

**证券研究报告—动态报告**

有色金属

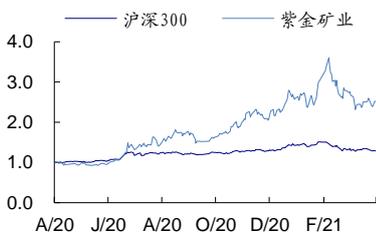
有色金属冶炼

**紫金矿业(601899)**
**买入**

2021 年一季报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 18 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)	260,591/200,920
上证综指/深圳成指	3,427/13,721
12 个月最高/最低(元)	15.00/3.75

**相关研究报告:**

《紫金矿业-601899-2020 年年报点评: 全年业绩实现跨越式增长, 中长期成长路径进一步确认》——2021-03-23

《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: 刘孟茜**

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**

## 经营业绩兑现高增长, 铜、金项目即将迎来重大突破

### ● 2021Q1 经营业绩继续实现跨越式增长

公司 2021Q1 实现营收 475 亿元, 同比+31.36%; 实现归母净利润 25.11 亿元, 同比+141.44%, 环比+29.70%, 数据略微超过业绩预告 23-25 亿元上限; 实现扣非净利润 24.77 亿元, 同比+280.75%, 环比+49.58%; 实现经营活动产生现金流净额 52.48 亿元, 同比+125.63%。

产量方面, 矿产金产量 11.18 吨, 同比+5.95%, 环比+2.26%; 矿产铜 12.68 万吨, 同比+10.36%, 环比+14.58%; 矿产锌产量 9.63 万吨, 同比+11.91%, 环比-28.29%。

成本方面, 矿产金单位成本 179.18 元/克, 略有提升。矿产铜加权平均单位成本 18395 元/吨, 相比去年全年平均又下降 8.46%; 矿产锌单位成本 6238 元/吨, 相比去年全年平均下降 5.05%。

### ● 波格拉金矿有望于年内复产, 三大铜矿项目即将于年内投产

巴新波格拉金矿自 2020 年 4 月份以来处于停产维护状态。今年 4 月, BNL 与巴新政府就波格拉金矿未来的所有权和运营权签署具有约束力的框架协议, 波格拉金矿有望于今年恢复运营。根据该框架协议, 波格拉金矿将由巴新各方和 BNL 组建新合资公司持有, 其中: 巴新各方合计持有 51% 权益, BNL 持有 49% 权益。

另外, 公司三大铜矿项目即将于年内投产。刚果(金)卡莫阿-卡库拉铜矿一期项目第一序列年处理矿石 380 万吨产能预计将于今年 2 季度末建成投产。塞尔维亚佩吉铜金矿(Timok)上带矿计划于今年 2 季度末建成投产。西藏巨龙铜业驱龙铜矿项目一期计划于年底建成投产。这几个项目都是公司在前期投入巨大资本开支的项目, 即将迎来收获期。

### ● 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 年营收为 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 仅为 19/14/12X。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, 且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矿业企业, 维持“买入”评级。

**盈利预测和财务指标**

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	171,501	195,694	211,670	221,334
(+/-%)	26.0%	14.1%	8.2%	4.6%
净利润(百万元)	6509	13525	18466	21590
(+/-%)	51.9%	107.8%	36.5%	16.9%
摊薄每股收益(元)	0.26	0.53	0.72	0.85
EBIT Margin	8.0%	13.2%	16.3%	18.1%
净资产收益率(ROE)	11.5%	20.5%	23.4%	23.0%
市盈率(PE)	39.9	19.3	14.1	12.1
EV/EBITDA	17.9	11.5	9.0	7.9
市净率(PB)	4.59	3.95	3.30	2.77

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

### 2021Q1 经营业绩继续实现跨越式增长，金、铜产量继续提升

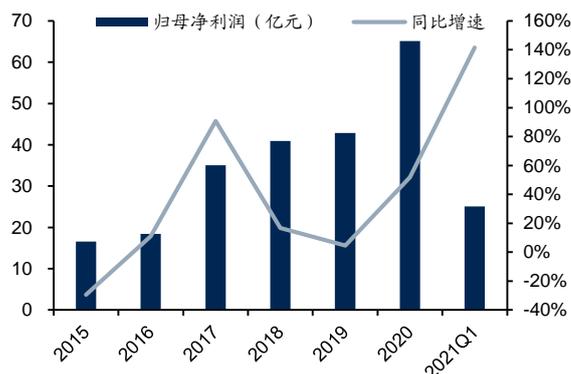
公司发布 2021 年第一季度报告：实现营收 475 亿元，同比+31.36%；实现归母净利润 25.11 亿元，同比+141.44%，环比+29.70%，数据略微超过此前业绩预告 23-25 亿元上限；实现扣非归母净利润 24.77 亿元，同比+280.75%，环比+49.58%；实现经营活动产生现金流净额 52.48 亿元，同比+125.63%。公司在今年一季度经营业绩同比和环比都实现了跨越式的增长。

图 1：公司营业收入及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

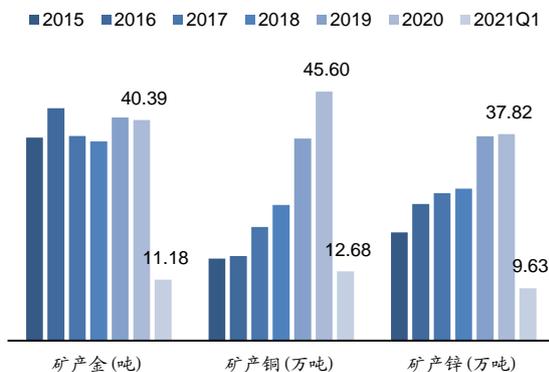
图 2：公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

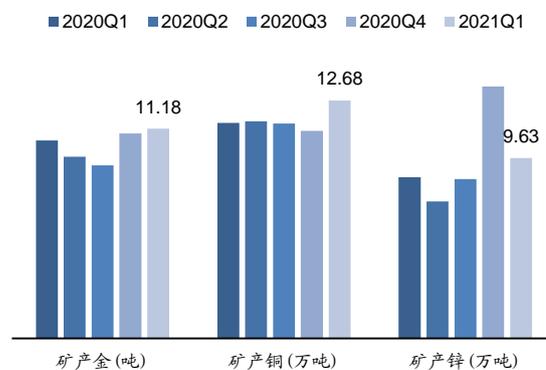
金、铜、锌是公司核心矿种。2021Q1 公司矿产金产量 11.18 吨，同比+5.95%，环比+2.26%；矿产铜 12.68 万吨，同比+10.36%，环比+14.58%；矿产锌产量 9.63 万吨，同比+11.91%，环比-28.29%。

图 3：公司 2021Q1 核心矿产品产量数据



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：公司 2021Q1 核心矿产品分季度产量数据

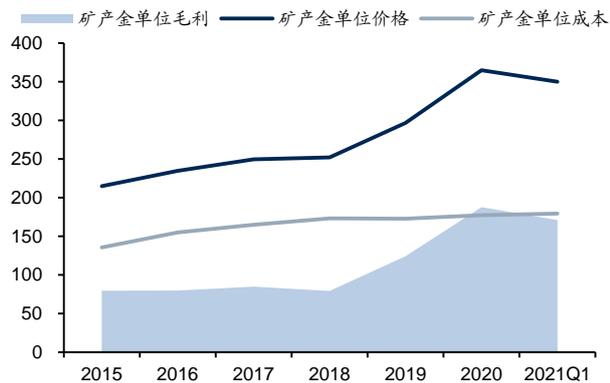


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

成本方面，公司 2021Q1 矿产金单位销售成本 179.18 元/克，还是略有提升。矿产铜加权平均单位销售成本 18395 元/吨，相比去年全年平均 20095 元/吨又下降 8.46%，其中矿山产铜精矿单位销售成本仅 16949 元/吨；矿山产电积铜单位销售成本 19894 元/吨；矿山产电解铜单位销售成本 24679 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继续取得良好成果。另外公司矿产锌单位销售成本 6238 元/吨，相比去年全年平均 6570 元/吨下降 5.05%。

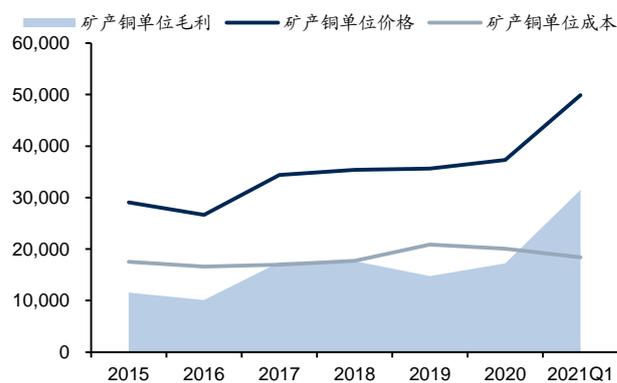
从毛利率的角度来看，公司 2021Q1 综合毛利率 14.96%，同比提升 4.11 个百分点；矿山企业毛利率 57.25%，同比提升 12.58 个百分点，其中矿产金毛利率 48.80%，矿产铜毛利率 63.13%，矿产锌毛利率 50.09%。

图 5: 公司矿产金单位销售价格、成本、毛利 (元/克)



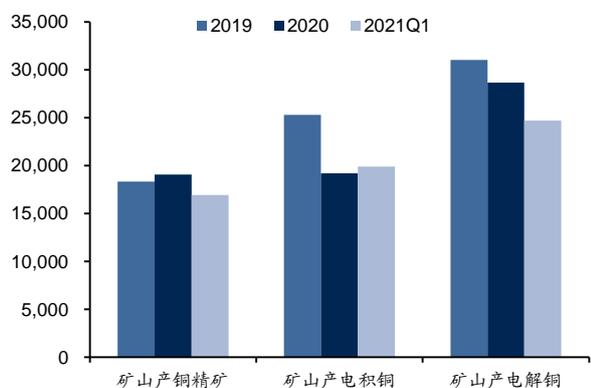
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司矿产铜单位销售价格、成本、毛利 (元/吨)



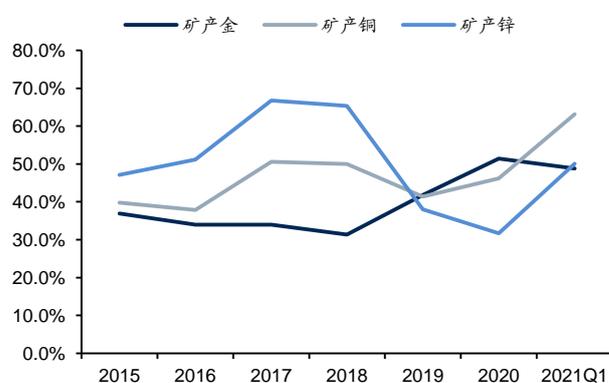
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 7: 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 8: 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

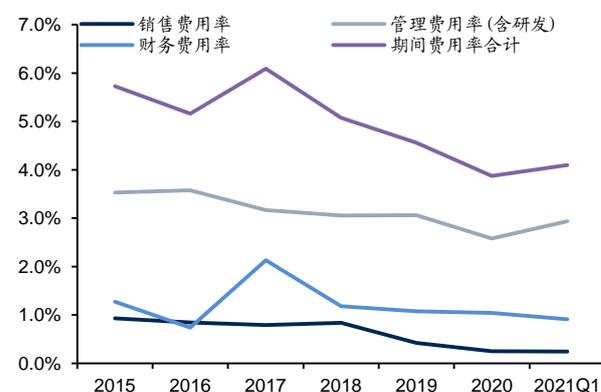
财务数据方面, 截至今年一季度末, 公司资产负债率 58.29%, 相比 2020 年末下降 0.79 个百分点。公司 Q1 销售费用 1.17 亿元, 同比减少 23.22%, 主要是运输费用计入营业成本; 管理费用(含研发)13.96 亿元, 同比增加 34.85%, 主要是新并购企业增加所致; 财务费用 4.33 亿元, 同比增加 6.73%, 主要是汇兑收益同比减少所致; 公司 2021Q1 期间费用率合计 4.10%, 相比去年全年水平略有提升。

图 9: 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 10: 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

### 巴新波格拉金矿谈判取得重大进展，有望于年内恢复运营

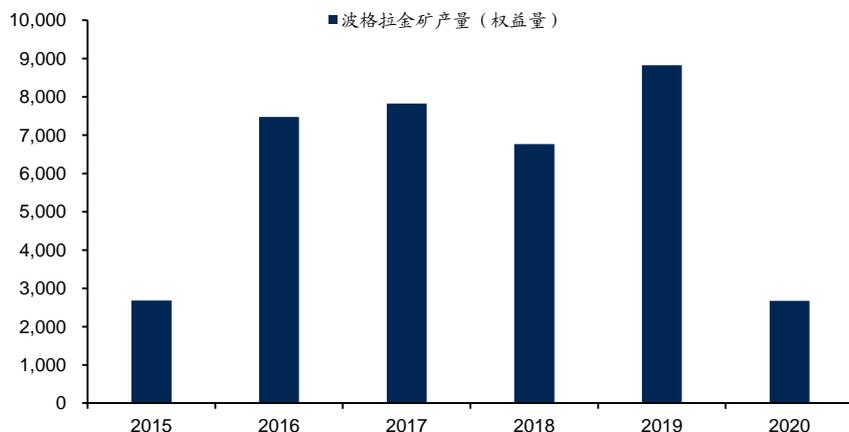
巴新政府于4月24日发布新闻，决定不批准波格拉金矿特别采矿权延期申请，所以自2020年4月份以来波格拉金矿处于停产维护状态。紫金矿业旗下合资公司巴理克（新几内亚）有限公司（简称“BNL”，紫金矿业和巴理克黄金分别持有50%股权）持有巴新恩加省波格拉金矿项目95%权益。紫金矿业在2015年出资2.98亿元收购BNL50%股权，每年按权益归属公司的黄金产量约为8吨，所以波格拉金矿的停产对公司黄金产量将产生比较大的影响。

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。

2021年4月9日，BNL与巴新政府就波格拉金矿未来的所有权和运营权签署具有约束力的框架协议，波格拉金矿有望于今年恢复运营。BNL与巴新各方积极推进谈判进程，以尽快签署各项最终协议，届时将启动波格拉金矿的全面复产工作。根据该框架协议，波格拉金矿将由巴新各方和BNL组建新合资公司持有，其中：巴新各方合计持有51%权益，BNL持有49%权益，BNL将继续成为波格拉金矿的运营商。框架协议同时约定：

- 1) 巴新各方和BNL在波格拉金矿总开采年限内的经济收益分成比例为53%和47%；经济收益分成是根据现金流分配计算的，巴新各方享有的经济分成包括政府税费、从项目公司的分红与其他现金分配所得等；
- 2) BNL负责重启波格拉金矿运营的资本融资；
- 3) 提高波格拉金矿项目所在地的土地主拥有的权益；
- 4) 巴新方保留10年后以市场公允价值收购BNL持有的波格拉金矿49%权益的权利。

图 11：波格拉金矿产量（权益量，KG）



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

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 12：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+控制的黄金资源量 118.69 吨，平均品位 3.15g/t，推断的黄金资源量 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，达产后预计年均产铜 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，实现对国内最大斑岩型铜矿主导开发，项目铜金属量约1,040万吨@0.41%，同时斑岩体中还大量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。

**投资建议：维持“买入”评级。**预计公司2020-2022年营收为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仅为19/14/12X。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，且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
<b>流动资产合计</b>	<b>39262</b>	<b>35846</b>	<b>46800</b>	<b>63208</b>	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
<b>资产总计</b>	<b>182313</b>	<b>190615</b>	<b>205295</b>	<b>225433</b>	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	<b>利润总额</b>	<b>10846</b>	<b>23421</b>	<b>31976</b>	<b>37385</b>
其他流动负债	11842	13012	13582	13911	所得税费用	2388	5855	7994	9346
<b>流动负债合计</b>	<b>47036</b>	<b>43042</b>	<b>40934</b>	<b>41445</b>	少数股东损益	1949	4040	5516	6449
长期借款及应付债券	45193	45193	45193	45193	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>6509</b>	<b>13525</b>	<b>18466</b>	<b>21590</b>
其他长期负债	15489	15489	15489	15489					
<b>长期负债合计</b>	<b>60681</b>	<b>60681</b>	<b>60681</b>	<b>60681</b>					
<b>负债合计</b>	<b>107717</b>	<b>103723</b>	<b>101615</b>	<b>102126</b>					
少数股东权益	18058	20886	24747	29261					
股东权益	56539	66006	78933	94045					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>182313</b>	<b>190615</b>	<b>205295</b>	<b>225433</b>					

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
<b>经营活动现金流</b>	<b>15448</b>	<b>21810</b>	<b>27944</b>	<b>31968</b>
资本开支	(25269)	(18000)	(10000)	(10000)
其它投资现金流	(326)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(25770)</b>	<b>(18000)</b>	<b>(10000)</b>	<b>(10000)</b>
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
<b>融资活动现金流</b>	<b>16052</b>	<b>(9765)</b>	<b>(8527)</b>	<b>(6477)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>5730</b>	<b>(5955)</b>	<b>9417</b>	<b>15491</b>
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	2.2%	1.6%	2.1%	2.5%
P/E	39.9	19.3	14.1	12.1
P/B	4.6	3.9	3.3	2.8
EV/EBITDA	17.9	11.5	9.0	7.9

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