



# 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（四）：加息周期结束，黄金股右侧配置期确认

### 行情回顾

本月（11.21~12.21）金银价格震荡上行。伦敦现货黄金+1.75%至 2041.70 美元/盎司，COMEX 黄金价格+2.18%至 2043.40 美元/盎司，SHFE 黄金价格+1.89%至 475.30 元/克。伦敦现货白银+2.78%至 24.19 美元/盎司，COMEX 白银价格+1.29%至 24.36 美元/盎司，SHFE 白银价格+3.50%至 6064 元/千克。

名义金价仍有上行空间。2023 年 11 月实际金价约为 646.56 美元/盎司/CPI，相对历史高点的 880/780/760 美元/盎司/CPI 分别还有 36%/21%/18%左右的理论上涨空间，如果按此计算相对 2023 年 11 月名义金价（1985.27 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 2330-2670 美元/盎司。

### 投资观点

#### （1）通胀回落顺畅，美联储加息周期确认结束

美国通胀回落顺畅，前瞻指标走弱。美国 11 月 PCE 物价指数同比 2.6%，核心 PCE 同比 3.2%；11 月 CPI 同比 3.1%，核心 CPI 同比 4.0%，通胀回落较为顺畅。汽油价格环比降低是 CPI 增速回落的主要原因，此外核心商品中服饰增速明显回落。从美国 20 个大中城市房价同比这一指标的领先意义来看，预计房屋 CPI 分项将持续走弱。

12 月 FOMC 会议确认本轮加息周期结束。美联储 12 月 FOMC 例会最新的点阵图显示，美联储官员预计 2024 年将会有三次降息，2024 年降息预期大幅上调 50BP，在利率声明中表示在决定未来任何政策时都将考虑累积紧缩政策。12 月 FOMC 会议美联储官员态度转鸽驱动 OIS 隐含利率曲线大幅下移。当前 Fed Watch 工具显示 2024 年 2 月不加息概率为 83.5%，市场定价 2024 年 3 月开始降息，降息 25BP 概率为 68.7%。12 月 FOMC 会后市场基本确认美联储本轮加息周期已经结束。

#### （2）央行购金有所放缓，黄金 ETF 流出收窄

全球央行购金热度有所缓和。10 月全球央行净购金 42.52 吨，环比 9 月净购金量减少 29.08 吨。中国人民银行从 2022 年 11 月开始购金量已经达到 266 吨，11 月购金 11.7 吨。土耳其央行 10 月购入 18.5 吨，波兰央行继续购金 6.2 吨。10 月央行售金量有所增加，主要为乌兹别克斯坦售金 10.6 吨，哈萨克斯坦售金 1.6 吨。

黄金 ETF 持仓流出大幅收窄。11 月黄金 ETF 持仓净流出 9.44 吨，环比 10 月净流出的 36.51 吨减少 74.15%。北美地区黄金 ETF 基金净流入约 6.59 亿美元，结束了北美地区连续 5 个月的净流出态势，主要由于投资者预期美联储紧缩周期即将结束，同时金价出现反弹，也促进了黄金 ETF 的流入。欧洲地区收益率处于 10 年来高位，出于对机会成本的考虑，以及欧洲本地货币走强导致以本币计价的黄金价格表现较为疲软，投资者对黄金 ETF 投资的兴趣受到影响。

#### （3）机会成本和通胀对黄金价格贡献最为显著，央行购金能够解释部分偏离

根据我们从风险、机会成本、通胀、经济环境和美联储货币政策五个层面构建的黄金价格模型，在各影响因素中，PCE 物价指数对黄金价格贡献最为显著，其次是美元指数，综合来看机会成本和通胀层面对于黄金价格的贡献最大。

全球央行净购金能够解释部分黄金价格相对于预测金价的偏离。2010-2011 年和 4Q2022 至今伦敦现货黄金价格相对于模型预测金价明显正向偏离，同期全球央行均有较为明显的净购金行为，供需层面支撑黄金价格。

基于上述黄金价格模型，我们预计 2024 年黄金价格相对于 2023 年模型预测金价上涨 19.7%至 2328 美元/盎司，2025 年黄金价格相对于 2024 年模型预测金价上涨 7.1%至 2493 美元/盎司。

### 投资建议

供需因素影响弱化后，金价分析将在中观层面重回实际利率框架。在实际利率框架下，当前正处于美联储停止加息到明确释放降息信号前的黄金股右侧配置期，并且黄金股相对收益尚未兑现全部金价上涨预期，预计美联储明确释放降息信号后黄金股将迎来主升浪行情。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

美联储紧缩货币政策反复，黄金公司业绩不及预期，美国经济超预期向好。



## 内容目录

一、市场行情回顾.....	5
二、美联储本轮加息结束.....	6
2.1 实际利率下行推涨金价.....	6
2.2 美联储持续缩表.....	6
2.3 美国通胀回落顺畅，前瞻指标走弱.....	7
2.4 12 月 FOMC 会议确认本轮加息周期结束.....	10
2.5 主要经济体制造业 PMI 低于荣枯线.....	11
2.6 全球黄金累库.....	12
三、央行购金有所放缓，黄金 ETF 流出收窄.....	13
3.1 全球央行购金热度有所缓和.....	13
3.2 11 月黄金 ETF 持仓流出大幅收窄.....	15
3.3 黄金相对比价未达历史高位.....	15
3.4 央行购金支撑前三季度实物黄金需求.....	17
3.5 世界白银协会预测 2023 年白银短缺 4420 吨.....	17
四、机会成本和通胀对黄金价格贡献最为显著.....	18
五、行业新闻及重点公司公告.....	19
5.1 行业新闻.....	19
5.2 重点公司公告.....	19
六、行业重点公司估值.....	20
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+8.41% .....	6
图表 5： 近一个月贵金属行业指数-2.40% .....	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 年主要购金&售金国家 (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: 金银比与美元指数 .....	17
图表 51: 近两年金银比 .....	17
图表 52: 黄金供需平衡 .....	17
图表 53: 白银供需平衡 .....	18
图表 54: 黄金价格模型各指标对金价贡献 (单位: 美元/盎司) .....	18
图表 55: 黄金价格相对于预测金价偏离 (美元/盎司) .....	19
图表 56: 全球央行净购金能够解释部分偏离 .....	19
图表 57: 模型预测 2024 年金价上涨 19.7%至 2328 美元/盎司 .....	19
图表 58: 从前两轮周期最高水平看, 黄金股 2024 年估值处于历史较低位置 .....	20
图表 59: 从前两轮周期平均水平看, 黄金股 2024 年估值处于历史较低位置 .....	21
图表 60: 行业重点公司估值表 (收盘价: 元; PE: 倍; 截至 2023 年 12 月 22 日收盘) .....	22



## 一、市场行情回顾

本月（11.21~12.21）金银价格震荡上行。伦敦现货黄金+1.75%至 2041.70 美元/盎司，COMEX 黄金价格+2.18%至 2043.40 美元/盎司，SHFE 黄金价格+1.89%至 475.30 元/克。伦敦现货白银+2.78%至 24.19 美元/盎司，COMEX 白银价格+1.29%至 24.36 美元/盎司，SHFE 白银价格+3.50%至 6064 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 11 月实际金价约为 646.56 美元/盎司/CPI，相对历史高点的 880/780/760 美元/盎司/CPI 分别还有 36%/21%/18%左右的理论上涨空间，如果按此计算相对 2023 年 11 月名义金价（1985.27 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 2330-2670 美元/盎司（实际只要 CPI 单月同比增速为正，CPI 绝对数额就会上升，对应的名义金价区间就会上升）。

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）

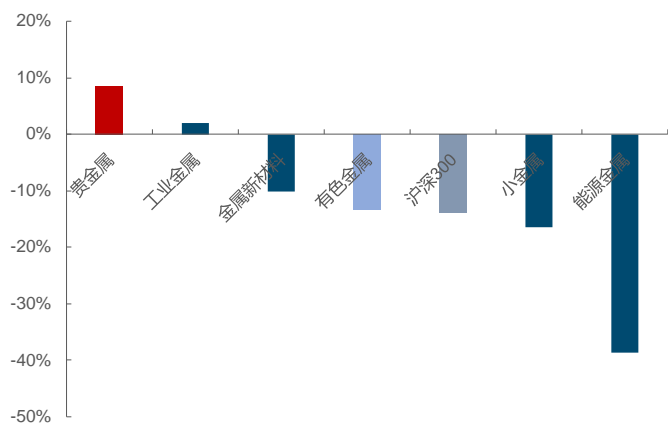


来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

年初至今，沪深 300 指数-13.97%，申万有色金属行业指数-13.38%，申万贵金属行业指数+8.41%，相对沪深 300 指数超额收益 22.38%。近一个月，沪深 300 指数-6.99%，申万有色金属行业指数-5.89%，申万贵金属行业指数-2.40%，相对沪深 300 指数超额收益 4.59%。

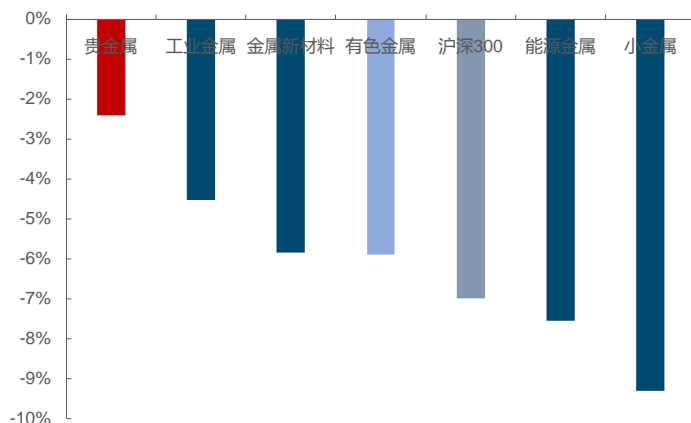


图表4：年初至今贵金属行业指数+8.41%



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-2.40%



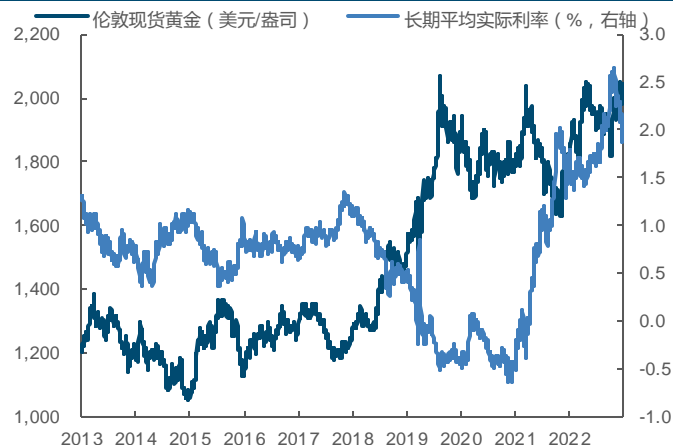
来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

## 二、美联储本轮加息结束

### 2.1 实际利率下行推涨金价

美债长期平均实际利率降低 39BP 至 1.93%。11 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美联储 12 月 FOMC 会议释放宽松货币政策预期，实际利率下行推涨金价。

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

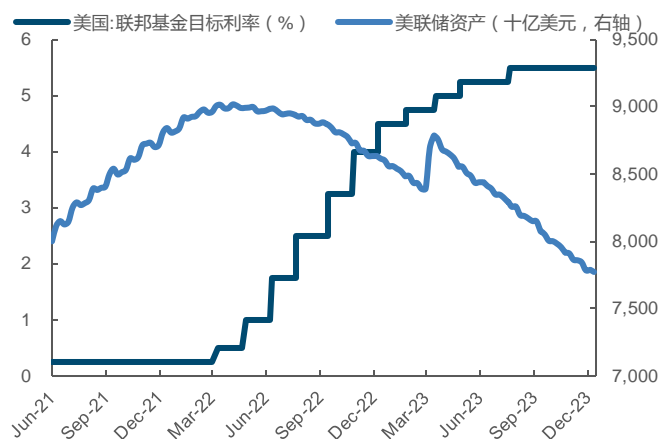
2023 年 3 月因美国银行风险事件导致美联储资产负债表规模扩张近 4000 亿美元，之后美联储继续维持从 2022 年 6 月开始的缩表计划，本月资产负债表规模-1.10%至 7.77 万亿美元。

全球负利率债券规模增长降低 46.66%至 40.36 万亿美元，负利率债券占全球国债规模比重降低 1.13 个百分点至 1.18%。



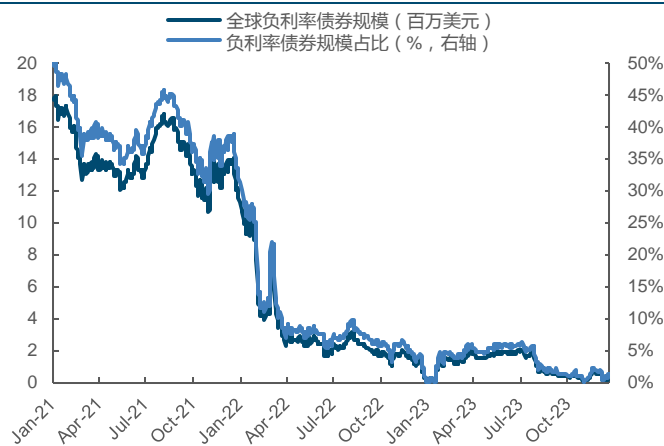


图表8: 联邦基金目标利率&美联储资产



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

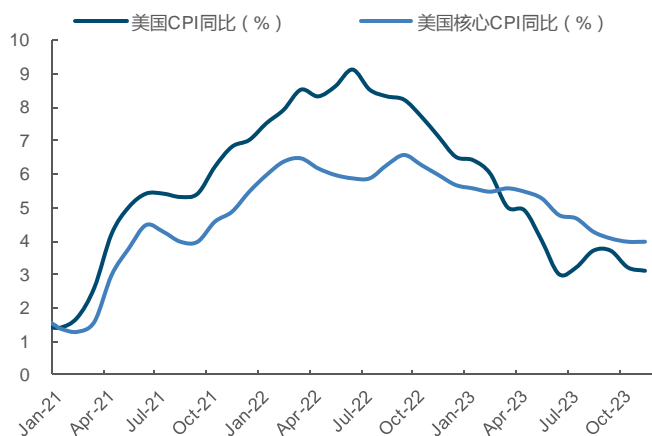


来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

## 2.3 美国通胀回落顺畅, 前瞻指标走弱

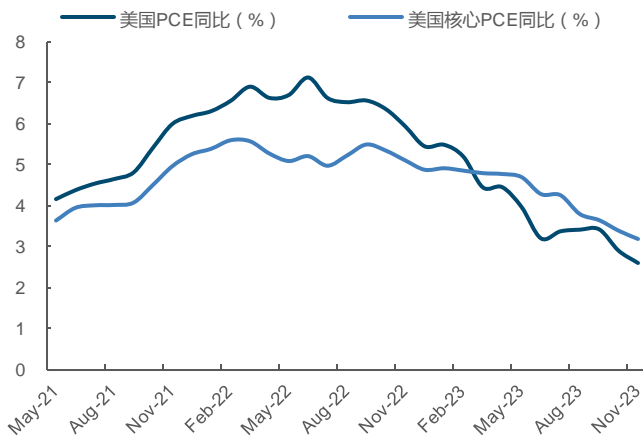
美国 11 月 CPI 同比 3.1%, 符合预期, 低于前值的 3.2%, 核心 CPI 同比 4.0%, 符合预期, 维持前值不变。美国 11 月 PCE 物价指数同比 2.6%, 低于预期的 2.8%, 低于前值的 2.9%, 核心 PCE 同比 3.2%, 低于预期的 3.3%, 低于前值的 3.4%。

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



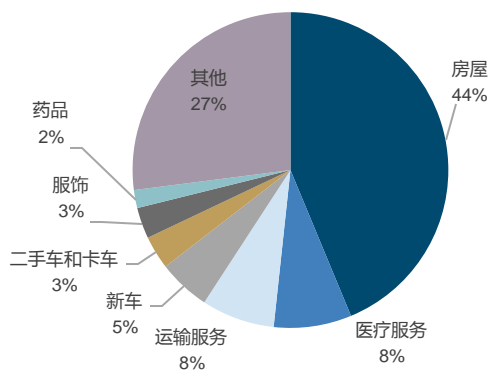
来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

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 11 月核心 CPI 同比 4.0%, 环比 0.3%。核心 CPI 分项方面, 住房同比 5.2%, 环比增速提升 0.1 个百分点至 0.4%, 是推动核心 CPI 同比上涨的最主要因素; 医疗服务同比 +0.2%, 同比增速提升 1 个百分点, 环比增速提升 0.3 个百分点至 0.6%; 新车同比 +0.1%, 同比增速提升 1.8 个百分点; 二手车和卡车同比增速提升 3.3 个百分点至 -3.8%, 环比增速提升 2.4 个百分点至 1.6%。服饰同比增速降低 1.5 个百分点至 1.1%, 环比增速降低 1.4 个百分点至 -1.3%, 对核心通胀的拖累减弱。

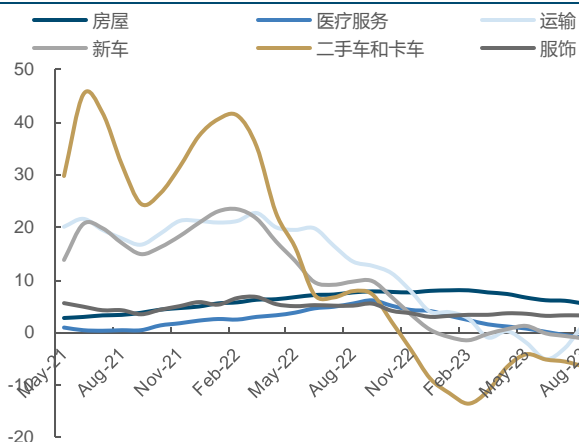


图表12: 美国核心 CPI 各分项权重



来源: 美国劳工部, 国金证券研究所

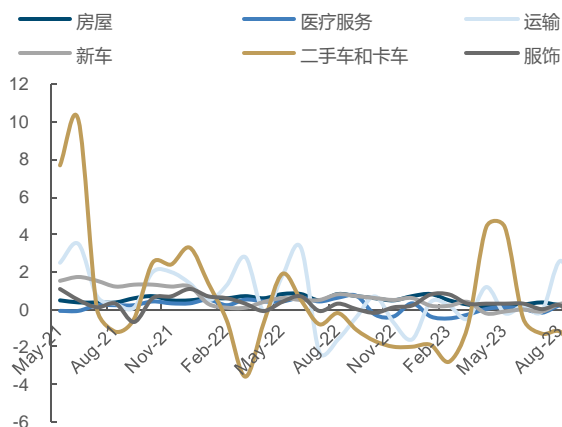
图表13: 美国核心 CPI 分项同比 (%)



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

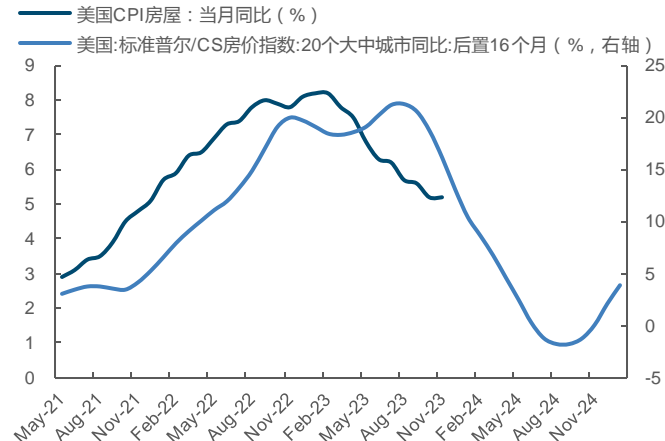
美国 20 个大中城市房价同比后置 16 个月数据与 CPI 房屋分项较好匹配, 从这一指标的领先意义来看, 预计房屋 CPI 分项将持续走弱, 对核心 CPI 的支撑有所减弱。

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

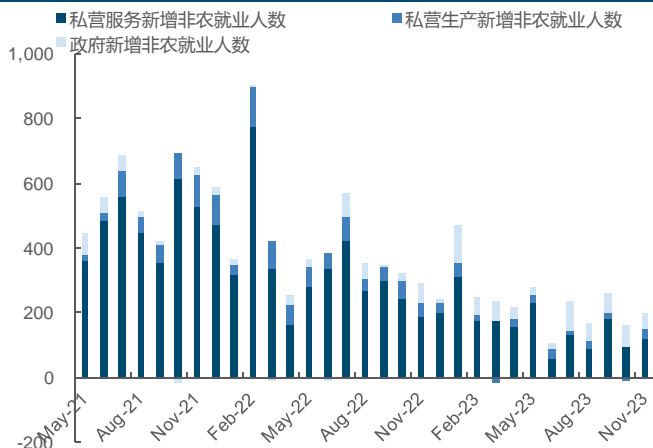
图表15: 美国房屋 CPI 同比与 20 个大中城市房价同比



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

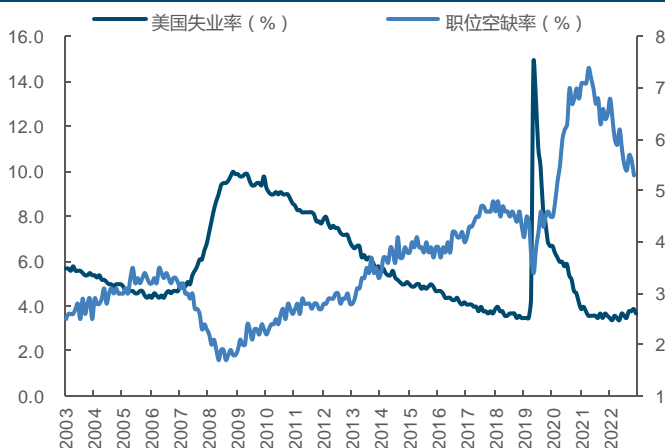
美国 11 月新增非农就业人口 19.9 万人, 低于预期的高于预期的 18 万人。11 月私营服务领域新增 12.1 万人, 私营生产领域新增 2.9 万人, 政府新增 4.9 万人。美国 11 月失业率 3.7%, 低于预期的 3.9%, 低于前值的 3.9%。10 月职位空缺率 5.3%, 环比 9 月降低 0.3 个百分点。

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, 11 月休闲和住宿新增非农就业 4 万人, 教育和保健新增

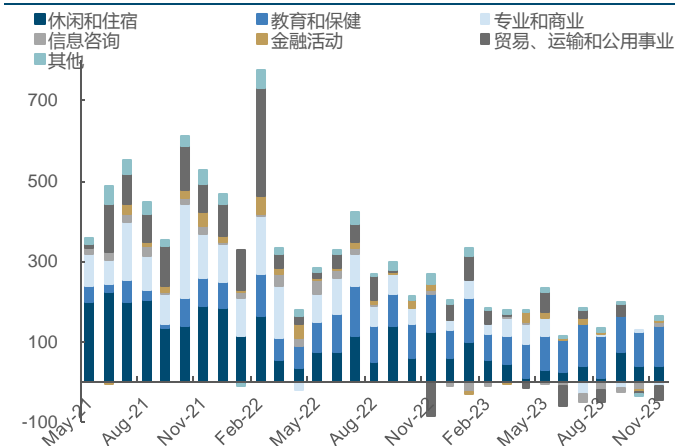




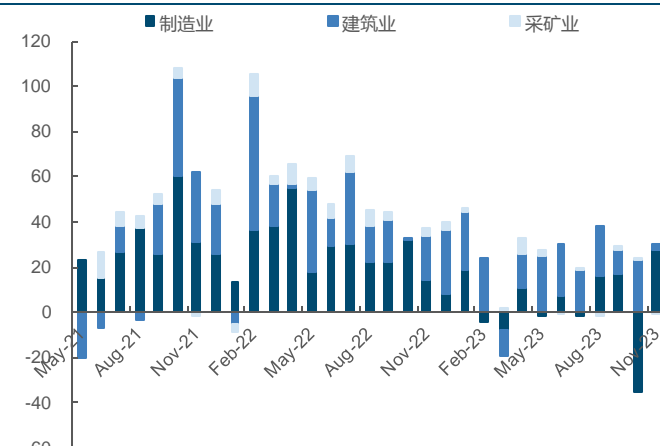
非农就业 9.9 万人，信息咨询新增非农就业 1 万人，贡献服务领域主要新增非农就业。相对增量来看，信息咨询（环比+2.9 万人）贡献主要环比增量，贸易、运输和公用事业（环比-3 万人）贡献主要环比减量。

对于生产领域，绝对增量来看，11 月制造业新增非农就业 2.8 万人，建筑业新增非农就业 0.2 万人，贡献生产领域主要新增非农就业。相对增量来看，制造业（环比+6.3 万人）贡献主要环比增量，建筑业（环比-2.1 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）



图表19：生产新增非农就业分项（千人）



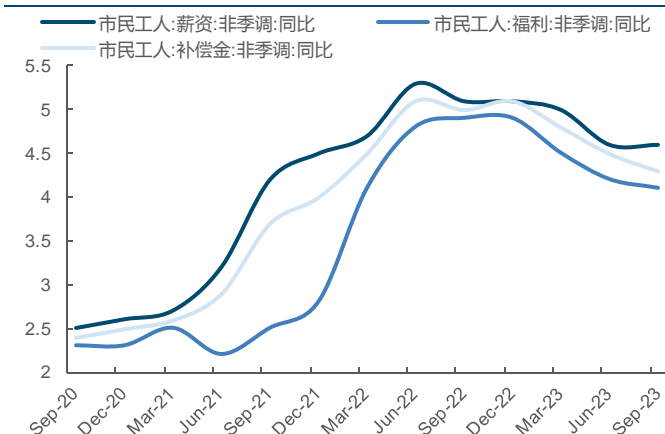
来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

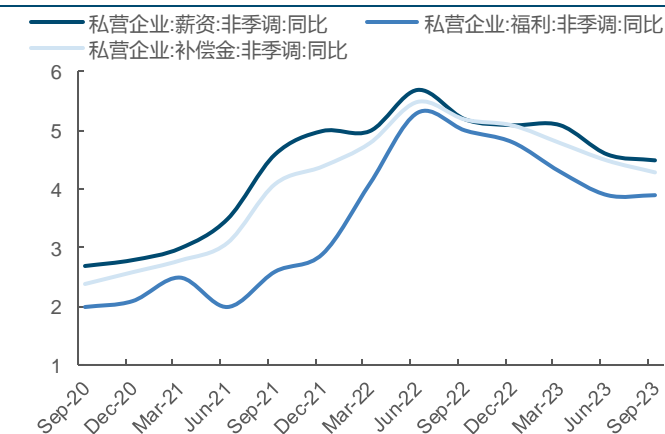
薪资分项方面，3Q2023 美国 ECI 市民工人薪资同比+4.6%，福利同比+4.1%，补偿金同比+4.3%；私营企业薪资同比+4.5%，福利同比+3.9%，补偿金同比+4.3%；州和地方政府薪资同比+4.8%，福利同比+4.7%，补偿金同比+4.8%。市民工人、私营企业及州和地方政府雇佣成本同比增速有所回落，对通胀支撑减弱。

中国 11 月 CPI 同比-0.5%，低于预期的-0.1%，低于前值的-0.2%。欧元区 11 月 CPI 同比 2.4%，符合预期，低于前值的 2.9%。英国 11 月 CPI 同比 3.9%，低于预期的 4.3%，低于前值的 4.6%。日本 11 月 CPI 同比 2.8%，低于前值的 3.3%。

图表20：市民工人雇佣成本同比（%）



图表21：私营企业雇佣成本同比（%）

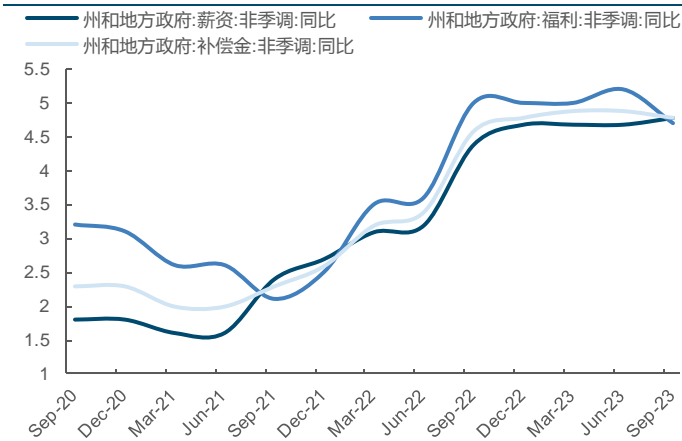


来源：Wind，国金证券研究所

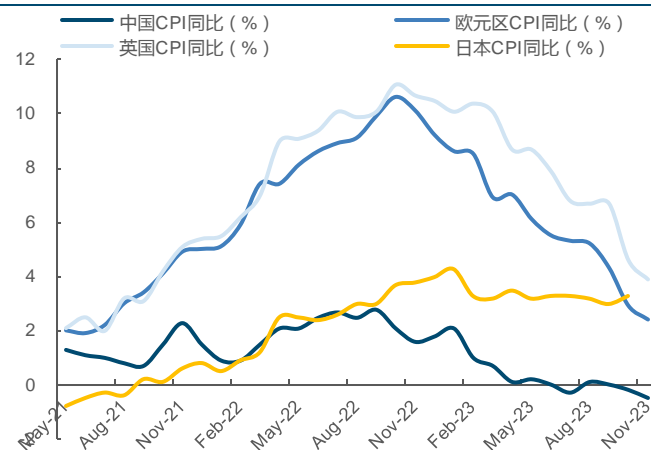
来源：Wind，国金证券研究所



图表22: 州和地方政府雇佣成本同比 (%)



图表23: 其他主要经济体 CPI 同比



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

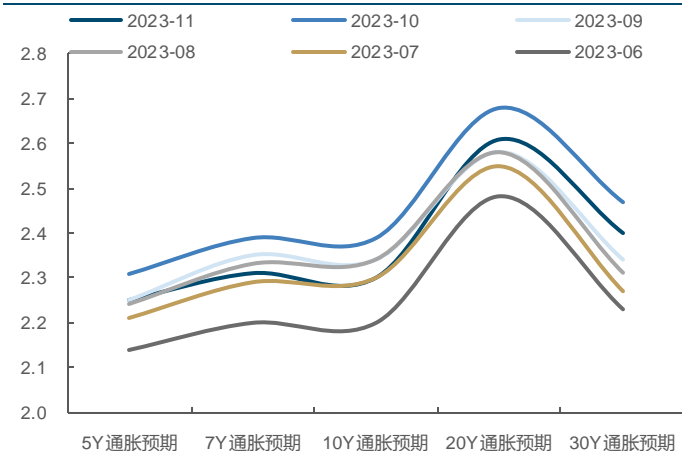
#### 2.4 12月FOMC会议确认本轮加息周期结束

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,5-10年期通胀预期回摆。截至2023年11月,除20年期通胀预期偏高为2.61%,其余期限通胀预期均维持在2.2%-2.4%,相较于美联储2%的通胀目标仍有一定下行空间。

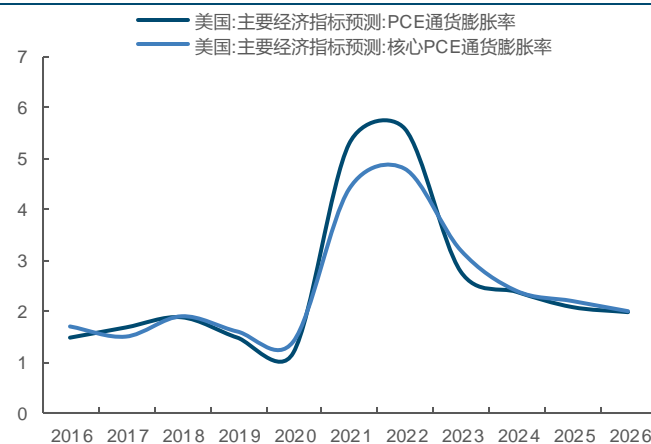
美联储12月FOMC例会会议声明维持联邦基金目标利率区间为5.25-5.50%,并且维持缩表计划。经济展望中,美联储将2023年经济增长预期上调至2.6%,9月为2.1%,将2024年经济增长预期下调至1.4%,9月预测为1.5%。同时美联储大幅上调今明两年通胀,将2023年PCE同比预期下调至2.8%,9月预测为3.3%,2024年PCE同比预期为2.4%,9月预测为2.5%。最新的点阵图显示,美联储官员预计2024年将会有三次降息,2024年降息预期大幅上调50BP,在利率声明中表示在决定未来任何政策时都将考虑累积紧缩政策。同时鲍威尔在发布会后答记者问时表示,美联储会在通胀降低到2%之前就开始缩减紧缩政策(reducing restriction),这样不会导致超调(overshoot)。

12月FOMC会议的鸽派表态驱动OIS隐含利率曲线大幅下移。11月以来美债利率有所下行,12月FOMC会议美联储官员态度转鸽,点阵图对2024年降息预期大幅上调,会后OIS隐含利率曲线显著下移,市场降息预期再度乐观。美国11月PCE及核心PCE同比增速回落且均低于预期,数据公布后OIS隐含利率曲线再度下移。当前Fed Watch工具显示2024年2月不加息概率为85.5%,市场定价2024年3月开始降息,降息25BP概率为75.6%。12月FOMC会后市场基本确认美联储本轮加息周期已经结束。

图表24: 美国通胀预期期限结构 (%)



图表25: 美国PCE预测 (%)

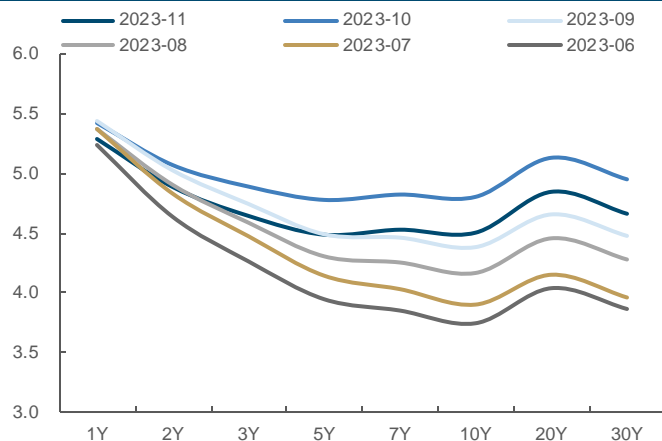


来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

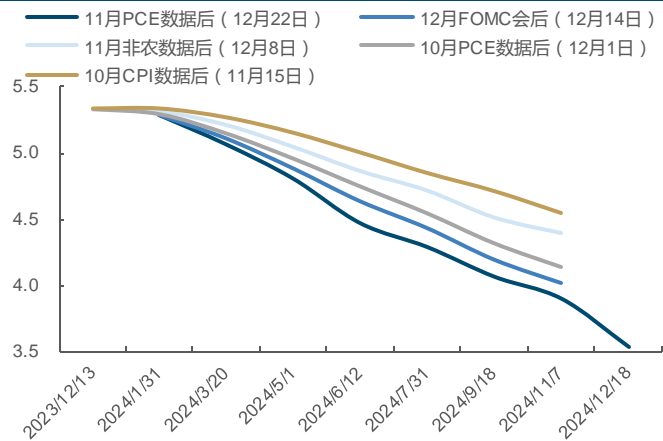
来源: Wind, 国金证券研究所



图表26: 美债期限结构 (%)



图表27: OIS 隐含利率 (%)



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

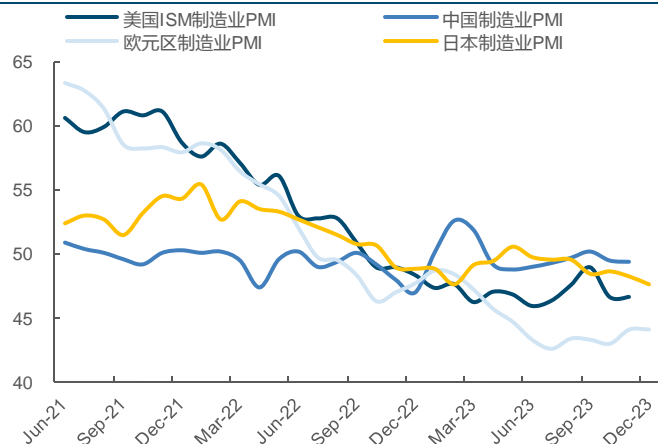
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

## 2.5 主要经济体制造业 PMI 低于荣枯线

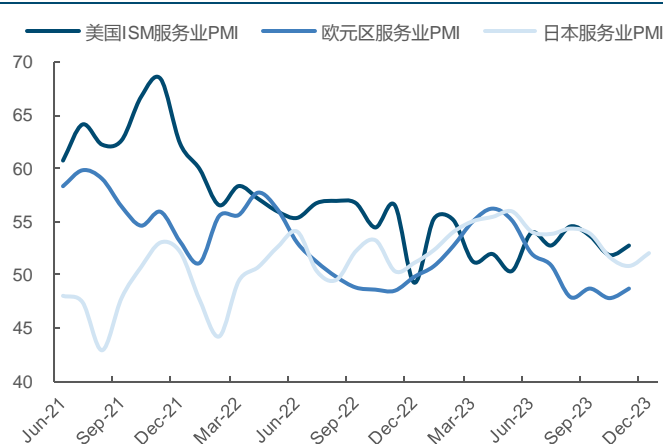
主要经济体制造业 PMI 低于荣枯线。美国 11 月 ISM 制造业 PMI 46.7, 低于预期的 47.6, 维持前值不变。中国 11 月官方制造业 PMI 49.4, 低于前值的 49.5。欧元区 12 月 Markit 制造业 PMI 44.2, 低于预期的 44.6, 维持前值不变。日本 12 月制造业 PMI 47.7, 低于预期的 48.2, 低于前值的 48.3。

美日服务业 PMI 仍处于扩张区间。美国 11 月 ISM 服务业 PMI 52.7, 高于预期的 52, 高于前值的 51.8。欧元区 11 月服务业 PMI 48.7, 高于预期的 48.2, 高于前值的 47.8。日本 12 月服务业 PMI 52, 高于前值的 50.8。

图表28: 主要经济体制造业 PMI



图表29: 主要经济体服务业 PMI



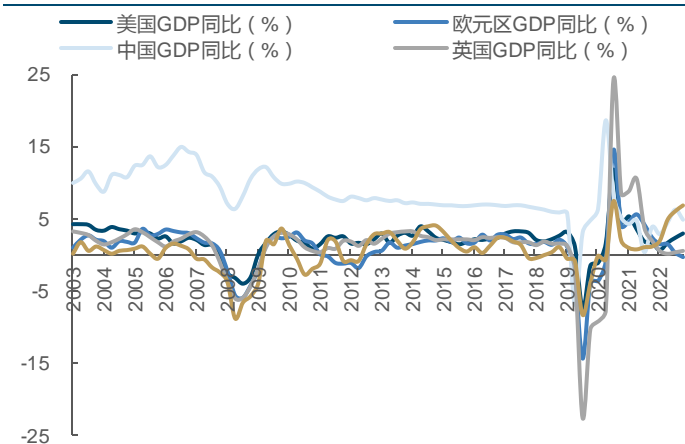
来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

美国第三季度 GDP 同比 3%, 高于前值的 2.4%。欧元区第三季度 GDP 同比-0.3%, 低于前值的 0.3%。英国第三季度 GDP 同比 0.6%, 高于前值的 0.4%。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%。日本第三季度 GDP 同比 6.9%, 高于前值的 6.1%。

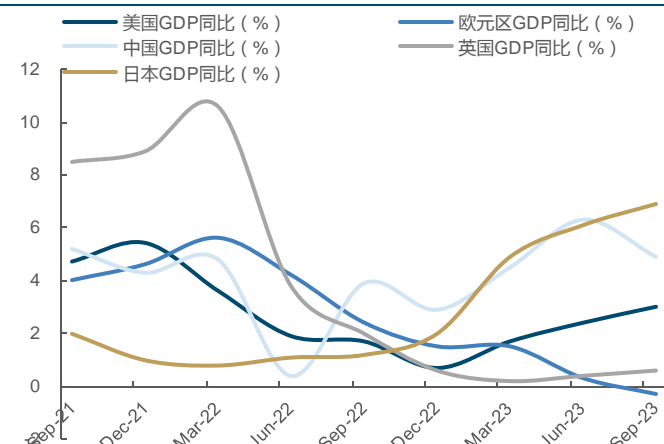


图表30：主要经济体 GDP 增速



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



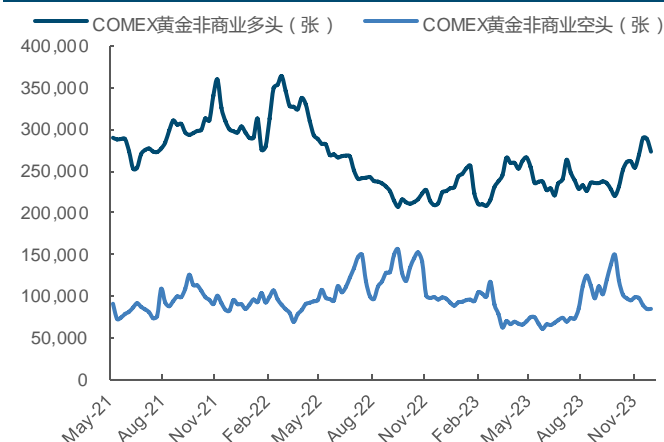
来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

## 2.6 全球黄金累库

11月14日至12月12日，COMEX 黄金非商业净多头持仓增加 3.29 万张至 18.82 万张。10月31日至11月30日，LBMA 黄金库存去库 3.39 吨至 8583.85 吨。11月22日至12月22日，COMEX 黄金库存累库 5.01 吨至 623.35 吨，SHFE 黄金库存累库 0.26 吨至 3.08 吨。

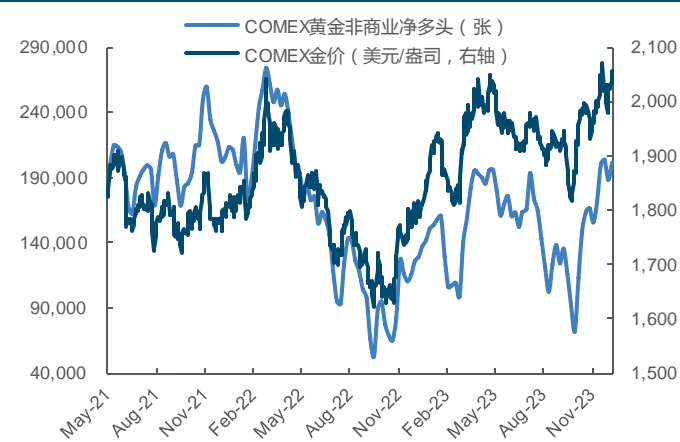
11月14日至12月12日，COMEX 白银总持仓减少 0.05 万张至 13.42 万张。10月31日至11月30日，LBMA 白银库存去库 117.73 吨至 26283.89 吨。11月22日至12月22日，COMEX 白银库存累库 183.12 吨至 8551.27 吨。11月24日至12月22日，SHFE 白银库存累库 21.79 吨至 1040.15 吨。

图表32：COMEX 黄金非商业持仓



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

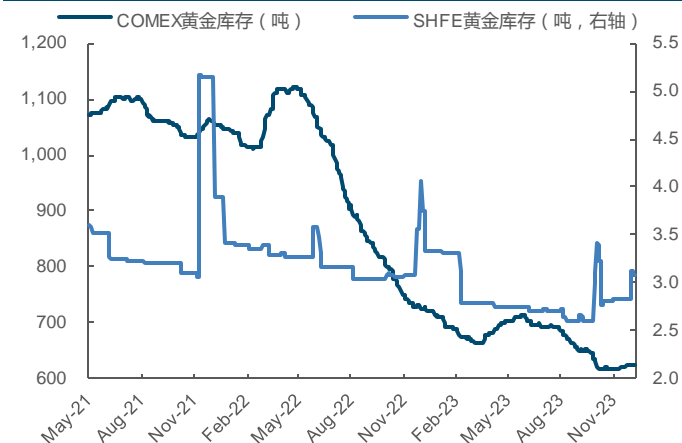
图表33：COMEX 黄金非商业净持仓



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

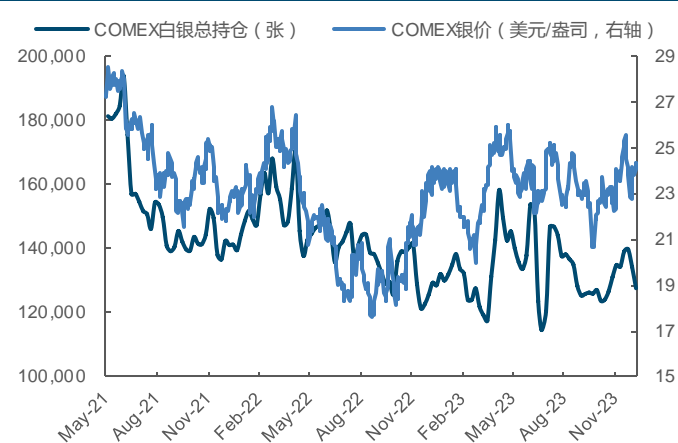


图表34: 黄金库存



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

图表35: COMEX 白银总持仓



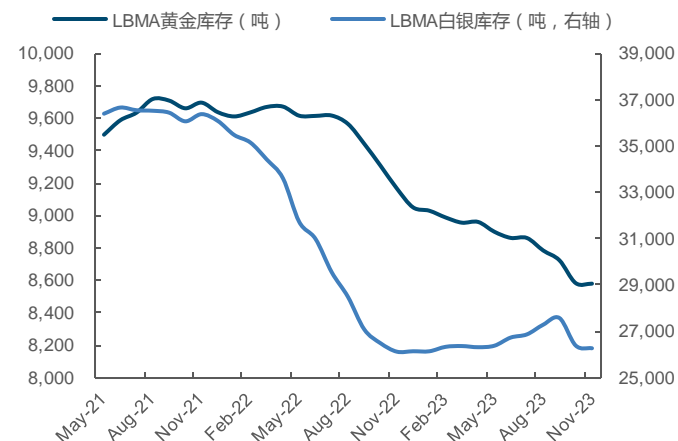
来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

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

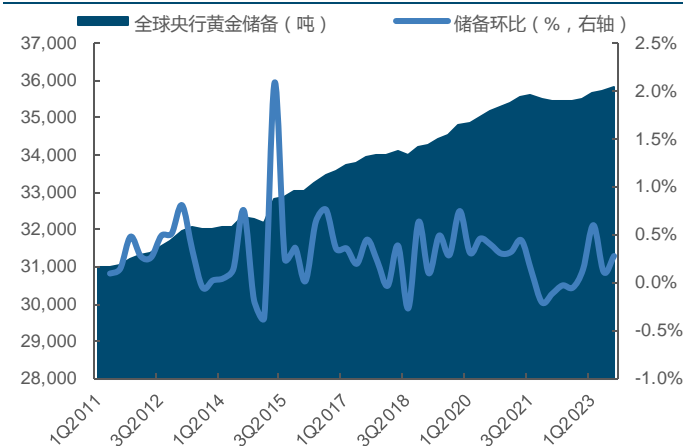
### 三、央行购金有所放缓, 黄金 ETF 流出收窄

#### 3.1 全球央行购金热度有所缓和

10月全球央行购金量54.78吨, 售金量12.26吨, 净购金42.52吨, 环比9月净购金量减少29.08吨。截至10月底, 全球官方黄金储备共计35827.5吨。3Q2023全球央行购金337.09吨, 2023年前三季度全球央行累计购金799.58吨。

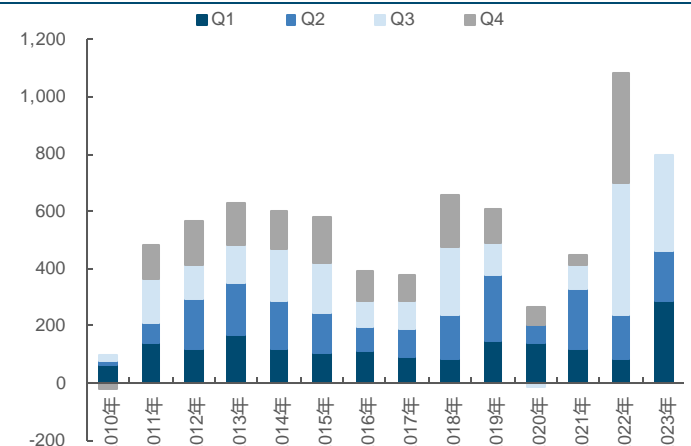


图表38：全球央行黄金储备



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



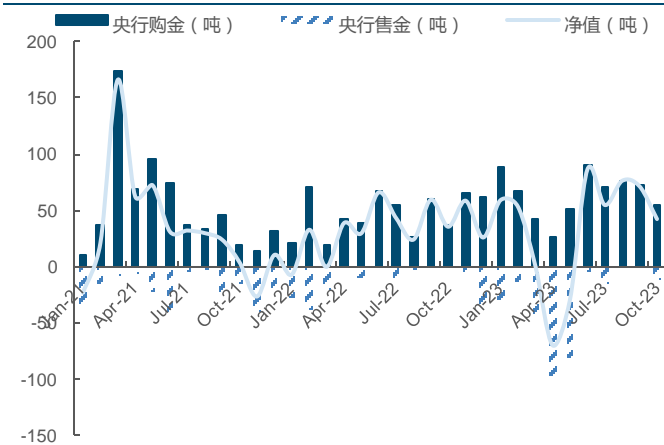
来源：世界黄金协会，国金证券研究所

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 266 吨，2023 年截至 10 月底，已经净购金 204 吨，11 月购金 11.7 吨，截至 11 月底，中国官方黄金总储备已达 2226.3 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。从 6 月开始土耳其一直持续购金，10 月购入 18.5 吨，但由于前期的大量抛售，2023 年至今土耳其央行仍为净售金状态。

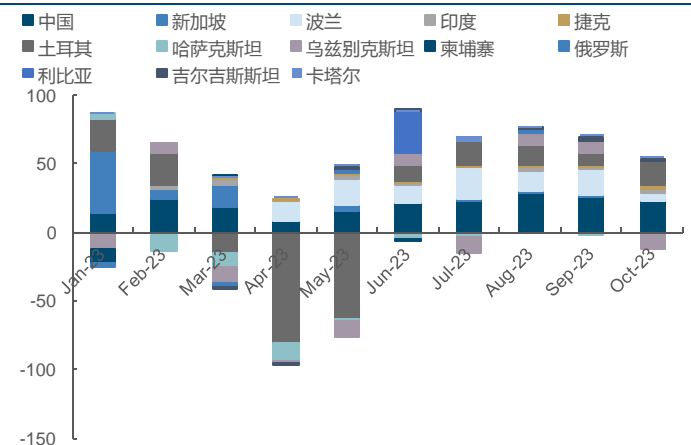
10 月央行售金量有所增加，主要为乌兹别克斯坦售金 10.6 吨，哈萨克斯坦售金 1.6 吨。

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 年主要购金&售金国家（吨）



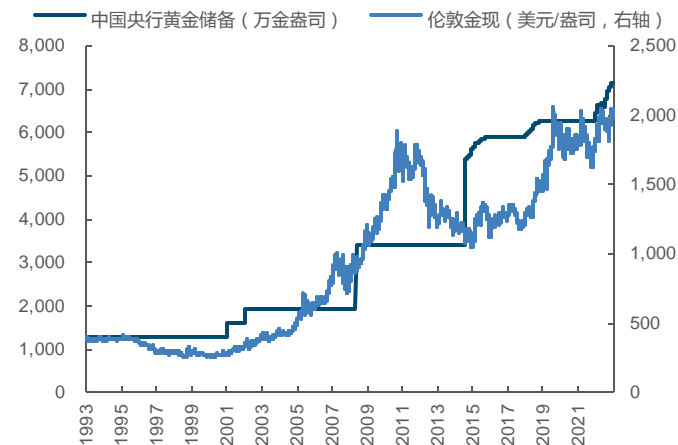
来源：世界黄金协会，国金证券研究所

2023 年第三季度，黄金在全球官方外汇储备中所占比重为 14.33%，相较于 2023 年第二季度下降 0.06 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。

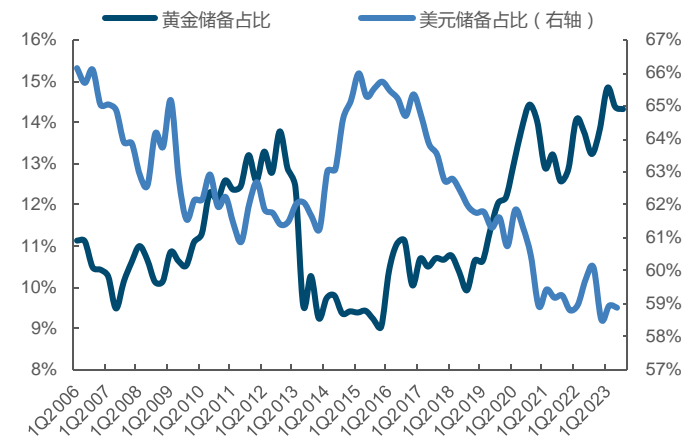




图表42：中国央行黄金储备



图表43：黄金和美元占全球外汇储备比重



来源：同花顺 iFinD，国金证券研究所

来源：世界黄金协会，同花顺 iFinD，国金证券研究所

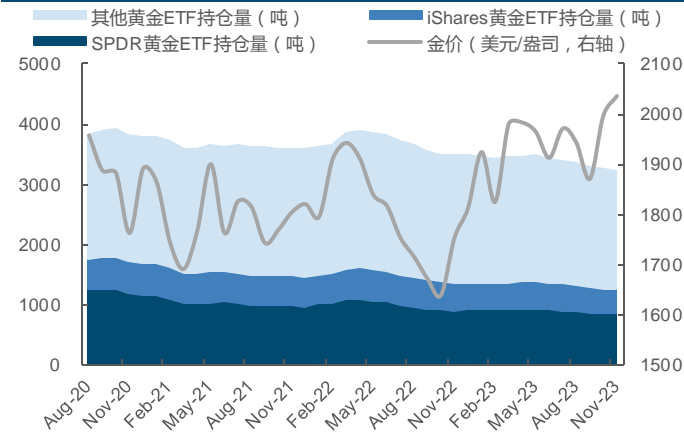
### 3.2 11 月黄金 ETF 持仓流出大幅收窄

11 月黄金 ETF 持仓流入 25.99 吨，流出 35.43 吨，黄金 ETF 持仓净流出 9.44 吨，流出幅度大幅收窄，环比 10 月净流出的 36.51 吨减少 74.15%。其中 SPDR 持仓量增加 17.02 吨至 876.51 吨，iShares 持仓量减少 3.46 吨至 398.90 吨。截至 11 月底，全球黄金 ETF 持仓量 3235.91 吨，在金价 2035.45 美元/盎司情况下，全球黄金 ETF 资产管理规模增长 1.65% 至 2122.12 亿美元。

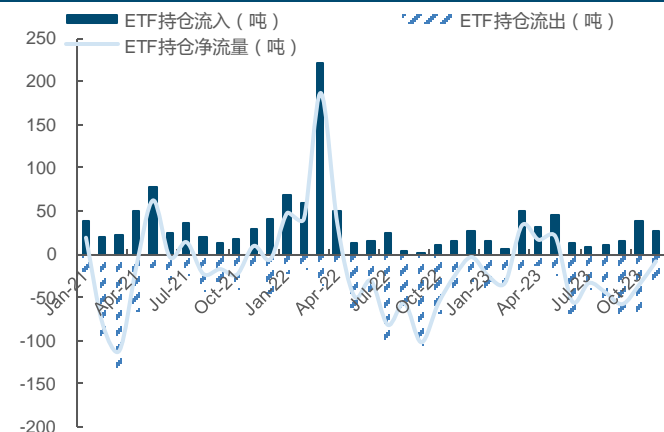
北美地区黄金 ETF 基金净流入约 6.59 亿美元，结束了北美地区连续 5 个月的净流出态势，主要由于投资者预期美联储紧缩周期即将结束，同时金价出现反弹，也促进了黄金 ETF 的流入。

欧洲地区连续第 6 个月净流出，主要由于欧洲收益率处于 10 年来高位，出于对机会成本的考虑，以及欧洲本地货币走强导致以本币计价的黄金价格表现较为疲软，投资者对黄金 ETF 投资的兴趣受到影响。

图表44：全球黄金 ETF 持仓



图表45：全球黄金 ETF 持仓流量



来源：世界黄金协会，同花顺 iFinD，国金证券研究所

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（11.21~12.21）金铜比提升至 0.24，金油比提升至 25.72，金银比降至 84.42，黄金相对其他商品比价尚未达到历史高位。

金价+1.75%至 2041.70 美元/盎司，铜价+1.73%至 8595.50 美元/吨，金铜比提升至 0.24。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。

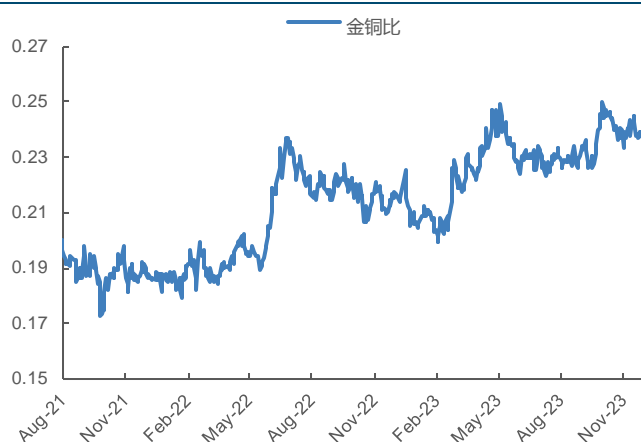


图表46: 金铜比与美债名义利率



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

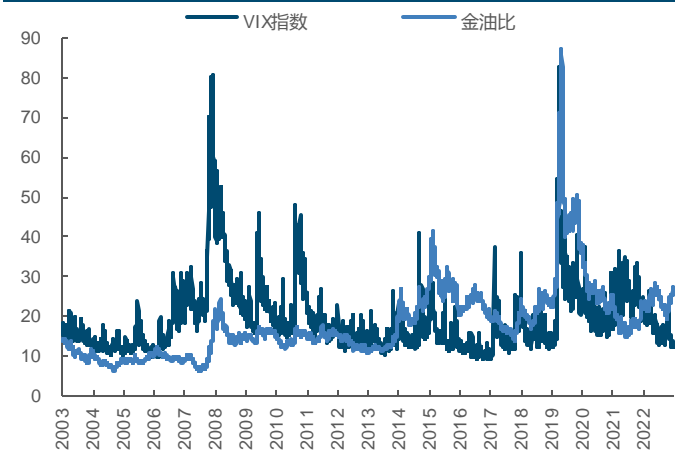
图表47: 近两年金铜比



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

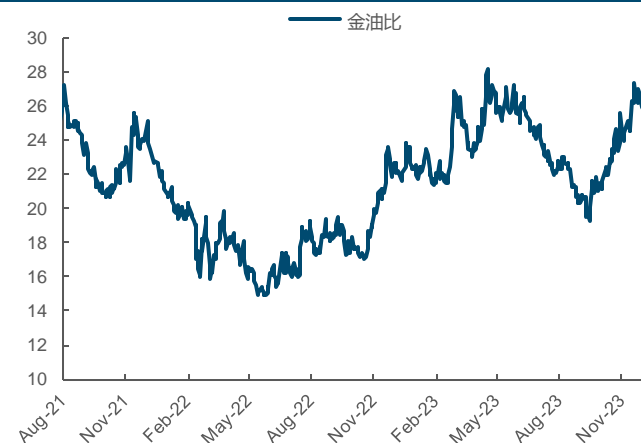
金价+1.75%至 2041.70 美元/盎司, 布伦特原油-3.71%至 79.39 美元/桶, 金油比提升至 25.72。黄金和原油同属大宗商品, 长期趋势一致: 经济繁荣期需求促使油价上涨, 通胀预期上涨推升金价; 经济衰退会导致需求减弱, 油价下跌, 通胀预期下降带动金价下跌。但原油与经济形势的相关性强于黄金, 黄金对于风险的敏感性大于原油, 金油比与 VIX 指数存在正相关, 金油比提升意味着全球风险提升、经济增速放缓。

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

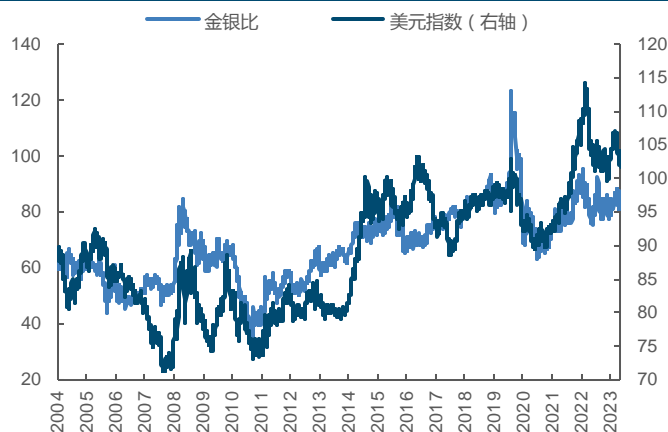


来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

金价+1.75%至 2041.70 美元/盎司, 银价+2.78%至 24.19 美元/盎司, 金银比降至 84.42。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。

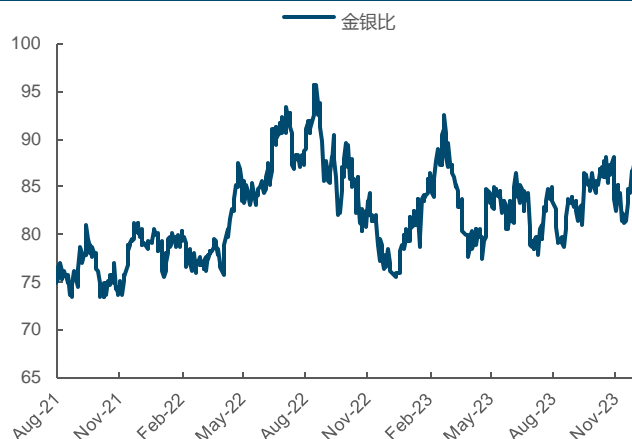


图表50: 金银比与美元指数



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

图表51: 近两年金银比



来源: 同花顺 iFinD, 国金证券研究所

### 3.4 央行购金支撑前三季度实物黄金需求

供给端, 3Q2023 全球黄金矿产量 971.06 吨, 同比增长 2.32%; 生产商净套保 7.20 吨; 回收金产量 288.80 吨, 同比增长 7.63%; 黄金总供应量 1267.06 吨, 同比增长 6.43%。2023 年前三季度, 全球黄金供应量 3692.38 吨, 同比增长 4.66%, 主要来自于黄金矿产量的增加以及回收金产量的提升。

需求端, 3Q2023 金饰制造消费黄金 578.22 吨, 同比减少 0.76%; 科技领域消费黄金 75.29 吨, 同比减少 2.59%; 投资领域黄金需求 156.89 吨, 同比增长 56.16%; 各国央行购金 337.09 吨, 同比减少 26.52%。2023 年前三季度, 全球黄金需求量 3285.70 吨, 同比减少 3.24%, 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。

综合来看, 3Q2023 全球黄金供需过剩 119.57 吨, 2023 年前三季度供需过剩 406.68 吨。

图表52: 黄金供需平衡

单位: 吨	2Q2021	3Q2021	4Q2021	1Q2022	2Q2022	3Q2022	4Q2022	1Q2023	2Q2023	3Q2023
金矿产量	874.99	929.41	939.94	839.37	889.70	949.05	946.71	860.17	912.70	971.06
生产商净套保	-16.20	-11.82	17.82	25.68	1.65	-26.81	-13.64	37.06	-19.51	7.20
回收金	278.55	292.86	295.07	295.92	285.20	268.32	290.73	312.02	322.89	288.80
<b>总供应量</b>	<b>1,137.34</b>	<b>1,210.45</b>	<b>1,252.84</b>	<b>1,160.97</b>	<b>1,176.55</b>	<b>1,190.56</b>	<b>1,223.80</b>	<b>1,209.25</b>	<b>1,216.07</b>	<b>1,267.06</b>
金饰制造	456.58	515.25	719.55	517.40	493.46	582.62	601.86	512.38	492.79	578.22
科技	79.85	83.42	85.89	81.06	78.33	77.29	72.07	70.14	70.39	75.29
投资	285.83	229.23	300.57	555.88	209.28	100.47	247.42	274.34	255.69	156.89
各国央行和其他机构	209.64	90.56	34.30	82.44	158.57	458.77	382.10	287.69	174.79	337.09
<b>总需求量</b>	<b>1,031.90</b>	<b>918.46</b>	<b>1,140.30</b>	<b>1,236.78</b>	<b>939.64</b>	<b>1,219.16</b>	<b>1,303.46</b>	<b>1,144.55</b>	<b>993.66</b>	<b>1,147.49</b>
<b>供需平衡</b>	<b>105.44</b>	<b>291.99</b>	<b>112.54</b>	<b>-75.81</b>	<b>236.91</b>	<b>-28.60</b>	<b>-79.66</b>	<b>64.70</b>	<b>222.41</b>	<b>119.57</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53：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
总供应量	32,565	32,550	31,464	31,104	31,088	29,794	31,240	31,250	31,878
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	-
总需求量	32,712	30,469	29,866	30,659	30,796	28,058	32,833	38,643	36,298
供需平衡	-146	2,081	1,599	445	292	1,736	-1,592	-7,393	-4,420

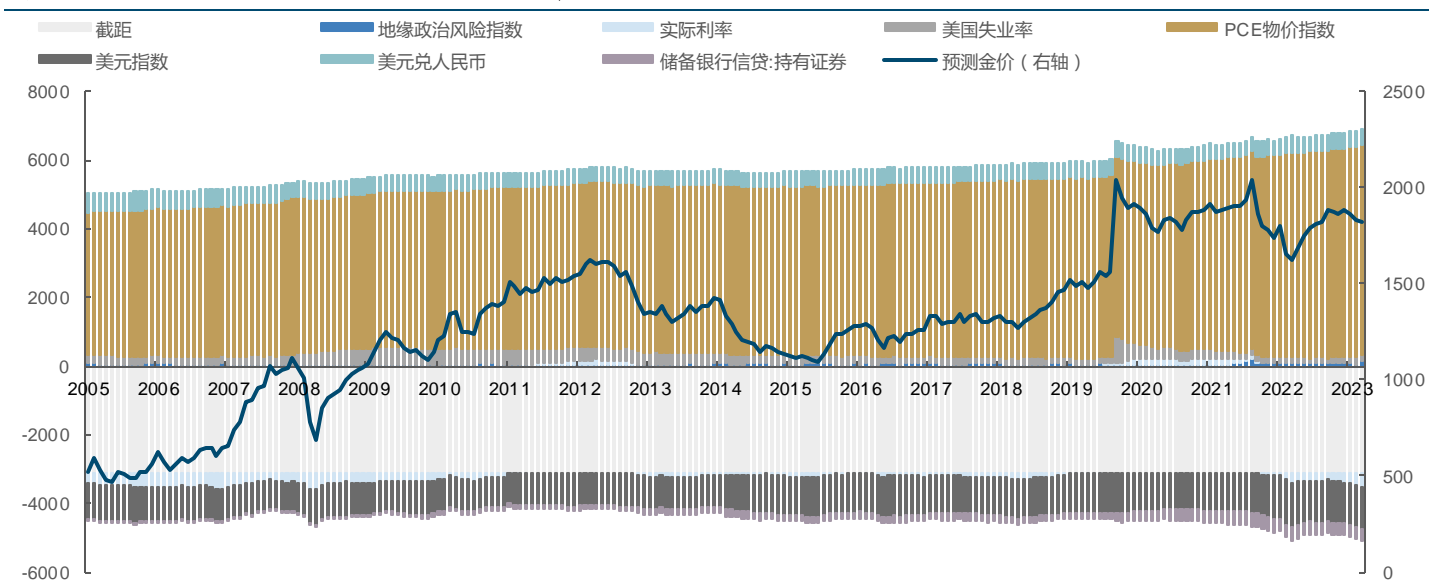
来源：世界白银协会，国金证券研究所

#### 四、机会成本和通胀对黄金价格贡献最为显著

为探究黄金价格的影响因素，我们构建黄金价格回归模型。根据逻辑推理及统计学原理，从风险、机会成本、通胀、经济环境和美联储货币政策五个层面分析影响黄金价格因素，其中：（1）风险层面选择地缘政治风险指数；（2）机会成本层面选择实际利率、美元指数、美元兑人民币汇率；（3）通胀层面选择 PCE 物价指数；（4）经济环境层面选择美国失业率；（5）美联储货币政策层面选择储备银行持有证券规模作为黄金价格回归模型的自变量，从 OLS 回归的结果来看，模型调整后  $R^2=94.50\%$ ，模型回归结果显著。

根据模型的回归结果拟合出模型预测的金价中枢，在各影响因素中，PCE 物价指数对黄金价格贡献最为显著，其次是美元指数，综合来看机会成本和通胀层面对于黄金价格的贡献最大。

图表54：黄金价格模型各指标对金价贡献（单位：美元/盎司）



来源：iFind, Wind, 国金证券研究所

我们将模型预测的金价中枢与伦敦现货黄金价格进行对比，发现伦敦现货黄金价格有时会相对于模型预测金价有所偏离，但整体偏离程度大多位于（-100 美元/盎司，+100 美元/盎司）区间。

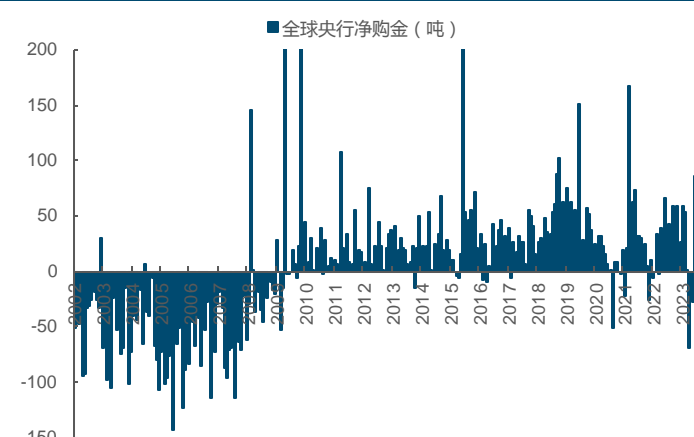
全球央行净购金能够解释部分黄金价格相对于预测金价的偏离。（1）2010-2011 年伦敦现货黄金价格相对于预测金价明显正向偏离，同期全球央行在次贷危机后，从净售金状态转



为净购金，开始成为支撑黄金需求的重要一极。(2) 2022 年第四季度开始，伦敦现货黄金价格相对于预测金价偏离程度再次扩大，此前全球央行从 2022 年第三季度开始大规模购金，央行购金热度一直持续至今，3Q2022 至 3Q2023 全球央行累计购金 1640.18 吨，持续支撑黄金价格。

图表55：黄金价格相对于预测金价偏离（美元/盎司）

图表56：全球央行净购金能够解释部分偏离



来源：iFind, Wind, 国金证券研究所

来源：世界黄金协会, 国金证券研究所

基于上述黄金价格模型,我们预计 2024 年黄金价格相对于 2023 年模型预测金价上涨 19.7% 至 2328 美元/盎司, 2025 年黄金价格相对于 2024 年模型预测金价上涨 7.1%至 2493 美元/盎司。

图表57：模型预测 2024 年金价上涨 19.7%至 2328 美元/盎司

	2023 年	2024E	2025E
地缘政治风险指数	101	100	100
实际利率 (%)	1.7	1.4	1.2
美国失业率 (%)	3.8	4.1	4.1
PCE 物价指数	122	125	127
美元指数	102	90	90
美元兑人民币	7.1	6.8	6.8
储备银行持有证券 (百亿美元)	724	628	628
模型预测金价 (美元/盎司)	1,945	2,328	2,493
涨幅		19.7%	7.1%

来源：iFind, Wind, 国金证券研究所

注：2023 年各指标为截至 2023 年 12 月 23 日最新数据

## 五、行业新闻及重点公司公告

### 5.1 行业新闻

在黄金矿产供应方面，西班牙-静水矿业公司宣布已就对旗下南非金矿进行重组，并因持续亏损而关闭 Kloof 4 号矿井的决定，完成了劳动关系法 189 条款协商程序。在受到影响的人员中，575 名将被解雇。为启动矿山停运程序，少量雇员和承包商则将被暂时留用。

纽蒙特公司以 190 亿美元对价收购纽克雷斯特矿业公司的交易已完成，该收购强化了纽蒙特公司在澳大利亚和加拿大等国的生产。据 Metal Focus 估算，交易完成后纽蒙特公司黄金年产量将提升至 250 吨以上，巩固其作为全球最大黄金生产商的地位。

### 5.2 重点公司公告

银泰黄金:公司下属子公司内蒙古玉龙矿业股份有限公司收到锡林郭勒盟自然资源局出具的《关于〈内蒙古自治区西乌珠穆沁旗花敖包特矿区 1118 高地锌多金属矿补充勘探报告〉矿产资源储量评审备案的复函》，花敖包特矿区 1118 高地锌多金属矿补充勘探报告通过评审备案。补充勘探报告新增矿石资源量 1,572.8 万吨，其中新增银金属量 1,328.55 吨，





新增铅金属量 10.62 万吨，新增锌金属量 22.5 万吨，新增铜金属量 5.73 万吨，新增锡金属量 0.92 万吨。

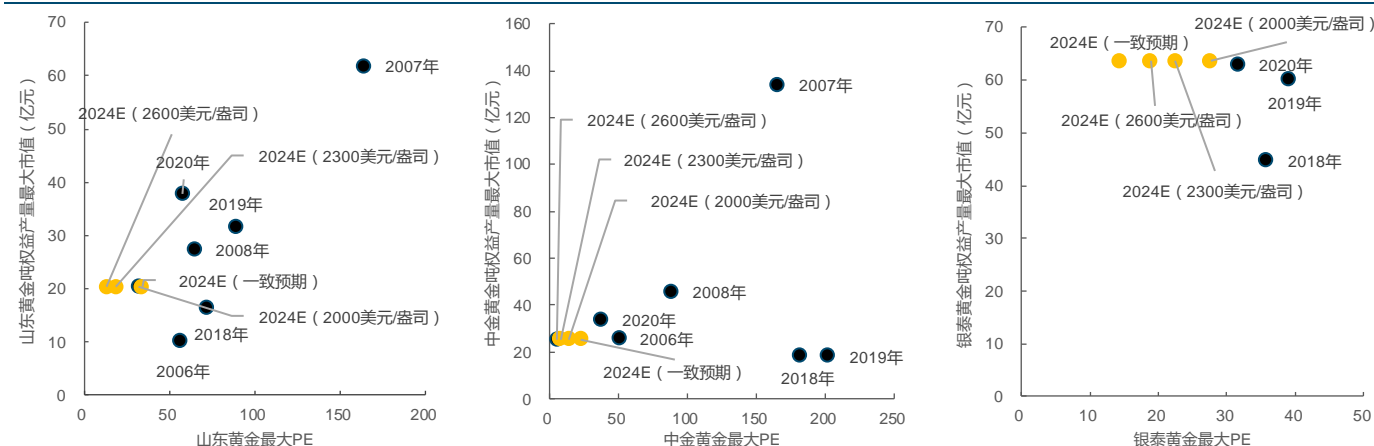
湖南黄金：2023 年 10 月 18 日，黄金洞矿业收到岳阳市应急管理局出具的《现场处理措施决定书》（（湘岳）应急现决[2023]18 号），本部杨山庄金矿于 2023 年 10 月 18 日起临时停产。黄金洞矿业收到岳阳市应急管理局出具的《整改复查意见书》（（湘岳）应急复查[2023]295 号），黄金洞矿业本部杨山庄金矿已完成整改。杨山庄金矿于 2023 年 12 月 9 日恢复生产。经公司财务部门初步测算，本次停产预计减少公司当期净利润约 350 万元。

山东黄金：公司的股东山东黄金有色矿业集团有限公司与山东高速集团有限公司控股子公司山东通汇资本投资集团有限公司签署《股份转让协议》，有色集团拟以 23.022 元/股的价格通过协议转让的方式向通汇资本转让其持有的公司 12,535,622 股无限售条件的流通股股份。

## 六、行业重点公司估值

根据我们 2023 年 12 月 8 日发布的报告《贵金属行业年度报告：右侧配置期，布局主升浪》，山东黄金和中金黄金 2024E 吨权益产量市值和 PE 水平均未达前两轮复盘周期高位，银泰黄金吨权益产量市值相对于历史水平偏高，但除 2000 美元/盎司金价假设下的 PE 估值外，其余 PE 估值水平仍未达历史高位。综合来看，山东黄金、中金黄金、银泰黄金 2024 年估值相对于历史区间仍处于较低位置，若中金黄金考虑到铜矿业务估值，当前估值水平相对于历史区间位置更低。

图表58：从前两轮周期最高水平看，黄金股 2024 年估值处于历史较低位置



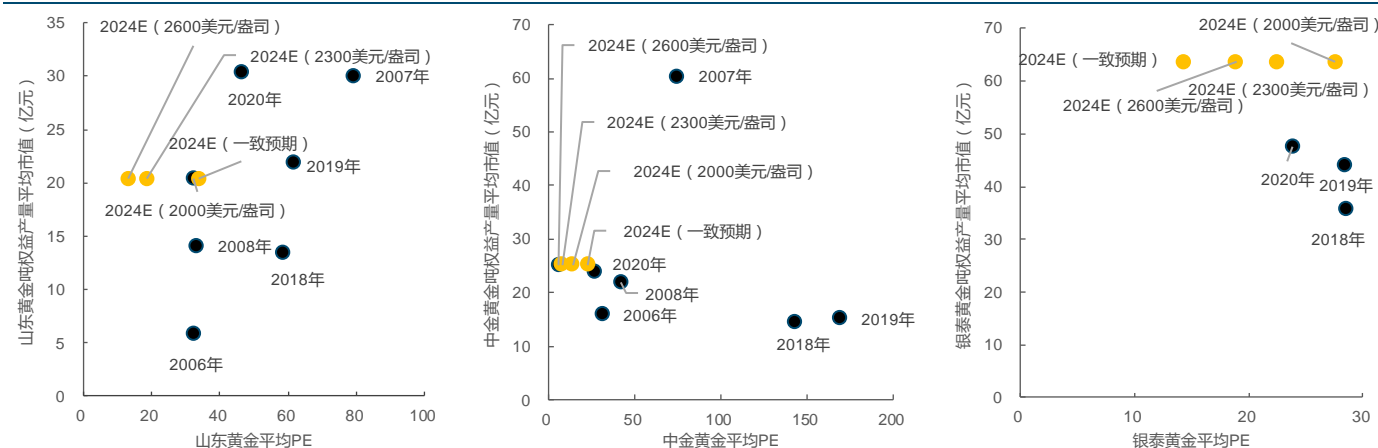
来源：iFinD，国金证券研究所

注：2024 年吨权益产量市值=最新市值/2024 年权益产量，2024 年 PE 分别为 iFinD 一致预期、金价为 2000/2300/2600 美元/盎司时以最新市值计算的 2024 年 PE，PE 及最新市值截至 2023 年 12 月 22 日





图表59：从前两轮周期平均水平看，黄金股 2024 年估值处于历史较低位置



来源：iFinD，国金证券研究所

注：2024 年吨权益产量市值=最新市值/2024 年权益产量，2024 年 PE 分别为 iFinD 一致预期、金价为 2000/2300/2600 美元/盎司时以最新市值计算的 2024 年 PE，PE 及最新市值截至 2023 年 12 月 22 日

根据我们 2023 年 12 月 8 日发布的报告《贵金属行业年度报告：右侧配置期，布局主升浪》，供需因素影响弱化后，金价分析将在中观层面重回实际利率框架。在实际利率框架下，当前正处于美联储停止加息到明确释放降息信号前的黄金股右侧配置期，并且黄金股相对收益尚未兑现全部金价上涨预期，预计美联储明确释放降息信号后黄金股将迎来主升浪行情。我们认为：

(1) 黄金股右侧配置期：从美联储停止加息到明确释放降息信号（放松除基准利率以外的其他货币政策工具，非实际降低基准利率）的时间段为黄金股右侧配置期，可逐步布局。

(2) 黄金股主升浪行情启动点：美联储明确释放降息信号（放松除基准利率以外的其他货币政策工具，非实际降低基准利率）为黄金股主升浪行情启动点。

(3) 新增非农就业人数转负是明确释放降息信号的先行指标。前两轮周期中，在新增非农就业人数转负后，美联储都向市场释放了宽松信号，此后金价和黄金股迎来主升浪。新增非农就业人数指标较为明确且易于跟踪，因此可作为提示美联储释放降息信号前的关注指标。

(4) 黄金股相对收益最丰厚时期：在美联储正式降低基准利率以前，黄金股可获得显著超额收益，而正式降息 1-2 次后，相对收益会有所收窄，且股价波动率增加。

(5) 通胀水平和 GDP 增速回落是明确释放降息信号的经济条件。根据历史复盘，美联储降息前通胀水平和 GDP 增速都有较为明显的回落，并且上述指标的降低意味着美国经济增速的降温，美联储为避免经济衰退，将对紧缩政策保持谨慎。

(6) 风险冲击会加速美联储释放降息信号。美联储对于风险冲击引发的流动性紧缩较为敏感，当发生风险事件导致市场避险情绪显著上行、流动性大幅收紧时，即使其他指标并未提示需要降息或扩大宽松，美联储也会加速货币政策转向或扩大宽松程度。

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60：行业重点公司估值表（收盘价：元；PE：倍；截至2023年12月22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	22.10	0.49	0.65	0.86	44.96	34.09	25.81	29.15%	3.29%
中金黄金	600489.SH	9.74	0.61	0.68	0.72	15.93	14.35	13.44	32.73%	-0.41%
银泰黄金	000975.SZ	14.99	0.56	0.65	0.73	26.74	23.05	20.41	49.58%	25.48%
招金矿业	1818.HK	9.32	0.22	0.34	0.55	41.53	27.77	17.06	21.18%	7.49%
赤峰黄金	600988.SH	13.62	0.49	0.73	0.85	27.74	18.78	15.95	-10.74%	2.93%
湖南黄金	002155.SZ	10.79	0.53	0.70	0.92	20.51	15.52	11.70	-2.88%	0.09%
四川黄金	001337.SZ	27.24	0.55	0.58	0.58	49.31	46.88	46.88	180.60%	0.63%
恒邦股份	002237.SZ	10.51	0.55	0.68	0.87	19.08	15.40	12.04	13.52%	0.96%
中国黄金国际	2099.HK	32.95	0.04	0.68	0.81	890.54	48.81	40.56	57.69%	11.29%
华钰矿业	601020.SH	8.87	0.28	0.44	0.55	31.39	20.21	16.18	-9.07%	16.59%
玉龙股份	601028.SH	10.56	0.71	0.85	0.95	14.78	12.43	11.11	5.79%	-0.37%
兴业银锡	000426.SZ	8.80	0.53	0.96	1.12	16.49	9.17	7.87	58.30%	2.24%
盛达资源	000603.SZ	11.02	0.57	0.69	0.85	19.21	15.99	12.97	1.54%	0.20%

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

美联储紧缩货币政策反复。我们认为当前美联储停止加息条件已经充分，随着前期紧缩政策的滞后效应逐步显现，通胀、经济增长和劳动力市场的降温将为美联储放松货币政策创造条件。但若因通胀、劳动力市场韧性导致美联储进一步紧缩货币政策，将对黄金价格、黄金公司业绩、黄金股走势产生压制。

黄金公司业绩不及预期。当黄金价格处于高位时，黄金生产企业有动力开采品位较低的矿石，这会导致黄金生产成本上涨，同时或导致黄金产量下降，黄金公司业绩不及预期。

美国经济超预期向好。我们认为美联储明确释放降息信号需要达到部分经济状况条件，而这些条件意味着美国经济边际走弱，而如果后面美国经济超预期向好，则金价相关上涨逻辑将受损。



**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：北京市东城区建国门内大街 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