

黄金行业专题 金价强势，黄金股配置价值凸显

行业研究 · 行业专题
投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：刘孟峦
010-88005312
liumengluan@guosen.com.cn
S0980520040001

证券分析师：杨耀洪
021-60933161
yangyaohong@guosen.com.cn
S0980520040005

◆ 黄金价格走势回顾

2025年年初(截止至3月14日)，COMEX金价涨幅约13.42%，沪金涨幅约12.53%。年初至今金价表现强势，我们认为主要是因为：1) 地缘风险，美国对外加关税推升避险情绪；2) 伦敦金逼仓风险，由于担心美国对黄金加征关税以及对诺克斯堡金库进行审查，Comex黄金相较于伦敦金有明显溢价，伦敦金被大量运往美国；3) 中美之间博弈，国内AI领域技术创新有重大突破，弱化美元，美元指数下行也利好黄金；4) 美联储主席偏鸽派的表态。

◆ 金价持续创新高，年内有望保持强势

美元信用：美元在全球外汇储备占比长期呈现下降趋势，驱动金价中枢持续上行。年初至今，美元指数快速调整，主要影响因素包括：1) 美国近期有部分宏观经济数据表现不佳，引发市场交易其衰退的风险，美联储仍处在降息的通道当中，美债利率中枢下行；2) 美国财政体系持续承压，美国财政部表示，本财年前四个月，美国联邦预算缺口扩大至创记录的8400亿美元；3) 美国对外加征关税，美元的避险属性逐步受到市场的质疑。

央行购金：全球央行购金量连续3年超过1000吨，远超2010-2021年平均473吨的水平。展望2025年，地缘政治风险和经济不确定性依然会使得各央行很有可能再次将黄金作为稳定的战略资产。

地缘风险：美国对全球的贸易战愈演愈烈，或持续触发避险情绪。另外，俄乌冲突和中东局势前景仍不明朗，或持续扰动市场情绪。

利率框架：美联储年内降息预期有所提升。美国2月制造业PMI为50.3，低于预期的50.8；2月CPI同比增加2.8%，低于预期的2.9%；2月失业率4.1%，高于预期的4.0%；2月非农就业人口增加15.1万人，低于预期的16.0万人。近期美国各项经济数据有所反复，市场交易今年预计会有3次总计75bp的降息。

◆ 金价和黄金股股价有所背离，后市估值有望修复

从一年维度来看（2024年年初至今3月14日），沪金涨幅约41%，申万有色指数涨幅约19%，黄金股票指数涨幅约27%，金价表现更优，我们认为其主要原因包括：

1) **产量方面：前两年产量增速放缓，未来两年有望提速。**根据我们的统计和预测，A股5家核心金矿企业2023年矿产金产量约85.98吨，同比增长2.54%，2024年产量约92.27吨，同比增长7.32%，2025年产量将达到108.30吨，同比增长17.37%，2026年产量将达到122.30吨，同比增长12.93%。

2) **业绩方面：企业利润有所起伏，兑现度有望持续稳步提升。**从2020年初至今，金价基本上呈现季度均值逐季度上升的趋势，对于金矿企业的利润而言，理应也是呈现季度利润逐季度上升的趋势，但是企业在实际经营过程中并非如此，总会有各种各样的障碍，使得企业利润总体有所起伏。我们认为，随着金价一直保持强势，企业连续几年实现高利润状态之后，资产负债表持续改善，资产质量持续改善，未来业绩兑现度有望持续稳步提升。

3) **估值方面：黄金股估值持续下降，2025年估值性价比高。**根据统计数据显示，A股黄金股估值从2020年年初开始持续下降，动态PE(TTM)约从2020年初50倍下降至目前25倍。预计2025年黄金均价同比2024年仍会有明显提升。若按照沪金均价为650元/克测算，预计2025年主流金矿企业PE在10-15倍之间。

◆ 相关标的：山东黄金、山金国际、中金黄金、赤峰黄金、湖南黄金、紫金矿业、招金矿业、玉龙股份

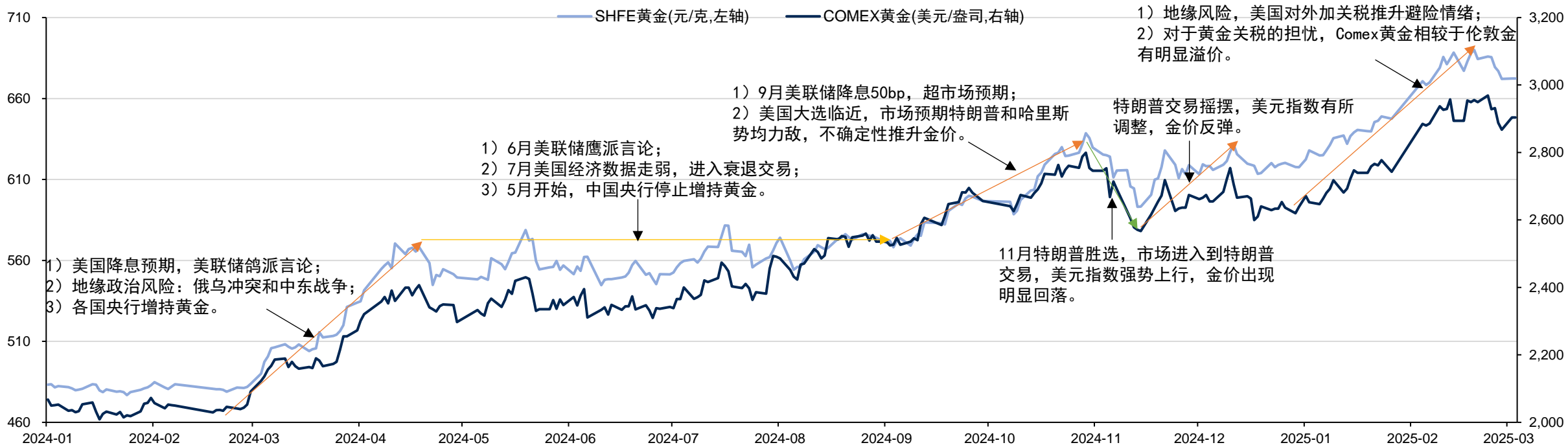
- ◆ [2024年至今黄金价格走势回顾](#)
- ◆ [金价持续创新高，年内有望保持强势](#)
- ◆ [金价和黄金股股价有所背离，后市估值有望修复](#)
- ◆ [相关标的](#)

2024年至今黄金价格走势回顾

◆ 2024年，COMEX金价涨幅约27.39%，沪金涨幅约28.21%。24年上半年，美国经济数据总体超预期，降息时间表进一步推迟，但金价表现出了非常强的韧性，我们认为其背后的主要原因是来自于各国央行持续的购金行为，而各国央行增持背后，我们认为主要是源于全球地缘政治风险和逆全球化的发展趋势，以及新兴国家淡化对美元过度依赖的需求也是不断提升。黄金价格和美元实际利率呈现比较强的负相关关系，24年上半年这个逻辑对于金价的解释效果是被弱化的。24年下半年，金价逻辑回归到传统分析框架体系中，9月18日美联储降息50bp至4.75%-5.00%，超出市场预期，11月7日美联储降息25bp至4.50%-4.75%，符合市场预期，12月18日美联储降息25bp至4.25%-4.50%，符合市场预期，美联储开启降息周期推升金价。另外，美国大选也是影响金价变化的重要因素，在大选落地之前，市场预期特朗普和哈里斯势均力敌，不确定性推升金价；在大选落地之后，市场进入到特朗普交易，美元指数强势上行，金价出现明显回落。年底，特朗普交易摇摆，美元指数有所调整，金价反弹。

◆ 2025年年初(截止至3月14日)，COMEX金价涨幅约13.42%，沪金涨幅约12.53%。年初至今金价表现强势，我们认为主要是因为：1) 地缘风险，美国对外加关税推升避险情绪；2) 伦敦金逼仓风险，由于担心美国对黄金加征关税以及对诺克斯堡金库进行审查，Comex黄金相较于伦敦金有明显溢价，伦敦金被大量运往美国；3) 中美之间博弈，国内AI领域技术创新有重大突破，弱化美元，美元指数下行也利好黄金；4) 美联储主席偏鸽派的表态。

图：2024年至今黄金价格走势回顾



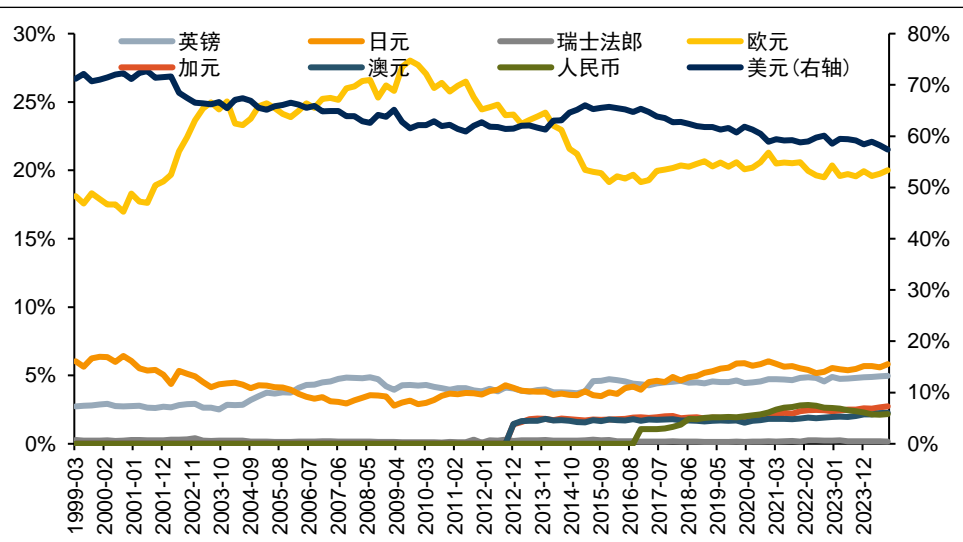
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

金价持续创新高，年内有望保持强势

美元信用：美元边际走弱刺激黄金需求

- ◆ **美元在全球外汇储备占比长期呈现下降趋势。**国信策略指出：国际金融体系中的安全资产一大主要构成是主要发达国家发行的主权债券，这些债券凭借发行主体的特殊属性获得市场信任。全球官方部门依托其制度优势和税收能力构建的偿付保障机制，使得此类债券具有区别于其他金融工具的本质安全性。但近年来部分海外高收入国家财政体系的持续承压暴露出结构性矛盾。福利支出刚性增长与税收调节能力弱化形成财政收支缺口，叠加危机时期债务扩张政策的长期影响，导致主权信用基础面临侵蚀风险。美元信用承压，美元在全球外汇储备占比降至60%以下。
- ◆ **年初至今（截止至3月14日），美元指数已下跌4.4%：**3月14日，美元指数跌至103.74，创三个月以来新低，主要影响因素包括：1）美国近期有部分宏观经济数据表现不佳，引发市场交易其衰退的风险，美联储仍处在降息的通道当中，美债利率中枢下行；2）美国财政体系持续承压，美国财政部表示，本财年前四个月，美国联邦预算缺口扩大至创记录的8400亿美元，推动因素包括医疗、社会保障和债务利息支付等领域的支出增加；3）美国对外加征关税，市场开始考虑关税不确定性对美国造成的负面影响，美元的避险属性逐步受到市场的质疑。

图：全球外汇储备占比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：金价和美元指数的反向关系



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

央行购金：对金价形成中长期推力



- ◆ 黄金储备是一国货币当局持有的，用以平衡国际收支，维持或影响汇率水平。作为金融资产持有的黄金，流动性极佳，在稳定国民经济、抑制通货膨胀、提高国际资信等方面有着特殊作用。近年来，全球风险事件多发，为应对逆全球化的发展趋势、日趋复杂的地缘政治局势等，全球央行大幅增加黄金持有量。而对于新兴经济体而言，对黄金的配置还可多元化其官方储备，降低对美元的过度依赖。
- ◆ 全球央行购金量连续3年超过1000吨，远超2010-2021年平均473吨的水平。世界黄金协会数据显示，2022年各国央行购金大幅提升，全年达1082吨；2023年继续保持净购入，全年达1037吨，成为最强劲的需求支撑点；2024年购金同比继续有所增长，全年达1045吨，其中24Q4单季度达到约333吨；新兴市场的黄金配置需求持续提升。虽然金价上涨可能会影响各国央行对黄金的需求，但净购买的长期趋势保持不变。

表：全球黄金供需平衡表（吨）

	2022	2023	2024	2023年第1季度	2023年第2季度	2023年第3季度	2023年第4季度	2024年第1季度	2024年第2季度	2024年第3季度	2024年第4季度
供应量											
金矿产量	3,624.80	3,644.40	3,661.20	855.10	900.90	940.40	939.90	871.60	907.00	989.80	953.60
生产商净套保量	-13.10	17.00	-56.80	39.40	-19.50	19.40	15.90	-24.80	8.50	0.20	-15.00
回收金	1,140.10	1,237.30	1,370.00	311.90	323.90	289.20	314.00	350.20	336.40	323.00	358.80
总供应量	4,751.90	4,898.80	4,974.50	1,206.40	1,205.30	1,249.00	1,269.70	1,197.00	1,251.90	1,313.00	1,297.40
需求量											
金饰制造	2,195.40	2,168.00	2,003.50	531.00	493.70	581.70	585.80	536.40	408.20	543.30	516.50
科技用金	308.70	297.80	326.10	71.20	71.00	75.40	80.20	80.50	80.20	83.00	83.70
投资需求	1,113.00	945.10	1,179.50	275.30	252.50	155.80	257.10	203.70	266.10	364.10	344.00
金条和金币总需求量	1,222.60	1,189.50	1,186.30	303.90	273.70	295.00	312.90	316.70	273.20	269.40	325.40
黄金ETFs及类似产品	-109.50	-244.40	-6.80	-28.60	-21.10	-139.20	-55.70	-113.00	-7.10	94.60	18.60
各国央行和其他机构	1,081.90	1,037.40	1,044.60	286.20	173.60	357.70	219.60	305.20	202.20	186.20	332.90
黄金需求	4,699.00	4,448.40	4,553.70	1,163.70	990.80	1,170.60	1,142.80	1,125.80	956.70	1,176.50	1,277.10
场外交易和其他需求	52.80	450.40	420.70	42.70	214.50	78.40	126.90	71.20	295.20	136.50	20.30
总需求	4,751.90	4,898.80	4,974.50	1,206.40	1,205.30	1,249.00	1,269.70	1,197.00	1,251.90	1,313.00	1,297.40
LBMA黄金价格（美元/盎司）	1,800.09	1,940.54	2,386.20	1,889.90	1,975.90	1,928.50	1,971.50	2,069.80	2,338.20	2,474.30	2,663.40

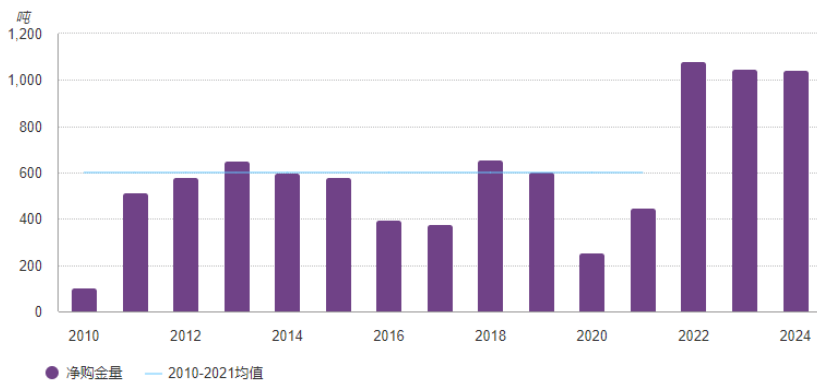
资料来源：世界黄金协会，国信证券经济研究所整理

央行购金：对金价形成中长期推力

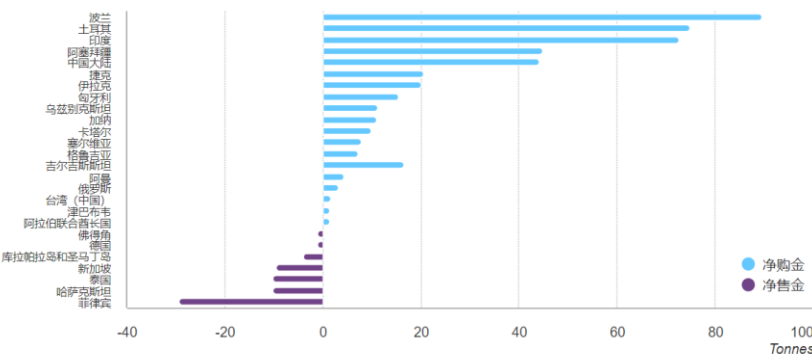
◆ 中国央行目前是全球第六大黄金持有国，其黄金储备政策以长期持有和阶段性增持为主，历史上极少公开出售黄金。中国央行曾于2022年11月至2024年4月连续18个月增持黄金，这一段期间的总增持量达到316吨，这一段期间金价涨幅达到约40%；2024年5月至2024年10月这6个月的时间暂停增持黄金；2024年11月、12月又分别增持5.0吨、10.3吨黄金。中国央行于2024年共增持44吨黄金，截止至2024年底，黄金储备总量约2279.6吨，占外汇储备比重仅5.5%，低于世界平均水平，也远低于欧美国家平均水平。

◆ 各国央行购金需求持续强劲，且多来自于新兴市场银行。世界黄金协会数据显示，2024年波兰国家银行增持90吨黄金，是年内最大黄金买家；土耳其中央银行增持75吨，仍是重要的黄金买家；印度储备银行增持73吨，同比2023年（16吨）大幅提升；阿塞拜疆国家石油基金2024年前三季度增持25吨，四季度数据暂未披露；除此之外还包括：伊拉克中央银行（20吨）、乌兹别克斯坦中央银行（11吨）、加纳中央银行（11吨）、吉尔吉斯共和国国家银行（6吨）、阿曼中央银行（4吨）、俄罗斯中央银行（3吨）以及津巴布韦中央银行（1吨）。世界黄金协会表示，展望2025年地缘政治风险和经济不确定性依然会使得各央行很有可能再次将黄金作为稳定的战略资产。

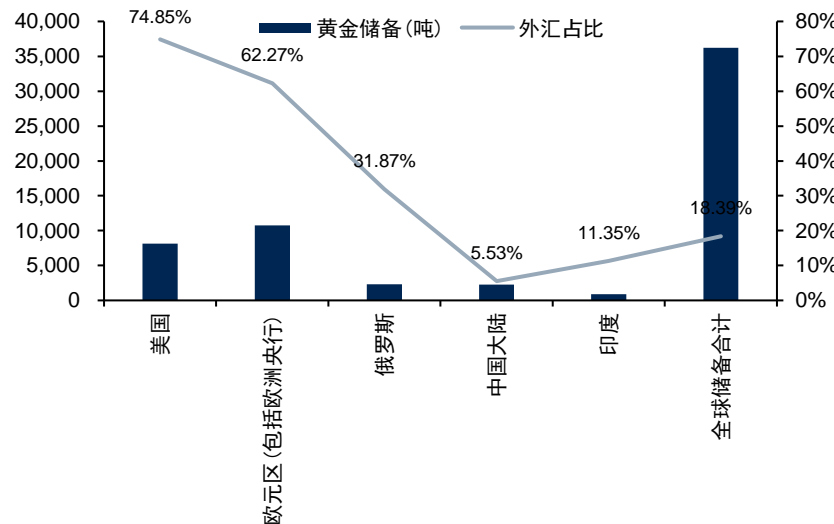
图：央行年度净购金量



图：2024年各央行净购金量和净售金量



图：全球主要经济体黄金储备和外汇占比



来源：金属聚焦公司, Refinitiv, GFMS, 世界黄金协会; 版权和其他权利
*数据截至2024年12月31日。

来源：国际货币基金组织, 各国银行, 世界黄金协会; 版权和其他权利
*数据截至2024年12月31日的可用数据。注：图表仅包括1吨或以上的购金/售金交易。**代表阿塞拜疆国家石油基金 (SOFAZ) 的黄金储备。

资料来源：世界黄金协会，国信证券经济研究所整理

资料来源：世界黄金协会，国信证券经济研究所整理

资料来源：世界黄金协会，国信证券经济研究所整理

◆ 特朗普2.0政策强调：对外加征关税、对内减税、鼓励化石能源、移民政策收紧——

➤ **对外加征关税：**特朗普于2月1日签署行政令，将对进口自墨西哥、加拿大两国的产品加征25%的关税，其中对加拿大能源产品的加税幅度为10%；于2月3日宣布将这一措施暂缓30天实施，于3月4日正式生效；特朗普于3月6日又签署行政令，调整对墨、加两国加征关税的措施，对符合“美墨加协定”优惠条件的进口商品暂时免征关税，直至4月2日。特朗普于2月1日签署行政令，将对进口自中国的商品加征10%的关税；于2月27日宣布，将对进口自中国的商品额外加征10%的关税；于3月4日正式生效。特朗普于2月26日在白宫举行的内阁会议上宣布，将对欧盟进口商品加征25%的关税，涉及汽车、农产品等关键领域，具体细节有待公布。另外特朗普于3月4日重申，将于4月2日开始征收“对等关税”。**美国对全球的贸易战愈演愈烈，或持续触发避险情绪。**

表：特朗普提及经济政策一览

	对经济影响	对通胀影响	具体内容
税收政策	++	++	提议为国内制造商提供特殊的低税率，把在美国生产产品的公司所缴纳的公司税率从21%降至15%，免征社保福利、加班工资、小费收入的税收
关税政策	-	+	对所有美国进口商品征收10%的统一基准关税。对从中国进口的美国商品征收60%的关税，考虑用关税取代所得税
移民政策	-	+	拟计划以大幅减少合法移民，包括家庭依亲和企业聘用外籍劳工等各类签证的受理
能源政策	/	-	拟终止《通胀削减法案》，降低可再生能源税收抵免，增加国内石油和天然气产量

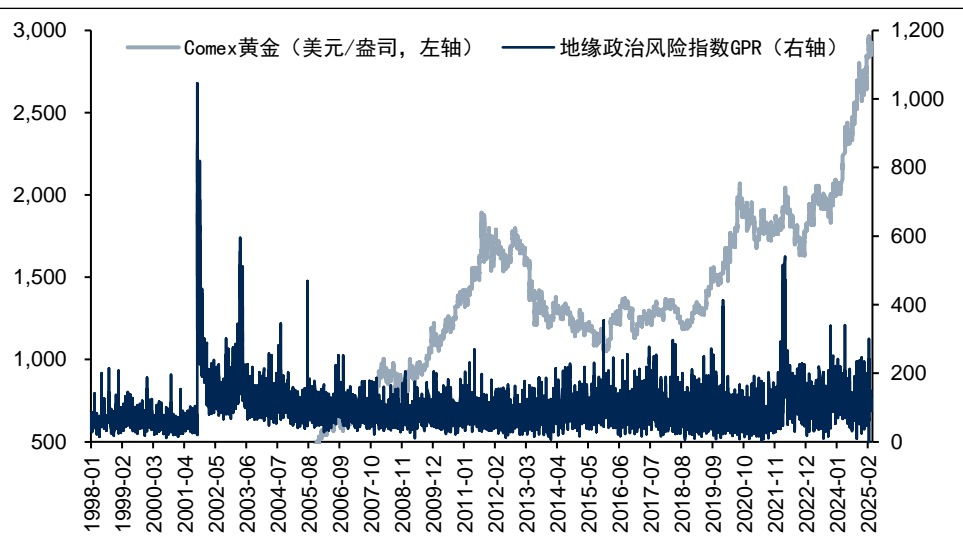
资料来源：华尔街日报，国信证券经济研究所整理

地缘风险：俄乌冲突和中东局势或持续扰动市场情绪

◆ **俄乌冲突：**截止到目前，俄乌冲突已持续3年多时间，目前仍处于“军事拉锯”与“外交博弈”的局势中。特朗普上任之后，有意调停俄乌冲突。美俄于2月18日在沙特举行会谈（乌克兰未参与），讨论停战安排，释放缓和信号。乌克兰总统泽连斯基于2月28日到访白宫，并与特朗普会面，双方发生激烈争吵，未签署美乌矿产协议；在此之后，特朗普正式指令国防部，中止一切对乌克兰的军事援助，包括拜登时期已经签署、即将发运的所有军事援助物资，都要停运，直到乌克兰领导人展现出足够的和平意愿为止。欧盟特别峰会于3月6日在比利时布鲁塞尔举行，欧盟各成员国领导人就进一步支持乌克兰达成了协议。俄乌双方在核心诉求方面的差异，以及美国和欧盟对乌克兰援助政策的持续性，均有较大的不确定性，使得和平进程仍举步维艰。

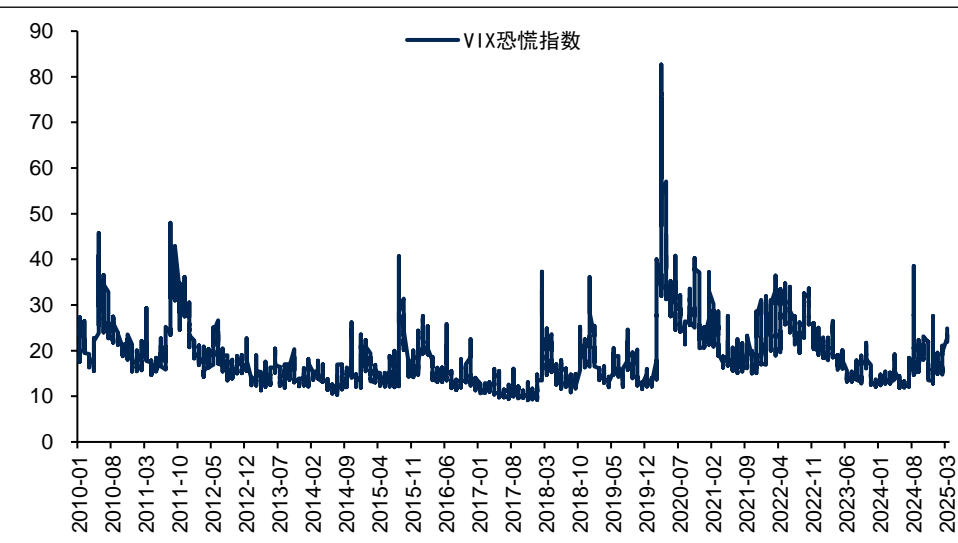
◆ **中东局势：**截止到目前，中东局势仍呈现高度复杂性和不确定性：1）巴以冲突，尽管国际社会推动加沙停火谈判，但哈马斯与以色列在关键条件上互不让步；2）也门与红海危机，2025年3月美国宣布对胡塞武装发动“致命打击”，目标是保障红海航运安全；3）叙利亚局势，2024年12月叙利亚过渡政府正式接管权力，2025年3月叙利亚发生大规模暴力事件，国内派系斗争，叠加外部势力的利益争夺，使得其和平前景渺茫。

图：地缘政治风险驱动金价不断创下新高



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：近期VIX恐慌指数快速上升



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

利率框架：美联储年内降息预期有所提升

- ◆ **美国经济数据边际向下但仍有韧性。**美国商务部于1月30日公布首次预估数据显示，2024年四季度GDP环比折年率增长2.3%，不及市场预期的2.6%，增速较三季度下降0.8个百分点；2024年实际GDP同比增长2.8%，增速较2023年下降0.1个百分点。美国四季度GDP表现略低预期但依然强劲。另外美国1月制造业PMI自2022年以来首次扩张，1月ISM制造业PMI为50.9，高于预期的50.0，前值为49.3，表明美国制造业前景趋于乐观，其中，新订单指数录得55.1，为2022年5月以来的最好表现，前值为52.5；但2月制造业PMI为50.3，低于预期的50.8，其中，新订单指数录得48.6，远不及预期的54.6。美国2月ISM服务业PMI为53.5，高于预期的52.5，前值为52.8，单月上升0.7个点。
- ◆ **美国通胀数据反复，表明通胀仍有韧性。**美国2月CPI同比增加2.8%，前值3.0%，市场预期2.9%，2月CPI环比增加0.2%，前值0.5%，市场预期0.3%；2月核心CPI同比增加3.1%，前值3.3%，市场预期3.2%，2月核心CPI环比增加0.2%，前值0.4%，市场预期0.3%。美国2月通胀数据有所降温。美国1月PCE同比增加2.5%，前值2.6%，市场预期2.5%，1月PCE环比增加0.3%，前值0.3%，市场预期0.3%；1月核心PCE同比增加2.6%，前值2.8%，市场预期2.6%，1月核心PCE环比增加0.3%，前值0.2%，市场预期0.3%。自美联储开始收紧货币政策以来，美国通胀数据已大幅下降，但通胀问题仍是困扰美国居民的棘手问题，通胀仍有韧性。

图：美国GDP变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：美国CPI和PCE变化

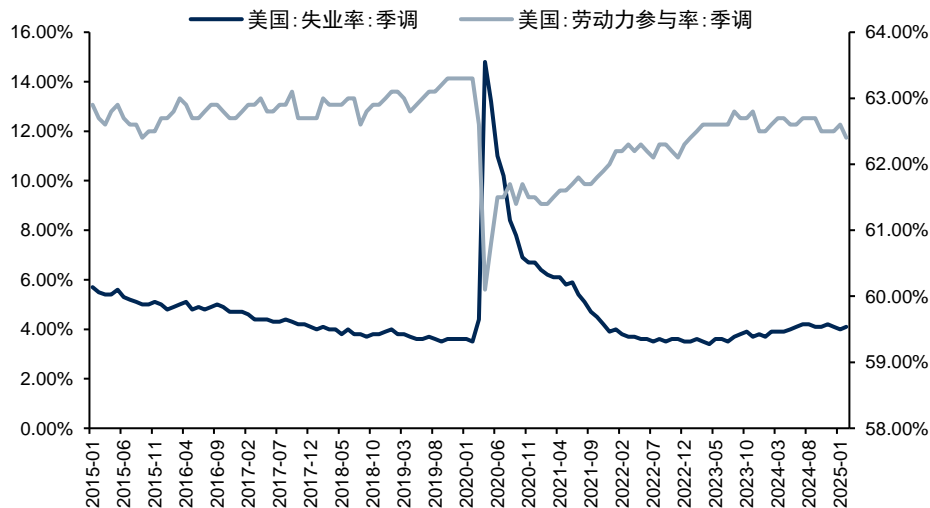


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 美国2月失业率高于预期，非农数据低预期——

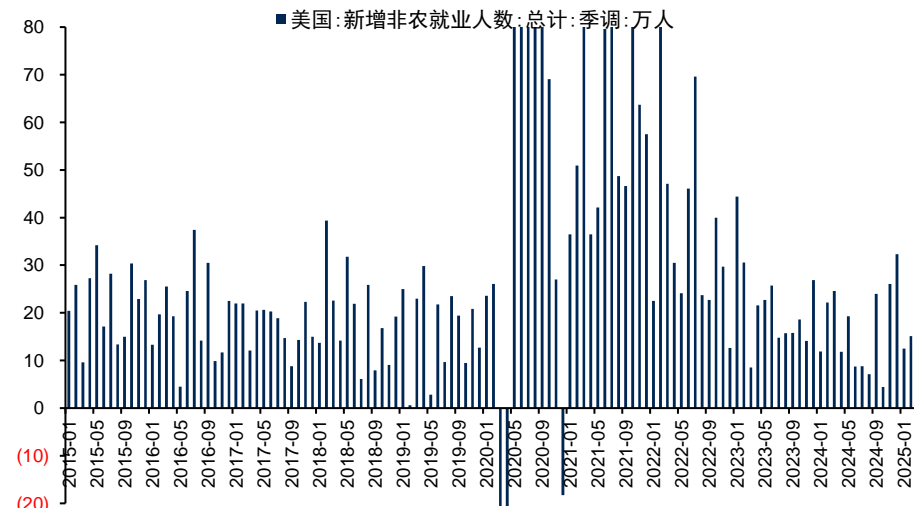
- **美国2月失业率高于预期。**美国2月失业率为4.1%，高于预期和前值的4.0%，失业率仍处在自2024年5月以来4.0%-4.2%的波动区间，失业率相对平稳，表明美国就业市场仍趋于平稳，未有明显恶化的迹象。美国2月劳动参与率为62.4%，相比前一个月下降0.2%。
- **美国2月非农数据低预期。**美国2月非农就业人口增加15.1万人，预估为增加16.0万人，前值由14.3万人下修至12.5万人。其中，美国1月非农低预期或许有部分原因是受到了洛杉矶山火的影响，虽然劳工统计局表示，洛杉矶大火以及美国其他地区的严冬天气对当月的就业情况“没有明显影响”；美国2月非农低预期主要是受“政府效率部”的政府减员行动的影响，当月政府部门新增就业仅1.1万人，是近10个月以来最低。

图：美国失业率与劳动力参与率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：美国非农就业人数



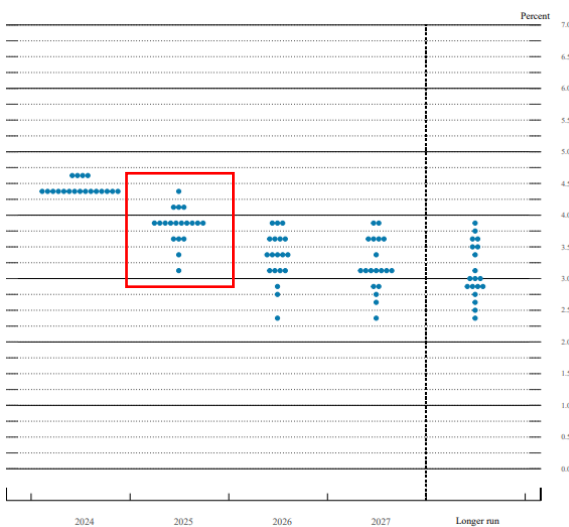
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

利率框架：美联储年内降息预期有所提升



- ◆ **1月不降息。**1月30日，美联储发布1月议息决议，联邦基金目标利率维持在4.25%-4.50%，符合市场预期。委员会力求在长期内实现最大就业和2%通货膨胀率。当前评估显示，实现就业与通胀双重目标的风险基本平衡。鉴于经济前景不确定性犹存，委员会将持续关注其双重使命所面临的双向风险。关于未来利率调整的幅度与时机，委员会将密切评估最新数据、经济前景演变及风险平衡。资产负债表缩减计划（QT）将继续执行，包括减持国债、机构债及机构抵押贷款支持证券。
- ◆ **市场预期3月大概率不降息。**美联储利率决策由数据驱动，也就决定了降息节奏受就业及通胀数据的影响。近期美国各项经济数据有所反复，整体边际向下但仍有韧性，美联储降息预期也有所调整，从最早预计今年会有4次总计100bp的降息调整为预计会有2次总计50bp的降息之后，近期市场又在交易预计会有3次总计75bp的降息。另外CME预测显示，3月不降息的概率为99%，降息25bp的概率仅为1%。

图：美联储议息会议纪要点阵图



资料来源：美联储，国信证券经济研究所整理

图：CME利率预测（3月17日）

CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450
2025/3/19				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	99.0%
2025/5/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	15.8%	84.0%
2025/6/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	12.6%	70.2%	17.0%
2025/7/30	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.6%	33.5%	51.0%	10.9%
2025/9/17	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.6%	20.7%	43.2%	28.6%	4.8%
2025/10/29	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	8.8%	28.4%	38.2%	20.5%	3.2%
2025/12/10	0.0%	0.0%	0.3%	3.7%	15.8%	31.9%	31.9%	14.3%	2.0%
2026/1/28	0.0%	0.0%	0.8%	5.5%	18.1%	31.9%	29.4%	12.5%	1.7%
2026/3/18	0.0%	0.2%	1.7%	7.8%	20.7%	31.4%	26.2%	10.5%	1.4%
2026/4/29	0.0%	0.4%	2.4%	9.3%	21.9%	30.8%	24.4%	9.5%	1.3%
2026/6/17	0.1%	0.5%	2.9%	10.3%	22.6%	30.4%	23.3%	8.9%	1.2%
2026/7/29	0.1%	0.6%	3.2%	10.8%	22.9%	30.0%	22.7%	8.5%	1.1%
2026/9/16	0.1%	0.7%	3.4%	11.1%	23.1%	29.8%	22.3%	8.3%	1.1%
2026/10/28	0.1%	0.6%	3.2%	10.4%	22.1%	29.2%	22.9%	9.6%	1.7%
2026/12/9	0.7%	3.4%	10.8%	22.3%	29.1%	22.6%	9.3%	1.7%	0.1%

资料来源：CME Group，国信证券经济研究所整理

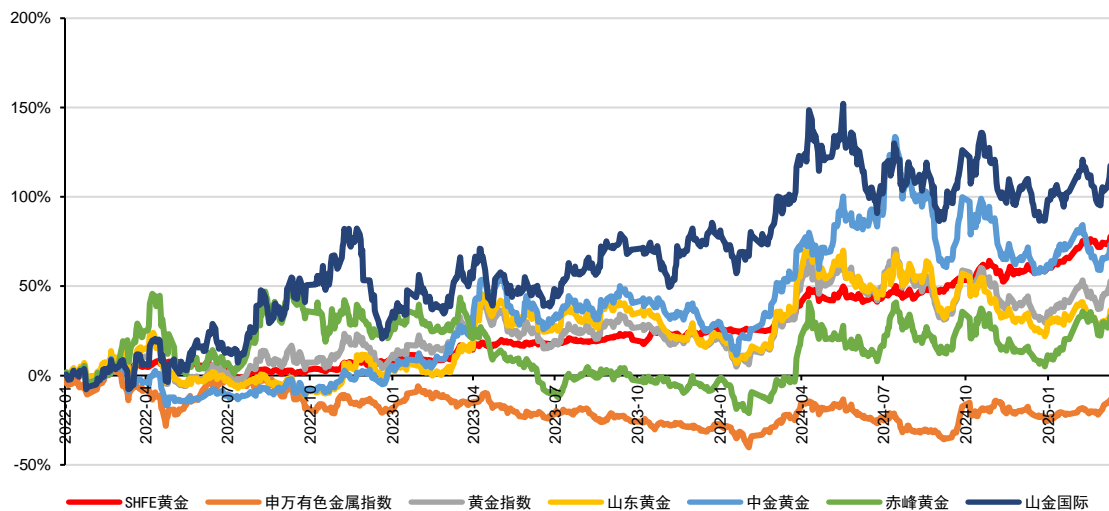
金价和黄金股股价有所背离，后市估值有望修复

金价和黄金股股价偏离较为明显

◆ 金价处于长周期上行的过程当中，市场对此并未有太多疑问，但反观A股黄金股股价的表现，则出现了较大程度的背离——

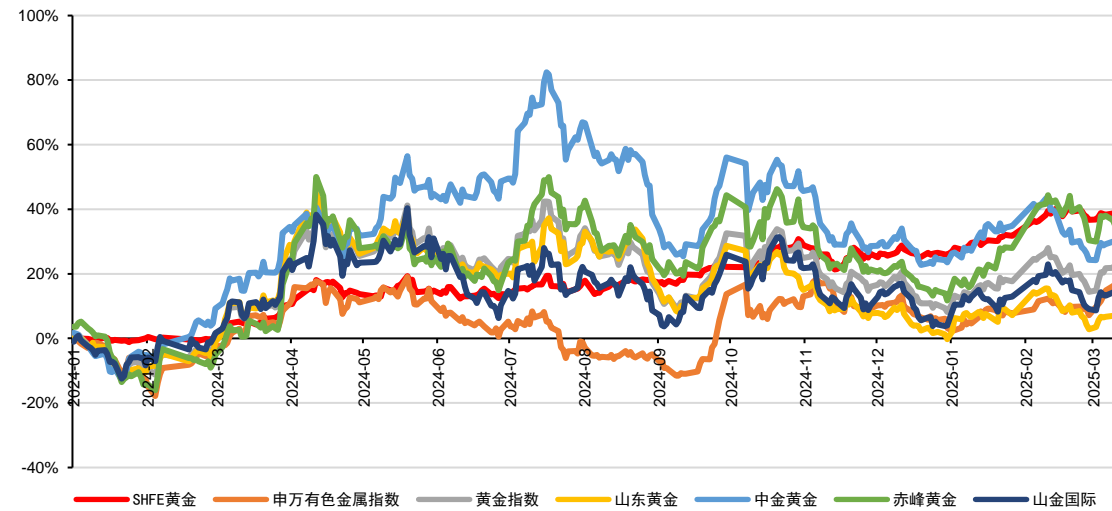
- 从五年维度来看（2020年年初至今年3月14日），沪金涨幅约88%，优于申万有色指数的64%，弱于黄金股票指数的126%，黄金股股价表现更优；
- 从三年维度来看（2022年年初至今年3月14日），沪金涨幅约78%，优于申万有色指数的-13%，优于黄金股股票指数的53%，金价表现更优；
- 从一年维度来看（2024年年初至今年3月14日），沪金涨幅约41%，优于申万有色指数的19%，优于黄金股票指数的27%，金价表现更优。

图：三年维度比较金价、申万有色指数和黄金股股价走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：一年维度比较金价、申万有色指数和黄金股股价走势



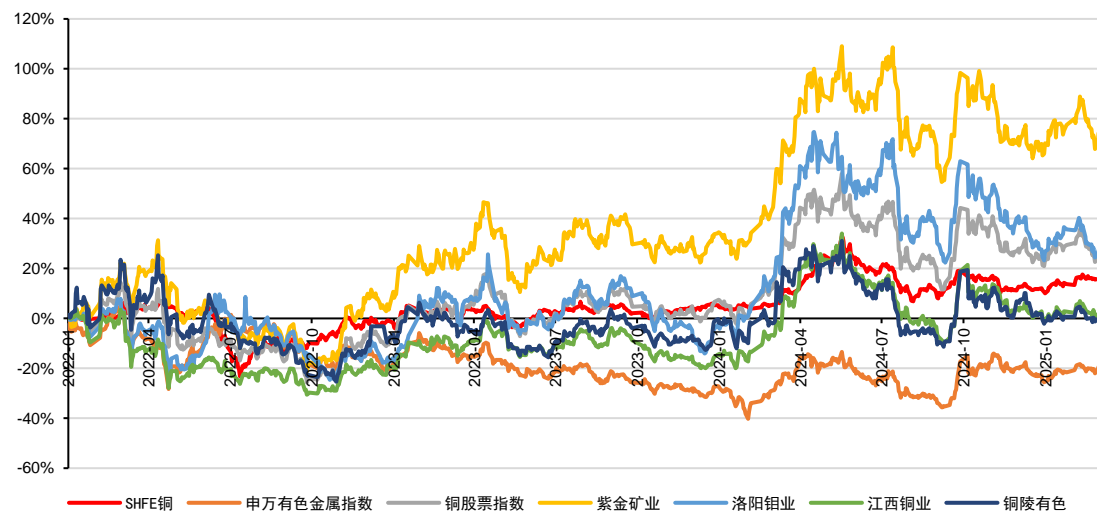
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

铜价和铜股票指数未有明显偏离

◆ 相比较之下，铜价和铜股票指数并未出现如此大程度偏离的情况——

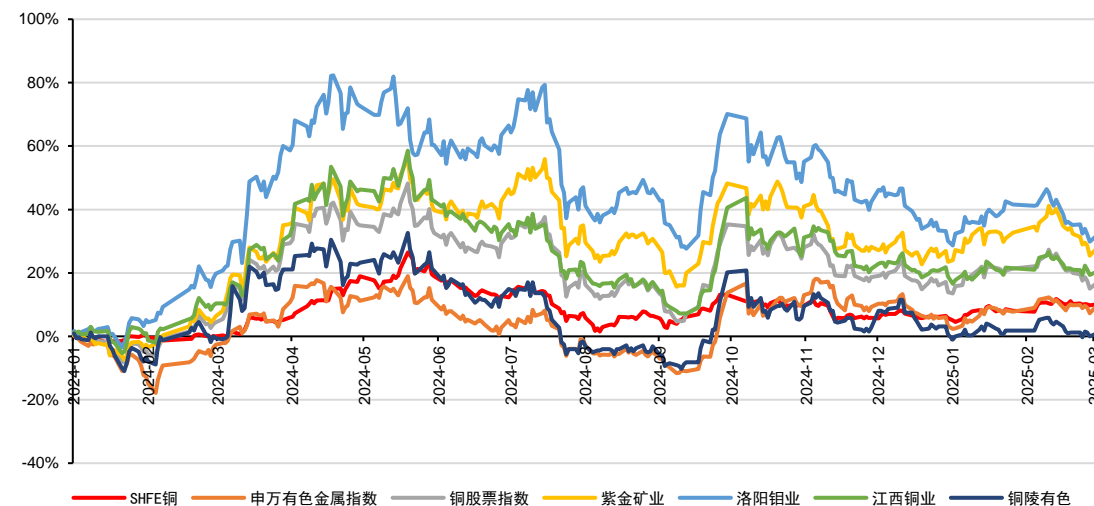
- 从五年维度来看（2020年年初至今年3月14日），沪铜涨幅约72%，优于申万有色指数的64%，略优于铜股票指数的71%，铜价表现更优；
- 从三年维度来看（2022年年初至今年3月14日），沪铜涨幅约21%，优于申万有色指数的-13%，弱于铜股票指数的39%，铜股票指数表现更优；
- 从一年维度来看（2024年年初至今年3月14日），沪铜涨幅约15%，弱于申万有色指数的19%，弱于铜股票指数的30%，铜股票指数表现更优。

图：三年维度比较铜价、申万有色指数和铜股票指数走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：一年维度比较铜价、申万有色指数和铜股票指数走势

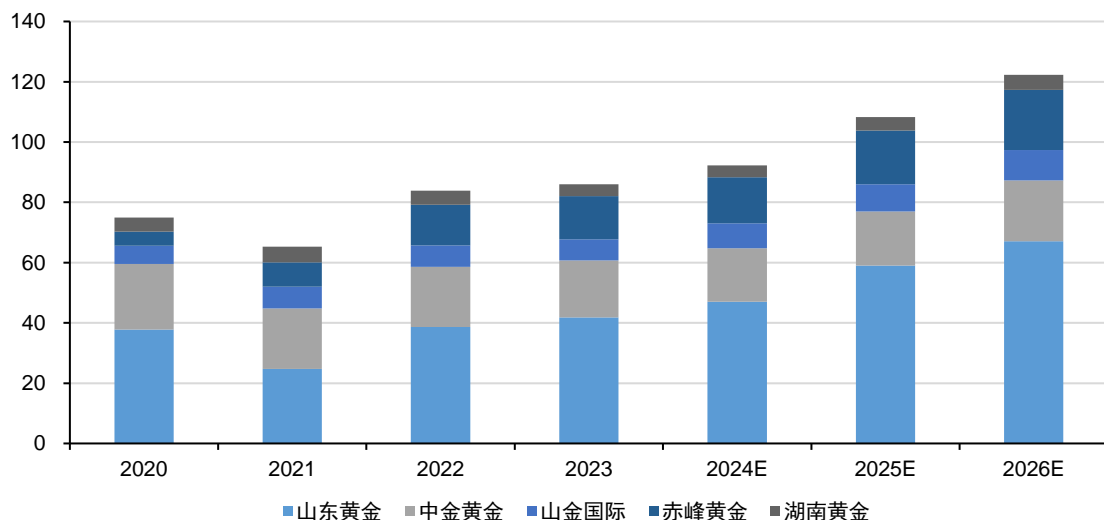


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

前两年产量增速放缓，未来两年有望提速

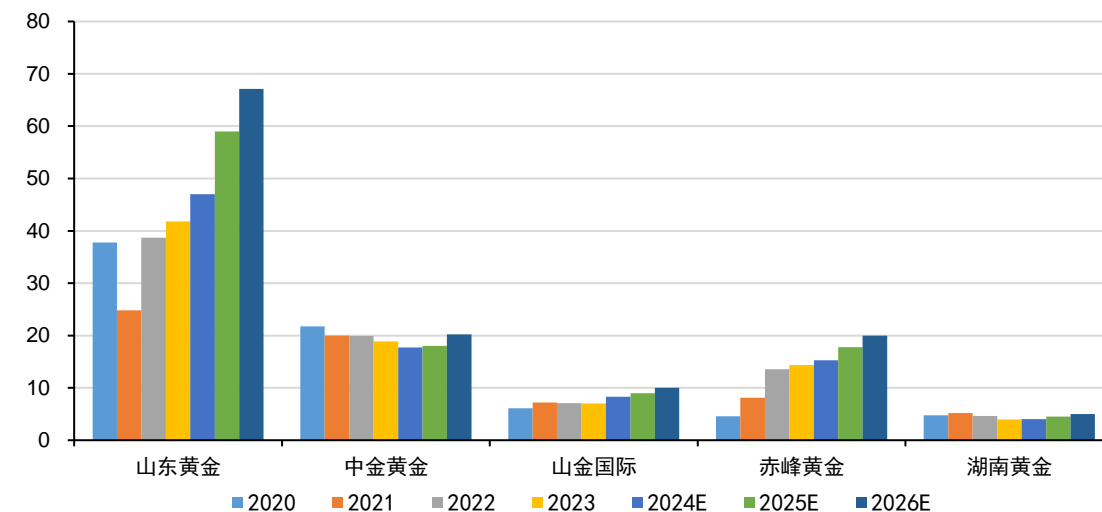
- ◆ **A股核心金矿企业前两年产量增速有所放缓。**根据我们的统计和预测，A股5家核心金矿企业2023年矿产金产量约85.98吨，同比增长2.54%，2024年产量约92.27吨，同比增长7.32%，其中以赤峰黄金为例，在经历过2021、2022年产量高速增长之后，2023、2024年产量增速有所放缓。
- ◆ **预计未来两年企业矿产金产量增长有望提速。**目前，国内金矿企业均在做大规模的资本投入，新增产能有望逐步投产放量。其中，山东黄金作为龙头企业，资本投入规模最大，包括即将投产的卡蒂诺项目，包括仍需大规模投入的三山岛金矿和焦家金矿；中金黄金的纱岭金矿项目设计年产能10吨，预计将于2026年上半年投产；山金国际的芒市华盛金矿正在推进属地资源整合，纳米比亚的TwinHills项目已启动建设；赤峰黄金近期成功于港股上市，募集资金近27亿港元，将有助于现有产能的挖潜增效；湖南黄金集团所有万古金矿田探矿获重大突破。根据我们的统计和预测，A股5家核心金矿企业2025年矿产金产量将达到108.30吨，同比增长17.37%，2026年产量将达到122.30吨，同比增长12.93%。

图：A股核心金矿企业矿产金产量变化趋势（吨，总量计，含预测值）



资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

图：A股核心金矿企业矿产金产量变化趋势（吨，分企业，含预测值）

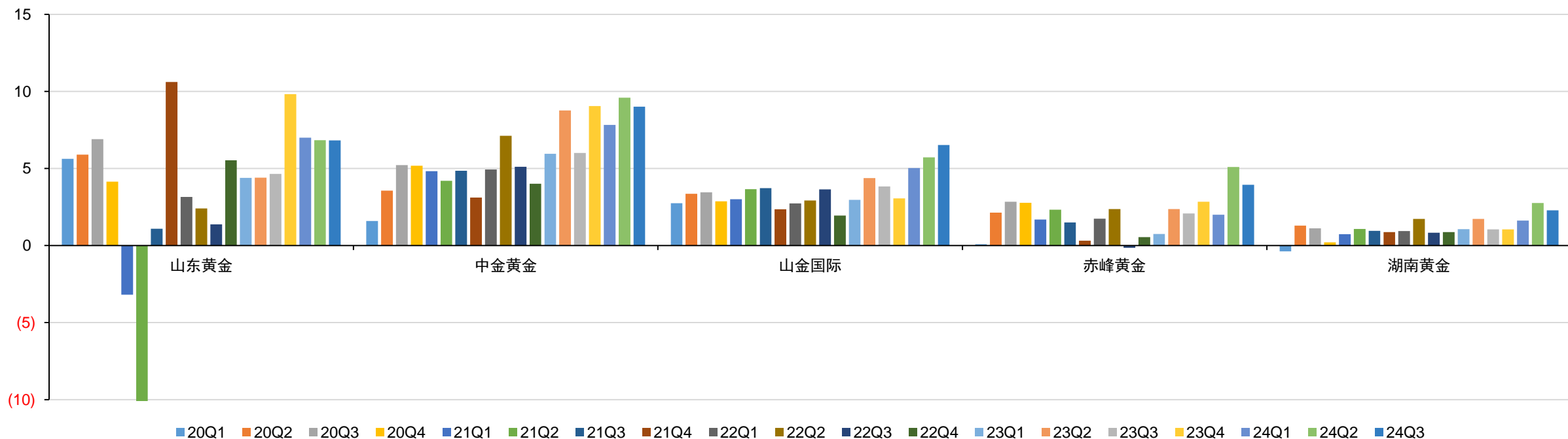


资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

企业利润有所起伏，兑现度有望持续稳步提升

金矿企业利润总体有所起伏。从2020年初至今，金价基本上呈现季度均值逐季度上升的趋势，对于金矿企业的利润而言，理应也是呈现季度利润逐季度上升的趋势，但是企业在实际经营过程中并非如此，总会有各种各样的障碍，使得企业利润总体有所起伏：1) 山东黄金，于2021年受山东省内两家其他地方企业安全事故的影响，开展安全检查，当年矿产金产量仅24.78吨，截至目前玲珑金矿的玲珑矿区还未复产；2) 中金黄金，矿山资源丰富但较为分散，旗下有约30座金矿，9座金矿年产量超过1吨，受安全生产检查停产的影响较为频繁，产量和成本有所波动；3) 山金国际，于2022年受原材料价格上涨，旗下矿山阶段性停产影响，当年利润同比有所下降；4) 赤峰黄金，此前相对更重视资源保障、黄金增量，制定了产量连年翻倍目标，但2022年成本波动对业绩造成较大扰动，此后公司战略重心转移，重点关注降本控费，通过集中化采购，改善工艺技术、引入第三方承包商、人员优化等方式来实现成本的优化；5) 湖南黄金，近几年旗下矿山临时停产也较为频繁，产量和成本也有较大幅度波动。综上，虽然金价持续上涨，但企业所面临困难众多，实际经营并未像市场所预期的那样简单。但我们认为，随着金价一直保持强势，企业连续几年实现高利润状态之后，资产负债表持续改善，资产质量持续改善，未来业绩兑现度有望持续稳步提升。

图：A股核心金矿企业归母净利润变化趋势（亿元，季度值）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

黄金股估值持续下降，2025年估值性价比高

黄金股估值已下降至性价比很高的水平。根据统计数据显示，A股黄金股估值从2020年年初开始持续下降，动态PE(TTM)约从2020年初的50倍下降至目前的25倍，虽然估值仍高于有色金属板块的20倍以及铜股票指数的15倍，但是基本上已回落到一个较为合理的区间。展望2025年，今年截止到目前为止（3月14日），沪金均价约663元/克，Comex黄金均价约2843美金/盎司，而沪金最新收盘价约695元/克，Comex黄金最新收盘价约为2994美金/盎司，预计2025年黄金均价同比2024年仍会有明显提升。若按照沪金均价为650元/克测算，预计2025年主流金矿企业PE在10-15倍之间。

图：五年维度比较黄金股、有色金属板块指数和铜股票指数估值PE(TTM)走势



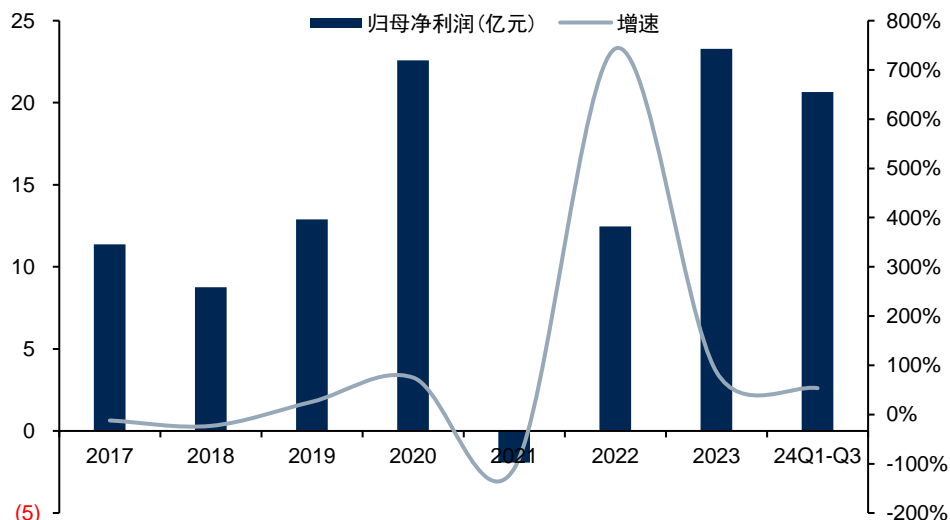
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

相关标的

山东黄金：资源为先，高增可期

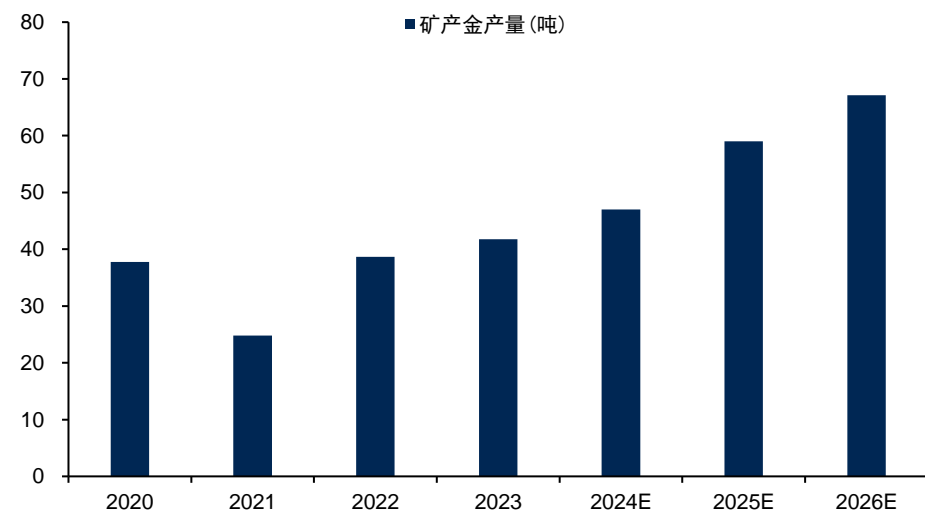
- ◆ 公司背靠山东黄金集团，立足山东，内生外延持续增长，2005-2023年公司矿产金产量复合增速达13.4%。复盘山东黄金股价走势，其涨跌与黄金价格走势紧密相关，因业务纯粹，股价高弹性。截至2023年末，保有黄金资源量1431.40吨，黄金储量545.97吨，全年完成矿产金产量41.78吨，是中国境内矿产金产量最高的上市公司。
- ◆ **矿产金产量快速增长**：2024年前三季度，公司矿产金产量35.44吨，同比+19.58%，其中24Q1/Q2/Q3产量分别为11.91/12.61/10.92吨，Q3环比-13.40%。2024年，公司黄金产量计划是不低于47吨，前三季度产量达到全年产量目标的75.40%。
- ◆ **黄金产量远期有望持续提升**：2024年前三季度，公司完成西岭金矿探矿权收购，与三山岛金矿采矿权实现整合，黄金资源储备大幅提升；完成包头昶泰矿业70%股权收购，增加一座在产成熟矿山；玲珑金矿的玲珑矿区目前已经取得安全生产许可证，正在办理爆破作业单位许可证，取得后可恢复生产；焦家金矿目前各矿权已完成整合，成功取得660万吨/年的采矿证，自2024年开始扩大再生产项目建设及安全设施建设。公司将加快世界级黄金资源产业基地建设，重点加快三山岛副井、盲服务井，焦家金矿朱郭李家主井、明混合井，新城金矿新主井粉矿回收井等工程进度；加力提速加纳卡蒂诺项目建设，力争早建成早投产早见效；突出抓好玲珑金矿玲珑矿区、东风矿区深部扩界、扩能，归来庄金矿扩界、扩能，莱西公司山后金矿扩界等工作，推动权证办理实现新突破。未来，随着扩能改造项目投产达产，公司黄金产量有望持续提升。

图：山东黄金归母净利润及增速



资料来源：山东黄金公司公告，国信证券经济研究所整理

图：山东黄金矿产金产量（吨，含预测值）

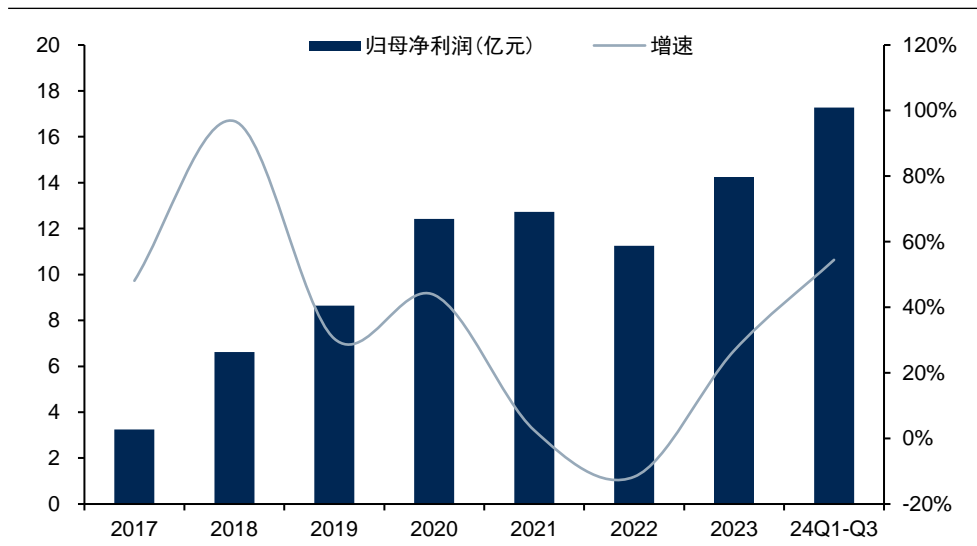


资料来源：山东黄金公司公告，国信证券经济研究所整理

山金国际：低成本优势突出

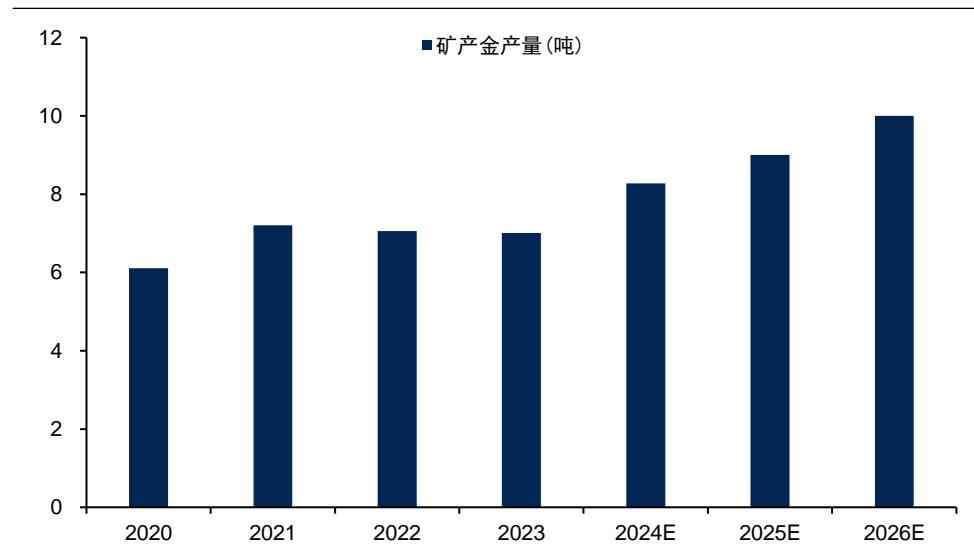
- ◆公司主营业务为贵金属和有色金属矿采选，具备资源优势，截至2023年底保有金金属量146.66吨，银金属量7856.90吨。2023年公司生产合质金7.01吨，合并摊销后克金成本仅为176.42元/克，实现归母净利润14.24亿元，盈利能力突出。2023年山东黄金正式获得山金国际控制权，公司由民营企业转制为国有企业，管理层实现平稳过度。2024年7月，公司变更名称为“山金国际黄金股份有限公司”，证券简称为“山金国际”，主营业务保持不变。
- ◆成本优势突出，盈利能力强。凭借优质的资源禀赋，以及优秀的管理效率，公司克金成本优势突出，盈利能力居前。2024年前三季度，公司部署降本增效新举措，成本管控效果显著，合并摊销后克金成本为142.80元/克，毛利率达73.10%。
- ◆资源为先，发展目标清晰。2023年7月，山东黄金正式获得公司的控制权。新发展阶段，公司提出全新战略目标，要以资源为先，全球布局，实现长期接续，谋求二次飞跃。2024年前三季度公司矿产金产量6.28吨，销量6.51吨，其中，24Q1/Q2/Q3产量分别为1.98/2.18/2.12吨，销量分别为2.28/2.13/2.10吨。2024年，公司经营目标是黄金产量不低于8吨，十四五末矿产金产量目标12吨，十五五末矿产金产量目标28吨。
- ◆完成收购Twin Hills金矿。2024年2月末，公司公告拟以现金方式收购Osino现有全部已发行且流通的普通股及待稀释股份。Osino主要资产为位于纳米比亚的Twin Hills金矿项目，金储量66.86吨，资源量99.21吨。Twin Hills项目已于2023年3月取得《238号采矿证》，6月完成可研，计划在2024年7月启动项目建设，露天采矿。按照可研预计矿山寿命期内平均年产金约5.04吨，全维持性成本为1011美元/盎司。该项目黄金产量较大，且成本较低。截至目前，本次收购的交割已完成。

图：山金国际归母净利润及增速



资料来源：山金国际公司公告，国信证券经济研究所整理

图：山金国际矿产金产量（吨，含预测值）

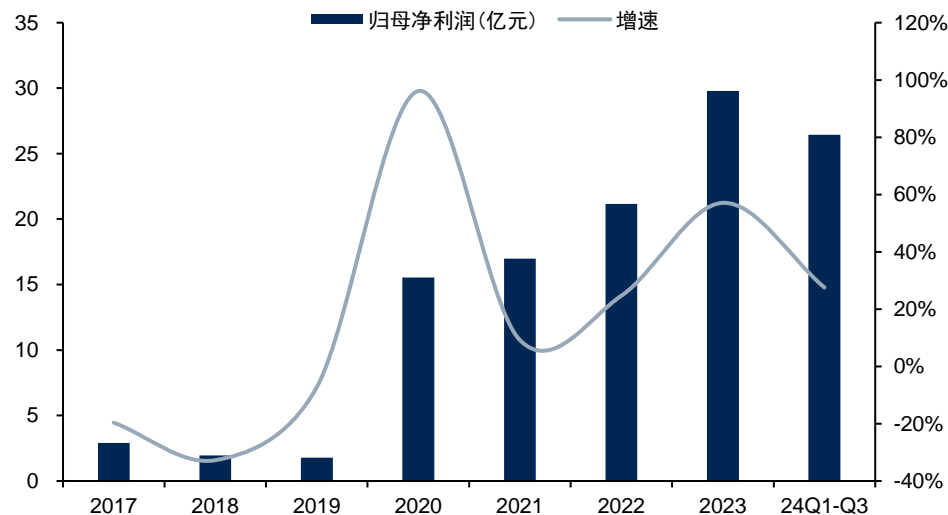


资料来源：山金国际公司公告，国信证券经济研究所整理

中金黄金：集团资产注入赋能

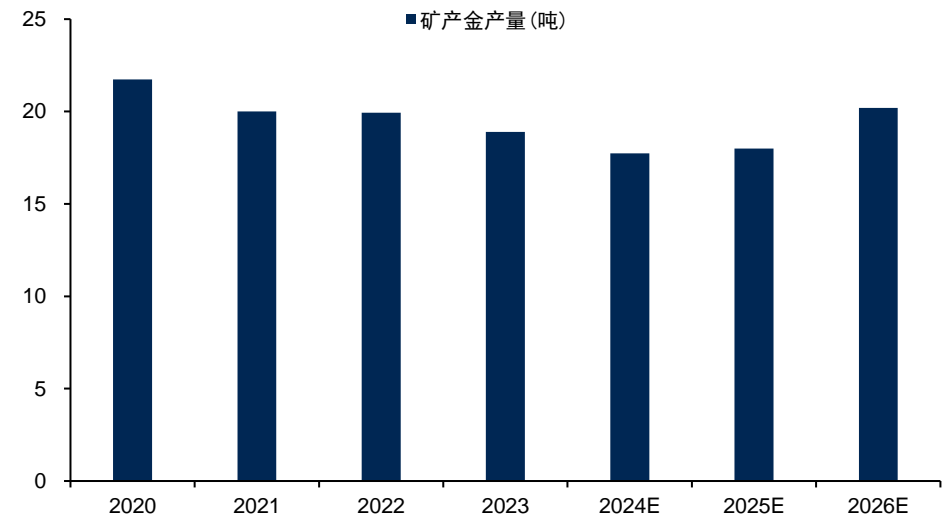
- ◆ 公司控股股东中国黄金集团是我国黄金行业中唯一一家中央企业，依托控股股东优质资产注入、市场并购、现有矿区探矿增储等工作，公司资源量及产量稳步增长。截至2023年底，公司保有资源储量金金属量891.7吨，铜金属量216.2万吨，钼金属量45万吨。2023年，公司全年生产矿产金18.89吨，冶炼金40.87吨；矿山铜8万吨，电解铜41.09万吨。
- ◆ **核心产品产销量数据**：2024年前三季度，矿产金产量约13.05吨，同比-6.24%，销量约12.74吨，同比-4.41%，其中Q1/Q2/Q3产量分别为4.47/4.45/4.13吨，Q3环比-7.19%，Q1/Q2/Q3销量分别为4.15/4.22/4.37吨，Q3环比+3.55%。前三季度，矿山铜产量约6.21万吨，同比+2.34%，销量约6.49万吨，同比-4.68%，其中Q1/Q2/Q3产量分别为1.87/2.30/2.04万吨，Q3环比-11.30%，Q1/Q2/Q3销量分别为2.09/2.24/2.16万吨，Q3环比-3.57%。综上，结合公司此前所披露的2024年的产量指引：矿产金18.6吨，冶炼金37吨，矿山铜7.6万吨，电解铜39万吨，前三季度，矿产金完成70.16%，冶炼金完成75.14%，矿山铜完成81.71%，电解铜完成74.21%。
- ◆ **莱州中金并表，增长潜力巨大**：2023年5月，公司公告拟收购控股股东黄金集团持有的莱州中金100%股权和黄金集团对莱州中金的债权，交易总价款为48.60亿元人民币；2023年7月，股权交割完毕，实现并表。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。纱岭金矿处于胶东地区主要成矿带焦家断裂带，主矿产金保有资源量矿石量13411.35万吨，金金属量372.06吨，平均品位2.77克/吨。纱岭金矿建设项目是集团公司“十四五”重点项目之一，项目设计年产能10吨，项目建成后，公司黄金产量将大幅提升。

图：中金黄金归母净利润及增速



资料来源：中金黄金公司公告，国信证券经济研究所整理

图：中金黄金矿产金产量（吨，含预测值）

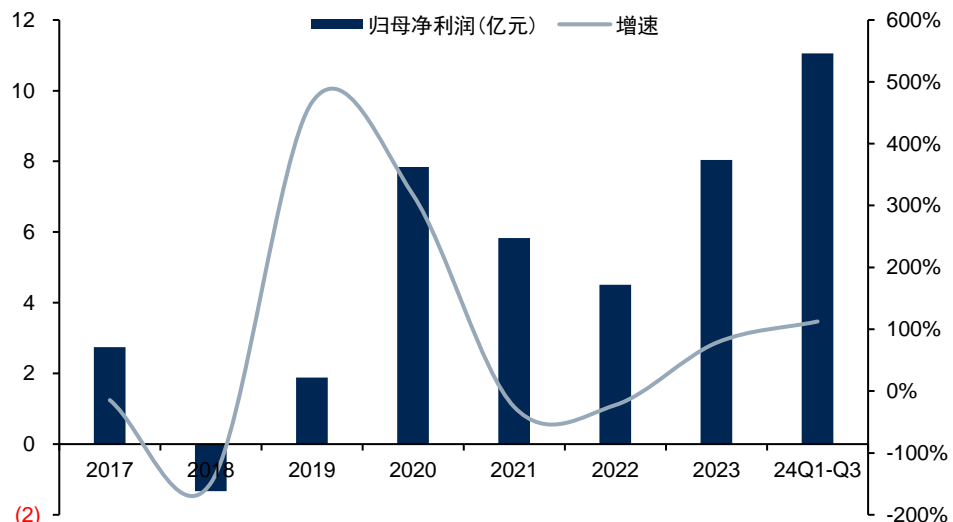


资料来源：中金黄金公司公告，国信证券经济研究所整理

赤峰黄金：聚焦黄金主业，落实降本增效

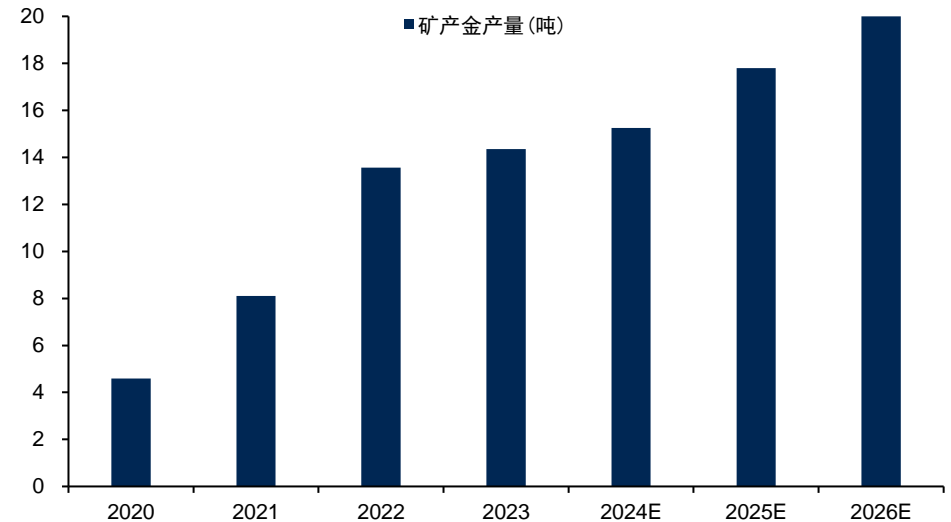
- ◆ 公司主营业务为黄金、有色金属采选，近年来连续收购Sepon铜金矿、瀚丰矿业、Wassa金矿。公司董事长王建华先生，曾任山东黄金集团有限公司董事长、党委书记，紫金矿业集团股份有限公司总裁，行业经验丰富，同时员工持股计划全面激发公司活力，公司有望开启加速成长模式。近年来，公司黄金产量持续提升。公司2021年生产矿产金8.1吨，同比+76.42%；2022年生产13.6吨，同比+67.61%；2023年生产14.4吨，同比增长5.88%。
- ◆ 挖掘现有资源，产销量有所提升：2024年前三季度，公司黄金产量达到10.75吨，同比+5.05%，销量达到10.95吨，同比+4.95%，其中Q1/Q2/Q3产量分别为3.59/3.97/3.20吨，Q3环比-19.37%，Q1/Q2/Q3销量分别为3.58/4.01/3.36，Q3环比-16.29%，公司Q3黄金产销量环比有所减少，主要是受到海外两座矿山处于雨季影响。
- ◆ 战略重心转移，降本控费效果明显：2024年前三季度，公司实现全维持成本285.53元/克，同比+3.09%；销售成本281.55元/克，同比-1.68%。分区域来看，前三季度，国内矿山销售成本171.16元/克，同比+16.72%，虽有所提升但成本优势仍然突出；万象矿业销售成本1482.97美元/盎司，同比-4.95%；金星瓦萨销售成本1278.69美元/盎司，同比-1.65%。往后展望，公司两座海外矿山成本预计还有进一步优化的空间。
- ◆ 现金流宽裕，成功于港股上市：①截止至三季度，公司资产负债率为50.74%；在手货币资金23.98亿元，同比+84.13%；在手存货24.50亿元，同比+1.15%；②公司于2024年8月29日向香港联交所递交了公司发行H股股票并在香港联交所主板挂牌上市的申请，于2025年3月10日成功在港交所挂牌上市。

图：赤峰黄金归母净利润及增速



资料来源：赤峰黄金公司公告，国信证券经济研究所整理

图：赤峰黄金矿产金产量（吨，含预测值）

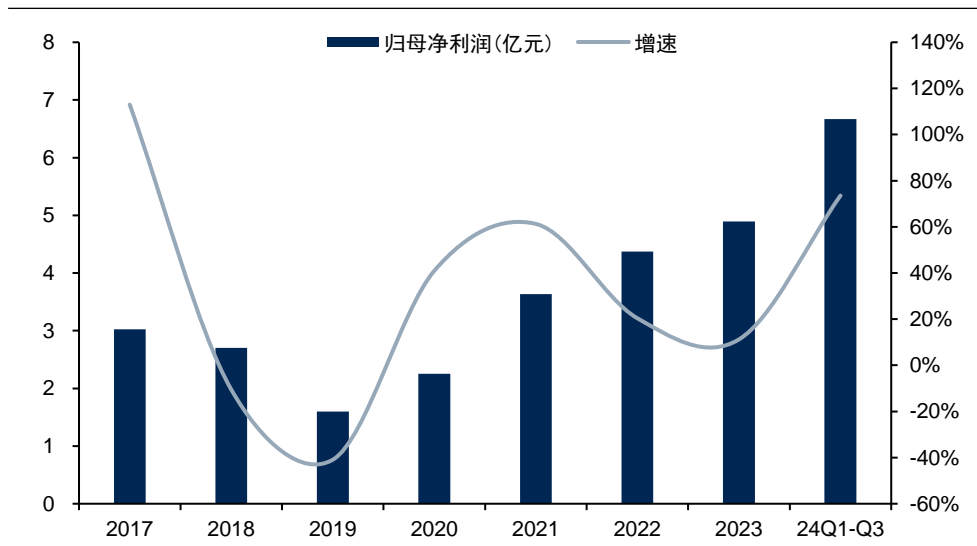


资料来源：赤峰黄金公司公告，国信证券经济研究所整理

湖南黄金：自产金相对稳定，集团探获重大资源

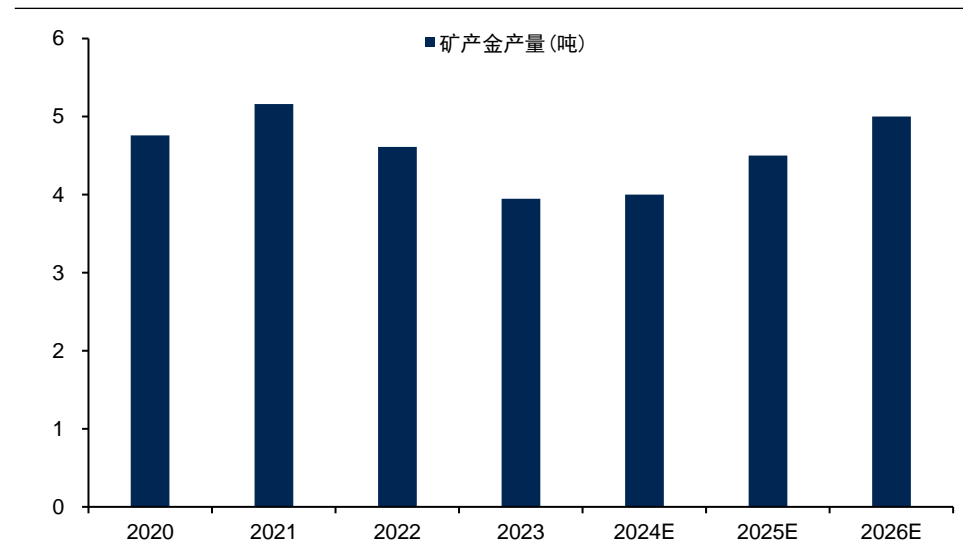
- ◆ 公司是全国十大产金企业之一，全球锑矿开发龙头企业，国内重要钨矿企业。公司长期专注于黄金、锑和钨三种金属的矿山开采和深加工，拥有集矿山勘探、开采、选矿、冶炼、精炼、深加工及销售于一体的完整产业链，多金属组合增强了公司抵御单一产品价格波动风险的能力。2023年底，公司保有金资源141.76金属吨，锑资源30.73万金属吨，钨资源9.96万金属吨。2023年，公司实现自产金3.95吨，自产锑1.75万吨，生产锑品3.1万吨，自产钨精矿552标吨。
- ◆ 集团所有的万古金矿田探矿获重大突破。2024年11月21日，湖南省地质院宣布湖南平江县万古金矿田探矿获重大突破，在湖南省平江县万古金矿田地下2000米以上深度地层发现超40条金矿脉，金品位最高达138克/吨，探矿核心区累计探获黄金资源量300.2吨。目前万古金矿田的所有权尚不属于上市公司湖南黄金，属于控股股东湖南黄金集团。

图：湖南黄金归母净利润及增速



资料来源：湖南黄金公司公告，国信证券经济研究所整理

图：湖南黄金矿产金产量（吨，含预测值）



资料来源：湖南黄金公司公告，国信证券经济研究所整理

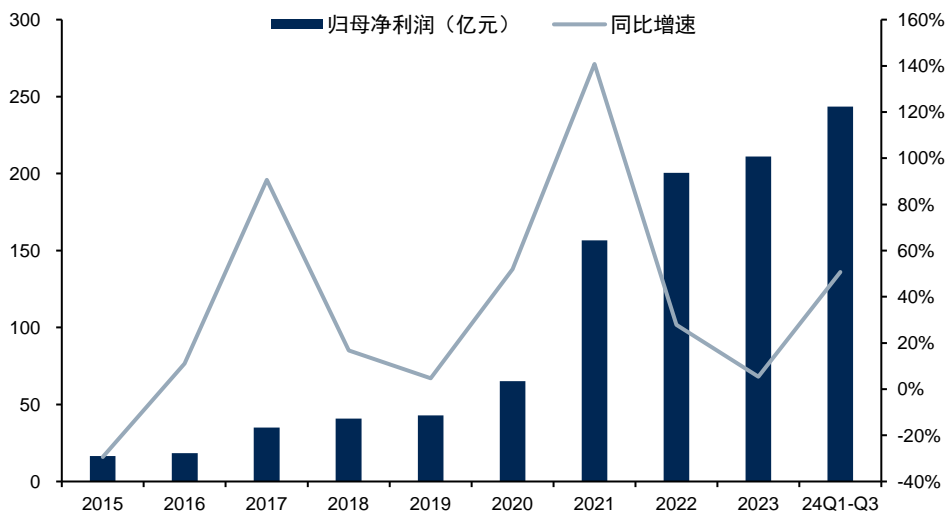
紫金矿业：快速成长为金属矿业行业全球化企业

◆ 公司在全球范围内从事铜、金、锌等基本金属矿产资源和新能源矿产资源勘查与开发，适度延伸冶炼加工及贸易金融等业务，拥有较为完整的产业链。公司在全球运营超30家主力矿山项目和一批世界级增量项目，其中境外项目布局国家达15个。公司拥有雄厚的资源储备，铜资源量7372万吨，金资源量3117吨，锌(铅)资源量1118万吨，碳酸锂当量1215万吨，其中铜矿权益储量相当于中国总储量92%左右，金矿权益储量相当于中国总储量40%左右，当量碳酸锂权益储量相当于中国总储量43%左右。

◆ 新项目建设有序推进，新质生产力不断构建——

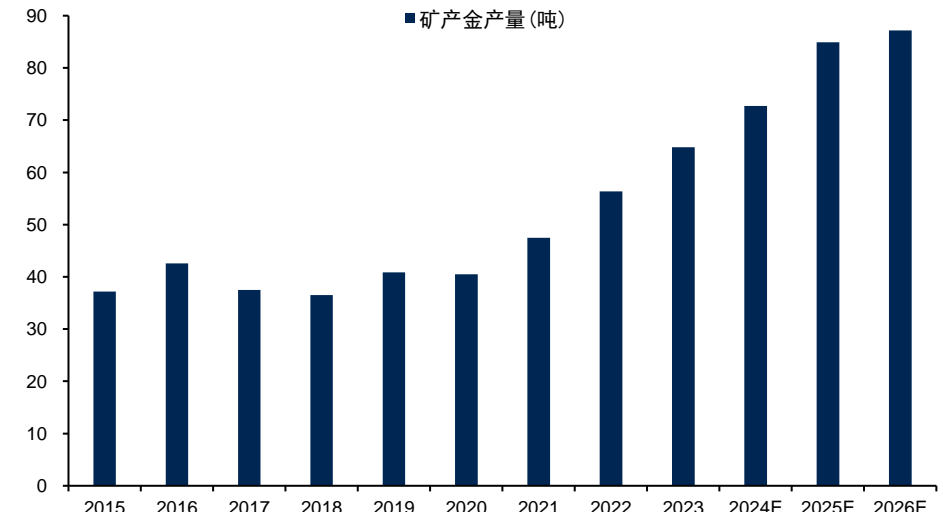
- **铜**：刚果(金)卡莫阿三期采选工程提前半年建成投产，达产后年产铜将提升至60万吨以上；塞尔维亚两大铜矿2025年将全面完成改扩建工程，届时铜矿产能有望达到30万吨/年；西藏巨龙铜矿二期改扩建工程获有关部门批准，计划2025年底建成投产，届时年矿产铜将达30-35万吨，且还有三期规划；西藏朱诺铜矿项目快速推进，未来将形成9.9万吨/年产能铜矿山。
- **金**：苏里南罗斯贝尔金矿技改达产后将形成10吨/年产金能力；波格拉金矿于2023年12月22日全面复产，达产后平均年矿产金21吨，归属公司权益年矿产金约5吨；山西紫金智能化采选改扩建工程建成投产，达产后年新增矿产金3-4吨；新疆萨瓦亚尔顿金矿240万吨采选项目如期建成投产；公司于2024年底完成秘鲁La Arena金矿的收购，La Arena项目一期年产金约3吨，剩余服务年限为3年，项目二期尚处研究阶段；公司近期拟收购加纳Akyem金矿项目100%权益，该项目年产金约10吨。
- **锂**：湖南湘源硬岩锂矿二期500万吨采选系统有序推进，计划于2025年底建成投产；阿根廷3Q锂盐湖一期工程年产2万吨碳酸锂项目第一阶段投料试车成功，二期工程年产3万吨碳酸锂项目盐田建设有序推进；西藏拉果错锂盐湖一期将形成2万吨/年氢氧化锂产能。

图：紫金矿业归母净利润及增速



资料来源：紫金矿业公司公告，国信证券经济研究所整理

图：紫金矿业矿产金产量（吨，含预测值）

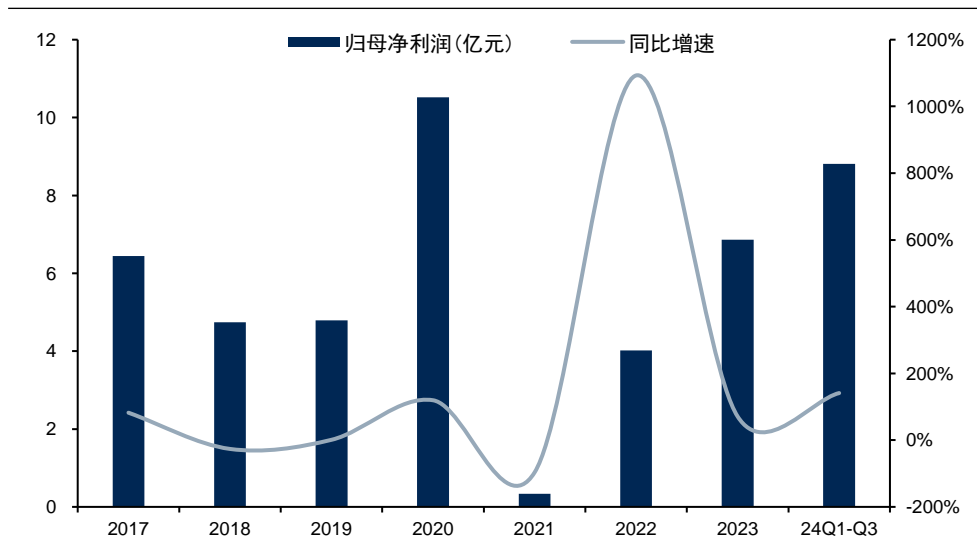


资料来源：紫金矿业公司公告，国信证券经济研究所整理

招金矿业：期待海域金矿建成投产

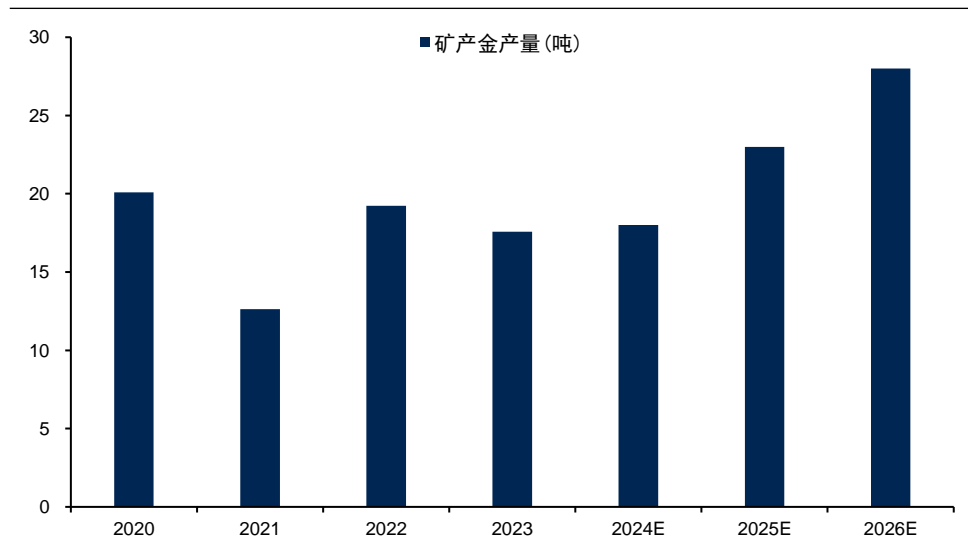
- ◆ 公司是国内领先黄金生产商和国内最大的黄金冶炼企业之一，也是国内少有的纯黄金港股上市标的，近年通过持续整合、勘探与并购，已形成一批优质境内外黄金资产。截止至2023年，公司拥有符合JORC国际标准的黄金资源量1185吨，其中储量为472吨，正常年份矿产黄金保持在20吨左右。公司在国内拥有25座矿山，其中金矿23座、铜矿2座，以及3座金、铜冶炼厂。除海域金矿之外，核心项目还有山东的大尹格庄金矿、夏甸金矿、金翅岭金矿，甘肃的早子沟金矿和2000吨/天黄金冶炼厂等。大尹格庄金矿、夏甸金矿均为百吨级以上大型金矿，大尹格庄保有黄金资源量约228吨，采选规模114万吨/年，为国内最大的单竖井提升地下金矿之一。此外，境外还有澳大利亚铁拓矿业100%股权，非洲塞拉利昂科马洪金矿控制权，厄瓜多尔金王矿业80%股权，Sabina金银公司9.9%权益。
- ◆ 公司总部所在地山东招远为中国最大黄金生产基地之一，埠内项目总体储量大、品位较高、运营成熟，具备成本优势。尽管2021年因安全检查短暂影响产量，但是当年即复产，2021年矿产金产量12.62吨，2022年即恢复至19.24吨。
- ◆ 公司旗舰项目为中国最大单体金矿——山东海域金矿，保有黄金资源量562吨，平均品位4.2克/吨；项目证照齐全，2021年7月取得采矿许可证，采选规模为396万吨/年，目前建设有序推进，预计将于2026年投产，达产后年产黄金约15-20吨，将跃居中国最大黄金矿山。

图：招金矿业归母净利润及增速



资料来源：招金矿业公司公告，国信证券经济研究所整理

图：招金矿业矿产金产量（吨，含预测值）

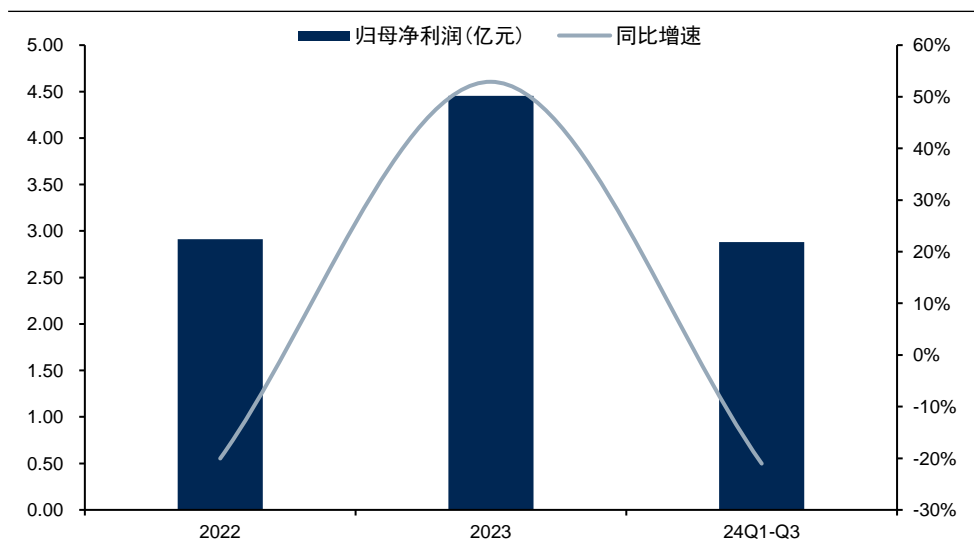


资料来源：招金矿业公司公告，国信证券经济研究所整理

玉龙股份：黄金业务有望持续拓展

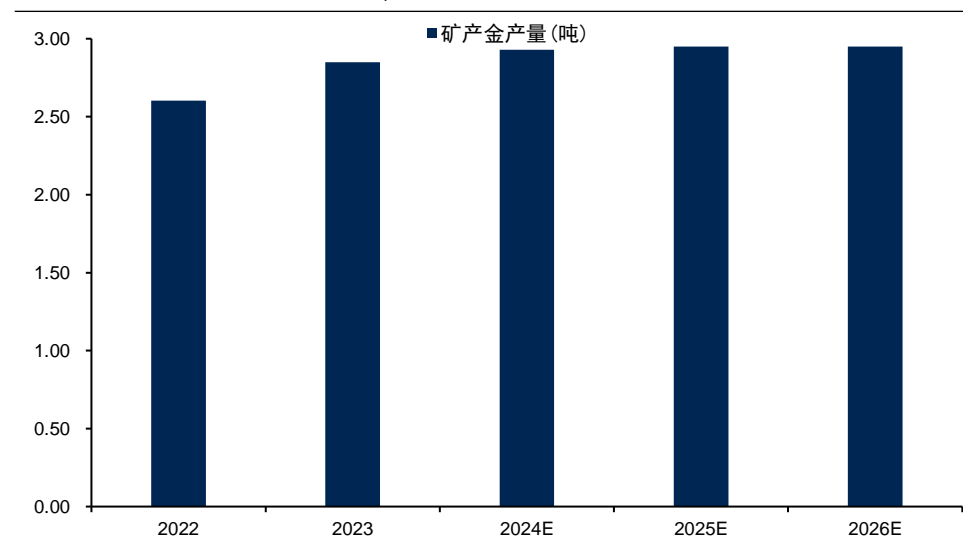
- ◆ 公司控股股东为济高(济南)资本投资有限公司，实控人为济南高新技术产业开发区管理委员会。公司主要从事黄金贵金属采选及大宗商品贸易业务。
- ◆ 黄金贵金属采选业务由公司全资子公司NQM公司持有的位于澳大利亚昆士兰州境内的帕金戈金矿开展。帕金戈金矿共拥有18个近地表金矿体、29个深部金矿体和3个高品位零星金矿体，根据NQM公司按照澳大利亚矿业储量联合委员会(JORC)标准编制的帕金戈矿区资源储量数据表，帕金戈矿区拥有符合JORC标准的黄金资源量222.3万盎司(69.14吨)，平均品位5.1克/吨。帕金戈金矿目前已达到满负荷生产状态，公司派驻的海外专业管理团队通过对帕金戈矿区人员、设备、生产计划的持续优化，降本、增效、提质、扩产均取得显著成果。2023年，帕金戈矿区实现产金量9.15万盎司(2.85吨)，帕金戈矿区全年产金量创近十五年新高。
- ◆ 公司与巴拓黄金签署《管理协议》。公司于2024年7月公告：全资子公司玉鑫控股与巴拓黄金签署《管理协议》，由玉鑫控股协助巴拓黄金对巴拓金矿进行项目运营以及巴拓黄金拟在未来进行的战略重组。巴拓黄金将根据协议约定支付相应管理费用及附条件的激励费用，管理费用为25万澳元/月，同时，玉鑫控股将有权根据年度预算净利润目标实现情况，获得额外的激励费，激励费总额以100万澳元为上限。巴拓黄金目前持有澳大利亚巴拓金矿，拥有符合JORC标准的金金属量337万盎司(104.82吨)。

图：玉龙股份归母净利润及增速



资料来源：玉龙股份公司公告，国信证券经济研究所整理

图：玉龙股份矿产金产量（吨，含预测值）



资料来源：玉龙股份公司公告，国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

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

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

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



国信证券
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032