78%。产量方面, 公司 2020 年矿产金产量 40.51 吨, 同比下降 0.79%, 主要还是由于波格拉金矿矿权的延续受阻导致停产, 损失掉较多的权益产量; 矿产铜产量 45.34 万吨, 同增 22.60%, 产量实现爆发式增长; 矿产锌产量 34.21 万吨, 同比下降 8.54%。

● 明确中长期发展规划, 重大建设项目有序推进

公司今年 1 月已经对外发布五年(2+3)规划和 2030 年发展目标纲要, 除了对 2021、2022 年核心矿种做了产量指引之外, 对 2025 年金、铜产量也做了远景规划, 预计 2025 年矿产金产量 80-90 吨, 矿产铜产量 100-110 万吨, 公司的发展路径进一步确认。另外, 公司 2030 年目标是建成高技术效益型特大型国际矿业公司。

根据公司初步计划, 预计 2021 年矿产金产量为 53-56 吨, 同比增长 30.86-38.27%; 矿产铜 54-58 万吨, 同比增长 19.21-28.04%; 矿产锌(铅) 45-48 万吨, 同比增长 19.05-26.98%; 矿产银 240-300 吨, 铁精矿 350-380 万吨。预计全年发生项目建设(含技改)投资支出计划 183 亿元。公司在 2020 年“项目建设年”取得丰硕成果, 有望在 2021 年迎来“项目投产年”, 为中长期发展奠定坚实的基础。

● 风险提示: 项目建设进度不达预期, 矿产品销售价格不达预期。

● 投资建议: 维持“买入”评级。

预计公司 2020-2022 年营业收入为 1957/2117/2213 亿元, 同比增速 14.1/8.2/4.6%, 归母净利润为 135.25/184.66/215.90 亿元, 同比增速 107.8/36.5/16.9%; 摊薄 EPS 为 0.53/0.72/0.85 元, 当前股价对应 PE 为 20/15/13X。考虑到公司是国内有色上市公司核心标的, 矿产资源储量丰富, 国际化进程不断加快, 中长期成长路径明确, 未来有望跻身全球超一流国际化矿业企业, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	136,098	171,501	195,694	211,670	221,334
(+/-%)	28.4%	26.0%	14.1%	8.2%	4.6%
净利润(百万元)	4284	6509	13525	18466	21590
(+/-%)	4.6%	51.9%	107.8%	36.5%	16.9%
摊薄每股收益(元)	0.17	0.26	0.53	0.72	0.85
EBIT Margin	6.9%	8.0%	13.2%	16.3%	18.1%
净资产收益率(ROE)	8.4%	11.5%	20.5%	23.4%	23.0%
市盈率(PE)	63.1	41.6	20.1	14.7	12.6
EV/EBITDA	22.8	18.4	11.8	9.2	8.1
市净率(PB)	5.29	4.78	4.11	3.44	2.89

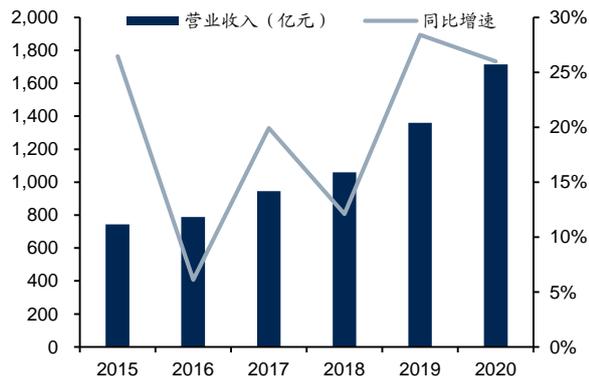
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

全年业绩实现跨越式增长，矿产铜增量显著

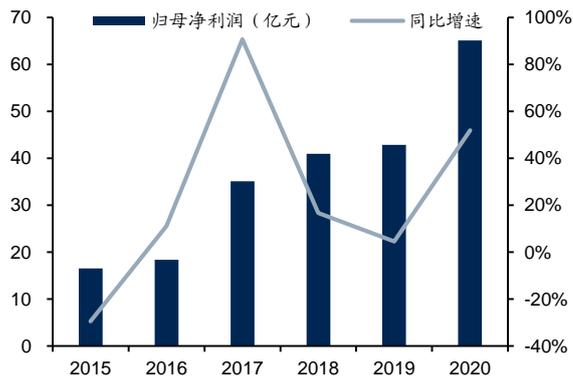
公司正式发布 2020 年年度报告：全年实现营收 1715 亿元，同比增长 26.01%；实现归母净利润 65.09 亿元，同比增长 51.93%，数据落在此前披露的业绩预告 64.5-66.5 亿元范围内，符合预期；实现扣非归母净利润 63.22 亿元，同比增长 58.18%，数据落在业绩预告 62.5-65.5 亿元范围内，符合预期；实现经营活动产生的现金流净额 142.68 亿元，同比增长 33.78%。综上，公司在 2020 年取得了非常亮眼的业绩，支撑公司价值及股价进一步提升。

图 1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

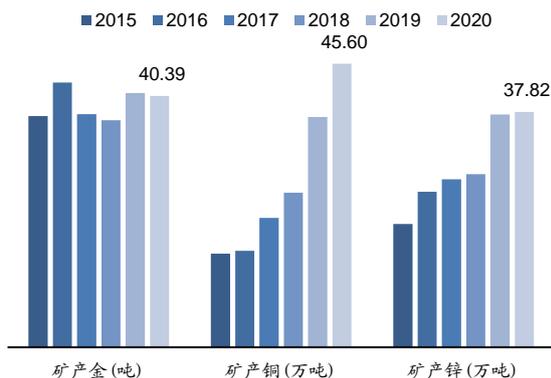
图 2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

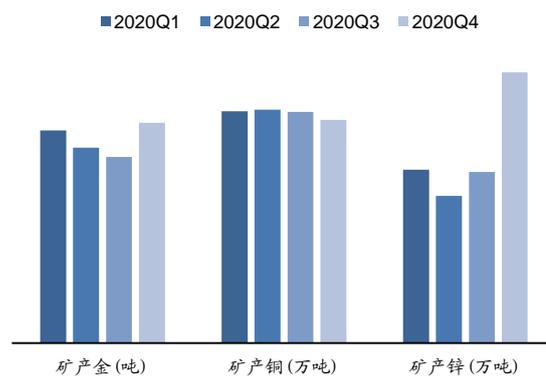
金、铜、锌是公司核心矿种。2020 年公司矿产金产量 40.51 吨，同比下降 0.79%；矿产铜产量 45.34 万吨，同比增长 22.60%；矿产锌产量 34.21 万吨，同比下降 8.54%。公司矿产金产量同比基本持平，主要还是由于波格拉金矿矿权的延续受阻导致停产，损失掉较多的权益产量；矿产锌产量出现下滑，主要是俄罗斯图瓦龙兴公司露采转地采，品位下降损失了部分的产量，同时疫情也导致地采项目的验收有所推迟，所以全年很难完成年初的规划。

图 3：公司 2020 年核心矿产品累计产量数据



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：公司 2020 年核心矿产品分季度产量数据



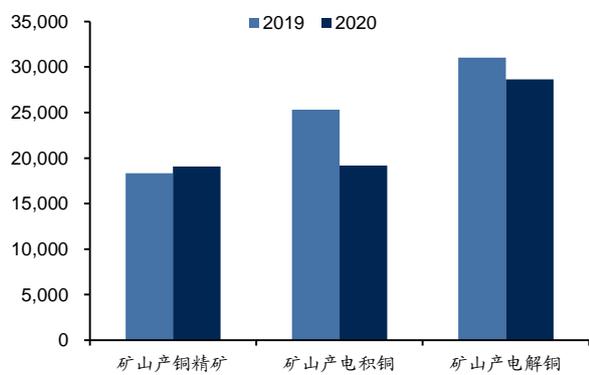
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

成本方面，公司 2020 年矿产金单位销售成本 177.38 元/克，同比略有增长 2.72%。矿产铜加权平均单位销售成本 20095 元/吨，同比下降 3.15%，其中矿山产铜精矿单位销售成本略有增长，由 2019 年 18333 元/吨提升至 2020 年的 19077 元/吨，同比增长 4.06%；而矿山产电积铜和电解铜成本均明显下降：矿山产电积铜单位销售成本由 2019 年的 25293 元/吨降至 2020 年的 19194 元/吨，这主要

是由于刚果金科卢韦齐湿法系统 2019 年上半年投产，公司电积铜产量增加使得单位成本下降；矿山产电解铜单位销售成本由 2019 年的 31014 元/吨降至 2020 年的 28642 元/吨，这表明公司子公司塞尔维亚紫金波尔铜业在降本增效方面取得良好成果，紫金波尔是在 2018 年底完成并购的，紫金矿业入主之后紫金波尔在 2019 年迅速实现扭亏为盈，公司正在加快紫金波尔铜矿技改扩建项目，技改扩建之后矿山年产铜金属将达到 12 万吨。另外，公司矿产锌成本同比略有增长 1.41%，单位销售成本 6570 元/吨。

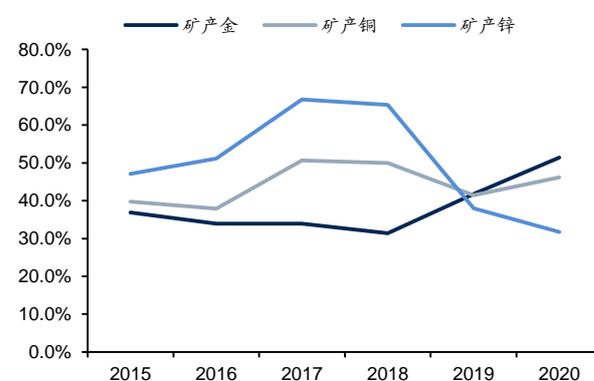
综上所述，从毛利率的角度来看，公司 2020 年综合毛利率为 11.91%，同比提升了 0.51 个百分点；矿山企业的综合毛利率为 47.71%，同比提升了 5.08 个百分点，其中矿产金毛利率 51.40%，矿产铜毛利率 46.15%，矿产锌毛利率 31.71%。

图 5：公司矿产铜单位销售成本拆分（元/吨）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6：公司核心矿产品毛利率变化情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

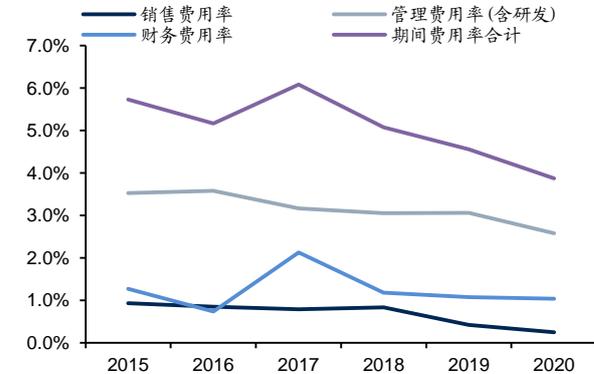
财务数据方面，截至 2020 年底，公司资产负债率 59.08%，相较 2019 年年末提升 5.17 个百分点。公司全年销售费用 4.28 亿元，同比减少 25.55%，主要是期间内部分运输费用计入营业成本；管理费用(含研发)44.28 亿元，同比增加 6.30%，主要是新纳入合并范围企业及研发支出增加；财务费用 17.84 亿元，同比增加 21.64%，主要是借款增加以及外汇汇率变动影响所致；公司全年期间费用率合计 3.87%，整体进一步下降。

图 7：公司资产负债率变化情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 8：公司期间费用率变化情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

明确中长期发展规划，重大建设项目有序推进

除了在业绩方面，年报对公司的使命、战略目标、可持续发展、核心竞争力、五年（2+3）规划和2030年发展目标、重要增量项目、核心矿产品储量等各方面都进行非常详尽的阐述。董事长在致辞中表示：2020年公司“项目建设年”取得丰硕成果，为持续实现跨越增长奠定了坚实基础；公司资源储量金超过2300吨、铜超过6200万吨、锌（铅）超过1000万吨、银2900吨，为公司可持续发展奠定了坚实基础。

公司今年1月已经对外发布五年（2+3）规划和2030年发展目标纲要，除了对2021、2022年核心矿种做了产量指引之外，对2025年金、铜产量也做了远景规划，预计2025年矿产金产量80-90吨，矿产铜产量100-110万吨，公司的发展路径进一步确认。

图9：公司2030年发展目标是建成高技术效益型特大型国际矿业集团



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

根据公司初步计划，预计2021年矿产金53-56吨，同比增长30.86-38.27%；矿产铜54-58万吨，同比增长19.21-28.04%；矿产锌（铅）45-48万吨，同比增长19.05-26.98%；矿产银240-300吨，铁精矿350-380万吨。公司预计2021年发生项目建设（含技改）投资支出计划183亿元，有关资本性开支主要通过自有资金、银行贷款和发行债券、票据等其他可行的融资方式解决。

表1：公司主要矿产品产量指标规划情况

	2020年	2021年	2022年	2025年	未来5年CAGR
矿产金（吨）	40.5	53-56	67-72	80-90	14.58-17.32%
矿产铜（万吨）	45.3	54-58	80-85	100-110	17.16-19.42%
矿产锌（铅）（万吨）	37.8	45-48	47-50	—	—
铁精矿（万吨）	387	350-380	290-330	—	—
矿产银（吨）	299	240-300	270-310	—	—

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司目前在全球12个国家和中国14个省（区）拥有重要矿业投资项目，未来重点增量项目包括：

1) 甘肃陇南紫金

陇南紫金的李坝金矿2017年因为证照的缘故停产，终于在2020年4月26日重新取得采矿权证，生产规模330万吨/年。公司官网发布10月12日陇南紫金

李坝金矿 10000t/d 采选工程（露天采矿工程）安全设施设计正式获得国家应急管理部审查批复，已有的 6000t/d 采选系统目前已全面复产。同时，陇南紫金有序实施 4000t/d 选矿系统项目建设。2020 年底，10000t/d 采选系统实现带料联动试车，达产后年产黄金 4-5 吨。

2) 山西紫金

山西紫金义联/义兴寨金矿为在产矿山，采选规模 20 万吨/年。新探获的河湾斑岩型金矿于 2020 年 6 月完成资源储量核实，新增金金属量 54.72 吨@2.12 克/吨，伴生银、铜、铅、锌。增储后，山西紫金保有金金属量约 60 吨。新建 6000t/d 矿山智能化采选改扩建工程，预计 2022 年建成投产，达产后年新增矿产金产量 3-4 吨。

3) 哥伦比亚武里蒂卡金矿

哥伦比亚武里蒂卡金矿是世界级超高品位大型金矿，拥有黄金资源量 353 吨，平均品位 9.3 克/吨，银 1,469 吨，平均品位 38.8 克/吨。项目于 2020 年 10 月竣工投产，当年产金 2.2 吨，将成为公司黄金板块新的增长极。武里蒂卡金矿技改扩建将于 2021 年完成，达产后产能从 3000t/d 提升到 4000t/d，年产金增加到 9.1 吨。

4) 圭亚那奥罗拉金矿

圭亚那金田的核心资产为 Aurora 金矿 100%权益，根据 NI43-101 报告，Aurora 金矿拥有探明+控制的金资源量 118.69 吨，平均品位 3.15g/t，推断的金资源量 59.13 吨，平均品位 2.28g/t。Aurora 金矿为在产矿山，开采条件好，选冶工艺简单，具备超过 7000t/d 的产能，于 2016 年实现商业化生产，2016-2019 年黄金产量分别为 4.7 吨、5 吨、4.8 吨及 3.87 吨。Aurora 矿山自投产以来都是露天开采，根据规划将从 2021 年转入地下开采。圭亚那项目于 2020 年 8 月 25 日完成交割，正在推进项目技改和流程优化，达产后年黄金产量在 4 吨以上。

5) 澳洲诺顿金田

2020 年澳洲诺顿金田难处理和低品位金矿项目进行内部立项，项目总投资 5.52 亿澳元，约合人民币 25.2 亿元。其中，GS 难处理项目是在现帕丁顿选厂基础上进行改造，新增建设规模 150 万吨/年，并能增强矿石加工适应性，预计 2021 年 7 月建成投产，使帕丁顿选厂的黄金产量保持在 5-6 吨；Binduli 低品位 1500 万吨/年堆浸项目将分期建设，首期 Binduli 北区工程预计 2022 年 3 月建成投产，项目建设全部完成后，达产最高年份可生产黄金约 7 吨。

6) 塞尔维亚佩吉铜金矿上带矿

塞尔维亚佩吉铜金矿为超大型铜金矿，分上部矿带和下部矿带。其中上带矿顶部存在超高品位矿体，计划于 2021 年 6 月底全面建成投产，投产后预计年均产铜 9.14 万吨，产金 2.5 吨，其中年产量峰值预计产铜 13.5 万吨，产金 6.1 吨。下带矿推断资源量铜金属 1,430 万吨，平均品位 0.86%；金金属量 299 吨，平均品位 0.18 克/吨。

7) 塞尔维亚紫金铜业

塞尔维亚紫金铜业拥有 JM、VK、NC、MS 等 4 座铜矿山和 1 个冶炼厂，矿山位于欧亚成矿带上，成矿远景好，找矿潜力大。该项目原为亏损企业，2018 年公司收购后，迅速扭亏为盈。塞尔维亚紫金铜业正在加快推进下设 4 座矿山和冶炼厂技改扩建，建成后每年矿山产铜 12 万吨、冶炼产铜 18 万吨。

8) 刚果(金)卡莫阿铜矿

刚果(金)卡莫阿-卡库拉铜矿为非洲第一大、全球第四大未开发高品位铜矿，目前卡莫阿北富矿脉和卡莫阿远北区正在继续钻探，增储潜力大。项目一期设计产能年处理矿石量提升至 760 万吨，预计年产铜高达 40 万吨。其中，第一序列年处理矿石 380 万吨预计将于 2021 年 2 季度末建成投产。截至 2021 年 2 月项目地表堆场已储备约 216 万吨高(中)品位矿石，平均品位约 4.44%；预计投产前地表堆场储备将超过 300 万吨高(中)品位，含有超过 12.5 万吨铜金属量。

9) 西藏巨龙铜业

公司于 6 月 8 日发布公告，将收购西藏巨龙铜业 50.1% 股权，实现对最大斑岩型铜矿主导开发，项目铜金属量约 1,040 万吨@0.41%，同时斑岩体中还存在大量低品位铜钼资源。巨龙铜业拥有驱龙铜多金属矿、荣木错拉铜多金属矿和知不拉铜多金属矿。按照规划，驱龙铜矿区将实施大规模露天开采，分两期建设，一期计划 2021 年底建成投产，达产后预计年均产铜约 16 万吨；二期按 30 万吨/天建设，建成后年产铜 26 万吨。目前一期项目建设进展顺利，驱龙项目基建整体形象工程完成 67%，采矿基建剥离已于 2020 年 10 月末复工。

10) 巴新波格拉金矿

巴新政府于 4 月 24 日发布新闻，决定不批准波格拉金矿特别采矿权延期申请。紫金矿业旗下的合资公司巴理克(新几内亚)有限公司(简称“BNL”，紫金矿业和巴理克黄金分别持有 50% 股权)持有巴新恩加省波格拉金矿项目 95% 权益。波格拉金矿的采矿权于 2019 年 8 月到期，但是 BNL 认为巴新政府做出不授予波格拉金矿采矿权延期的决定没有经过正当程序并且违反了巴新政府对 BNL 的法律义务，而且矿山所在区域的绝大多数民众和土地主支持采矿权证延期。BNL 于 2020 年 7 月 9 日向世界银行下属的国际投资争端解决中心(简称 ICSID)，就巴新政府拒绝波格拉金矿特别采矿权延期申请事宜，提请启动 ICSID 调解程序。BNL 希望通过本次 ICSID 调解程序，与巴新的利益相关方达成公平合理的延期协议。紫金矿业在 2015 年出资 2.98 亿元收购 BNL 50% 股权，每年按权益归属公司的黄金产量约为 8 吨，所以波格拉金矿的停产对公司黄金产量将产生比较大的影响。根据董事长在 3 月 22 日举行的年度业绩说明会上表示，公司是授权 BNL 公司和当地政府谈判，目前看有明显进展，但还有很多不确定性。

投资建议：维持“买入”评级。预计公司 2020-2022 年收入为 1957/2117/2213 亿元，同比增速 14.1%/8.2%/4.6%，归母净利润为 135.25/184.66/215.90 亿元，同比增速 107.8%/36.5%/16.9%；摊薄 EPS=0.53/0.72/0.85 元，当前股价对应 PE=20/15/13X。考虑到公司是国内有色上市公司核心标的，矿产资源储量丰富，国际化进程不断加快，中长期成长路径明确，未来有望跻身全球超一流国际化矿业企业，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	11955	6000	15417	30908	营业收入	171501	195694	211670	221334
应收款项	2309	2635	2850	2980	营业成本	151071	161549	168385	172410
存货净额	18064	19578	20437	20944	营业税金及附加	2499	2857	3090	3231
其他流动资产	4964	5664	6126	6406	销售费用	428	489	529	553
流动资产合计	39262	35846	46800	63208	管理费用	3846	6763	6950	6961
固定资产	63782	77370	82966	88567	财务费用	1784	2035	2159	2213
无形资产及其他	46760	44890	43019	41149	投资收益	(522)	100	100	100
投资性房地产	25409	25409	25409	25409	资产减值及公允价值变动	699	(400)	(400)	(400)
长期股权投资	7100	7100	7100	7100	其他收入	(811)	1970	1970	1970
资产总计	182313	190615	205295	225433	营业利润	11240	23671	32226	37635
短期借款及交易性金融负债	28695	22987	20000	20000	营业外净收支	(394)	(250)	(250)	(250)
应付款项	6499	7043	7352	7534	利润总额	10846	23421	31976	37385
其他流动负债	11842	13012	13582	13911	所得税费用	2388	5855	7994	9346
流动负债合计	47036	43042	40934	41445	少数股东损益	1949	4040	5516	6449
长期借款及应付债券	45193	45193	45193	45193	归属于母公司净利润	6509	13525	18466	21590
其他长期负债	15489	15489	15489	15489					
长期负债合计	60681	60681	60681	60681					
负债合计	107717	103723	101615	102126					
少数股东权益	18058	20886	24747	29261					
股东权益	56539	66006	78933	94045					
负债和股东权益总计	182313	190615	205295	225433					

现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	6509	13525	18466	21590
资产减值准备	(208)	84	48	35
折旧摊销	6889	5798	5826	5836
公允价值变动损失	(699)	400	400	400
财务费用	1784	2035	2159	2213
营运资本变动	2500	(741)	(609)	(371)
其它	458	2744	3813	4480
经营活动现金流	15448	21810	27944	31968
资本开支	(25269)	(18000)	(10000)	(10000)
其它投资现金流	(326)	0	0	0
投资活动现金流	(25770)	(18000)	(10000)	(10000)
权益性融资	6632	0	0	0
负债净变化	15257	0	0	0
支付股利、利息	(5671)	(4058)	(5540)	(6477)
其它融资现金流	(9750)	(5708)	(2987)	0
融资活动现金流	16052	(9765)	(8527)	(6477)
现金净变动	5730	(5955)	9417	15491
货币资金的期初余额	6225	11955	6000	15417
货币资金的期末余额	11955	6000	15417	30908
企业自由现金流	(5230)	6486	21155	25501
权益自由现金流	276	(1505)	16065	23681

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.26	0.53	0.72	0.85
每股红利	0.22	0.16	0.22	0.25
每股净资产	2.23	2.59	3.10	3.69
ROIC	10%	14%	18%	20%
ROE	12%	20%	23%	23%
毛利率	12%	17%	20%	22%
EBIT Margin	8%	13%	16%	18%
EBITDA Margin	12%	16%	19%	21%
收入增长	26%	14%	8%	5%
净利润增长率	52%	108%	37%	17%
资产负债率	69%	65%	62%	58%
息率	2.1%	1.5%	2.0%	2.4%
P/E	41.6	20.1	14.7	12.6
P/B	4.8	4.1	3.4	2.9
EV/EBITDA	18.4	11.8	9.2	8.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032