



# 贵金属行业研究

买入（维持评级）

行业专题研究报告

证券研究报告

金属材料组

分析师：李超（执业 S1130522120001）

lichao3@gjzq.com.cn

分析师：宋洋（执业 S1130523070004）

songyang@gjzq.com.cn

## 掘“金”系列（三）：巴以冲突推涨金价，黄金股右侧配置时点渐进

### 行情回顾

本月（9.20~10.20）黄金价格下跌后快速上行。伦敦现货黄金+2.32%至 1988.50 美元/盎司，COMEX 黄金价格+2.40%至 1976.40 美元/盎司，SHFE 黄金价格+0.99%至 475.46 元/克。伦敦现货白银-0.26%至 23.22 美元/盎司，COMEX 白银价格+2.09%至 23.73 美元/盎司，SHFE 白银价格-1.30%至 5826 元/千克。

名义金价仍有上行空间。2023 年 9 月实际金价约为 622.82 美元/盎司/CPI，相对历史高点的 880/780/760 美元/盎司/CPI 分别还有 40%/25%/22%左右的上涨空间，如果按此计算相对 2023 年 9 月名义金价（1916.96 美元/盎司）的上涨空间，在美国 CPI 指数不变的假设下，本轮名义金价最高或可达 2340-2700 美元/盎司。

### 投资观点

#### （1）核心通胀顺畅回落，美联储官员态度转鸽，停止加息预期再度强化

核心通胀及预期走弱支持停止加息。美国 9 月核心 CPI 同比 4.1%，低于前值，核心通胀回落较为顺畅。医疗服务分项同比增速下降，二手车和卡车同比环比增速均走弱。雇佣成本指数 ECI 显示的劳动力市场薪资增速放缓，对于核心通胀的拖累减弱。核心通胀持续回落及领先指标的走弱支持美联储货币政策停止加息。

停止加息预期强化。10 月中旬开始美联储多位官员发言偏鸽，倾向于支持停止加息，9 月 FOMC 会后上移的 OIS 隐含利率曲线显著回摆。10 月 19 日美联储主席鲍威尔讲话表示预计 11 月 FOMC 会议将按兵不动，美债收益率上升让美联储货币政策更为谨慎。当前 Fed Watch 工具显示 2023 年 11 月、12 月 FOMC 会议不加息的概率分别为 99.9%和 80.1%，均较此前有所提升，降息预期提前至 2024 年 5 月，降息 25BP 概率为 43.3%。整体来看，市场认为 7 月为最后一次加息，美联储本轮加息周期已经进入尾声。

#### （2）全球央行购金热度持续，实物需求支撑黄金价格

央行购金热度不减。8 月全球央行购金量 76.67 吨，售金量 0.09 吨，净购金 76.58 吨。土耳其央行 8 月购金 15 吨，为连续第三个月净购金。中国、波兰等国央行均持续购金，波兰央行 8 月购金 14.9 吨，为连续第 5 个月购入黄金，2023 年以来增持黄金 88 吨。因全球央行购金的支撑，黄金实物端需求较为强劲。

全球黄金 ETF 持仓持续流出。截至 9 月底，全球黄金 ETF 持仓量 3281.7 吨，9 月黄金 ETF 持仓净流出 58.93 吨。9 月亚洲地区黄金 ETF 基金连续第七个月流入，中国由于基金供应商加大促销力度、国内金价飙升及内盘资产持续疲软的共同作用，主导亚洲地区黄金 ETF 流入。9 月北美地区由于美债收益率抬升和美元走强，双重因素影响下投资者持有黄金的机会成本提升，造成黄金 ETF 基金连续第四个月流出。

#### （3）货币政策预期波动，巴以冲突导致避险情绪升温，金价走出“V”形走势

近一个月黄金价格走出“V”形走势。短期内黄金价格的大幅涨跌一方面由于市场对于美联储货币政策预期的波动，另一方面来源于巴以冲突持续升级催生的避险情绪。

货币政策预期波动压制金价。美联储持续加息、美债实际收益率震荡上行，美联储 9 月 FOMC 会议声明导致市场推迟美联储降息预期，叠加美联储主要官员支持利率高位，黄金价格在货币政策预期波动及美债收益率压制下快速下跌。巴以冲突爆发、金价反弹，美联储官员态度转鸽加速金价上行。10 月 7 日新一轮巴以冲突爆发，10 月 9 日开盘后，外盘黄金在避险情绪的推动下结束连续半个月的下落，开始反弹。随着巴以冲突持续升级，同时美联储官员发言态度转鸽，双重因素下黄金价格加速上涨。

### 投资建议

美联储实际降息前为黄金权益资产相对收益最明显的时间段，目前黄金和黄金股更多为择时问题，而美联储大概率降息时点至实际降息时点为黄金和黄金股涨幅最明显阶段，可提前逐步布局。建议关注**银泰黄金、中金黄金、山东黄金、招金矿业、赤峰黄金**等标的。

### 风险提示

美联储加息超预期风险，实际利率上行风险，央行购金需求降低风险。



## 内容目录

一、市场行情回顾.....	5
二、美联储官员态度偏鸽强化停止加息预期.....	6
2.1 实际利率提升，避险情绪推升金价.....	6
2.2 美联储持续缩表.....	6
2.3 美国核心通胀及前瞻指标走弱.....	7
2.4 美联储官员发言偏鸽驱动 OIS 隐含利率曲线回摆.....	10
2.5 中国制造业 PMI 重回扩张区间.....	11
2.6 全球黄金去库.....	12
三、央行购金热度不减，黄金 ETF 持续流出.....	13
3.1 全球央行购金热度不减.....	13
3.2 9 月黄金 ETF 持仓持续流出.....	15
3.3 黄金相对比价未达历史高位.....	15
3.4 央行购金支撑上半年实物黄金需求.....	17
3.5 世界白银协会预测 2023 年白银短缺 4420 吨.....	18
四、货币政策预期波动叠加避险情绪，金价走出“V”形走势.....	18
五、行业新闻及重点公司公告.....	20
5.1 行业新闻.....	20
5.2 重点公司公告.....	21
六、行业重点公司估值.....	21
七、风险提示.....	22

## 图表目录

图表 1： 黄金价格.....	5
图表 2： 白银价格.....	5
图表 3： 通胀调整的金价（CPI：1982-1984 年=100）.....	5
图表 4： 年初至今贵金属行业指数+15.95%.....	6
图表 5： 近一个月贵金属行业指数-4.82%.....	6
图表 6： 金价&实际利率.....	6
图表 7： 2023 年以来金价&实际利率.....	6
图表 8： 联邦基金目标利率&美联储资产.....	7
图表 9： 全球负利率债券规模占比.....	7
图表 10： 美国 CPI&核心 CPI 同比.....	7



图表 11: 美国 PCE&核心 PCE 同比.....	7
图表 12: 美国核心 CPI 各分项权重.....	8
图表 13: 美国核心 CPI 分项同比 (%).....	8
图表 14: 美国核心 CPI 分项环比 (%).....	8
图表 15: 美国房屋 CPI 同比与 20 个大中城市房价同比.....	8
图表 16: 美国新增非农就业人数 (千人).....	8
图表 17: 美国失业率&职位空缺率.....	8
图表 18: 服务新增非农就业分项 (千人).....	9
图表 19: 生产新增非农就业分项 (千人).....	9
图表 20: 市民工人雇佣成本同比 (%).....	9
图表 21: 私营企业雇佣成本同比 (%).....	9
图表 22: 州和地方政府雇佣成本同比 (%).....	10
图表 23: 其他主要经济体 CPI 同比.....	10
图表 24: 美国通胀预期期限结构 (%).....	10
图表 25: 美国 PCE 预测 (%).....	10
图表 26: 美债期限结构 (%).....	11
图表 27: OIS 隐含利率 (%).....	11
图表 28: 主要经济体制造业 PMI.....	11
图表 29: 主要经济体服务业 PMI.....	11
图表 30: 主要经济体 GDP 增速.....	12
图表 31: 主要经济体近两年 GDP 增速.....	12
图表 32: COMEX 黄金非商业持仓.....	12
图表 33: COMEX 黄金非商业净持仓.....	12
图表 34: 黄金库存.....	13
图表 35: COMEX 白银总持仓.....	13
图表 36: 白银库存.....	13
图表 37: LBMA 金银库存.....	13
图表 38: 全球央行黄金储备.....	14
图表 39: 全球央行季度购金量.....	14
图表 40: 全球央行购金需求.....	14
图表 41: 2023 年净购金国家 (吨).....	14
图表 42: 中国央行黄金储备.....	15
图表 43: 黄金和美元占全球外汇储备比重.....	15
图表 44: 全球黄金 ETF 持仓.....	15
图表 45: 全球黄金 ETF 持仓流量.....	15



图表 46: 金铜比与美债名义利率 .....	16
图表 47: 近两年金铜比 .....	16
图表 48: 金油比与 VIX 指数 .....	16
图表 49: 近两年金油比 .....	16
图表 50: 巴以冲突推动金油价格上行 .....	17
图表 51: 金油比走势震荡 .....	17
图表 52: 金银比与美元指数 .....	17
图表 53: 近两年金银比 .....	17
图表 54: 黄金供需平衡 .....	18
图表 55: 白银供需平衡 .....	18
图表 56: 近一个月黄金价格走出“V”形走势 .....	19
图表 57: 通胀预期上行 .....	19
图表 58: 美联储加息预期反复导致黄金价格下跌 .....	19
图表 59: 巴以冲突持续升级 .....	20
图表 60: 内盘金价跟随外盘波动 .....	20
图表 61: 美元兑人民币汇率企稳 .....	20
图表 62: 行业重点公司估值表（收盘价：元；PE：倍；截至 2023 年 10 月 20 日收盘） .....	22



## 一、市场行情回顾

本月(9.20~10.20)黄金价格下跌后快速上行。伦敦现货黄金+2.32%至1988.50美元/盎司,COMEX黄金价格+2.40%至1976.40美元/盎司,SHFE黄金价格+0.99%至475.46元/克。伦敦现货白银-0.26%至23.22美元/盎司,COMEX白银价格+2.09%至23.73美元/盎司,SHFE白银价格-1.30%至5826元/千克。

图表1: 黄金价格



来源: 同花顺 iFind, 国金证券研究所

通过将黄金价格剔除美国CPI(1982-1984年=100)以后的价格作为黄金的实际价格,实际金价自1968年以来经历了三轮大幅上涨周期,1980年实际金价接近880美元/盎司/CPI,2011年实际金价达到780美元/盎司/CPI,2020年实际金价接近760美元/盎司/CPI。从实际金价过去三轮历史高点观察,我们认为黄金或存在某种实际价值量的绝对最高值,或对应全球黄金总资源量或可采储量,这一最高值基本位于760-880美元/盎司/CPI。

2023年9月实际金价约为622.82美元/盎司/CPI,相对历史高点的880/780/760美元/盎司/CPI分别还有40%/25%/22%左右的上涨空间,如果按此计算相对2023年9月名义金价(1916.96美元/盎司)的上涨空间,在美国CPI指数不变的假设下,本轮名义金价最高或可达2340-2700美元/盎司。

图表2: 白银价格



来源: 同花顺 iFind, 国金证券研究所

图表3: 通胀调整的金价(CPI: 1982-1984年=100)

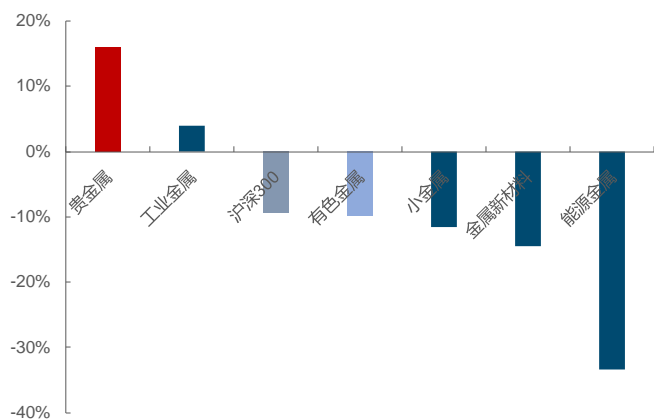


来源: 同花顺 iFind, 国金证券研究所

年初至今,沪深300指数-9.33%,申万有色金属行业指数-9.83%,申万贵金属行业指数+15.95%,相对沪深300指数超额收益25.27%。近一个月,沪深300指数-5.26%,申万有色金属行业指数-6.05%,申万贵金属行业指数-4.82%,相对沪深300指数超额收益0.45%。

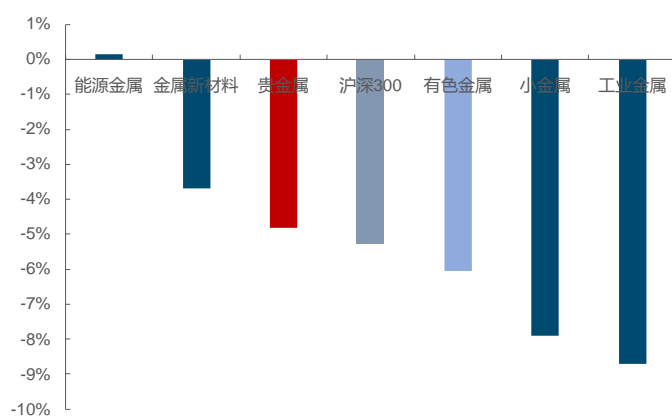


图表4：年初至今贵金属行业指数+15.95%



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

图表5：近一个月贵金属行业指数-4.82%



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

## 二、美联储官员态度偏鸽强化停止加息预期

### 2.1 实际利率提升，避险情绪推升金价

美债长期平均实际利率提升 52BP 至 2.63%。9 月 FOMC 会议美联储如期暂停加息，联邦基金目标利率维持在 5.25-5.50% 区间。近期黄金价格上涨主因巴以冲突局势持续升级，避险情绪推涨金价。

图表6：金价&实际利率



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

图表7：2023 年以来金价&实际利率



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

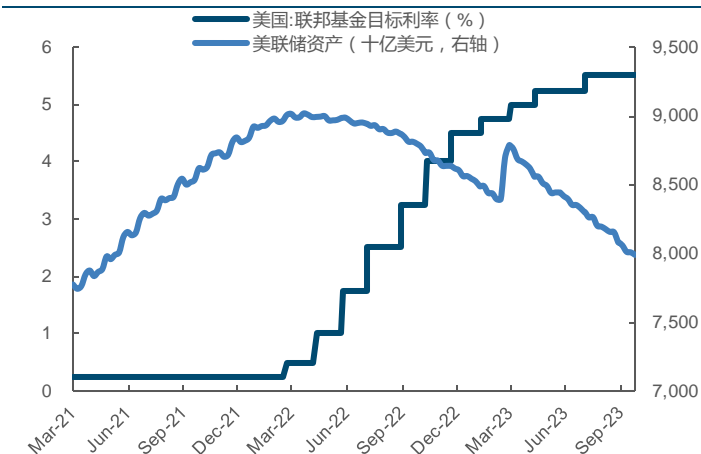
### 2.2 美联储持续缩表

2023 年 3 月因美国银行风险事件导致美联储资产负债表规模扩张近 4000 亿美元，之后美联储继续维持从 2022 年 6 月开始的缩表计划，本月资产负债表规模-1.13%至 7.98 万亿美元。

全球负利率债券规模增长 17.26%至 46.56 万亿美元，负利率债券占全球国债规模比重提升 0.24 个百分点至 1.49%。

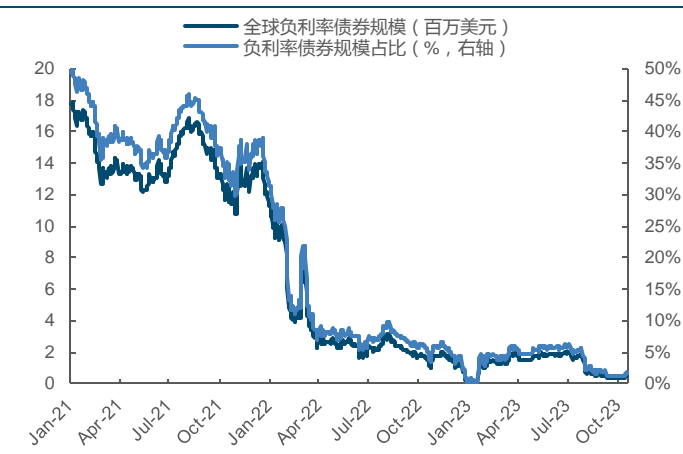


图表8: 联邦基金目标利率&美联储资产



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

图表9: 全球负利率债券规模占比

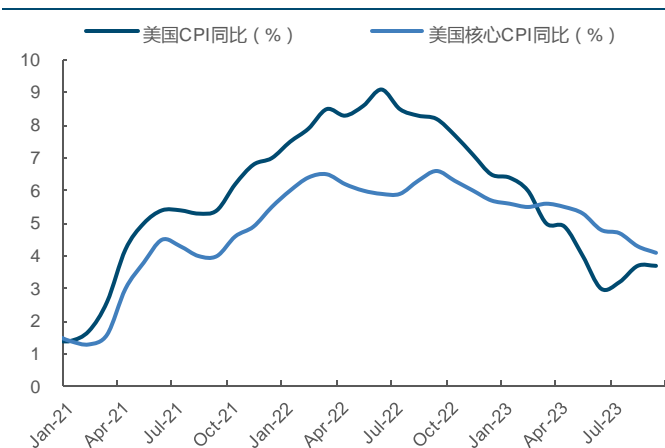


来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

## 2.3 美国核心通胀及前瞻指标走弱

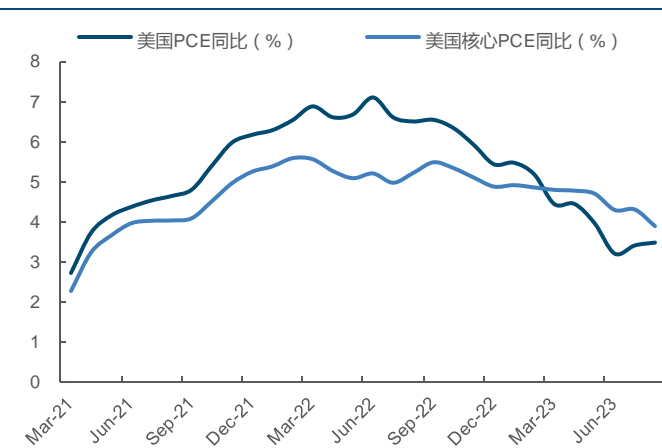
美国9月CPI同比3.7%，高于预期的3.6%，维持前值不变，核心CPI同比4.1%，符合预期，低于前值的4.3%。美国8月PCE物价指数同比3.5%，符合预期，高于前值的3.4%，核心PCE同比3.9%，符合预期，低于前值的4.3%。

图表10: 美国CPI&核心CPI同比



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

图表11: 美国PCE&核心PCE同比



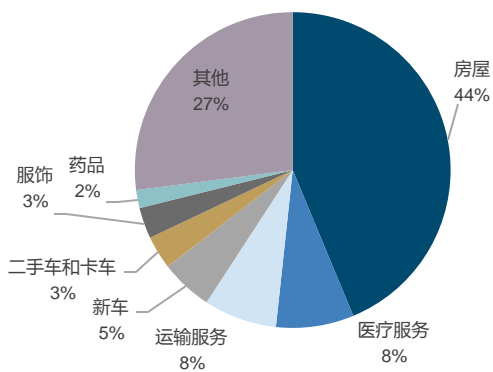
来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

房屋(Shelter)在CPI中所占比重为34.75%，在核心CPI中所占比重约为43.73%；医疗服务(Medical care services)在CPI中所占比重为6.33%，在核心CPI中所占比重约为7.97%；运输服务(Transportation services)在CPI中所占比重为5.95%，在核心CPI中所占比重约为7.49%；新车(New vehicles)在CPI中所占比重为4.25%，在核心CPI中所占比重约为5.34%；二手车和卡车(Used cars and trucks)在CPI中所占比重为2.72%，在核心CPI中所占比重约为3.42%；服饰(Apparel)在CPI中所占比重为2.53%，在核心CPI中所占比重约为3.18%。

美国9月核心CPI同比4.1%，环比0.3%。核心CPI分项方面，住房同比7.2%，环比增速扩大至0.6%，是推动核心CPI上涨的最主要因素。医疗服务同比-1.4%，同比增速下降0.4个百分点，环比0.2%，增速保持不变；二手车和卡车同比增速降低1.4个百分点至-8%，环比增速降低1.3个百分点至-2.5%，对核心通胀的拖累减弱。

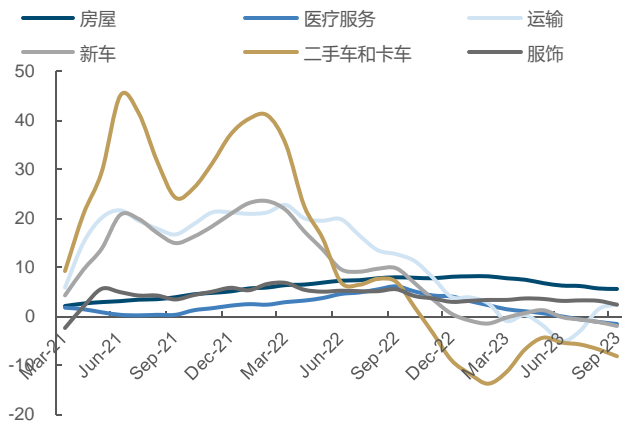


图表12: 美国核心CPI各分项权重



来源: 美国劳工部, 国金证券研究所

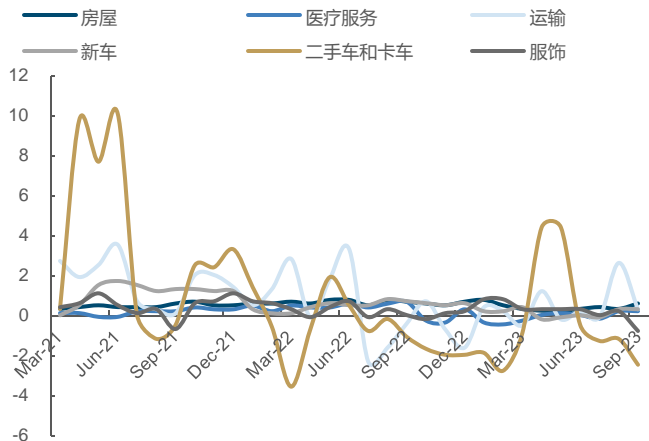
图表13: 美国核心CPI分项同比(%)



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

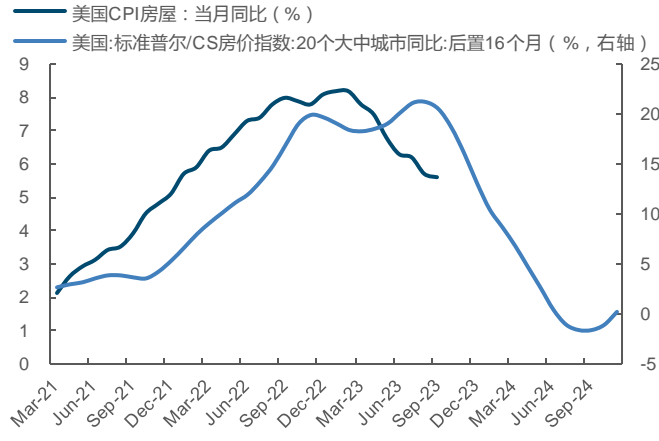
美国 20 个大中城市房价同比后置 16 个月数据与 CPI 房屋分项较好匹配, 从这一指标的领先意义来看, 预计房屋 CPI 分项将持续走弱, 对核心 CPI 的支撑有所减弱。

图表14: 美国核心CPI分项环比(%)



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

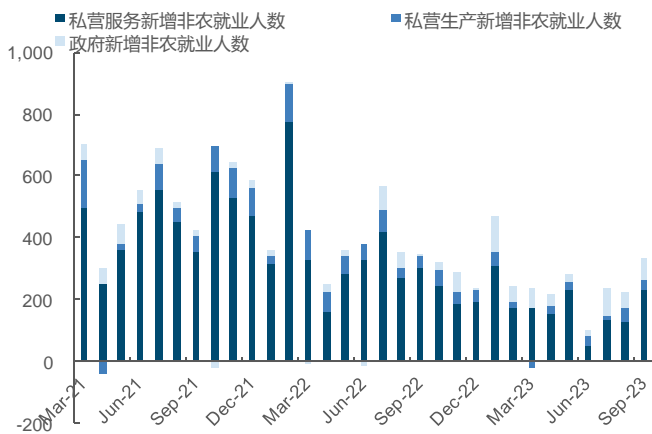
图表15: 美国房屋CPI同比与20个大中城市房价同比



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

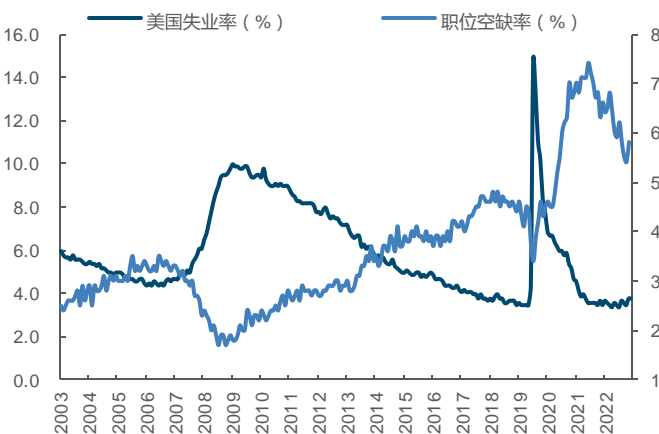
美国 9 月新增非农就业人口 33.6 万人, 高于预期的 17 万人, 8 月非农新增就业人数从 18.7 万人上修至 22.7 万人。9 月私营服务领域新增 23.4 万人, 私营生产领域新增 2.9 万人, 政府新增 7.3 万人。美国 9 月失业率 3.8%, 高于预期的 3.7%, 维持前值不变。8 月职位空缺率 5.8%, 环比提升 0.4 个百分点。

图表16: 美国新增非农就业人数(千人)



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

图表17: 美国失业率&职位空缺率



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

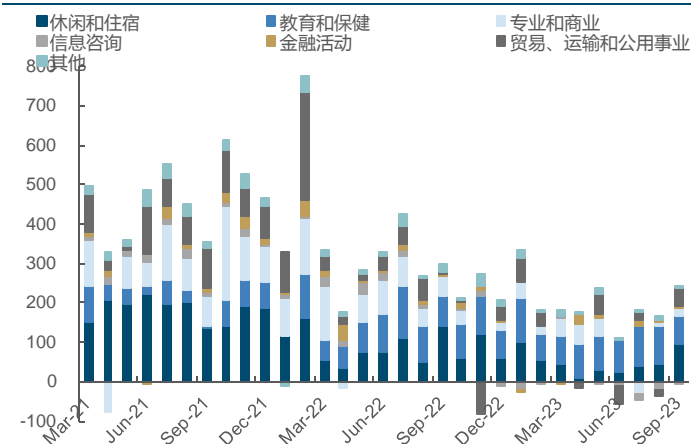
对于服务领域, 绝对增量来看, 9 月休闲和住宿新增非农就业 9.6 万人, 教育和保健新增



非农就业 7 万人，贸易、运输和公用事业新增非农就业 4.5 万人，贡献服务领域主要新增非农就业。相对增量来看，贸易运输和公用事业（环比+6.2 万人）贡献主要环比增量，教育和保健（环比-2.7 万人）贡献主要环比减量。

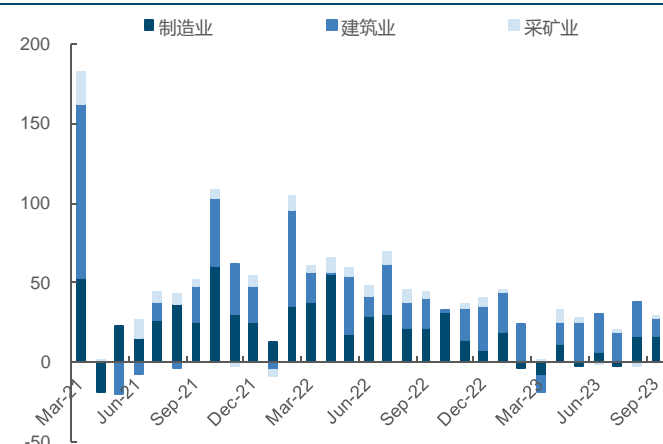
对于生产领域，绝对增量来看，9 月制造业新增非农就业 1.7 万人，建筑业新增非农就业 1.1 万人，贡献生产领域主要新增非农就业。相对增量来看，采矿业（环比+0.3 万人）贡献主要环比增量，建筑业（环比-1.1 万人）贡献主要环比减量。

图表18：服务新增非农就业分项（千人）



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

图表19：生产新增非农就业分项（千人）

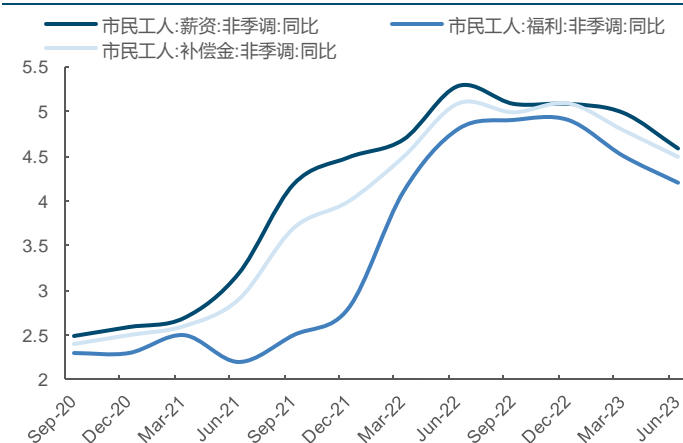


来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

薪资分项方面，2Q2023 美国 ECI 市民工人薪资同比+4.6%，福利同比+4.2%，补偿金同比+4.5%；私营企业薪资同比+4.6%，福利同比+3.9%，补偿金同比+4.5%；州和地方政府薪资同比+4.7%，福利同比+5.2%，补偿金同比+4.9%。市民工人和私营企业雇佣成本同比增速有所回落，对通胀支撑减弱，但州和地方政府雇佣成本同比增速仍保持较强韧性。

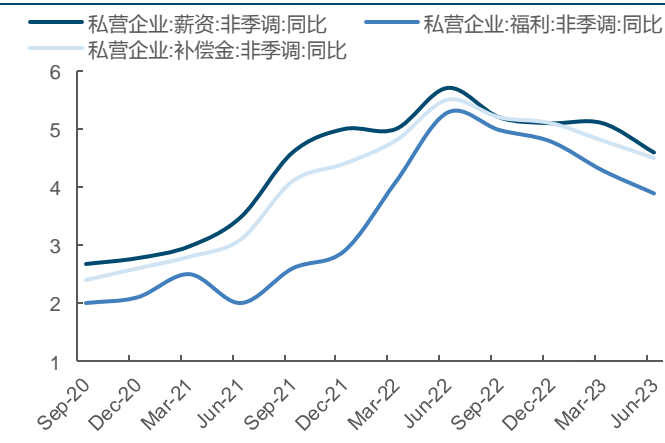
中国 9 月 CPI 同比 0%，低于预期的 0.2%，低于前值的 0.1%。欧元区 9 月 CPI 同比 4.3%，符合预期，低于前值的 5.2%。英国 9 月 CPI 同比 6.7%，高于预期的 6.6%，维持前值不变。日本 8 月 CPI 同比 3.2%，低于前值的 3.3%。

图表20：市民工人雇佣成本同比（%）



来源：Wind，国金证券研究所

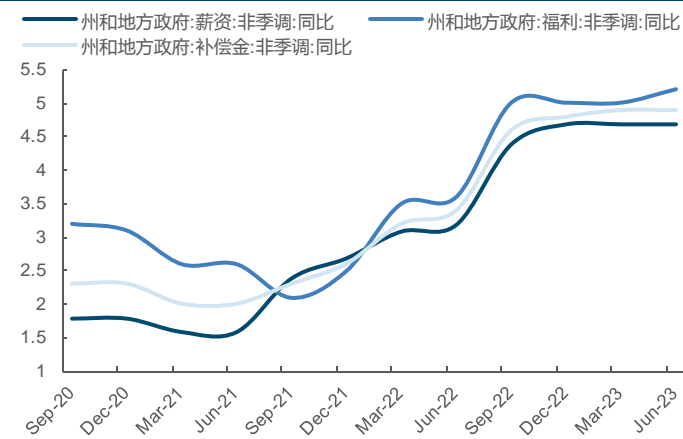
图表21：私营企业雇佣成本同比（%）



来源：Wind，国金证券研究所

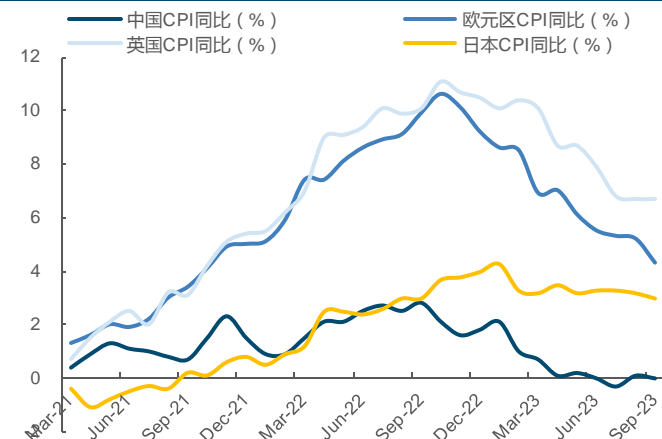


图表22: 州和地方政府雇佣成本同比 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表23: 其他主要经济体 CPI 同比



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

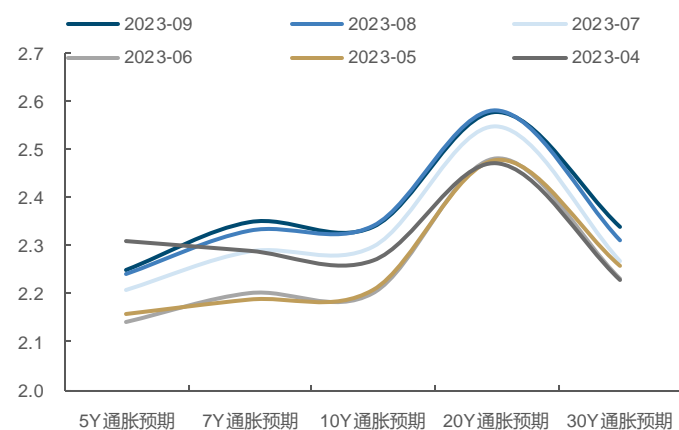
## 2.4 美联储官员发言偏鸽驱动 OIS 隐含利率曲线回摆

观察过去半年美国通胀保值债券收益率所反映的通胀预期发现, 通胀预期倒挂结构有所改善, 5-7 年期通胀预期回摆, 但 7 月有所反弹。截至 2023 年 9 月, 除 20 年期通胀预期偏高为 2.58%, 其余期限通胀预期均维持在 2.2%-2.35%, 相较于美联储 2% 的通胀目标仍有一定下行空间。

美联储 9 月 FOMC 例会会议声明与 7 月高度一致, 但是在新闻发布会上, 鲍威尔表示经济增长超预期, 对消费的表态从此前的“放缓”变为“稳健”, 并且点阵图显示 FOMC 仍然保留年内加息一次的政策空间。9 月经济预测摘要上调 2023 年美国实际 GDP 增速预测至 2.1%, 6 月预测为 1%; 下调 2023 年失业率预测至 3.8%, 6 月预测为 4.1%; 上调 2023 年底 PCE 通胀预测至 3.3%, 6 月预测为 3.2%, 下调核心 PCE 通胀预测至 3.7%, 6 月预测为 3.9%。

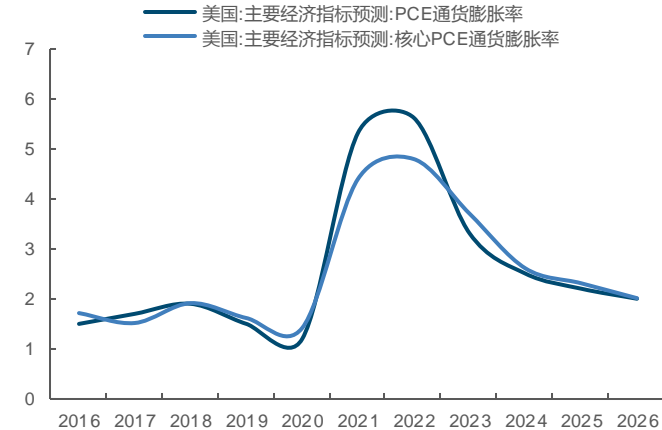
9 月下旬以来, 美债利率明显上升, 10 月中旬开始美联储多位官员发言偏鸽, 倾向于支持停止加息, 9 月 FOMC 会后上移的 OIS 隐含利率曲线显著回摆。10 月 19 日美联储主席鲍威尔讲话表示预计 11 月 FOMC 会议将按兵不动, 美债收益率上升让美联储货币政策更为谨慎, 当前 Fed Watch 工具显示 2023 年 11 月、12 月 FOMC 会议不加息的概率分别为 99.9% 和 80.1%, 均较此前有所提升, 定价 2024 年 5 月开始降息, 降息 25BP 概率为 43.3%, 较此前有所提前。整体来看, 市场认为 7 月为最后一次加息, 美联储本轮加息周期已经进入尾声。

图表24: 美国通胀预期期限结构 (%)



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

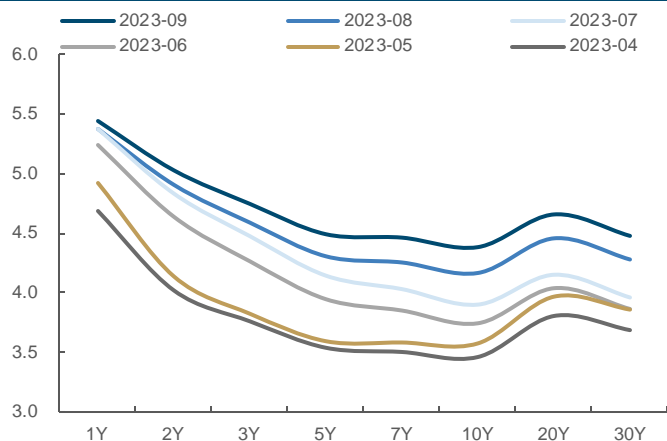
图表25: 美国 PCE 预测 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

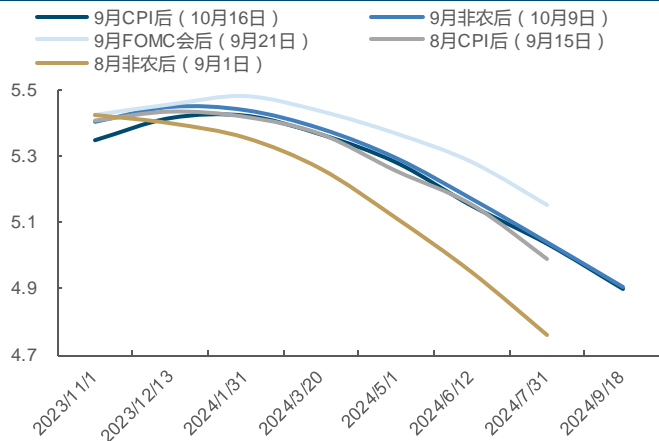


图表26: 美债期限结构 (%)



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

图表27: OIS 隐含利率 (%)



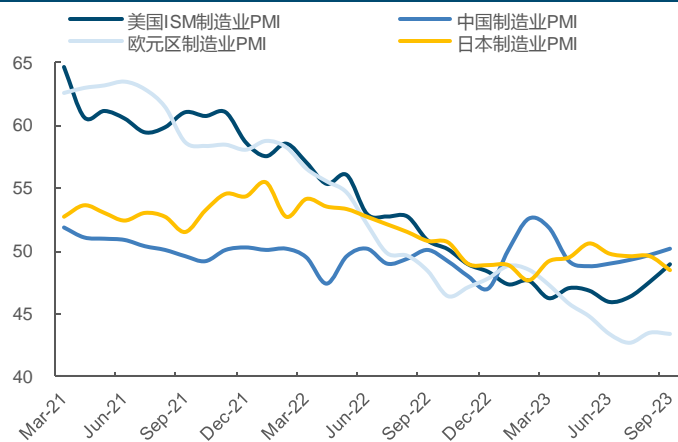
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

## 2.5 中国制造业 PMI 重回扩张区间

中国制造业 PMI 重回扩张区间。美国 9 月 ISM 制造业 PMI 49, 高于预期的 47.7, 高于前值的 47.6。中国 9 月官方制造业 PMI 50.2, 高于前值的 49.7, 重回扩张区间。欧元区 9 月 Markit 制造业 PMI 43.4, 低于预期的 44, 低于前值的 43.5。日本 9 月制造业 PMI 48.5, 低于预期的 49.9, 低于前值的 49.6。

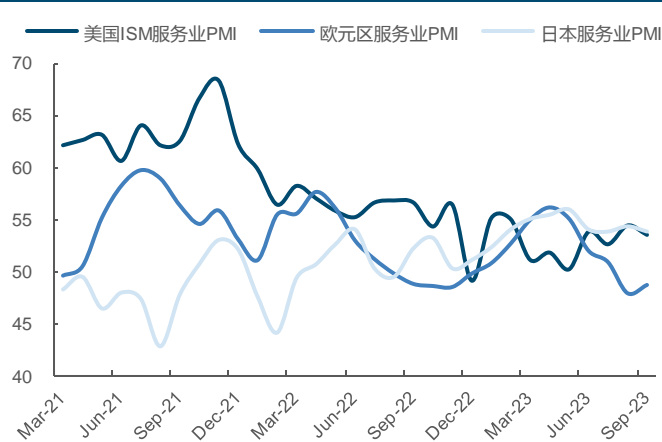
美日服务业 PMI 仍处于扩张区间。美国 9 月 ISM 服务业 PMI 53.6, 符合预期, 低于前值的 54.5。欧元区 9 月服务业 PMI 48.4, 高于预期的 47.7, 高于前值的 47.9。日本 9 月服务业 PMI 53.3, 低于前值的 54.3。

图表28: 主要经济体制造业 PMI



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

图表29: 主要经济体服务业 PMI

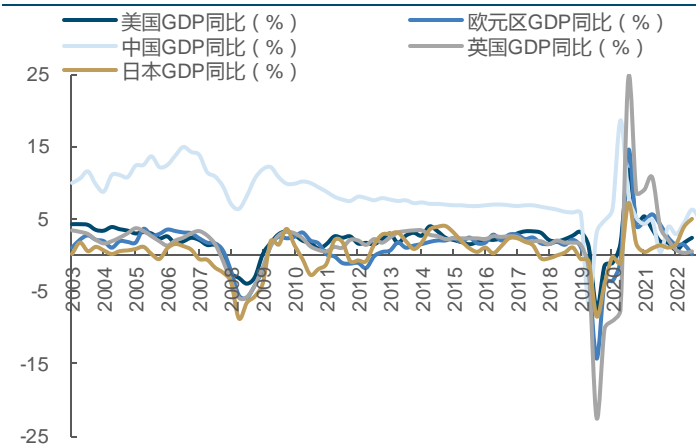


来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

美国第二季度 GDP 同比 2.6%, 高于前值的 1.8%。欧元区第二季度 GDP 同比 0.1%, 低于前值的 1.4%。英国第二季度 GDP 同比 0.4%, 高于前值的 0.2%。中国第三季度 GDP 同比 4.9%, 高于预期的 4.4%, 低于前值的 6.3%。日本第二季度 GDP 同比 5.4%, 高于前值的 4%。

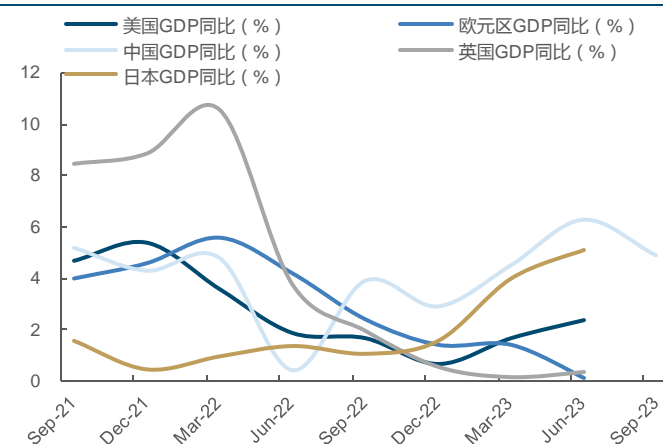


图表30：主要经济体 GDP 增速



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

图表31：主要经济体近两年 GDP 增速



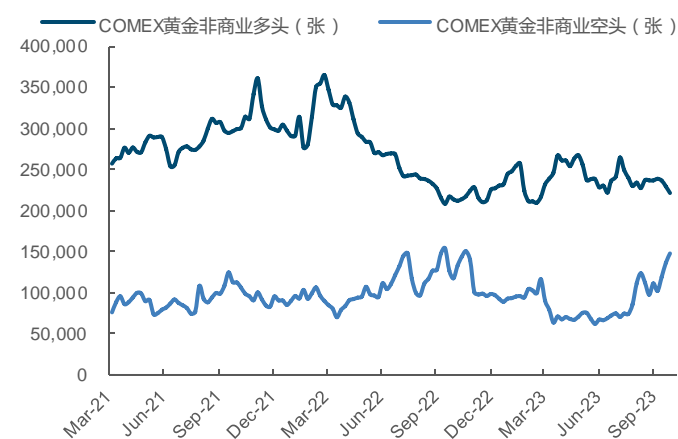
来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

## 2.6 全球黄金去库

9月12日至10月10日，COMEX 黄金非商业净多头持仓减少 5.24 万张至 7.14 万张。8月31日至9月30日，LBMA 黄金库存去库 60.56 吨至 8727.11 吨。9月20日至10月20日，COMEX 黄金库存去库 34.24 吨至 616.81 吨，SHFE 黄金库存累库 0.59 吨至 3.22 吨。

9月12日至10月10日，COMEX 白银总持仓增加 0.17 万张至 12.70 万张。8月31日至9月30日，LBMA 白银库存累库 288.67 吨至 27593.91 吨。9月20日至10月20日，COMEX 白银库存去库 74.71 吨至 8450.12 吨。9月22日至10月20日，SHFE 白银库存去库 134.39 吨至 1081.74 吨。

图表32：COMEX 黄金非商业持仓



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

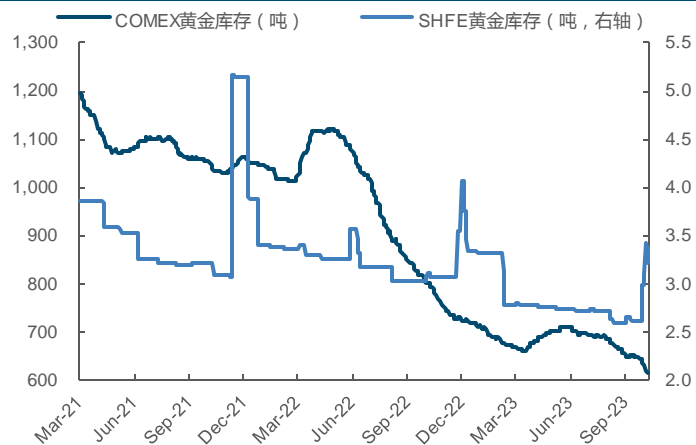
图表33：COMEX 黄金非商业净持仓



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

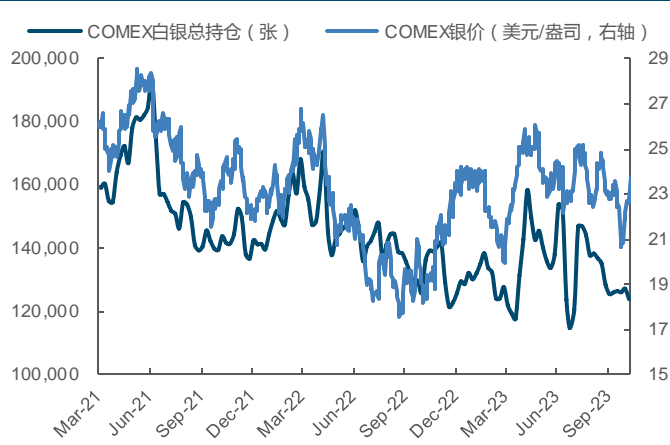


图表34：黄金库存



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

图表35：COMEX 白银总持仓



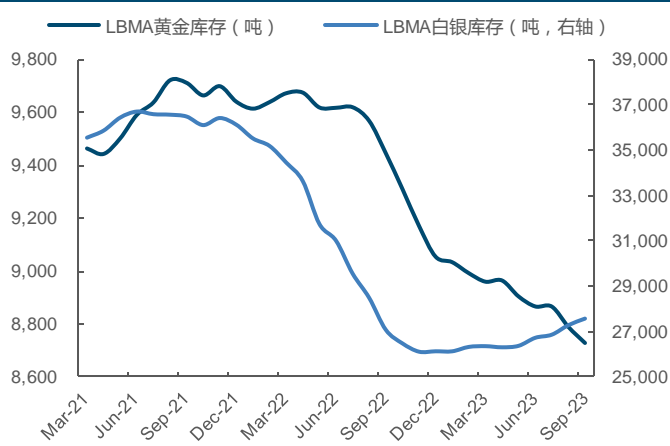
来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

图表36：白银库存



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

图表37：LBMA 金银库存



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

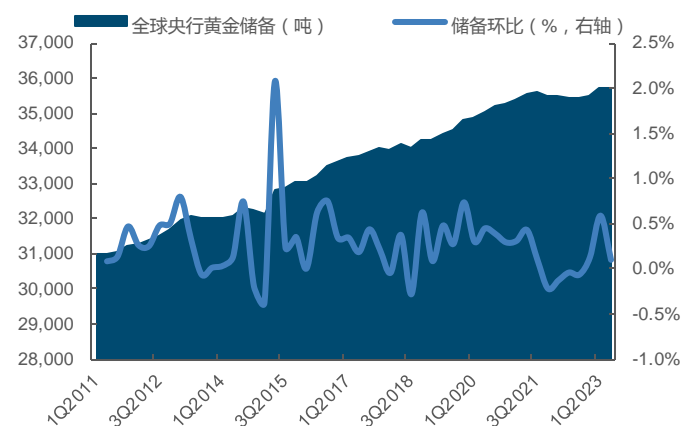
### 三、央行购金热度不减，黄金 ETF 持续流出

#### 3.1 全球央行购金热度不减

8 月全球央行购金量 76.67 吨，售金量 0.09 吨，净购金 76.58 吨，截至 8 月底，全球官方黄金储备共计 35683.8 吨。2Q2023 全球央行购金 102.87 吨，2023 年上半年全球央行累计购金 386.89 吨。

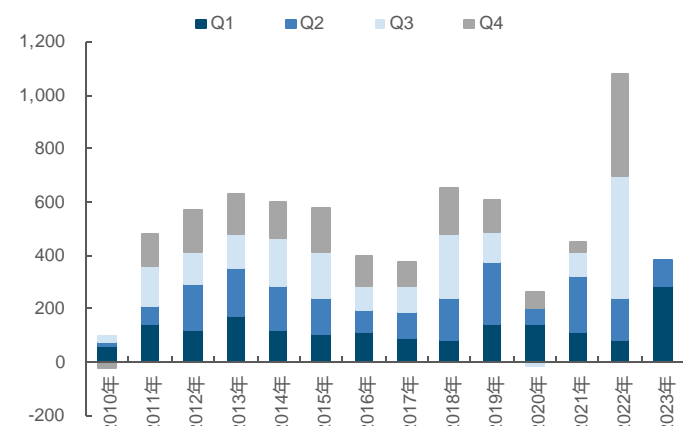


图表38：全球央行黄金储备



来源：世界黄金协会，国金证券研究所

图表39：全球央行季度购金量



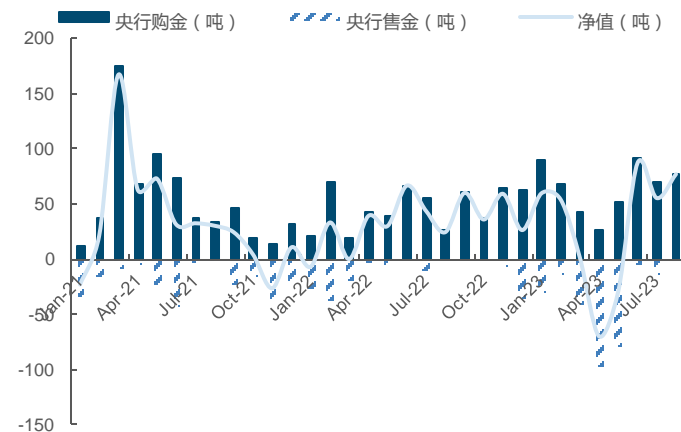
来源：世界黄金协会，国金证券研究所

从 2022 年 11 月开始定期公布购金量开始，中国人民银行购金量已经达到 217 吨，2023 年截至 8 月底，已经净购金 155 吨，9 月购金 26.1 吨，截至 9 月底，中国官方黄金总储备已达 2191.5 吨。中国央行从 2022 年 11 月开始公布购金，主要是出于储备资产多元化的考量、近年来黄金稳定的回报和对冲金融风险的能力。

土耳其央行从 2023 年 4 月开始大量抛售黄金，主要是因为当地临时暂停部分黄金进口，为满足国内市场对于金条、金币和金饰的需求，土耳其央行将黄金储备销向国内市场，4-5 月土耳其央行净售金 144 吨，造成全球央行黄金储备减少。6 月土耳其恢复净购金 11 吨，7 月又购入 17 吨，8 月土耳其央行继续增加黄金储备 15 吨。

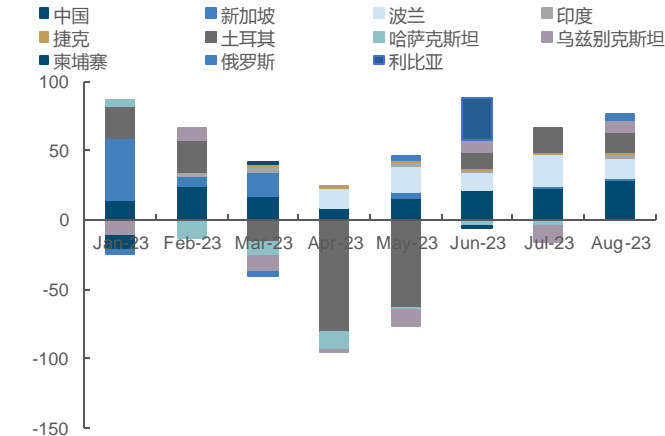
波兰国家银行 2022 年表示将计划增加 100 吨黄金储备。该行 8 月购金 14.9 吨，为连续第 5 个月购入黄金，2023 年以来增持黄金 88 吨，据其增加 100 吨黄金储备目标更进一步。

图表40：全球央行购金需求



来源：世界黄金协会，国金证券研究所

图表41：2023 年净购金国家（吨）

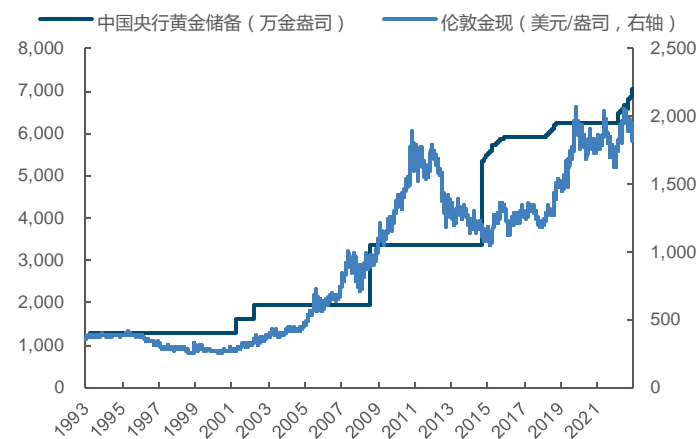


来源：世界黄金协会，国金证券研究所

2023 年第一季度，黄金在全球官方外汇储备中所占比重为 14.84%，相较于 2022 年第四季度提升 1.03 个百分点。2023 年第二季度，美元在全球官方外汇储备中所占比重为 58.88%，相较于 2023 年第一季度降低 0.06 个百分点。

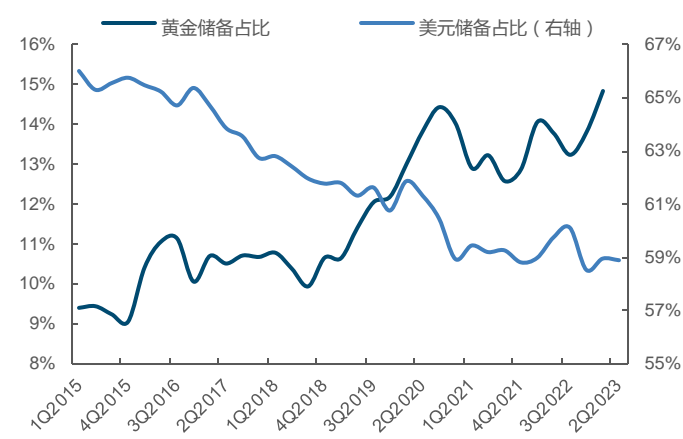


图表42：中国央行黄金储备



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

图表43：黄金和美元占全球外汇储备比重



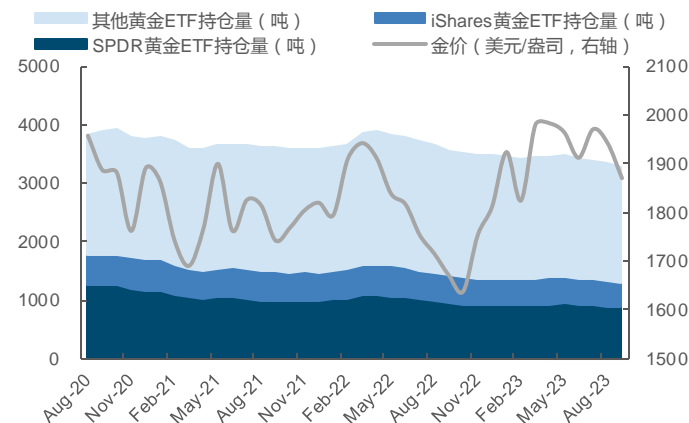
来源：世界黄金协会，同花顺 iFinD，国金证券研究所

### 3.2 9月黄金ETF持仓持续流出

9月黄金ETF持仓流入14.15吨，流出73.08吨，黄金ETF持仓净流出58.93吨，其中SPDR持仓量减少16.17吨至873.64吨，iShares持仓量减少17.99吨至411.96吨。截至9月底，全球黄金ETF持仓量3281.7吨，在金价1870.50美元/盎司情况下，全球黄金ETF资产管理规模降低5.40%至1977.82亿美元。

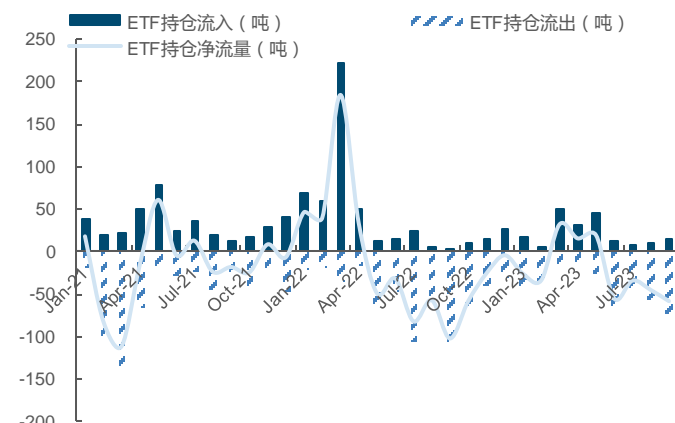
9月亚洲地区黄金ETF基金连续第七个月流入，中国由于基金供应商加大促销力度、国内金价飙升及内盘资产持续疲软的共同作用，主导亚洲地区黄金ETF流入。9月北美地区由于美债收益率抬升和美元走强，双重因素影响下投资者持有黄金的机会成本提升，造成黄金ETF基金连续第四个月流出。

图表44：全球黄金ETF持仓



来源：世界黄金协会，同花顺 iFinD，国金证券研究所

图表45：全球黄金ETF持仓流量



来源：世界黄金协会，国金证券研究所

### 3.3 黄金相对比价未达历史高位

本月(9.20~10.20)金铜比提升至0.25，金油比提升至21.58，金银比涨至85.66，黄金相对其他商品比价尚未达到历史高位。

金价+2.32%至1988.50美元/盎司，铜价-4.76%至7948.50美元/吨，金铜比提升至0.25。金价与美国实际利率负相关，而铜价与美国通胀预期存在正相关，铜金比价与美债名义利率走势相关性较强，后期随着美债名义利率回调，预计铜金比价也将有所回调。我们认为2023年铜价将维持高位，2024年有望进一步上涨，因此铜价可以作为衡量金价的相对标尺。在铜价稳中有升的背景下，铜金比的回调需要金价涨幅超过铜价涨幅，因此从相对比价角度来看，金价存在进一步上行动力。

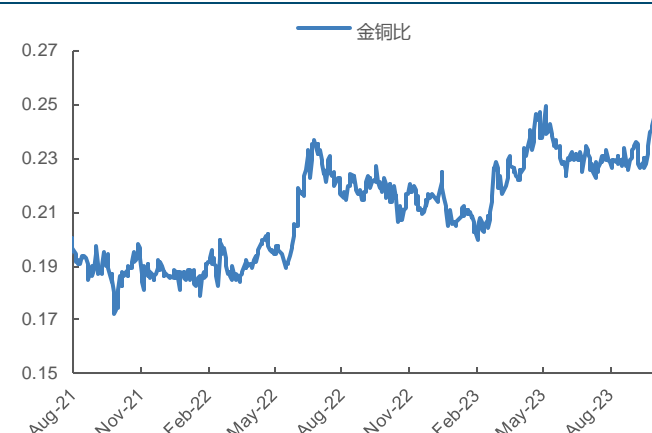


图表46：金铜比与美债名义利率



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

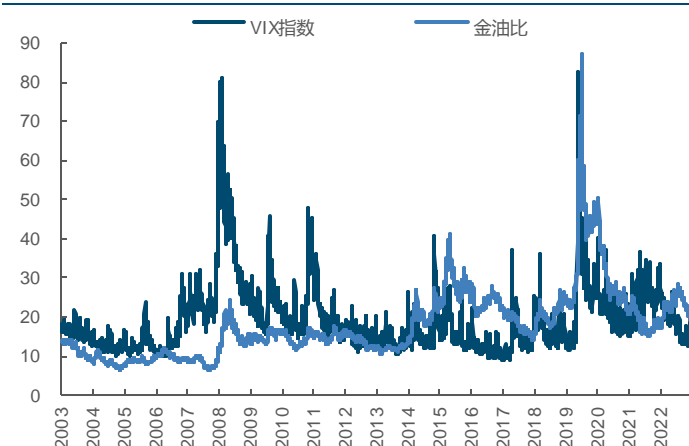
图表47：近两年金铜比



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

金价+2.32%至 1988.50 美元/盎司，布伦特原油-1.46%至 92.16 美元/桶，金油比提升至 21.58。黄金和原油同属大宗商品，长期趋势一致：经济繁荣期需求促使油价上涨，通胀预期上涨推升金价；经济衰退会导致需求减弱，油价下跌，通胀预期下降带动金价下跌。但原油与经济形势的相关性强于黄金，黄金对于风险的敏感性大于原油，金油比与 VIX 指数存在正相关，金油比提升意味着全球风险提升、经济增速放缓。

图表48：金油比与 VIX 指数



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

图表49：近两年金油比



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

巴以新一轮冲突爆发以来，由于对于中东局势和原油供给不确定性的担忧，布伦特原油期货结算价+8.96%至 92.16 美元/桶，同时避险情绪推升金价，伦敦现货黄金+9.28%至 1988.50 美元/盎司。

通常情况下，由于金价对于风险事件更为敏感，当全球风险提升时，金油比会呈现上行趋势，从衡量风险的 VIX 指数可以看出，巴以冲突以来，VIX 指数显著抬升。但由于本轮冲突不仅仅导致风险提升，更引发对于中东地区原油供给的担忧，故自巴以冲突以来，金油比走势震荡，未出现显著的上漲趋势。



图表50：巴以冲突推动金油价格上行



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

图表51：金油比走势震荡



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

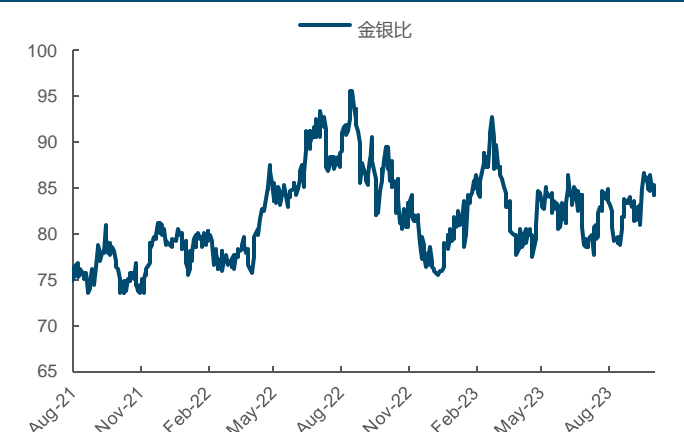
金价+2.32%至1988.50美元/盎司，银价-0.26%至23.22美元/盎司，金银比涨至85.66。黄金和白银同属贵金属，但是白银相比于黄金的商品属性更强，因此金银比可以认为衡量了白银的商品属性。复盘美元指数与金银比的历史趋势，发现二者存在正相关。因为白银作为工业品的需求主要来自欧洲、日本、中国等非美经济体，白银相对价格的上涨反映出上述经济体工业需求的提升。

图表52：金银比与美元指数



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

图表53：近两年金银比



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

### 3.4 央行购金支撑上半年实物黄金需求

供给端，2Q2023全球黄金矿产量923.37吨，同比增长3.83%；生产商净套保9.48吨；回收金产量322.33吨，同比增长12.96%；黄金总供应量1255.18吨，同比增长6.68%。2023年上半年，全球黄金供应量2460.11吨，同比增长5.27%，主要来自于生产商净套保的增加以及回收金产量的提升。

需求端，2Q2023金饰制造消费黄金491.31吨，同比减少0.44%；科技领域消费黄金70.38吨，同比减少10.15%；投资领域黄金需求256.12吨，同比增长19.79%；各国央行购金102.87吨，同比减少35.13%。2023年上半年，全球黄金需求量2062.22吨，同比减少5.55%，主要是因为2022年第一季度全球风险事件导致的不确定性加剧导致了黄金投资需求的激增，带来高基数效应导致2023年第一季度黄金投资需求同比大幅回落。但另一方面2023年上半年全球央行购金达到386.89吨，同比增长60.53%，创下历史新高。

综合来看，2Q2023全球黄金供需过剩334.5吨，2023年上半年供需过剩397.89吨。


**图表54：黄金供需平衡**

单位：吨	1Q2021	2Q2021	3Q2021	4Q2021	1Q2022	2Q2022	3Q2022	4Q2022	1Q2023	2Q2023
金矿产量	833.67	876.53	930.95	941.48	838.43	889.33	950.38	948.49	857.14	923.37
生产商净套保	4.84	-16.20	-11.82	17.82	25.99	1.96	-26.50	-13.32	36.10	9.48
回收金	269.68	278.55	292.86	295.07	295.92	285.34	268.58	290.73	311.69	322.33
<b>总供应量</b>	<b>1,108.18</b>	<b>1,138.88</b>	<b>1,211.99</b>	<b>1,254.38</b>	<b>1,160.35</b>	<b>1,176.64</b>	<b>1,192.46</b>	<b>1,225.90</b>	<b>1,204.94</b>	<b>1,255.18</b>
金饰制造	538.96	456.58	515.25	719.55	517.40	493.46	582.62	601.86	511.54	491.31
科技	81.04	79.85	83.42	85.89	81.06	78.33	77.29	72.07	70.12	70.38
投资	178.80	289.16	231.71	304.36	558.36	213.80	103.84	250.80	275.86	256.12
各国央行和其他机构	115.61	209.64	90.56	34.30	82.44	158.57	458.77	381.83	284.02	102.87
<b>总需求量</b>	<b>914.40</b>	<b>1,035.23</b>	<b>920.94</b>	<b>1,144.10</b>	<b>1,239.26</b>	<b>944.16</b>	<b>1,222.53</b>	<b>1,306.56</b>	<b>1,141.55</b>	<b>920.68</b>
<b>供需平衡</b>	<b>193.78</b>	<b>103.65</b>	<b>291.05</b>	<b>110.28</b>	<b>-78.91</b>	<b>232.48</b>	<b>-30.08</b>	<b>-80.67</b>	<b>63.39</b>	<b>334.50</b>

来源：世界黄金协会，国金证券研究所

### 3.5 世界白银协会预测 2023 年白银短缺 4420 吨

据世界白银协会预测，2023 年全球矿产银 2.62 万吨，同比增长 2.4%；回收银 5632.84 吨，同比增长 0.28%；全球白银总供应量 3.19 万吨，同比增长 2.01%。工业领域白银需求量 1.79 万吨，同比增长 3.58%；银饰需求量 6205.15 吨，同比减少 14.78%；银器需求量 1732.46 吨，同比减少 24.22%；实物净投资需求 9610.98 吨，同比减少 7.18%；全球白银总需求量 3.63 万吨，同比减少 6.07%。2023 年全球白银供需短缺 4419.81 吨。

**图表55：白银供需平衡**

单位：吨	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023E
矿产银	27,894	27,987	26,861	26,447	26,021	24,329	25,741	25,580	26,192
回收银	4,569	4,529	4,572	4,619	4,603	5,163	5,452	5,617	5,633
净套保供应	68	-	-	-	432	264	-	-	-
官方部门净销售	34	34	31	37	31	37	47	53	53
<b>总供应量</b>	<b>32,565</b>	<b>32,550</b>	<b>31,464</b>	<b>31,104</b>	<b>31,088</b>	<b>29,794</b>	<b>31,240</b>	<b>31,250</b>	<b>31,878</b>
工业	13,791	14,849	16,028	15,900	15,853	15,200	16,429	17,309	17,928
摄影（硝酸银）	1,188	1,079	1,008	977	955	837	862	855	821
银饰	6,298	5,882	6,103	6,317	6,264	4,681	5,645	7,281	6,205
银器	1,813	1,664	1,848	2,087	1,907	970	1,266	2,286	1,732
实物净投资	9,620	6,622	4,846	5,148	5,816	6,370	8,522	10,354	9,611
净套保需求	-	373	34	230	-	-	109	557	-
<b>总需求量</b>	<b>32,712</b>	<b>30,469</b>	<b>29,866</b>	<b>30,659</b>	<b>30,796</b>	<b>28,058</b>	<b>32,833</b>	<b>38,643</b>	<b>36,298</b>
<b>供需平衡</b>	<b>-146</b>	<b>2,081</b>	<b>1,599</b>	<b>445</b>	<b>292</b>	<b>1,736</b>	<b>-1,592</b>	<b>-7,393</b>	<b>-4,420</b>

来源：世界白银协会，国金证券研究所

## 四、货币政策预期波动叠加避险情绪，金价走出“V”形走势

近一个月，黄金价格走出“V”形走势。9月20日至10月6日，伦敦现货黄金-6.37%至1819.60美元/盎司，10月6日至10月20日，伦敦现货黄金+9.28%至1988.50美元/盎司。同期美债长期平均实际利率震荡上行，从9月20日的2.11%上涨至10月20日的2.63%，提升52BP。短期内黄金价格的大幅涨跌一方面由于市场对于美联储货币政策预期的波动，另一方面来源于巴以冲突持续升级催生的避险情绪。

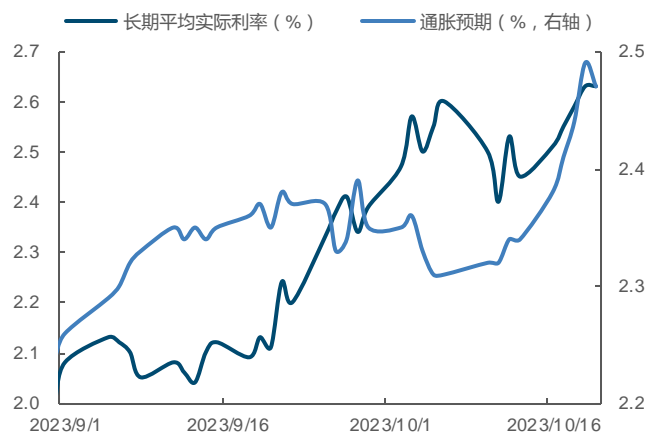


图表56：近一个月黄金价格走出“V”形走势



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

图表57：通胀预期上行



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

由于美联储的持续加息，美债长期实际收益率震荡上行，从2023年5月开始外盘黄金价格表现维持弱势，呈现波动下跌行情。9月21日，美联储发布9月FOMC会议声明，维持联邦基金目标利率在5.25-5.50%区间，会议声明表示经济增长超预期，对消费的表态从此前的“放缓”变为“稳健”，表示高利率会维持很长时间，导致市场对于美联储降息预期有所推迟，金价开始快速下行。

此后美联储主要官员相继表明支持利率维持高位，导致市场对于11月加息概率预期有所提升，同时由于美债供过于求推升实际利率，对黄金价格产生压制，加速金价下跌。

图表58：美联储加息预期反复导致黄金价格下跌

时间	事件
9月21日	美联储发布9月FOMC会议声明，维持联邦基金目标利率在5.25-5.50%，表示“会将高利率维持很长时间”，市场对于美联储降息预期推迟，金价开始快速下挫。
10月3日	美联储主要官员相继表明支持利率维持高位，让11月加息概率预期升至28.17%。
10月6日	美国9月非农新增就业人数增加33.6万人，远超预期的17万人。

来源：百川盈孚，Wind，国金证券研究所

10月7日，加沙地带武装组织向以色列境内发射数千枚火箭弹，并进入以色列城镇斯代罗特发动袭击，与以军交火，以军宣布进入战争状态，对加沙地带发动空袭，新一轮巴以冲突爆发。由于10月7日至8日为周末，故从10月9日开始，外盘黄金结束连续半个月的快速下挫，当日伦敦现货金价上涨1.42%至1845.50美元/盎司，此后随着巴以冲突持续升级，避险情绪不断升温。

同时美联储态度开始转鸽，达拉斯联储主席洛根讲话表示如果长期利率因期限溢价上升而保持较高水平，那么进一步加息的必要性会降低；亚特兰大联储主席博斯蒂克表示政策利率已经达到充分限制性水平，经济已经开始减速，不认为接下来还需要继续加息。

美联储官员的鸽派态度叠加避险情绪，同时由于原油价格上涨造成美国通胀预期持续上行，进一步加速金价上涨。



图表59：巴以冲突持续升级

时间	事件
10月7日	加沙地带武装组织向以色列境内发射数千枚火箭弹，并进入以色列城镇斯代罗特发动袭击，与以军交火。以军宣布进入战争状态，对加沙地带发动空袭。
10月8日	以色列切断对加沙地带电力物资供应。
10月9日	以色列“全民封锁”加沙地带，切断对加沙地带的供水。
10月12日	以色列总理会见美国国务卿，以色列准备对加沙地带哈马斯发动大规模军事行动。
10月13日	以军向联合国通报称，已通知加沙地带北部的约110万巴勒斯坦人，要求他们在24小时内撤离至加沙南部，未来以军将在加沙采取大规模军事行动。
10月15日	以军同意在加沙地带南部建立人道主义走廊。
10月17日	由于美英法日四国投反对票，导致联合国安理会未能通过巴以相关决议。

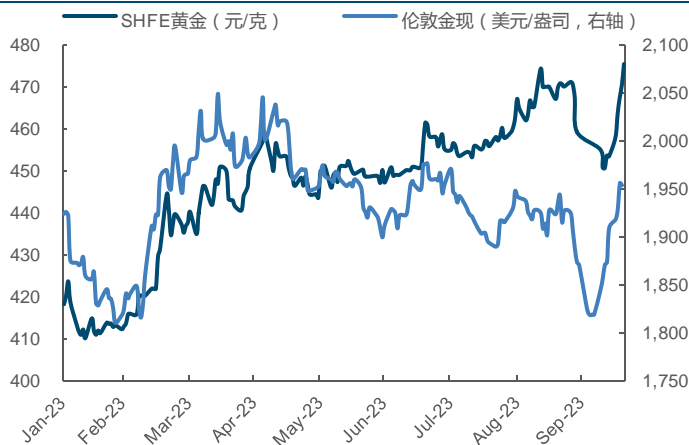
来源：央视网，国金证券研究所

根据我们9月24日发布的报告《掘“金”系列（二）：停止加息预期不改，内外盘金价走势分化》，由于人民币汇率持续贬值及国内黄金供需紧张，下半年以来内外盘金价走势分化，价差持续扩大。

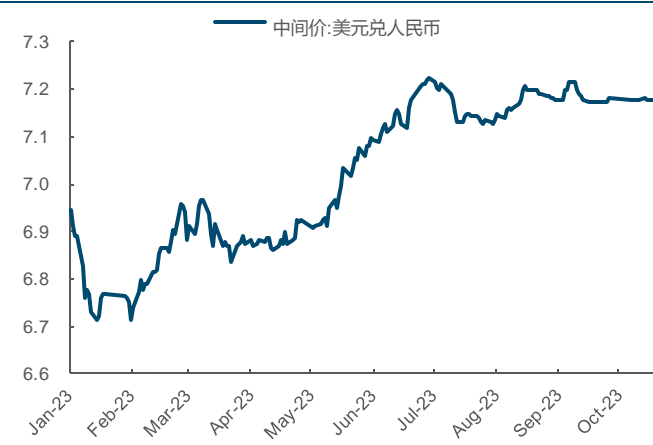
内外盘金价分化走势收敛，内盘金价跟随外盘波动。9月底以来，由于美元人民币汇率企稳，同时央行取消对于黄金进口的临时限制，国内黄金供需紧张有所缓解，内外盘金价走势趋于一致，近期国内金价跟随外盘波动。9月20日至9月28日，SHFE黄金价格-2.45%至459.30元/克，之后国内进入中秋国庆双节假期，虽没有期货黄金报价，但各大金店及投资黄金价格均跟随外盘走势下跌。假期结束后，受到外盘黄金价格上涨带动，10月10日至10月20日，SHFE黄金价格+5.45%至475.46元/克。

图表60：内盘金价跟随外盘波动

图表61：美元兑人民币汇率企稳



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

黄金股未跟随金价短期上行。假期结束后，内盘黄金价格显著上涨，然而黄金股表现并未跟随，10月10日至10月20日，申万贵金属行业指数-1.79%，黄金股与黄金价格走势背离，或因市场对于短期金价上涨的可持续性有所担忧。

## 五、行业新闻及重点公司公告

### 5.1 行业新闻

**Newcrest 股东批准纽曼矿业近150亿美元收购要约。**澳大利亚矿业公司 Newcrest Mining 的股东投票通过美国巨头纽曼矿业提出的近150亿美元收购要约，这是黄金行业有史以来规模最大的收购案，将巩固纽曼矿业作为全球最大黄金生产商的地位。

**金田公司黄金矿山试生产时间延后。**金田公司宣布把 Salares Norte 矿山生产厂投入试生产的时间延后，这意味着该矿山产出首批黄金的时间将推迟至今年四季度底。有鉴于此，金田公司已把 Salares Norte 矿山2024年的产量指引从50万黄金当量盎司下调至39万盎司。预计2025年产量将持稳于60万盎司。



## 5.2 重点公司公告

**湖南黄金：**公司 9 月 27 日发布公告，公司控股子公司甘肃辰州矿产开发有限责任公司因录斗艘金矿采矿许可证到期且延期尚未办理完毕，于近日临时停产。10 月 9 日公司发布公告，甘肃辰州已经取得甘肃省自然资源厅核发的新采矿许可证，录斗艘金矿恢复生产。甘肃辰州利用停产时间进行设备检修等工作，为复产后生产能力的快速恢复提供了保障，经公司财务部门初步测算，本次临时停产未对公司生产经营产生重大不利影响，对公司当期及 2023 年度总体业绩影响较小。

**赤峰黄金：**公司 10 月 9 日发布公告称，上海黄金交易所于 2023 年 9 月 28 日发布公告，根据公司的入会申请，经上海黄金交易所会员管理委员会审核，一致认为公司符合上海黄金交易所综合类会员的要求，同意吸收公司入会，公司成为上海黄金交易所会员。

**山东黄金：**公司 10 月 13 日发布 2023 年前三季度业绩预增公告，经初步测算，公司预计 2023 年 1-3 季度实现归属于母公司所有者的净利润为 12.00 亿元至 14.00 亿元，与上年同期相比增加 5.07 亿元到 7.07 亿元，同比增加 73.17%到 102.03%。预计 2023 年 1-3 季度实现归属于母公司所有者的扣除非经常性损益后的净利润为 11.35 亿元至 13.35 亿元，与上年同期相比增加 3.78 亿元到 5.78 亿元，同比增加 50.01%到 76.45%。

## 六、行业重点公司估值

根据我们 2023 年 4 月发布的报告《实际降息前黄金股相对收益最高》，美联储实际降息前为黄金权益资产相对收益最明显的时间段，目前黄金和黄金股更多为择时问题，而美联储大概率降息时点至实际降息时点为黄金和黄金股涨幅最明显阶段，可提前逐步布局。我们认为：

(1) 停止加息至开始降息时间段为黄金股票配置最优时间段。美联储停止加息或者即将停止加息的时间点开始直到美联储开始首次或第二次降息的时间点是黄金股票配置的最佳时间区间，此区间内黄金股票的相对收益更为明显。

(2) 第二或第三次降息至预期流动性边际收紧时间段为黄金股票配置次优时间段。美联储一轮降息周期的第二或第三次降息时间点开始直到预期美联储流动性边际收紧的时间段，黄金价格的相对涨幅会超过前一时间段。此时间段内黄金股票虽然依然存在绝对收益，但是相对收益显著低于前一时间段，且相对收益获取难度较大，需要承受较大的区间波动。另外，这一时间段内对择股的要求显著提高，如果选择的标的的基本面一般则可能没有相对收益，只有未来几年产量增速显著超预期的标的才能实现显著超额收益。

(3) 流动性放松时点较易把握，流动性收紧时点需多重数据验证。过去两轮最优配置时段内，美联储释放流动性的时间点与全球性重大风险事件关联度较高，且在实际宽松前均存在相关信号出现。而在流动性边际收紧时点，可能与当时的经济数据有关，或与美联储货币政策工具的切换有关，流动性收紧的时间点只能后验判断。

(4) 流动性的量和价同样重要，降息+扩表的货币政策组合对金价和黄金股票更友好。

(5) 黄金权益交易已进入右侧时点，把握降息前的相对收益最易获得阶段。从 2022 年 11 月美联储降低加息幅度以后，金价和黄金股票已经进入右侧交易机会。对于年内美联储是否降息以及何时降息，其对于黄金股票更多来说是相对收益最易获得阶段结束时点的判断。从历史复盘来看，一旦美联储实际首次或第二次降息，意味从此开始黄金股票相对收益获得难度加大，需要寻找市场内此前被低估的高成长性标的。

建议关注银泰黄金、中金黄金、山东黄金、招金矿业、赤峰黄金等标的。


**图表62：行业重点公司估值表（收盘价：元；PE：倍；截至2023年10月20日收盘）**

公司简称	股票代码	收盘价	2023EPS	2024EPS	2025EPS	2023PE	2024PE	2025PE	2023年相对收益	30天相对收益
山东黄金	600547.SH	25.06	0.50	0.66	0.85	49.78	37.94	29.61	40.12%	2.30%
中金黄金	600489.SH	10.91	0.62	0.69	0.74	17.58	15.77	14.83	42.54%	4.88%
银泰黄金	000975.SZ	14.18	0.56	0.66	0.75	25.23	21.33	18.96	37.77%	4.90%
招金矿业	1818.HK	10.94	0.28	0.37	0.55	39.52	29.75	19.95	35.36%	5.32%
赤峰黄金	600988.SH	14.55	0.50	0.73	0.87	29.35	19.81	16.81	-10.07%	2.93%
湖南黄金	002155.SZ	11.79	0.55	0.73	0.96	21.27	16.08	12.32	0.37%	8.23%
四川黄金	001337.SZ	31.02	0.55	0.58	0.58	56.65	53.84	53.84	213.15%	2.95%
恒邦股份	002237.SZ	11.67	0.55	0.68	0.87	21.18	17.10	13.36	20.05%	6.34%
中国黄金国际	2099.HK	33.15	0.15	0.75	0.79	226.59	44.36	41.87	54.09%	3.98%
华钰矿业	601020.SH	8.41	0.28	0.44	0.55	29.76	19.16	15.34	-17.54%	1.58%
玉龙股份	601028.SH	11.78	0.72	0.85	0.96	16.31	13.82	12.33	11.94%	26.72%
兴业银锡	000426.SZ	9.81	0.52	0.96	1.15	18.89	10.26	8.52	70.41%	14.68%
盛达资源	000603.SZ	12.54	0.60	0.74	0.88	20.97	17.02	14.31	9.17%	-6.33%

来源：Wind，国金证券研究所

注：行业重点公司 EPS 均为 Wind 一致预期。除招金矿业、中国黄金国际收盘价为港币外，其余公司收盘价均为人民币元。相对收益为相对沪深 300 指数超额收益。

## 七、风险提示

**美联储加息超预期风险。**目前市场预期美联储本轮加息进入尾声，定价 2024 年初开始降息。如果后续美国 CPI 等数据再次出现超预期表现，则美联储存在进一步加息可能性，对金价形成压制。

**实际利率上行风险。**美国财政部超预期发债，而美债需求疲软且评级下调，造成美债收益率强势上涨压制金价。若美国经济数据逐步好转或通胀数据超预期下行，将带动实际利率大幅抬升。

**央行购金需求降低风险。**2022 年以来全球央行大幅购金，全球央行黄金储备呈增长趋势，需求端给予金价向上支撑。若央行购金需求降低，或将导致金价存在下行风险。



**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；

中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；

减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



## 特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

### 上海

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

### 北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

### 深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究