

贵金属

黄金：三重属性共振，仍处上涨大周期

商品属性：资源禀赋下降引发的成本端上升支撑金价

短期来看，黄金供需状况与金价相关性并不显著，中长期资源稀缺性日益凸显。根据 USGS 统计数据，截至 2023 年底，全球未开采黄金储量约 5.9 万吨，可供开采约 16 年。矿石开采品位下降以及其他支出增加导致开采成本不断上升，据标普统计，2023Q1 全球主要黄金矿山平均总维持成本 1289 美元/盎司，成本端上升为金价上涨提供支撑。

货币属性：货币信用风险对冲以及避险功能不断强化

黄金具备部分货币功能，是美元信用风险的有效对冲工具。美元指数表征的是美国在全球的地位，与金价大周期上呈现负相关性。美国 GDP 全球占比从上世纪六七十年代的 30% 以上下滑至 2022 年的不足 25%，美元在国际储备中的份额也从 2000 年前后的超过 70% 下滑至 2023 年的不足 60%。全球去美元化浪潮，全球央行连续第二年增持黄金超千吨。

金融属性：美联储降息周期下黄金配置价值再度突显

实际利率是持有黄金的机会成本，二者之间呈现较强负相关性。消费拉动经济高增长难以持续，通胀与就业压力缓解使得降息可能性上升。我们预计，美国核心 CPI 在 Q2 回落至 3% 以下，美联储有望开启降息进程。历史复盘发现，金价在利率平台期平均涨幅 5.4%，在降息周期平均涨幅达 25%。

价格仍处上涨大周期，产量大的标的利润弹性大

黄金具备商品、货币与金融三重属性，新环境下三者形成共振，金价整体仍处于上涨大周期，其价值有望获得重估。在金价处于上涨周期中，黄金产量大的公司，其利润更具有弹性。

投资建议

中金黄金 (600489.SH)：公司是央企中国黄金集团负责境内矿山生产的企业，22 年末金资源储量 507 吨。22 年公司矿产金产量 19.93 吨，矿产铜产量 7.93 吨。我们预计 23-25 年公司归母净利润为 28.67/29.73/33.29 亿元、3 年 CAGR 为 16.28%，EPS 分别为 0.59/0.61/0.69 元。我们给予中金黄金 24 年 20.6 倍 PE，目标价 12.65 元，首次覆盖给予“买入”评级。

赤峰黄金 (600988.SH)：公司是民营黄金企业，12 年借壳上市后通过并购做大产量。22 年公司矿产金产量 13.57 吨，随着在建项目完成，黄金产量仍有增长空间。我们预计 23-25 年公司归母净利润为 7.82/11.66/17.06 亿元、3 年 CAGR 为 55.81%，EPS 分别为 0.47/0.7/1.03 元。我们给予赤峰黄金 24 年 21.7 倍 PE，目标价 15.23 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：美国经济韧性超预期、美联储货币政策立场超预期、金价大幅波动风险。

投资建议：强于大市（首次）

上次建议：

相对大盘走势



作者

分析师：丁士涛

执业证书编号：S0590523090001

邮箱：dingsht@glsc.com.cn

分析师：刘依然

执业证书编号：S0590523110010

邮箱：liuyr@glsc.com.cn

联系人：胡章胜

邮箱：huzhsh@glsc.com.cn

相关报告

投资聚焦

核心逻辑

黄金是国家基础性战略资源，兼具商品、货币与金融三重属性，不仅是国际市场重要的投资品，也是各国外汇储备重要组成部分，在维护国家金融稳定、经济安全中具有不可替代的作用。我们分别从三重属性入手，对金价中长期趋势进行分析与展望。

从商品属性看，全球已探明黄金储量为 5.9 万吨，可供开采约 16 年。资源禀赋下降，开采成本上升大势所趋，推动黄金价格中枢不断上移。从金融属性看，黄金作为美元信用风险有效对冲手段，在美元地位下滑以及全球政治和经济不确定性风险上升的背景下，黄金货币属性再次强化，央行增持黄金的趋势有望延续。从金融属性看，随着通胀压力缓解以及经济放缓风险累积，美联储将开启新一轮降息周期，黄金持续受益，其价值有望重估。

创新之处

市场普遍忽略黄金的商品属性对金价的支撑。我们对全球黄金资源进行梳理，对黄金储量、开采成本等因素进行分析，我们认为，黄金天然稀缺性以及资源禀赋下降对金价的支撑将日益显现。全球去美元化浪潮下美元资产吸引力下降，央行购金规模不断增加，黄金的货币属性有所强化。

投资看点

短期来看，预计美联储将于 2024 年中开启降息周期，金价有望延续上涨。

中长期看，黄金的商品、货币与金融三重属性共振，黄金价值获得重估。

正文目录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 1. 商品属性：资源禀赋下降引发的成本端上升支撑金价 | 5 |
| 1.1 黄金供需状况与金价并无显著相关性 | 5 |
| 1.2 开采成本不断上升推动金价中枢上移 | 6 |
| 2. 货币属性：货币信用风险对冲以及避险功能不断强化 | 7 |
| 2.1 全球去美元化浪潮强化黄金货币属性 | 7 |
| 2.2 面对不确定性黄金成为首选避险资产 | 8 |
| 3. 金融属性：美联储降息周期下黄金配置价值再度突显 | 9 |
| 3.1 实际利率与金价负相关性阶段性弱化 | 9 |
| 3.2 通胀压力逐步缓解有望开启降息周期 | 10 |
| 3.3 美联储降息周期内黄金价格表现强劲 | 12 |
| 4. 投资建议：价格仍处上涨大周期，产量大的标的利润弹性大 | 12 |
| 4.1 中金黄金：黄金央企上市平台，金铜价格有望共振 | 12 |
| 4.2 赤峰黄金：推进降本增效，经营业绩改善 | 16 |
| 5. 风险提示 | 19 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1：黄金供给主要来自于矿产金与回收金 | 5 |
| 图表 2：黄金需求中投资与储备需求此消彼长 | 5 |
| 图表 3：全球黄金需求结构（2023 年） | 5 |
| 图表 4：黄金供需状况与金价相关性并不显著 | 5 |
| 图表 5：截至 2023 年底未开采黄金储量约 5.9 万吨 | 6 |
| 图表 6：全球大型黄金生产商平均生产成本不断上升 | 6 |
| 图表 7：中国矿产金自 2016 年以来持续下滑 | 6 |
| 图表 8：中国黄金需求结构（2023 年） | 6 |
| 图表 9：金价与美元指数呈现大周期反向波动特征 | 7 |
| 图表 10：美元指数构成 | 7 |
| 图表 11：美国对全球经济的贡献逐渐弱化 | 8 |
| 图表 12：美元在国际储备中的份额持续下滑 | 8 |
| 图表 13：金砖国家加速减持美债 | 8 |
| 图表 14：全球央行大幅增加黄金储备 | 8 |
| 图表 15：2011 年 8 月标普下调美国评级后金价大涨 | 9 |
| 图表 16：2022 年 2 月俄乌冲突后金价大幅上涨 | 9 |
| 图表 17：金价与实际利率呈现高度负相关性 | 9 |
| 图表 18：十年期国债拍卖因需求不佳导致收益率走高 | 9 |
| 图表 19：美联储自 23 年 7 月维持 5.5% 利率不变至今 | 10 |
| 图表 20：美联储总资产规模较高峰期下降但节奏放缓 | 10 |
| 图表 21：美国消费对经济拉动作用有所减弱（%） | 10 |
| 图表 22：居民储蓄/可支配收入占比低于疫情之前水平 | 10 |
| 图表 23：美国核心通胀压力持续回落 | 11 |
| 图表 24：就业市场紧张状况逐步缓解 | 11 |
| 图表 25：2023 年来核心粘性 CPI 持续回落 | 11 |
| 图表 26：美国经济活动持续放缓 | 11 |
| 图表 27：美联储 12 月议息会议显示 2024 年降息 80BP | 11 |
| 图表 28：基准情形下 2024Q2 核心 CPI 有望回落至 3% | 11 |
| 图表 29：历史上利率平台期金价平均上涨 5.4% | 12 |
| 图表 30：历史上降息周期金价平均上涨 25% | 12 |

| | | |
|--------|------------------------------|----|
| 图表 31: | 中金黄金营业收入及增速 | 13 |
| 图表 32: | 中金黄金归母净利润及增速 | 13 |
| 图表 33: | 中金黄金矿产金和冶炼金产量 | 13 |
| 图表 34: | 中金黄金矿产铜和电解铜产量 | 13 |
| 图表 35: | 中金黄金分业务收入和成本预测 | 14 |
| 图表 36: | 中金黄金盈利预测及财务指标 | 15 |
| 图表 37: | 中金黄金可比公司估值表 | 15 |
| 图表 38: | 赤峰黄金营业收入及增速 | 16 |
| 图表 39: | 赤峰黄金归母净利润及增速 | 16 |
| 图表 40: | 赤峰黄金 2023 年前三季度销售成本变动 | 17 |
| 图表 41: | 赤峰黄金 2023 年前三季度可维持成本变动 | 17 |
| 图表 42: | 赤峰黄金分业务收入和成本预测 | 18 |
| 图表 43: | 赤峰黄金盈利预测及财务指标 | 19 |
| 图表 44: | 赤峰黄金可比公司估值表 | 19 |

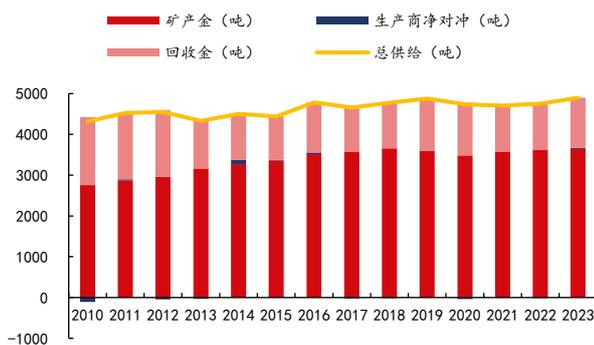
1. 商品属性：资源禀赋下降引发的成本端上升支撑金价

1.1 黄金供需状况与金价并无显著相关性

黄金供给主要来自于矿产金、生产商净对冲与回收金。矿产金系从金矿或其它有色金属伴生矿中开采出来的黄金，受资源储量和开采周期影响，供给弹性较小；生产商净对冲系黄金生产商根据黄金价格波动在现货、期货以及期权市场套期保值时买入或卖出的净额，整体规模较小；再生金系将已有的黄金制品进行回收提纯后再利用的黄金，供给弹性较大。根据世界黄金协会统计，2023 年全球黄金总供给 4898.8 吨，同比增长 3%。其中：矿产金/回收金分别为 3644.4/1237.3 吨，占比分别为 74%/25%。

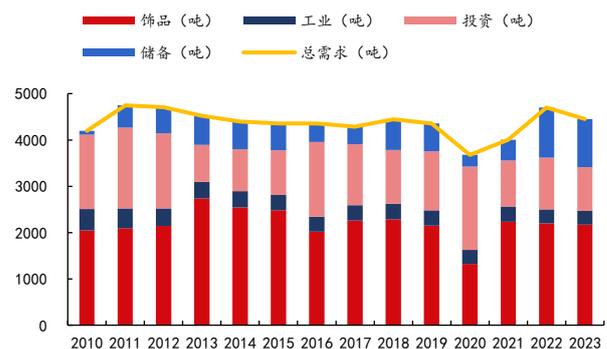
黄金需求由黄金饰品需求、工业用金需求、投资用金需求、央行储备需求四大类构成。整体来看，黄金饰品需求占比最大，基本稳定在 50%左右；工业用金需求占比最低，占比约为 7%；投资用金需求 2020 年之后呈现下降态势，占比约为 21%；与此同时，央行储备需求持续增加。继 2022 年全球央行净购金规模达到创历史纪录的 1081.9 吨之后，2023 年净购金规模达 1037.4 吨，为连续两年新增购金规模过千吨。

图表1：黄金供给主要来自于矿产金与回收金



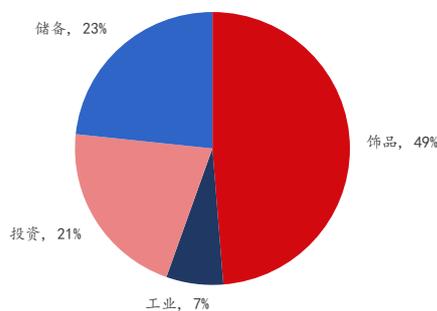
资料来源：世界黄金协会，国联证券研究所

图表2：黄金需求中投资与储备需求此消彼长



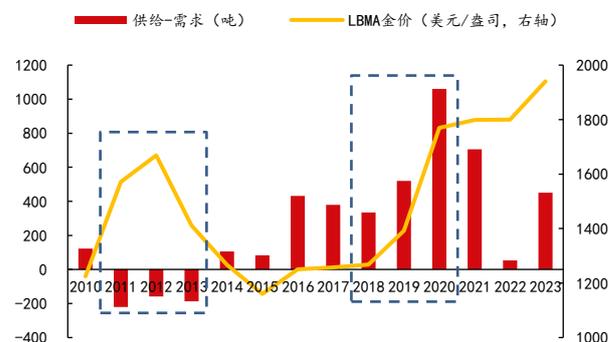
资料来源：世界黄金协会，国联证券研究所

图表3：全球黄金需求结构（2023 年）



资料来源：世界黄金协会，国联证券研究所

图表4：黄金供需状况与金价相关性并不显著



资料来源：世界黄金协会，国联证券研究所

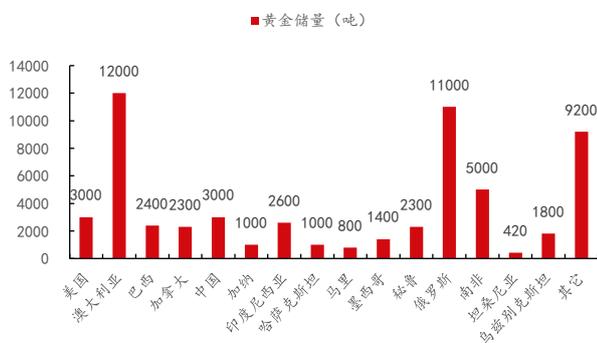
黄金供需状况与金价并无显著相关性。全球矿产金供应基本稳定，主要影响金价长期趋势。回收金占比较低，且与金价呈现一定程度上的正相关性。金价上涨，回收金供应量相应增加。但其应是金价波动结果，而非原因。需求方面，饰品与工业用金需求较为稳定，两者合计占比近 60%。投资需求波动较大，影响金价短期走势。长期来看，央行储备需求在黄金需求中的占比近年来走高，影响金价走势。我们用总供给-总需求代表供给状况发现，2011-2013 年，黄金供不应求，金价回落；2018-2020 年，黄金供给过剩，而金价持续上涨。这表明，金价与黄金供需之间的相关性并不显著。

国内矿产金数量持续下降，消费需求旺盛。受自然保护区内矿业权清退、矿业权出让收益政策、氰渣作为危险废物管理、矿山资源枯竭等因素的影响，矿产金产量自 2016 年起持续下滑。同时，黄金消费需求旺盛，年消费量超过千吨。根据中国黄金协会统计数据，2023 年饰品需求占比 65%，投资需求占比 27%，工业需求占比 8%。

1.2 开采成本不断上升推动金价中枢上移

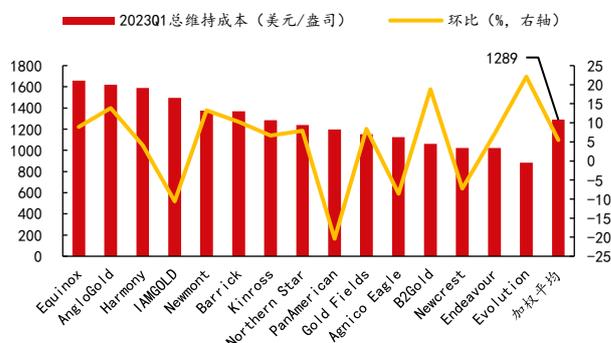
黄金开采成本上升对金价支撑作用日益突显。根据美国地质调查局 (USGS) 统计数据，截至 2023 年底，全球未开采黄金储量约 5.9 万吨。若按照 2023 年全球矿产金产量 3644.4 吨计算，大约还可以开采 16 年。由于黄金为不可再生资源，长期的开采活动导致矿石品位下降难以避免。根据标准普尔统计数据，2022 年全球黄金原矿平均开采品位 1.31 克/吨，较 2012 年下滑 13.4%。全球范围内，由于现有矿山品位下降、能源成本上升以及人工和环保等原因，开采成本上升或是不可逆的大趋势。根据标准普尔统计数据，2023Q1 全球 15 大黄金生产商加权平均总维持成本为 1289 美元/盎司，较 2022Q4 上涨 5.5%。长期看，由于成本端支撑，黄金价格重心不断上移。

图表5：截至 2023 年底未开采黄金储量约 5.9 万吨



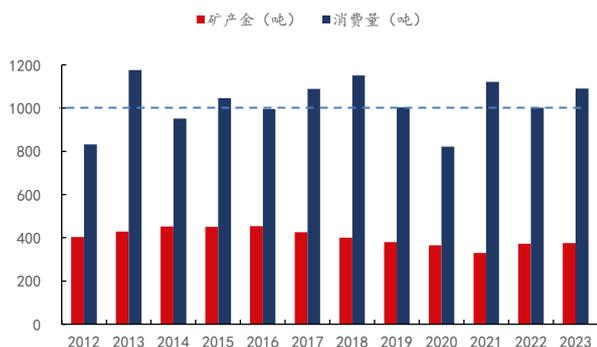
资料来源：USGS，国联证券研究所

图表6：全球大型黄金生产商平均生产成本不断上升



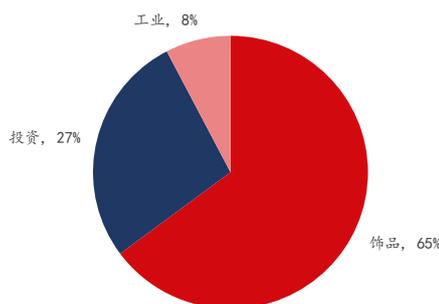
资料来源：标准普尔，国联证券研究所

图表7：中国矿产金自 2016 年以来持续下滑



资料来源：中国黄金协会，国联证券研究所

图表8：中国黄金需求结构 (2023 年)



资料来源：中国黄金协会，国联证券研究所

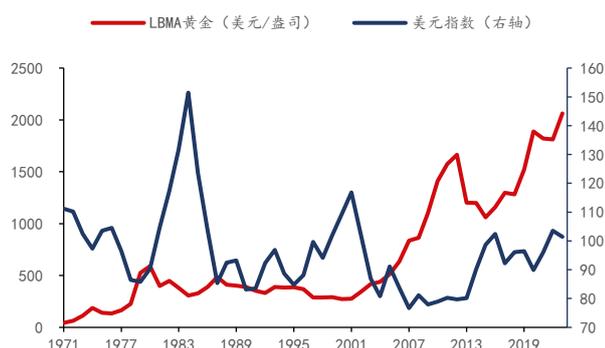
2. 货币属性：货币信用风险对冲以及避险功能不断强化

黄金由于其天然稀缺性以及良好的自然属性，历史上曾长时间作为法定货币。在布雷顿森林体系解体后，黄金逐渐退出历史舞台。但在信用货币体系下，黄金仍保留部分货币职能，例如支付手段和储备功能。世界百年未有之大变局下，近几年来多国外央行持续增加黄金储备，以应对全球政治和经济的不确定性上升的风险。黄金的货币属性，主要体现在金价受其计价货币美元以及短期市场避险情绪等因素的影响。

2.1 全球去美元化浪潮强化黄金货币属性

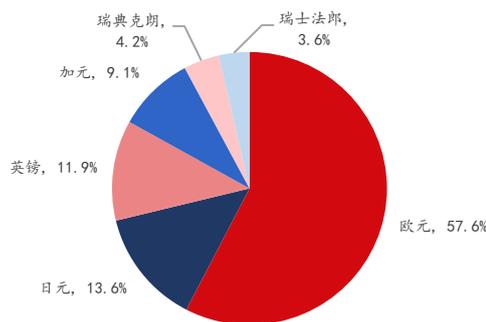
由于国际黄金市场通常以美元作为计价货币，美元指数变化相应地影响金价表现。当美元贬值时，黄金本身价值没有发生变化，则体现为金价上涨；反之，当美元升值时，金价往往下跌。但二者之间并非呈现稳定负相关性，经常观察到黄金价格与美元指数阶段性出现同向波动。这主要是由于美元与黄金都具备货币属性，二者之间存在部分相互替代的效应。从实证统计角度来看，黄金自与美元脱钩以来，二者之间相关系数为-0.3，为弱负相关。这是由于美元指数是综合反映美元在国际外汇市场的汇率情况的指标，用来衡量美元对一揽子货币的汇率变化程度，是一个相对指标。

图表9：金价与美元指数呈现大周期反向波动特征



资料来源：Wind，国联证券研究所

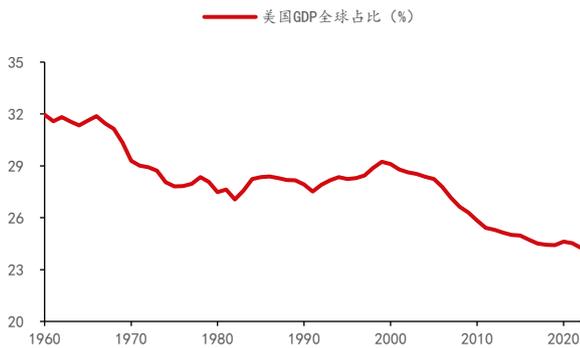
图表10：美元指数构成



资料来源：ICE，国联证券研究所

美元指数本质上表征的是美国在全球地位。美元是目前世界上最重要的货币，它在国际贸易、金融市场、储备货币等方面都占据着主导，但其地位不断下降。美国GDP占比从上世纪六七十年代的30%以上下滑至2022年的不足25%，美元在国际储备中的份额也从2000年前后的超过70%下滑至2023年的不足60%，美元走弱支撑金价。

图表11: 美国对全球经济的贡献逐渐弱化



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表12: 美元在国际储备中的份额持续下滑



资料来源: Wind, 国联证券研究所

全球“去美元化”浪潮或强化黄金货币属性。近年来特别是俄乌冲突后，以美国为首的七国集团大搞经济制裁引发了各国对过度依赖美元的担忧，加速了全球范围内的“去美元化”，刺激了对美元替代品的需求。美国滥用美元地位、严重透支美元信用，导致其他国家为了保护本国实际经济利益而在美元体系之外寻求多元化的贸易结算、计价和储备体系，进而推动国际“去美元化”渐成趋势。黄金作为美元信用风险有效对冲工具，正越来越受到关注，全球央行增持黄金储备以增强抗风险能力。

图表13: 金砖国家加速减持美债



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表14: 全球央行大幅增加黄金储备



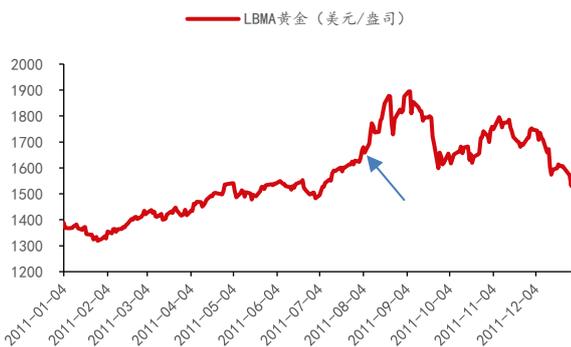
资料来源: 世界黄金协会, 国联证券研究所

2.2 面对不确定性黄金成为首选避险资产

黄金作为避险资产是由于其价值稳定以及广泛的认可度。一般来说，一个主权国家的货币信用来自于政府背书。当国家信用出现危机时，信用货币贬值，黄金作为可替代的货币就会发挥其保护资产的作用。例如，2011年8月6日，国际评级机构标准普尔正式宣布，将美国AAA级长期主权债务评级下调一级至AA+，评级前景展望为“负面”。引发对美国债务违约的担忧，国际金价受此消息影响短期内大幅走高。

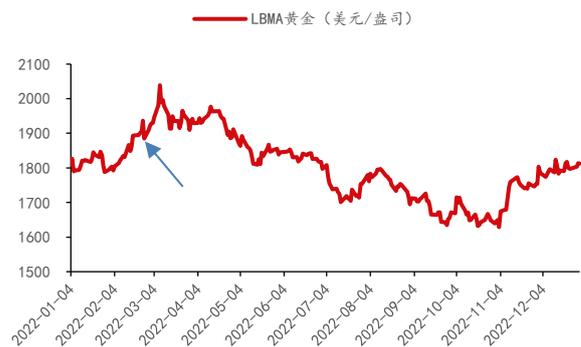
大国博弈冲击全球秩序提振金价。百年未有之大变局下，全球政治和经济面临的不确定性风险不断上升。例如2018年中美贸易摩擦、2022年俄乌冲突以及2023年巴以冲突等，都在一定程度上影响了全球地缘政治格局，黄金在短期均表现强劲。

图表15：2011年8月标普下调美国评级后金价大涨



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表16：2022年2月俄乌冲突后金价大幅上涨



资料来源：Wind，国联证券研究所

3. 金融属性：美联储降息周期下黄金配置价值再度突显

黄金作为大类资产的重要组成部分，但由于持有黄金资产不能生息，唯一收益来自于金价上涨，因而具有“零息票”特征。当实际利率上升时，持有其它生息资产的收益更高，金价表现为下跌；当实际利率下降时，持有黄金获得相对收益。即：实际利率是持有黄金的机会成本，因而二者之间呈现负相关性。

3.1 实际利率与金价负相关性阶段性弱化

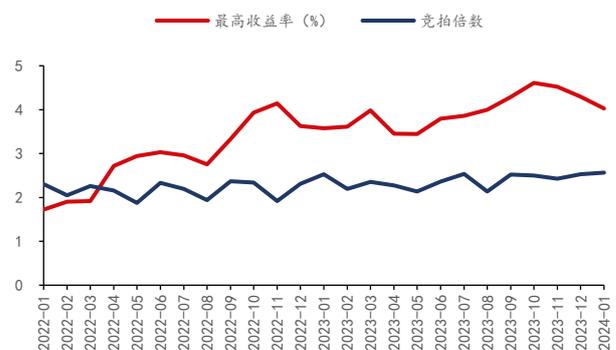
实践中通胀使用 TIPS 收益率衡量实际利率水平。由于实际利率无法观测，一般使用美国通胀保护债券 (TIPS) 收益率来衡量。实证结果显示，2003 年以来，黄金与十年期实际利率之间的相关系数为-0.7，为强负相关性。值得注意的是，2022 年以来，二者之间相关性有所弱化。我们认为，主要有四点原因：一是 TIPS 收益率并不能衡量真实的美国利率，是市场交易的结果，存在流动性溢价，特别是 2020 年美联储实施无限量化宽松 (QE) 导致 TIPS 收益率失真；二是美联储快速加息拉升各期限美债收益率，导致实际利率相应被动走高；三是 2023 年美国财政部大规模发行国债，而市场需求不佳，导致美债收益率走高；四是全球央行大幅购金行为，为金价上涨提供支撑。随着上述扰动因素消除，我们预计，二者之间负相关性有望回归。

图表17：金价与实际利率呈现高度负相关性



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表18：十年期国债拍卖因需求不佳导致收益率走高



资料来源：Wind，国联证券研究所

3.2 通胀压力逐步缓解有望开启降息周期

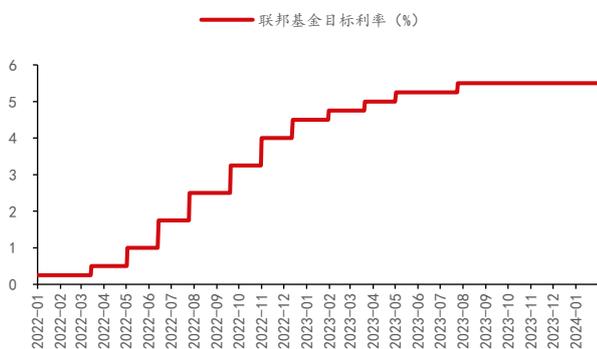
美联储紧缩节奏有所放缓。2022年3月以来，为应对不断攀升的通胀压力，美联储实施大幅加息并缩减资产负债表。截至当前，基准利率目标区间自0-0.25%上升至5.25-5.5%，累计加息525BP。资产负债表规模自最高9万亿美元回落至7.7万亿美元，流动性环境显著收紧。2023年7月以来，基准利率维持不变至今，2023年12月以来缩表力度也有所减弱，表明紧缩性货币政策有望结束，为新一轮宽松做准备。

消费拉动经济高增长难以维持。2023年尽管利率水平位于高位，但得益于强劲的居民消费，美国经济呈现强韧性。2023年美国GDP同比增长2.5%，Q4环比折年率增长3.3%。从分项数据来看，个人消费成为拉动经济主力。当前居民储蓄占可支配收入比例已跌破疫情之前平均水平，表明个人消费继续拉动经济增长的后劲不足。

通胀压力与就业市场紧张状况缓解。能源价格回落、疫后全球供应链恢复以及美联储激进加息抑制需求，美国2023年12月核心CPI为3.9%，持续放缓。而剔除食品和能源的核心粘性CPI也自2023年初以来持续下行，表明通胀压力或呈现趋势性下行。随着加息负面影响逐步显现，企业招聘需求下降，失业率存在反弹风险。高频指标显示，自2021年中以来，美国经济活动持续放缓，紧缩货币环境或难以持续。

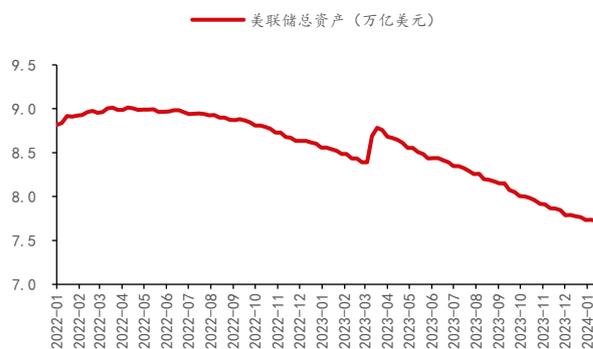
预计美联储2024年中期或启动降息。美联储12月议息会议结果显示，2024年降息80BP（对应大约3次降息），2025年降息100BP。基准情形下，我们预计，2024年Q2核心CPI有望回落至3%附近。届时，美联储降息的基础更加成熟。

图表19：美联储自23年7月维持5.5%利率不变至今



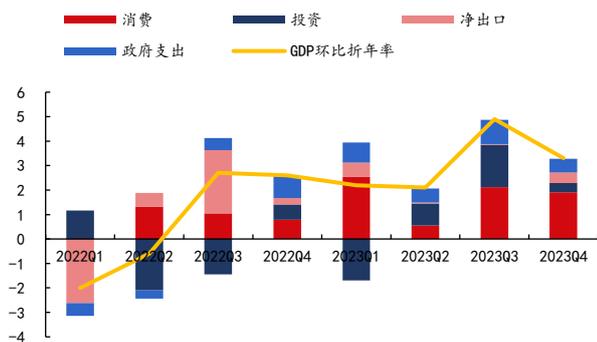
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表20：美联储总资产规模较高峰期下降但节奏放缓



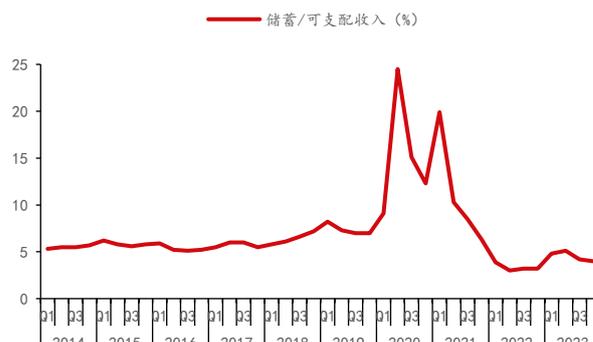
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表21：美国消费对经济拉动作用有所减弱（%）



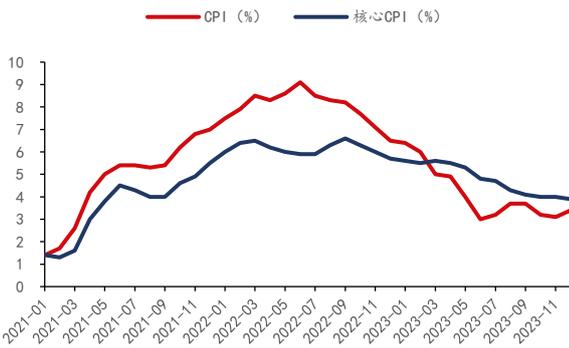
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表22：居民储蓄/可支配收入占比低于疫情之前水平



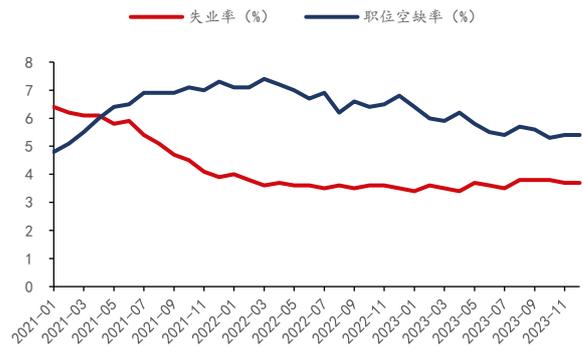
资料来源：圣路易斯联储，国联证券研究所

图表23：美国核心通胀压力持续回落



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表24：就业市场紧张状况逐步缓解



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表25：2023 年来核心粘性 CPI 持续回落



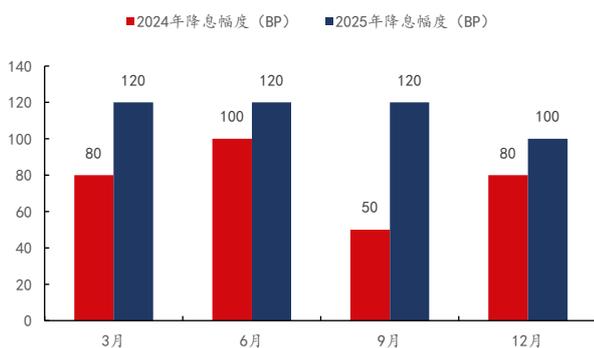
资料来源：圣路易斯联储，国联证券研究所

图表26：美国经济活动持续放缓



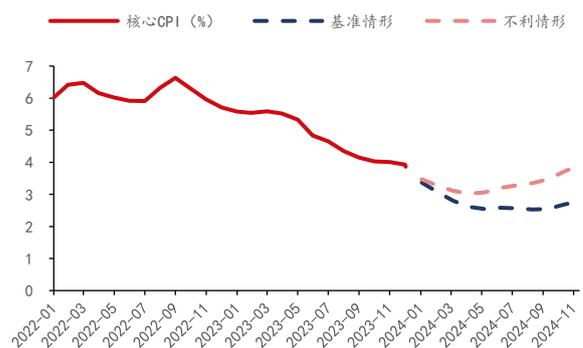
资料来源：纽约联储，国联证券研究所

图表27：美联储 12 月议息会议显示 2024 年降息 80BP



资料来源：美联储，国联证券研究所

图表28：基准情形下 2024Q2 核心 CPI 有望回落至 3%



资料来源：Wind，国联证券研究所

3.3 美联储降息周期内黄金价格表现强劲

降息利好金价表现。上世纪 80 年代以来，美国货币政策共经历 6 轮完整的降息周期。我们分别统计最后一次加息至降息前的利率平台期及整个降息周期黄金价格表现，可以发现，前 4 次利率平台期金价波动不大，或许是由于在最后一次加息之前市场已经提前计价部分降息预期。而 2006-07 年、2018-19 年则是由于国际金融危机以及中美贸易摩擦引发的避险情绪推动，金价大幅上涨。统计显示，6 轮利率平台期金价平均涨幅 5.4%。而在 6 轮降息周期中，金价则有 5 次录得上涨，平均涨幅达 25%。

图表29：历史上利率平台期金价平均上涨 5.4%

| 利率平台期 | | LBMA黄金 (美元/盎司) | 涨跌幅(%) |
|----------|------|----------------|---------|
| 第一轮 | 开始日期 | 1984.8.9 | 344.25 |
| | 结束日期 | 1984.9.19 | 340 |
| 第二轮 | 开始日期 | 1989.5.17 | 371.9 |
| | 结束日期 | 1989.6.5 | 365.2 |
| 第三轮 | 开始日期 | 1995.2.1 | 376.25 |
| | 结束日期 | 1995.7.5 | 384.25 |
| 第四轮 | 开始日期 | 2000.5.16 | 276 |
| | 结束日期 | 2001.1.2 | 271.1 |
| 第五轮 | 开始日期 | 2006.6.29 | 589.25 |
| | 结束日期 | 2007.9.17 | 719 |
| 第六轮 | 开始日期 | 2018.12.20 | 1259.75 |
| | 结束日期 | 2019.7.31 | 1427.5 |
| 平均涨幅 (%) | | | 5.4 |

资料来源：Wind，国联证券研究所（最后一次加息至下一轮降息前）

图表30：历史上降息周期金价平均上涨 25%

| 降息周期 | | LBMA黄金 (美元/盎司) | 涨跌幅(%) |
|----------|------|----------------|---------|
| 第一轮 | 开始日期 | 1984.9.20 | 338.75 |
| | 结束日期 | 1987.1.2 | 403.35 |
| 第二轮 | 开始日期 | 1989.6.6 | 364.9 |
| | 结束日期 | 1994.2.3 | 385.65 |
| 第三轮 | 开始日期 | 1995.7.6 | 384.15 |
| | 结束日期 | 1997.3.24 | 350.2 |
| 第四轮 | 开始日期 | 2001.1.3 | 267.15 |
| | 结束日期 | 2004.6.29 | 394.4 |
| 第五轮 | 开始日期 | 2007.9.18 | 714.75 |
| | 结束日期 | 2015.12.16 | 1075.25 |
| 第六轮 | 开始日期 | 2019.8.1 | 1406.8 |
| | 结束日期 | 2022.3.16 | 1913.2 |
| 平均涨幅 (%) | | | 25.0 |

资料来源：Wind，国联证券研究所（降息起始日至下一轮加息之前）

4. 投资建议：价格仍处上涨大周期，产量大的标的利润弹性大

黄金具备商品、货币与金融三重属性，新环境下三者形成共振，金价整体仍处于上涨大周期，其价值有望获得重估。在金价处于上涨周期中，黄金产量大的公司，其利润更具有弹性。

4.1 中金黄金：黄金央企上市平台，金铜价格有望共振

■ 集团黄金储量丰富

中金黄金股份有限公司（以下简称：中金黄金）成立于 2000 年 6 月，2003 年 8 月在上交所上市。公司大股东为中国黄金集团，截止 2023 年 9 月底，中国黄金集团持有中金黄金 45.84% 的股权，实际控制人为国务院国资委。中金黄金主营黄金等有色金属地勘、采选冶等业务。

中国黄金集团共拥有国内上市的中金黄金(600489.SH)、中国黄金(600916.SH)、中金辐照(300962.SZ)和在海外上市的中国黄金国际(2099.HK)四家上市公司，其中：中金黄金和中国黄金国际负责矿山采选业务。中国黄金集团承诺境内资源优先注入中金黄金，境外资产优先注入中国黄金国际。截至 2022 年底，中国黄金集团金资源储量 2100 吨，中金黄金金资源储量 507 吨、中国黄金国际（内蒙古太平矿业+华泰龙矿业）金资源储量 414 吨，集团尚未注入两家上市公司的金资源储量 1179 吨。

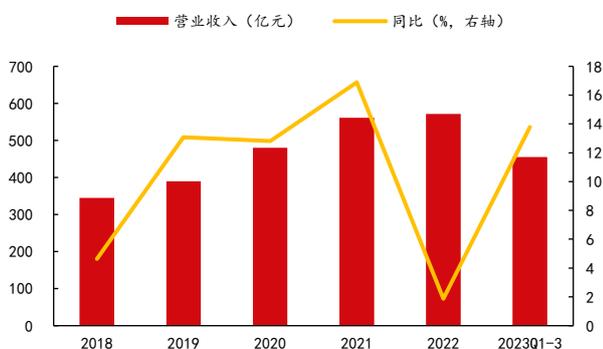
■ 铜、钼资源提升抗风险能力

2020 年公司通过发行股份购买资产的方式收购内蒙古矿业 90% 股权，主营业务新增铜、钼资源开发，对公司盈利改善明显。2022 年内蒙古矿业实现净利润 14.76 亿元、中金黄金净利润 25.01 亿元，内蒙古矿业利润占比 59%。由于内蒙古矿业的产品为铜、钼，是工业金属，属于风险资产；上市公司中金黄金的产品为黄金，是贵金属，属于避险资产。收购的完成后上市公司产品更加多元化，提升抗风险能力。

2018-2022年，公司营业总收入从345亿元增至572亿元、复合增速为13.5%，公司归母净利润从1.96亿元增至21.17亿元、复合增速为81.3%。从公司产量看，矿产金产量有所下滑，2018-2022年公司矿产金产量从24.36吨下降至19.93吨，冶炼金产量小幅增长从2018年的38.3吨增至40吨。由于并购完成，矿产铜产量大幅增长，2018-2022年公司矿产铜产量从1.8吨增至7.93吨，电解铜产量从2018年的32.08吨增至39.31吨。

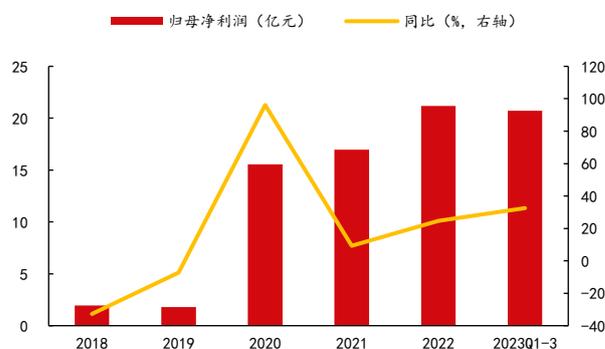
由于公司产品为大宗商品，产品售价参考交易所价格。2018-2022年，国内金价从271元/克涨至392元/克，国内铜价从50618元/吨涨至67501元/吨。因此，产品价格的上涨及矿产铜产量的增加是导致公司利润增长的主要原因。根据公司发布的2023年业绩快报，2023年公司归母净利润（追溯调整后）同比增加5.88-10.84亿元，参考公司2022年归母净利润（追溯调整后）18.95亿元，预计2023年公司归母净利润（追溯调整后）为24.83-29.79亿元。

图表31：中金黄金营业收入及增速



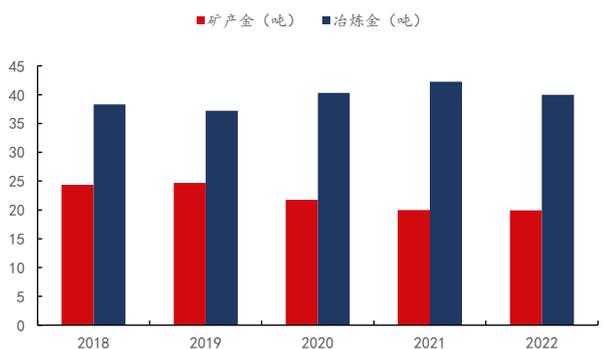
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表32：中金黄金归母净利润及增速



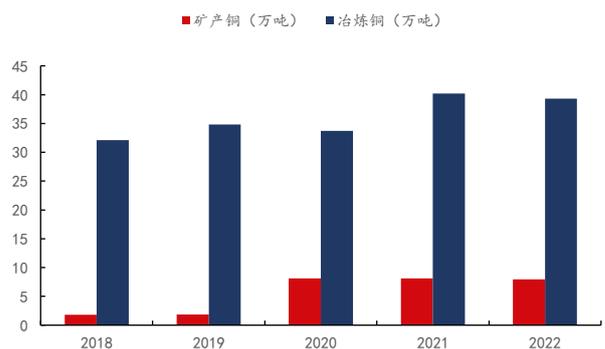
资料来源：Wind，国联证券研究所

图表33：中金黄金矿产金和冶炼金产量



资料来源：公司年报，国联证券研究所

图表34：中金黄金矿产铜和电解铜产量



资料来源：公司年报，国联证券研究所

■ 莱州中金注入完成，2025年有望投产

为解决集团和上市公司的同业竞争及扭转矿产金产量下滑趋势，23年中金黄金收购控股股东中国黄金集团持有的莱州中金矿业有限公司（简称：莱州中金）100%股权。莱州中金持有莱州汇金44%股权，莱州汇金持有纱岭金矿采矿权。根据纱岭金矿采矿权评估报告，矿山可采金（金属量）247吨，平均品位3.16克/吨。纱岭金矿为地下开采，采矿证规模396万吨/年。纱岭金矿预计25年下半年投产，2025-2027年黄金产量1.39/5.54/9.7吨，2028年达产后黄金产量稳定在11.08吨。

■ 盈利预测与投资评级

产量假设:我们预计 2023-2025 年公司矿产金产量 19/20.5/23 吨, 矿产铜产量 7.64/7.64/7.64 万吨, 矿产钼产量 7000/7000/7000 吨

价格假设:我们预计 2023-2025 年黄金价格 450/455/460 元/克, 国内铜价 6.8/6.9/7.2 万元/吨, 国内钼价 38.5/37/35 万元/吨

成本假设:我们预计 2023-2025 年公司矿产金生产成本 300/300/300 元/克, 矿产铜生产成本 2.23/2.23/2.23 万元/吨, 矿产钼生产成本 12/12/12 万吨/吨; 冶炼业务毛利率 2.74%/2.74%/2.74%。

图表35: 中金黄金分业务收入和成本预测

| 会计年度 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|---------|---------|---------|
| 产量 (吨, 万吨) | | | |
| 矿山金 | 19.0 | 20.5 | 23.0 |
| 矿山铜 | 76400 | 76400 | 76400 |
| 矿山钼 | 7000 | 7000 | 7000 |
| 售价 (元/克, 元/吨) | | | |
| 矿山金 | 450 | 455 | 460 |
| 矿山铜 | 67,987 | 69,000 | 72,000 |
| 矿山钼 | 385,000 | 370,000 | 350,000 |
| 生产成本 (元/克, 元/吨) | | | |
| 矿山金 | 300 | 300 | 300 |
| 矿山铜 | 22329 | 22329 | 22329 |
| 矿山钼 | 120000 | 120000 | 120000 |
| 冶炼业务毛利率 | | | |
| 冶炼业务 | 2.74% | 2.74% | 2.74% |
| 黄金产品 (亿元) | | | |
| 收入 | 379.14 | 386.87 | 399.34 |
| 成本 | 346.97 | 351.47 | 358.97 |
| 毛利率 | 8.48% | 9.15% | 10.11% |
| 铜产品 (亿元) | | | |
| 收入 | 273.22 | 272.90 | 273.71 |
| 成本 | 242.56 | 242.56 | 242.56 |
| 毛利率 | 11.22% | 11.12% | 11.38% |
| 其他产品 (亿元) | | | |
| 收入 | 49.67 | 47.47 | 46.23 |
| 成本 | 31.16 | 31.16 | 31.16 |
| 毛利率 | 37.26% | 34.36% | 32.60% |

资料来源: iFinD, 国联证券研究所

注: 黄金、铜及其他产品收入和成本未考虑内部抵消

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 582.22/586.52/596.45 亿元，同比变动 1.87%/0.74%/1.69%，复合增速 1.43%；归母净利润分别为 28.67/29.73/33.29 亿元，同比变动 35.43%/3.7%/11.95%，复合增速 16.28%；EPS 分别为 0.59/0.61/0.69 元。

图表36：中金黄金盈利预测及财务指标

| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元） | 47995.32 | 56102.50 | 57150.95 | 58222.07 | 58651.50 | 59644.60 |
| 增长率（%） | 23.18% | 16.89% | 1.87% | 1.87% | 0.74% | 1.69% |
| 归母净利润（百万元） | 1554.64 | 1697.84 | 2117.14 | 2867.18 | 2973.33 | 3328.55 |
| 增长率（%） | 769.64% | 9.21% | 24.70% | 35.43% | 3.70% | 11.95% |
| 每股收益 EPS（元） | 0.32 | 0.35 | 0.44 | 0.59 | 0.61 | 0.69 |
| 销售毛利率 | 12.91% | 11.49% | 11.71% | 13.69% | 13.70% | 14.13% |
| 销售净利率 | 4.03% | 3.49% | 4.38% | 5.82% | 5.99% | 6.59% |
| 净资产收益率（ROE） | 6.64% | 6.83% | 8.18% | 10.66% | 10.64% | 11.42% |
| 市盈率（P/E） | 31.37 | 28.72 | 23.03 | 17.01 | 16.40 | 14.65 |
| 市净率（P/B） | 2.08 | 1.96 | 1.88 | 1.81 | 1.74 | 1.67 |

资料来源：iFind，国联证券研究所

注：股价为 2024 年 2 月 20 日收盘价

参考 A 股可比公司估值，可比公司 2024 年估值均值 20.6X。我们给予中金黄金 2024 年 20.6X PE，目标价 12.65 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表37：中金黄金可比公司估值表

| 证券简称 | 收盘价 | 每股收益 | | | 市盈率 | | |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 2023E | 2024E | 2025E | 2023E | 2024E | 2025E |
| 山东黄金 | 21.38 | 0.49 | 0.66 | 0.86 | 43.8 | 32.5 | 24.7 |
| 银泰黄金 | 14.97 | 0.56 | 0.65 | 0.77 | 27.0 | 23.0 | 19.5 |
| 赤峰黄金 | 13.16 | 0.50 | 0.72 | 0.86 | 26.2 | 18.2 | 15.3 |
| 湖南黄金 | 11.68 | 0.54 | 0.70 | 0.92 | 21.8 | 16.7 | 12.6 |
| 紫金矿业 | 13.10 | 0.85 | 1.03 | 1.26 | 15.3 | 12.7 | 10.4 |
| 平均值 | | | | | 26.8 | 20.6 | 16.5 |
| 中金黄金 | 10.06 | 0.59 | 0.61 | 0.69 | 17.0 | 16.4 | 14.7 |

资料来源：iFind，国联证券研究所

注：股价为 2024 年 2 月 20 日收盘价

■ 风险提示

美联储继续加息；全球央行抛售黄金；金、铜、钨价格下跌；金、铜、钨产量不及预期；安全、环保、政策等因素对生产的不利影响。

4.2 赤峰黄金：推进降本增效，经营业绩改善

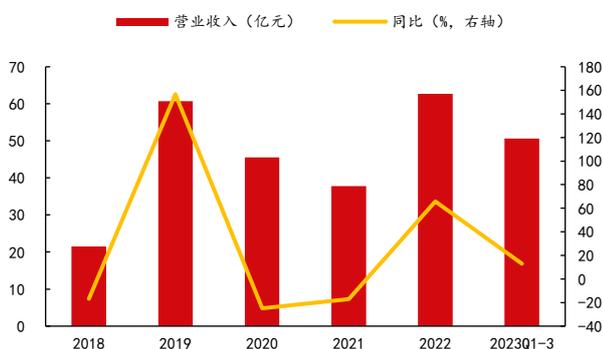
■ 外延并购推进，黄金产量增长

赤峰黄金股份有限公司（以下简称：赤峰黄金）的前身是广州市宝龙特种汽车股份有限公司（简称：ST 宝龙）。2012 年，公司通过借壳 ST 宝龙实现上市。自借壳上市以来，公司本着外延式发展的战略持续进行并购。2013 年收购五龙矿业 100% 股权，2015 年收购雄风环保 100% 股权和广源科技 55% 股权，2018 年收购 LXML（万象矿业）90% 股权，2019 年收购瀚丰矿业 100% 股权，2021 年收购金星资源 62% 股权，2022 年收购昆明新恒河矿业 51% 股权。

公司的主营业务为黄金、有色金属矿采选业务，主要通过下属子公司开展。境内子公司吉隆矿业、华泰矿业、五龙矿业、锦泰矿业从事黄金采选业务；全资子公司瀚丰矿业从事锌、铅、铜、钼采选业务；位于老挝的控股子公司万象矿业主要从事金、铜矿采选业务；位于加纳的控股子公司金星瓦萨主要从事黄金采选业务。此外，公司控股子公司广源科技属资源综合回收利用行业，从事废弃电器电子产品处理业务。

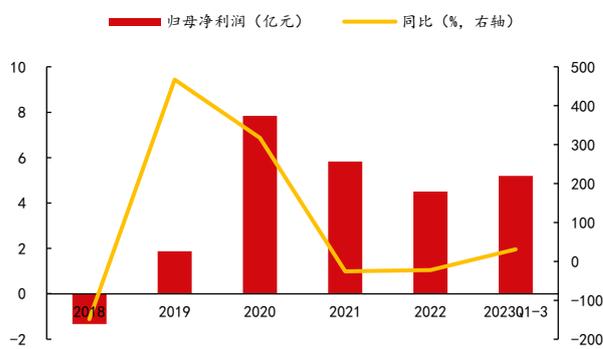
2018-2022 年，公司营业总收入从 21.53 亿元增至 62.67 亿元，复合增速 30.62%；公司归母净利润从 -1.33 亿元增至 4.51 亿元。从公司产量看，矿产金产量持续增长，2018-2022 年公司矿产金产量从 1.51 吨增至 13.57 吨，外延并购是导致公司产量增长的主要原因。

图表 38：赤峰黄金营业收入及增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表 39：赤峰黄金归母净利润及增速



资料来源：Wind，国联证券研究所

■ 主要项目继续推进，未来矿金产量有增长

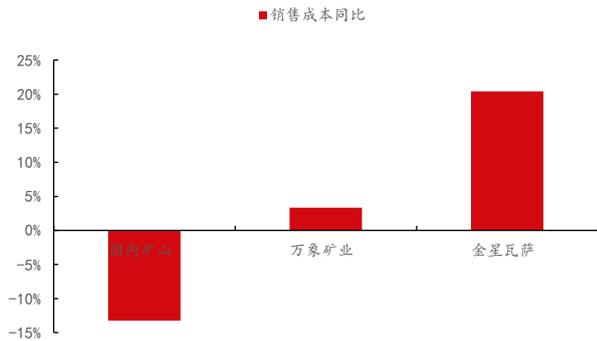
根据公司第一期员工持股计划，2022-2024 年公司矿产金产量考核目标为累计不低于 43 吨。2022 年公司矿产金产量 13.57 吨，2023 年公司矿产金计划产量不低于 14.6 吨。由于老挝和加纳出现洪水灾害，对矿山生产产生影响，我们预计 2023 年公司矿产金产量或低于 14.6 吨。如果员工持股考核计划完成，我们预计 2024 年公司矿产金产量不低于 14.83 吨。

根据公司 2023 年中报，目前在建的项目有四个，在建项目完成后公司矿产金产量仍有增长：万象矿区 Discovery 采区地下开采项目已逐步进行生产性采矿，可以补充地下开采矿石，选矿回收率的提升也有助于降低成本；金星瓦萨开拓 242 和 B-shoot 南延区两个新的井下采区，以提升未来采矿能力；吉隆矿业新增 18 万吨金矿石采选项目预计 2024 年 3 月试生产；五龙矿业 2023 年上半年日处理规模从 1200 吨增加到 1500 吨，未来日处理矿石量将增至 3000 吨。

■ 持续推进成本下降，为利润增长带来弹性

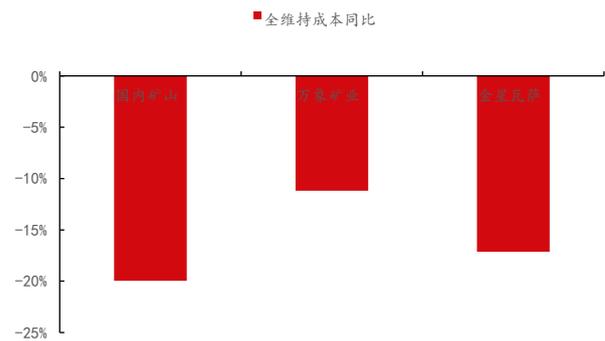
公司积极推进降本增效，2023 年前三季度，万象矿业全维持成本 1385.06 美元/盎司、同比下降 11.19%，金星瓦萨全维持成本 1213.92 美元/盎司、同比下降 17.13%，国内矿山全维持成本 211.71 元/克、同比下降 19.96%。由于 2023 年老挝和加纳矿山受洪水影响，导致境外矿山销售成本同比出现增长。随着 2024 年境外矿山洪水因素影响消除及公司继续推进降本增效，2024 年成本仍有下降空间。

图表40：赤峰黄金 2023 年前三季度销售成本变动



资料来源：公司 2023 年三季报，国联证券研究所

图表41：赤峰黄金 2023 年前三季度可维持成本变动



资料来源：公司 2023 年三季报，国联证券研究所

■ 盈利预测与投资评级

价格假设：我们预计 2023-2025 年国内金价 450/455/460 元/克，COMEX 金价 1943/1960/1980 美元/盎司，国内锌价 2.15/2.15/2.15 万元/吨，锌冶炼加工费 5300/5300/5300 元/吨

产量假设：我们预计 2023-2025 年公司矿产金产量 14.2/15.6/18.5 吨，矿产锌产量 0.6/2.2/2.2 万吨

成本假设：我们预计国内矿山生产成本 147/147/147 元/克，塞班矿山生产成本 1560/1482/1408 美元/盎司，金星瓦萨生产成本 1300/1235/1173 美元/盎司

图表42：赤峰黄金分业务收入和成本预测

| 会计年度 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|--------|--------|--------|
| 价格（元/克，美元/盎司，元/吨） | | | |
| 国内金价 | 450 | 455 | 460 |
| 海外金价 | 1,943 | 1,960 | 1,980 |
| 国内锌价 | 21,489 | 21,489 | 21,489 |
| 锌加工费 | 5,300 | 5,300 | 5,300 |
| 产量（吨） | | | |
| 黄金 | 14.2 | 15.6 | 18.5 |
| 锌 | 6,000 | 22,000 | 22,000 |
| 生产成本（元/克，美元/盎司） | | | |
| 国内 | 147 | 147 | 147 |
| 塞班 | 1,560 | 1,482 | 1,408 |
| 金星瓦萨 | 1,300 | 1,235 | 1,173 |
| 黄金板块（亿元） | | | |
| 收入 | 61.01 | 67.93 | 81.53 |
| 成本 | 40.78 | 42.50 | 46.10 |
| 毛利率 | 33.16% | 37.43% | 43.45% |
| 铅锌板块（亿元） | | | |
| 收入 | 0.79 | 2.90 | 2.90 |
| 成本 | 0.24 | 0.88 | 0.88 |
| 毛利率 | 69.65% | 69.65% | 69.65% |
| 电子拆解（亿元） | | | |
| 收入 | 3.05 | 3.05 | 3.05 |
| 成本 | 2.61 | 2.61 | 2.61 |
| 毛利率 | 14.44% | 14.44% | 14.44% |
| 其他业务（亿元） | | | |
| 收入 | 4.82 | 4.82 | 4.82 |
| 成本 | 2.91 | 2.91 | 2.91 |
| 毛利率 | 39.70% | 39.70% | 39.70% |

资料来源：iFinD，国联证券研究所

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 69.68/78.7/92.31 亿元，分别同比变动 11.18%/12.96%/17.29%，复合增速 13.78%；归母净利润分别为 7.82/11.66/17.06 亿元，分别同比变动 73.4%/49.09%/46.32%，复合增速 55.81%；EPS 分别为 0.47/0.7/1.03 元。

图表43：赤峰黄金盈利预测及财务指标

| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 4558.19 | 3782.62 | 6266.79 | 6967.63 | 7870.41 | 9230.87 |
| 增长率（%） | -24.89% | -17.01% | 65.67% | 11.18% | 12.96% | 17.29% |
| 归母净利润（百万元） | 784.02 | 582.58 | 451.12 | 782.23 | 1166.22 | 1706.36 |
| 增长率（%） | 317.01% | -25.69% | -22.57% | 73.40% | 49.09% | 46.32% |
| 每股收益 EPS（元） | 0.47 | 0.35 | 0.27 | 0.47 | 0.70 | 1.03 |
| 销售毛利率 | 30.83% | 33.26% | 28.64% | 33.20% | 37.87% | 43.12% |
| 销售净利率 | 18.07% | 16.23% | 7.88% | 12.29% | 16.23% | 20.24% |
| 净资产收益率（ROE） | 19.18% | 12.61% | 8.70% | 13.28% | 16.94% | 20.69% |
| 市盈率（P/E） | 27.93 | 37.59 | 48.54 | 27.99 | 18.78 | 12.83 |
| 市净率（P/B） | 5.36 | 4.74 | 4.22 | 3.72 | 3.18 | 2.65 |

资料来源：iFind，国联证券研究所

注：股价为 2024 年 2 月 20 日收盘价

参考 A 股可比公司估值，可比公司 2024 年估值均值 21.7X。我们给予赤峰黄金 2024 年 21.7X PE，目标价 15.23 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表44：赤峰黄金可比公司估值表

| 证券简称 | 收盘价 | 每股收益 | | | 市盈率 | | |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 2023E | 2024E | 2025E | 2023E | 2024E | 2025E |
| 中金黄金 | 10.06 | 0.61 | 0.68 | 0.73 | 16.5 | 14.7 | 13.8 |
| 银泰黄金 | 14.97 | 0.56 | 0.65 | 0.77 | 27.0 | 23.0 | 19.5 |
| 山东黄金 | 21.38 | 0.49 | 0.66 | 0.86 | 43.8 | 32.5 | 24.7 |
| 湖南黄金 | 11.68 | 0.54 | 0.70 | 0.92 | 21.8 | 16.7 | 12.6 |
| 平均值 | | | | | 27.3 | 21.7 | 17.7 |
| 赤峰黄金 | 13.16 | 0.47 | 0.70 | 1.03 | 28.0 | 18.8 | 12.8 |

资料来源：iFind，国联证券研究所

注：股价为 2024 年 2 月 20 日收盘价

■ 风险提示

美联储继续加息；全球央行抛售黄金；海外矿山所处国家的地缘政治风险、金、锌价格下跌；金、锌产量不及预期；安全、环保、政策等因素对生产的不利影响。

5. 风险提示

(1) **美国经济韧性超预期**。若美国经济表现超出预期，可能导致市场风险偏好提升，从而抑制金价。

(2) **美联储货币政策立场超预期**。若美联储维持鹰派政策立场或者降息力度低于预期，实际利率上行，对黄金不利。

(3) **金价大幅波动的风险**。金价受供求关系、全球宏观经济形势、美元走势等多种因素影响。若价格出现大幅波动，可能给公司经营带来风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|------|------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上 |
| | | 增持 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间 |
| | | 持有 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间 |
| | | 卖出 | 相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上 |
| | 行业评级 | 强于大市 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间 |
| | | 弱于大市 | 相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上 |

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼