

万国黄金集团 (03939.HK)

金岭矿释放业绩弹性, 新 1000 万吨/年项目启动

优于大市

核心观点

公司发布 2025 年半年度业绩: 上半年实现营收约 12.40 亿元, 同比+33.7%; 实现归母净利润约 6.01 亿元, 同比+136.3%; 中期股息 20.30 港仙, 折算现金分红比例约为 33.4%。

核心产品产销量: 上半年, 江西宜丰新庄矿铜当量销量约 4207 吨, 同比-9.8%, 销量下降原因是铜铁加工厂为进行技术改造而短暂停产 67 天, 预计下半年能恢复满负荷生产的状态。上半年, 所罗门群岛金岭矿金金属销量约 1337 吨, 同比+29.7%, 黄金销量上升主要得益于选矿处理量和回收率提升。

核心产品成本: 上半年, 江西宜丰新庄矿铜当量单位销售成本约为 3.17 万元/吨, 同比+0.3%, 基本持平; 所罗门群岛金岭矿金金属单位销售成本约为 178.77 元/克, 同比-16.11%, 成本大幅优化, 同样是得益于选矿处理量和回收率提升, 公司金矿成本优势突出, 且未来仍有进一步降本的空间。

新庄稳扩中有升, 金岭矿扩建 1000 万吨/年启动

1) 江西宜丰新庄铜铅锌矿: 目前年处理矿石量超过 100 万吨, 产品以铜为主, 折铜当量年产能约 1 万吨, 可采年限超过 20 年, 且未来产能仍有一定的提升空间。

2) 西藏昌都哇了格铅矿: 项目目前处于前期开发阶段, 处于探转采的过程中。

3) 所罗门群岛金岭金矿: 公司于 2019 年 10 月开始开发金岭矿, 历时三年时间, 于 2022 年 11 月正式投入生产。金岭矿于 2023 年实现金金属量销量 1546 千克, 于 2024 年实现金金属量销量 2371 千克。上半年, 金岭矿浮选产量已接近设计产能, 平均每日达 9500 吨, 预计下半年将达每日 12000 吨。另外, 金岭矿于 2025 年 8 月 13 日举行扩产 1000 万吨/年开工典礼, 我们预计项目需要 3 年左右的建设周期, 届时其黄金产量将实现大幅度提升。

风险提示: 矿产品销售价格不达预期的风险, 公司项目建设进度不达预期的风险, 海外国家矿产资源相关政策变动的风险。

投资建议: 首次覆盖, 给予“优于大市”评级

预计公司 2025-2027 年营收分别为 34.04/48.32/55.46 亿元, 同比增速 81.5%/41.9%/14.8%; 归母净利润分别为 14.49/20.67/23.76 亿元, 同比增速 151.9%/42.6%/14.9%; 摊薄 EPS 为 1.34/1.91/2.19 人民币元, 当前股价对应 PE 为 24/17/15X。考虑到公司未来成长性强, 尤其是在金岭矿扩产 1000 万吨/年项目投产之后, 黄金年产量将实现至少翻倍以上增长, 给予公司 2025 年 28-30 倍估值目标, 对应公司股票价值在 41.03-43.96 港元之间, 相对于目前的股价有约 17%-25% 上涨空间, 首次覆盖, 给予“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万人民币元)	1,315	1,876	3,404	4,832	5,546
(+/-%)	93.0%	42.6%	81.5%	41.9%	14.8%
归母净利润(百万人民币元)	335	575	1,449	2,067	2,376
(+/-%)	85.8%	71.6%	151.9%	42.6%	14.9%
每股收益(人民币元)	0.31	0.53	1.34	1.91	2.19
EBIT Margin	33.3%	43.1%	60.5%	62.5%	62.8%
净资产收益率 (ROE)	23.9%	18.4%	34.9%	36.9%	32.7%
市盈率 (PE)	103.2	60.2	23.9	16.7	14.6
EV/EBITDA	65.9	39.0	15.0	10.6	9.2
市净率 (PB)	24.63	11.04	8.34	6.19	4.77

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·海外公司财报点评

有色金属·贵金属

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

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	41.03 - 43.96 港元
收盘价	35.00 港元
总市值/流通市值	37934/37934 百万港元
52 周最高价/最低价	39.98/7.28 港元
近 3 个月日均成交额	145.17 百万港元

市场走势



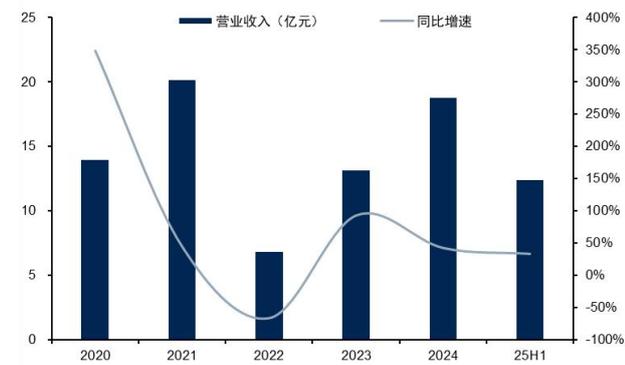
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

◆ 上半年实现归母净利润约 6.01 亿元，同比+136.3%

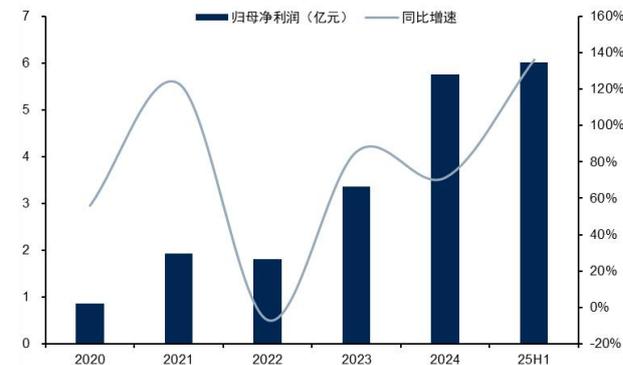
公司发布 2025 年半年度业绩：上半年实现营收约 12.40 亿元，同比+33.7%；实现毛利约 8.68 亿元，同比+79.4%；毛利率约 70.0%，净利润率约 53.6%；实现归母净利润约 6.01 亿元，同比+136.3%；中期股息 20.30 港仙，折算现金分红比例约为 33.4%。

图1：公司营业收入及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

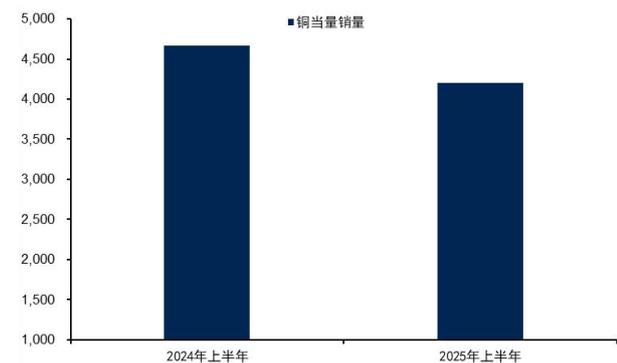
图2：公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

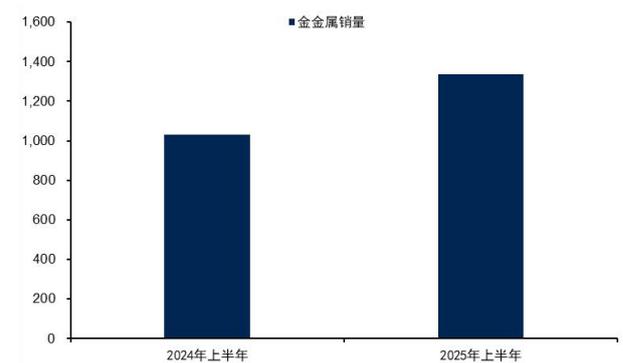
核心产品产销量方面：2025 年上半年，江西宜丰新庄矿采矿量 46.14 万吨，同比-11.7%，选矿量 45.05 万吨，同比-14.1%，铜当量销量约 4207 吨，同比-9.8%，采选量及产销量下降，原因是铜铁加工厂为进行技术改造而短暂停产 67 天，预计下半年能恢复满负荷生产的状态。2025 年上半年，所罗门群岛金岭矿采矿量 197.59 万吨，同比+346.6%，选矿量 127.23 万吨，同比+11.9%，金锭销量 1022 千克，同比+42.9%，金精矿销量 25170 吨，同比+13.1%，两者折合金金属销量约 1337 吨，同比+29.7%，黄金产销量上升主要得益于选矿处理量和回收率提升。

图3：新庄矿铜当量销量（吨）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

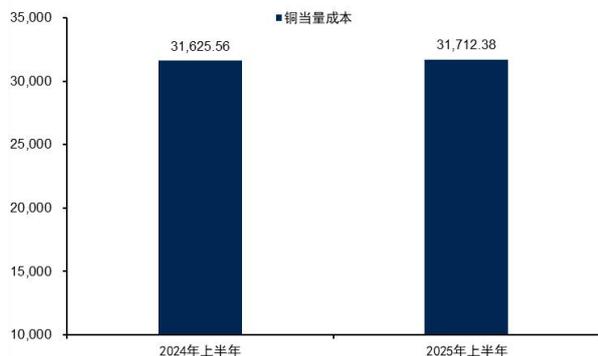
图4：金岭矿金金属销量（千克）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

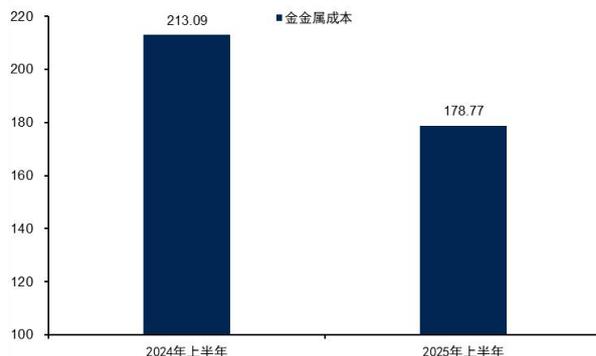
核心产品成本方面：2025 年上半年，江西宜丰新庄矿铜当量单位销售成本约为 3.17 万元/吨，同比+0.3%，基本持平；所罗门群岛金岭矿金金属量单位销售成本约为 178.77 元/克，同比-16.11%，成本大幅优化，同样也是得益于选矿处理量和回收率提升，公司金矿成本优势突出，且未来仍有进一步降本的空间。

图5: 新庄矿铜当量成本 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 金岭矿金属成本 (元/克)

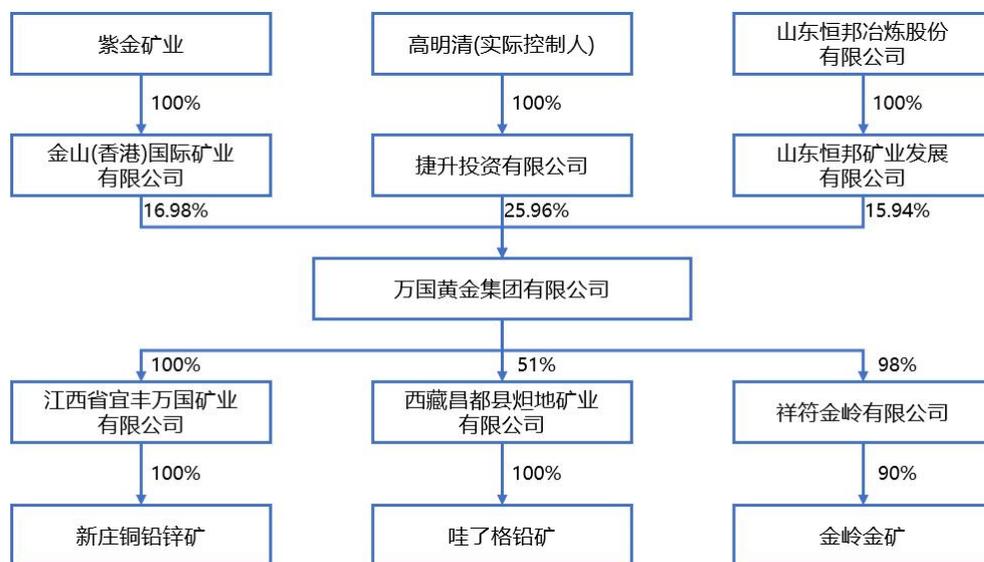


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 新庄矿稳中有升, 金岭矿扩建 1000 万吨/年启动

万国黄金集团有限公司主营有色金属矿山的开发和销售。公司第一大股东是捷升投资有限公司(持股 25.96%), 实际控制人是高明清先生; 第二大股东是金山(香港)国际矿业有限公司(持股 16.98%), 金山矿业是紫金矿业的全资子公司, 紫金矿业于 2024 年 9 月成为公司的战略股东。万国黄金集团目前拥有 3 座矿山: 江西宜丰新庄铜铅锌矿、西藏昌都哇了格铅矿以及所罗门群岛金岭金矿。

图7: 万国黄金集团股权结构



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

江西宜丰新庄铜铅锌矿: 新庄矿为公司 2012 年在港股上市之初拥有的唯一矿山, 有大量有色金属矿产资源, 产品包括铜精矿、铁精矿、锌精矿、硫精矿、铅精矿以及金与银的副产品。项目是地下开采, 目前年处理矿石量超过 100 万吨, 产品以铜为主, 折铜当量年产能约 1 万吨, 可采年限超过 20 年, 且未来产能仍有一定的提升空间。

图8: 新庄矿的矿产资源概要 (于 2024 年 12 月 31 日)

成礦種類	JORC 礦產資源類別	噸數 千噸	品位					所含金屬				
			銅 %	鉛 %	鋅 %	全鐵 %	磁鐵 %	銅 千噸	鉛 千噸	鋅 千噸	全鐵 千噸	磁鐵 千噸
銅鐵	探明	4,227	0.76	-	-	-	-	32.12	-	-	-	-
	控制	10,190	0.71	-	-	-	-	72.35	-	-	-	-
	小計	14,417	0.72	-	-	-	-	104.48	-	-	-	-
	推斷	564	0.49	-	-	-	-	2.74	-	-	-	-
	總計	14,981	0.72	-	-	-	-	107.21	-	-	-	-
鐵銅	探明	1,399	0.19	-	-	44.17	30.89	2.61	-	-	617.96	432.14
	控制	2,284	0.34	-	-	39.59	25.15	7.77	-	-	904.22	574.45
	小計	3,683	0.28	-	-	41.33	27.33	10.38	-	-	1,522.17	1,006.6
	推斷	217	0.52	-	-	44.13	31.02	1.14	-	-	95.76	67.31
	總計	3,900	0.3	-	-	41.49	27.54	11.51	-	-	1,617.93	1,073.9
銅鉛鋅	探明	1,085	0.13	0.95	5.17	-	-	1.42	10.3	56.08	-	-
	控制	1,492	0.09	1.88	3.7	-	-	1.3	28.08	55.21	-	-
	小計	2,577	0.11	1.49	4.32	-	-	2.72	38.39	111.29	-	-
	推斷	266	0.13	0.39	4.44	-	-	0.34	1.05	11.79	-	-
	總計	2,843	0.11	1.39	4.33	-	-	3.06	39.44	123.08	-	-
總計	探明	6,711	-	-	-	-	-	36.15	10.3	56.08	617.96	432.14
	控制	13,966	-	-	-	-	-	81.42	28.08	55.21	904.22	574.45
	小計	20,677	-	-	-	-	-	117.57	38.39	111.29	1,522.17	1,006.6
	推斷	1,047	-	-	-	-	-	4.21	1.05	11.79	95.76	67.31
	總計	21,724	-	-	-	-	-	121.78	39.44	123.08	1,617.93	1,073.9

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

西藏昌都哇了格铅矿:公司于 2017 年收购西藏昌都县烂地矿业有限公司 51% 股权, 其拥有西藏昌都哇了格铅矿。哇了格矿拥有大量的铅及白银矿产资源, 铅资源量 159.45 万吨, 银资源量 1937.2 吨。项目目前处于前期开发阶段, 处于探转采的过程中, 今年上半年, 公司已完成 120 万吨/年采选工程建设用地预审和选址意见委托合同, 并提交了综合规划论证报告以供审批。

图9: 哇了格矿的矿产资源概要 (于 2024 年 12 月 31 日)

JORC 礦產資源類別	噸數 (百萬噸)	品位 (鉛%)	銀 (克/噸)	鉛金屬 (千噸)	銀金屬 (千公斤)	硫酸銀 (%)	硫酸銀 (千噸)
探明	13.996	3.79	44.80	530.4	627.1	55.73	927.2
控制	18.343	3.57	43.32	655.6	794.7	56.11	644.9
推斷	10.688	3.82	48.22	408.5	515.4	55.04	854.2
合計	43.027	3.71	45.02	1,594.5	1,937.2	55.93	2,523.4

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

所罗门群岛金岭金矿:公司于 2016 年启动对所罗门群岛金岭金矿的收购程序, 于 2020 年完成收购祥符金岭有限公司 77.78% 股权, 其拥有所罗门群岛金岭金矿 90% 的权益; 公司于 2024 年 10 月完成收购祥符金岭有限公司额外 20.22% 股权, 因此公司目前拥有祥符金岭有限公司 98% 股权及金岭金矿 88.2% 实际权益。公司于 2019 年 10 月开始开发金岭矿, 历时三年时间, 于 2022 年 11 月正式投入生产, 金岭矿成为所罗门群岛最大的经济发展项目之一。金岭矿的产品包括由堆浸作业完成的金锭及由浮选作业完成的金精矿, 于 2023 年实现金金属量销量 1546 千克, 于 2024 年实现金金属量销量 2371 千克。上半年, 金岭矿浮选产量已接近设计产能, 平均每日达 9500 吨; 截至 6 月底, 产能已达每日 10000 吨, 回收率稳定在 80%, 预计

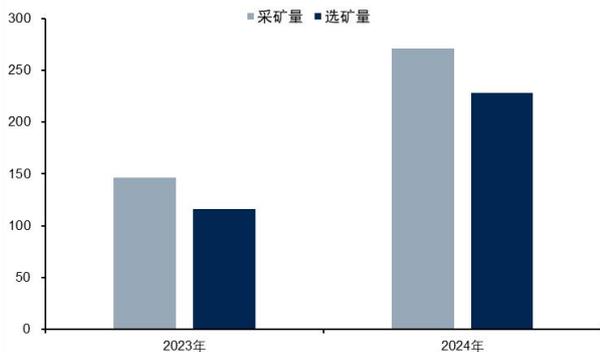
下半年将达到每日 12000 吨。金岭矿厂房改造仍在持续进行，未来产能和回收率仍有进一步提升的空间。另外，金岭矿于 2025 年 8 月 13 日举行扩产 1000 万吨/年(总规模 1350 万吨/年)开工典礼，自此金岭矿开始向世界级黄金矿山出发。此前，金岭矿业于 2025 年 5 月与紫金(厦门)工程设计有限公司订立金岭矿新建 1000 万吨/年的扩建可行性研究合同，扩建可行性研究包括设立主要生产设施如采选工程、尾矿池、低品位矿石破碎、堆浸垫、吸收等，以及相关的供水、供电、厂区道路、实验室及生活辅助设施等，以达到产能 1300 万吨/年，产品为金锭(金品位 80%)及浮选金精矿(金品位 25 克/吨)。我们预计，金岭矿扩产 1000 万吨/年项目需要 3 年左右的建设周期，届时其黄金产量将实现大幅度提升。

图10: 金岭矿的矿产资源概要 (于 2024 年 12 月 31 日)

類別	品種	噸 千噸	金品位 克/噸	含金 千盎司
探明	氧化金	741	1.15	27
	過渡金	1,000	1.29	41
	新金	21,626	1.14	793
	小計	23,368	1.15	862
控制	氧化金	1,442	1.02	47
	過渡金	1,545	1.23	61
	新金	76,410	1.22	2,992
	小計	79,397	1.21	3,100
推斷	氧化金	2,503	0.86	72
	過渡金	1,614	1.11	58
	新金	85,017	1.14	3,125
	小計	89,134	1.14	3,255
	合計	191,899	1.17	7,217

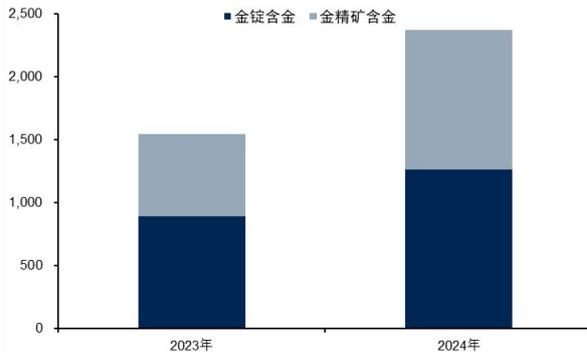
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图11: 金岭矿采矿量和选矿量 (万吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图12: 金岭矿黄金销量 (千克)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 盈利预测

我们的盈利预测基于以下假设条件：

行业方面：

2025-2027 年 Comex 黄金均值分别为 3300、3300、3300 美元/盎司；

公司方面：

2025-2027 年新庄矿铜当量销量分别为 1.00、1.05、1.10 万吨，产量稳中有升；

2025-2027 年金岭矿金金属销量分别为 3600、5426、6318 吨，产量稳中有升；

2025-2027 年期间费用率保持相对稳定。

表1：公司产品价格和产量假设

	单位	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
商品价格						
Comex 黄金	美元/盎司	1,957.82	2,409.03	3,300.00	3,300.00	3,300.00
沪金	元/克	450.48	559.44	763.90	763.90	763.90
核心产品产量						
新庄矿铜当量销量	吨	10,000.00	10,339.00	10,000.00	10,500.00	11,000.00
金岭矿金金属销量	千克	1,546.00	2,371.00	3,600.00	5,426.14	6,318.00
营业收入	亿元	13.15	18.76	34.04	48.32	55.46
营业成本	亿元	6.96	8.79	10.20	14.00	15.94
毛利率		47.08%	53.16%	70.04%	71.02%	71.27%
归母净利润	亿元	3.40	5.71	14.49	20.67	23.76

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

估值方面：选取可比上市公司是港股紫金矿业、山东黄金、招金矿业、赤峰黄金、中国黄金国际。参考这些可比上市公司 2025 年平均估值水平在 16 倍左右，考虑到万国黄金集团目前体量相对较小，但未来成长性强，尤其是在金岭矿扩产 1000 万吨/年项目投产之后，黄金年产量将实现至少翻倍以上增长，给予公司 2025 年 28-30 倍估值目标，对应公司股票价值在 41.03-43.96 港元之间，相对于目前的股价有约 17%-25% 上涨空间。

表2：同行可比公司估值比较

代码	公司简称	股价	EPS					PE			PB	总市值 百万元
			20250820	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026		
3939.HK	万国黄金集团	35.00	0.71	1.47	2.09	2.40	49.3	23.9	16.7	14.6	9.9	37934
2899.HK	紫金矿业	23.26	1.31	1.78	1.98	2.19	17.8	13.0	11.8	10.6	4.0	602044
1787.HK	山东黄金	26.66	0.62	1.44	1.79	2.06	43.3	18.5	14.9	13.0	4.3	144084
1818.HK	招金矿业	21.44	0.38	0.99	1.20	1.51	56.7	21.6	17.9	14.2	3.2	75949
6693.HK	赤峰黄金	24.36	1.16	1.88	1.98	2.06	21.1	13.0	12.3	11.8	3.9	50107
2099.HK	中国黄金国际	84.10	1.23	7.19	8.06	9.47	68.5	11.7	10.4	8.9	2.2	33338
可比上市公司均值							41.5	15.5	13.5	11.7	3.5	—

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测：首次覆盖，给予“优于大市”评级。预计公司 2025-2027 年营收分别为 34.04/48.32/55.46 亿元，同比增速 81.5%/41.9%/14.8%；归母净利润分别为 14.49/20.67/23.76 亿元，同比增速 151.9%/42.6%/14.9%；摊薄 EPS 为 1.34/1.91/2.19 人民币元，当前股价对应 PE 为 24/17/15X。考虑到公司依托于所罗门金岭金矿丰富的资源量，未来黄金产量有望实现爆发式增长，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表 (百万人民币元)						利润表 (百万人民币元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	172	514	691	1393	2473	营业收入	1315	1876	3404	4832	5546
应收款项	312	331	601	853	979	营业成本	696	879	1020	1400	1594
存货净额	200	175	203	281	315	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	3	6	8	10	销售费用	78	55	136	169	194
流动资产合计	684	2358	2835	3871	5112	管理费用	103	134	379	434	470
固定资产	811	919	1871	2758	3605	财务费用	(13)	(12)	(14)	(19)	(22)
无形资产及其他	795	769	577	384	192	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	73	90	90	90	90	资产减值及公允价值变动	0	0	65	30	30
长期股权投资	0	0	0	0	0	其他收入	(30)	(15)	165	154	148
资产总计	2362	4135	5372	7104	8998	营业利润	420	806	2112	3032	3489
短期借款及交易性金融负债	202	183	250	250	250	营业外净收支	2	0	0	0	0
应付款项	145	206	240	332	373	利润总额	422	806	2112	3032	3489
其他流动负债	147	104	132	179	202	所得税费用	31	115	528	758	872
流动负债合计	494	494	622	761	825	少数股东损益	56	116	135	207	241
长期借款及应付债券	0	78	78	78	78	归属于母公司净利润	335	575	1449	2067	2376
其他长期负债	107	111	111	111	111						
长期负债合计	107	188	188	188	188	现金流量表 (百万人民币元)					
负债合计	601	682	810	950	1013	净利润	335	575	1449	2067	2376
少数股东权益	355	319	413	558	726	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	1406	3135	4149	5596	7259	折旧摊销	97	98	305	335	376
负债和股东权益总计	2362	4135	5372	7104	8998	公允价值变动损失	0	0	(65)	(30)	(30)
						财务费用	(13)	(12)	(14)	(19)	(22)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(133)	8	(239)	(193)	(98)
每股收益	0.31	0.53	1.34	1.91	2.19	其它	56	116	95	145	168
每股红利	0.10	0.11	0.40	0.57	0.66	经营活动现金流	355	797	1545	2323	2792
每股净资产	1.30	2.89	3.83	5.16	6.70	资本开支	(181)	(206)	(1000)	(1000)	(1000)
ROIC	23%	24%	43%	58%	55%	其它投资现金流	0	(1335)	0	0	0
ROE	24%	18%	35%	37%	33%	投资活动现金流	(181)	(1541)	(1000)	(1000)	(1000)
毛利率	47%	53%	70%	71%	71%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	33%	43%	61%	63%	63%	负债净变化	0	78	0	0	0
EBITDA Margin	41%	48%	70%	69%	70%	支付股利、利息	(105)	(116)	(435)	(620)	(713)
收入增长	93%	43%	82%	42%	15%	其它融资现金流	(41)	1163	67	0	0
净利润增长率	86%	72%	152%	43%	15%	融资活动现金流	(251)	1086	(368)	(620)	(713)
资产负债率	40%	24%	23%	21%	19%	现金净变动	104	342	177	703	1079
股息率	0.3%	0.3%	1.3%	1.8%	2.1%	货币资金的期初余额	68	172	514	691	1393
P/E	103.2	60.2	23.9	16.7	14.6	货币资金的期末余额	172	514	691	1393	2473
P/B	24.6	11.0	8.3	6.2	4.8	企业自由现金流	370	593	612	1407	1888
EV/EBITDA	65.9	39.0	15.0	10.6	9.2	权益自由现金流	328	1845	689	1422	1905

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，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。

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

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

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中所提及的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 层
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