

# 紫金矿业（601899.SH）——半年报点评

## 金矿量价齐增推升业绩，黄金分拆上市有望带来估值重估

优于大市

### 核心观点

**公司发布半年报：**上半年实现营收 1677.11 亿元，同比+11.50%；实现归母净利润 232.92 亿元，同比+54.41%；实现扣非净利润 216.24 亿元，同比+40.12%。公司于 25Q2 实现营收 887.83 亿元，同比+17.38%，环比+12.49%；实现归母净利润 131.25 亿元，同比+48.75%，环比+29.10%；实现扣非净利润 117.43 亿元，同比+27.51%，环比+18.84%。

**核心矿产品产量：**今年上半年，公司矿产金产量为 41.19 吨，同比+16.3%，完成全年产量计划 48.46%；矿产铜产量为 56.69 万吨，同比+9.3%，完成全年产量计划 49.30%。公司今年矿产金产量实现高速增长，这主要是得益于公司前几年有非常多的金矿项目的并购，因此在金价不断创历史新高的背景下，Q2 金矿量价齐增，是推动业绩环比大幅提升的核心因素。

**核心矿产品成本：**今年上半年，公司矿产金单位营业成本为 261.97 元/克，同比+15.41%；矿产铜单位营业成本为 24256 元/吨，同比+8.21%；矿产锌单位营业成本为 10113 元/吨，同比+12.76%；矿产银单位营业成本为 1.99 元/克，同比+6.42%。综合来看公司上半年成本压力有所提升。公司将严格管控成本，继续发挥公司在成本端的优势，提升精细化管理的水平。

**分红方面：**公司计划实施中期分红，拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.2 元(含税)，总计派发现金红利约 58.47 亿元，约占今年上半年归母净利润的 25.10%。

**境外黄金板块分拆上市是公司重大战略举措：**公司将八座境外黄金矿山资产重组至紫金黄金国际，并于 2025 年 6 月 30 日向联交所正式递交上市申请。紫金黄金国际的分拆上市将带来：1) 打造境外黄金上市公司平台，将有利于公司海外黄金业务快速拓展；2) 估值重估，公司目前的业务结构当中，铜矿业务利润贡献度高于金矿，整体估值水平并不高，而境外黄金板块单独分拆，预计将在资本市场获得较高的估值溢价，进而提升整体的估值空间。

**风险提示：**项目建设进度不达预期，矿产品销售价格不达预期。

**投资建议：**维持“优于大市”评级。

基于上半年的业绩表现，上调公司盈利预测。预计公司 2025-2027 年营收为 3651/3817/4005 (原预测 3699/3864/4042) 亿元，同比增速 20.2%/4.5%/4.9%；归母净利润为 460.63/526.55/584.84 (原预测 397.58/455.30/506.74) 亿元，同比增速 43.7%/14.3%/11.1%；摊薄 EPS 为 1.73/1.98/2.20 元，当前股价对应 PE 为 12.9/11.3/10.2X。公司是国内有色上市公司核心标的，矿产资源储量丰富，国际化进程不断加快，战略延伸积极布局新能源新材料产业助力能源转型，核心矿种实现多元化布局，中长期成长路径明确，未来有望跻身全球超一流国际矿业企业，维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

|             | 2023    | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)   | 293,403 | 303,640 | 365,124 | 381,652 | 400,466 |
| (+/-%)      | 8.5%    | 3.5%    | 20.2%   | 4.5%    | 4.9%    |
| 净利润(百万元)    | 21,119  | 32,051  | 46,063  | 52,655  | 58,484  |
| (+/-%)      | 5.4%    | 51.8%   | 43.7%   | 14.3%   | 11.1%   |
| 每股收益(元)     | 0.80    | 1.21    | 1.73    | 1.98    | 2.20    |
| EBIT Margin | 10.8%   | 15.1%   | 16.3%   | 17.6%   | 18.8%   |
| 净资产收益率(ROE) | 19.6%   | 22.9%   | 26.8%   | 25.2%   | 23.4%   |
| 市盈率(PE)     | 27.9    | 18.6    | 12.9    | 11.3    | 10.2    |
| EV/EBITDA   | 19.2    | 14.6    | 10.8    | 9.5     | 8.5     |
| 市净率(PB)     | 5.48    | 4.26    | 3.46    | 2.85    | 2.38    |

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·财报点评

#### 有色金属·工业金属

证券分析师：刘孟尧

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：杨耀洪

021-60933161

yangyaozhong@guosen.com.cn

S0980520040005

#### 基础数据

|             |                   |
|-------------|-------------------|
| 投资评级        | 优于大市(维持)          |
| 合理估值        |                   |
| 收盘价         | 22.39 元           |
| 总市值/流通市值    | 460982/460982 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 22.55/13.94 元     |
| 近 3 个月日均成交额 | 2990.90 百万元       |

#### 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

- 《紫金矿业（601899.SH）财报点评：矿产金量价齐增，单季度归母净利润首次突破 100 亿元》——2025-04-13
- 《紫金矿业（601899.SH）年报点评：经营业绩显著提升，全力争取规模实力再上新台阶》——2025-03-23
- 《紫金矿业（601899.SH）三季报点评：量价齐增持续兑现高利润弹性，新项目建设有序推进》——2024-10-20
- 《紫金矿业（601899.SH）半年报点评：成本控制卓有成效，量价齐增兑现高利润弹性》——2024-08-25
- 《紫金矿业（601899.SH）年报点评：新项目建设有序推进，公司力争规模实力再上新台阶》——2024-03-24

### ◆ 二季度实现归母净利润 131 亿元，环增约 29%

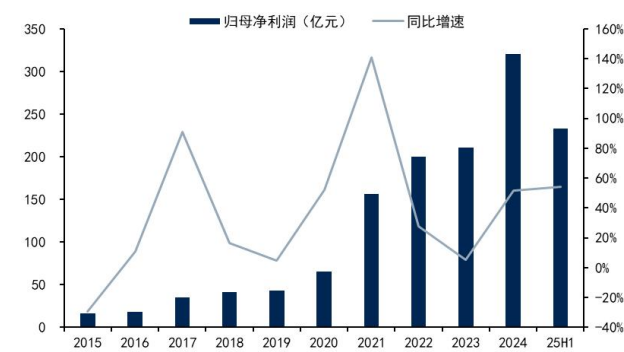
公司发布 2025 年半年报：上半年实现营收 1677.11 亿元，同比+11.50%；实现归母净利润 232.92 亿元，同比+54.41%；实现扣非净利润 216.24 亿元，同比+40.12%；实现经营活动产生的净现金流 288.30 亿元，同比+41.00%。公司于 25Q2 实现营收 887.83 亿元，同比+17.38%，环比+12.49%；实现归母净利润 131.25 亿元，同比+48.75%，环比+29.10%；实现扣非净利润 117.43 亿元，同比+27.51%，环比+18.84%。公司此前已发布过业绩预告，实际业绩和预告吻合，业绩表现非常亮眼。

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

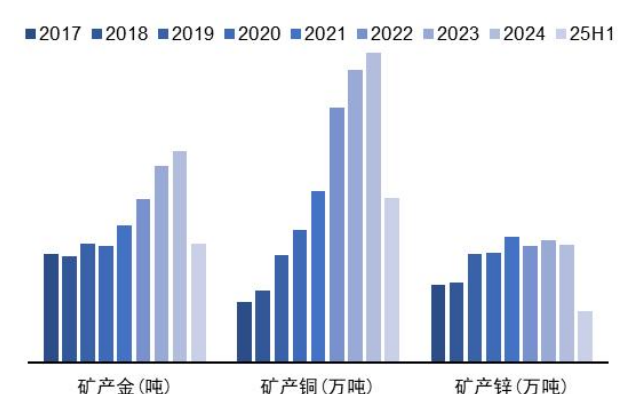
图2：公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

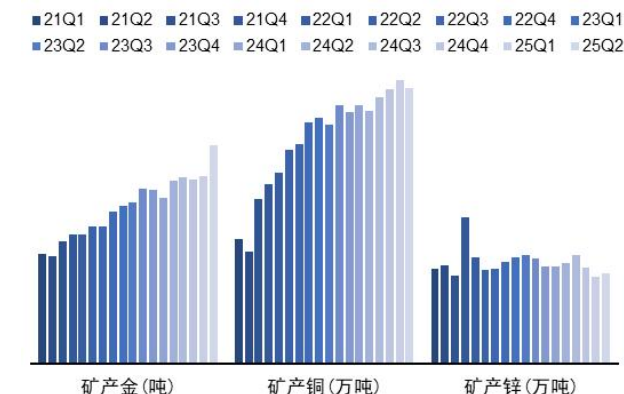
**核心矿产品产量方面：**今年上半年，矿产金产量为 41.19 吨，同比+16.3%，完成全年产量计划 48.46%，其中 25Q1/Q2 产量分别为 19.07/22.12 吨，Q2 环增约 16%；矿产铜产量为 56.69 万吨，同比+9.3%，完成全年产量计划 49.30%，其中 25Q1/Q2 产量分别为 28.76/27.93 万吨，Q2 环减约 3%；矿产锌产量为 17.96 万吨，矿产铅产量为 2.05 万吨，总计完成全年产量计划 45.48%；矿产银产量为 223.56 吨，同比+6.3%，矿山产当量碳酸锂 7315 吨，同比+2961%。公司 2025 年核心矿产品产量计划：矿产铜 115 万吨，矿产金 85 吨，矿产锌（铅）44 万吨，当量碳酸锂 4 万吨，矿产银 450 吨，矿产钼 1 万吨。公司今年矿产金产量实现高速增长，这主要是得益于公司前几年有非常多的金矿项目的并购，因此在金价不断创历史新高的背景下，Q2 金矿量价齐增，是推动业绩环比大幅提升的核心因素。

图3：公司核心矿产品产量数据



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：公司核心矿产品分季度产量数据

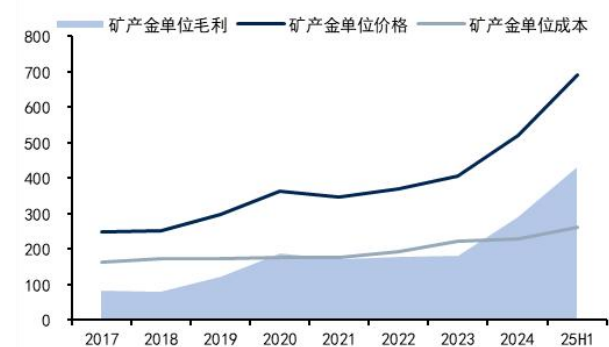


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

**核心矿产品成本方面：**今年上半年，矿产金单位营业成本为 261.97 元/克，同比+15.41%，其中 25Q1/Q2 单位成本为 251.08/271.70 元/克，Q2 环比+8.21%；矿产铜单位营业成本为 24256 元/吨，同比+8.21%，其中铜精矿成本 21104 元/吨，同比+13.59%，电积铜成本 31113 元/吨，同比-5.92%，电解铜成本 36004 元/吨，同比+0.63%，其中 25Q1/Q2 单位成本为 24107/24406 元/吨，Q2 环比+1.24%；矿产锌单位营业成本为 10113 元/吨，同比+12.76%，其中 25Q1/Q2 单位成本为 10256/9970 元/吨，Q2 环比-2.79%；矿产银单位营业成本为 1.99 元/克，同比+6.42%，其中 25Q1/Q2 单位成本为 2.00/1.98 元/克，Q2 环比-0.95%。综合来看公司上半年成本压力有所提升，主要原因：1) 部分矿山品位下降、运距增加及部分露天矿山剥采比上升；2) 因金价大幅上涨，以金价为基准计算的权益金同步大幅提升；3) 新并购企业过渡期成本高：如，秘鲁阿瑞那铜金矿交割后因筹备采购电动矿卡替代原租赁设备，过渡期内仅依靠少量租赁矿卡维持基本运营，选厂产能暂时未得到充分利用，导致其单位分摊固定成本畸高；加纳阿基姆金矿交割后暂时仍延用收购前的矿山生命周期模型(至 2027 年结束)计算资产折旧，导致折旧摊销成本较大。

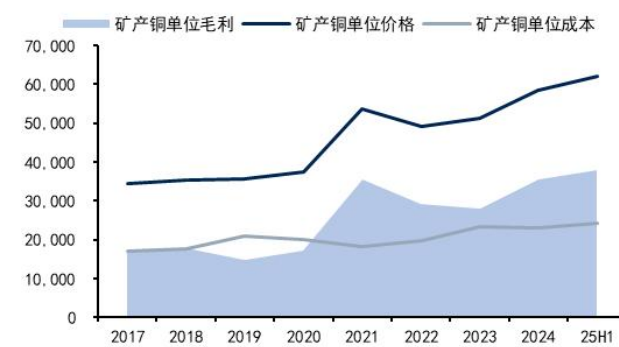
**毛利率方面：**今年上半年，公司综合毛利率为 23.75%，同比增加 4.60 个百分点；若剔除冶炼加工产品，矿产品毛利率为 60.23%，同比增加 2.93 个百分点；其中矿产金毛利率 62.17%，矿产铜毛利率 60.93%，矿产锌毛利率 30.98%，矿产银毛利率 65.15%。

图5：公司矿产金单位销售价格、成本、毛利（元/克）



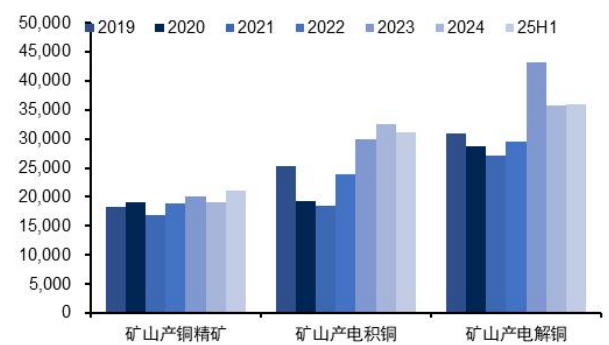
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图6：公司矿产铜单位销售价格、成本、毛利（元/吨）



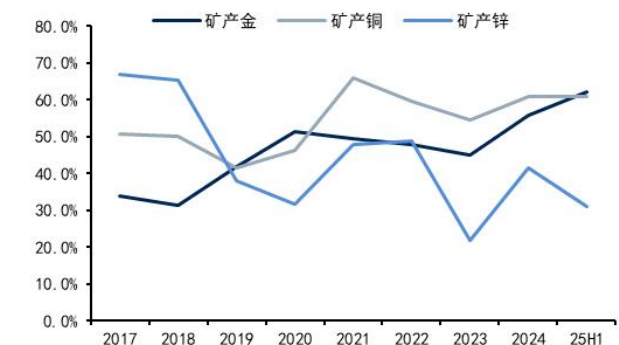
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图7：公司矿产铜单位销售成本拆分（元/吨）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图8：公司核心矿产品毛利率变化情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

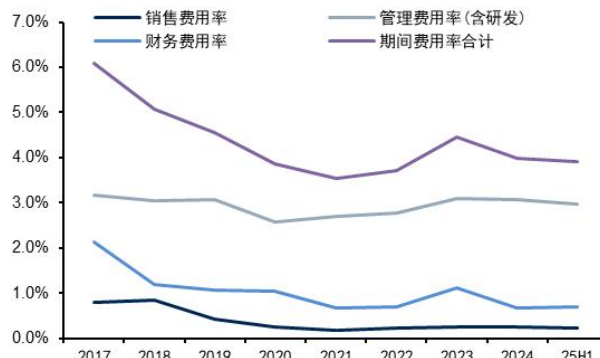
**财务数据方面：**①截止至半年度末，公司资产负债率 56.36%。②分红方面，公司计划实施中期分红，拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.2 元(含税)，总计派发现金红利约 58.47 亿元，约占今年上半年归母净利润的 25.10%。③公司今年 Q2 归母净利和扣非净利有约 14 亿元差额，主要是来自于公司所持有股票产生的公允价值变动收益所致。

图9：公司资产负债率变化情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图10：公司期间费用率变化情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

#### ◆ 资源基础不断夯实，境外黄金板块拟分拆上市

作为全球矿业市场重要参与者，公司聚焦绿色金属矿产、新能源矿产，以大型超大型矿产的逆周期并购和自主地质勘探增储为重点，为公司持续发展提供了坚实的资源基础。逆周期并购考验的是公司面向全球配置资产，依托系统工程和矿业经济思维及专业分析决策的能力，自主地质勘探考验的是公司找探矿能力，公司勘查找矿成本远低于行业平均，且公司总资源量约 50%为自主勘查。今年上半年公司自主找矿勘探成果颇丰，权益口径资源量新增铜资源量 204.9 万吨，储量 132.2 万吨；新增金资源量 88.8 吨，金储量 34.5 吨；新增当量碳酸锂资源量 83.4 万吨，储量 35.8 万吨；公司旗下塞尔维亚玛格铜金矿、澳大利亚诺顿金田、福建紫金山铜金矿矿区勘查，苏里南罗斯贝尔金矿、哥伦比亚武里蒂卡金矿补勘等均取得明显成效。

**境外黄金板块分拆上市是公司重大战略举措。**公司将八座境外黄金矿山资产重组至紫金黄金国际，并于 2025 年 6 月 30 日向联交所正式递交上市申请。紫金黄金国际的分拆上市将带来：1) 打造境外黄金上市公司平台，将有利于公司海外黄金业务快速拓展，对于公司 2028 年矿产金 100-110 吨产量目标的实现具有重要战略意义；2) 紫金矿业的估值重估，公司目前的业务结构当中，铜矿业务利润贡献度高于金矿，整体估值水平并不高，而境外黄金板块单独分拆，预计将在资本市场获得较高的估值溢价，从分部估值体系来看，将使得紫金矿业整体估值水平获得较大的提升空间。

#### 公司新项目建设有序推进，发展动能持续增强——

**铜：**刚果(金)卡莫阿三期选厂达产后年产铜将提升至 60 万吨，晋升为非洲最大、全球第三大铜矿，年产 50 万吨阳极铜冶炼厂将建成并形成新的利润增长点，项目最终将建成 80 万吨铜以上规模，将有望成为全球第二大产铜矿山。塞尔维亚丘卡卢-佩吉铜金矿、博尔铜矿两项目联合为欧洲第二大矿产铜企业，正加快推进年总产铜 45 万吨改扩建工程，有望联合晋升为欧洲第一大矿产铜企业。西藏巨龙铜矿项目二期改扩建工程计划 2025 年底建成投产，届时年矿产铜将达 30-35 万吨，且项目还有三期规划，未来将建成年产铜 60 万吨规模；另外公司于今年上半年完成

对藏格矿业控制权的收购,收购完成后,公司对西藏巨龙铜业的权益比例由 50.1% 增加为 58.16%。西藏朱诺铜矿项目有望快速推进,计划 2026 年底建成投产,年矿产铜 7.6 万吨。

**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;巴布亚新几内亚波格拉金矿于 2023 年 12 月 22 日全面复产,根据项目最新规划,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,达产后将年新增矿产金 3-4 吨;新疆萨瓦亚尔顿金矿 240 万吨/年采选和 5 吨/年黄金冶炼项目如期建成投产,达产后年产金约 3.3 吨;公司参股的山东海域金矿,12000 吨/日采选工程有序推进,预计 2026 年投产,整体投产达产后年矿产黄金约 15-20 吨,有望晋升为中国最大黄金矿山之一;公司于 2024 年年底完成秘鲁 La Arena 项目的收购,项目年产金约 3 吨;公司于今年 4 月份完成收购纽蒙特所持有 Newmont Golden Ridge Ltd 100% 股权,进而拥有加纳 Akyem 金矿项目 100% 权益,该项目 2021-2023 年黄金产量分别为 11.9/13.1/9.2 吨;公司拟收购哈萨克斯坦 Raygorodok 金矿项目 100% 权益,项目年产金约 5.5 吨。

**锂:** 公司规划至 2025 年形成 4 万吨当量碳酸锂产能。其中,阿根廷 3Q 盐湖锂矿一期 2 万吨/年碳酸锂项目预计 2025 年第三季度投产,二期 3 万吨/年碳酸锂项目建设有序推进;西藏拉果错盐湖锂矿一期 2 万吨/年电池级碳酸锂项目已于今年上半年正式投产,目前已释放一定产量,另外一期、二期全部投产达产后将形成 6 万吨/年当量碳酸锂产能;湖南湘源硬岩锂矿 500 万吨/年采选项目及配套电池级碳酸锂冶炼厂规划 2025 年三季度同步建成投产,达产后形成 3 万吨/年电池级碳酸锂产能;刚果(金)马诺诺锂矿东北部探获超大规模优质锂辉石资源。

**投资建议:维持“优于大市”评级。**基于上半年的业绩表现,上调公司盈利预测。预计公司 2025-2027 年营收为 3651/3817/4005(原预测 3699/3864/4042)亿元,同比增速 20.2%/4.5%/4.9%;归母净利润为 460.63/526.55/584.84(原预测 397.58/455.30/506.74)亿元,同比增速 43.7%/14.3%/11.1%;摊薄 EPS 为 1.73/1.98/2.20 元,当前股价对应 PE 为 12.9/11.3/10.2X。公司是国内有色上市公司核心标的,矿产资源储量丰富,国际化进程不断加快,战略延伸积极布局新能源新材料产业助力能源转型,核心矿种实现多元化布局,中长期成长路径明确,未来有望跻身全球超一流国际矿业企业,维持“优于大市”评级。

# 财务预测与估值

| 资产负债表（百万元）       | 2023          | 2024          | 2025E         | 2026E         | 2027E         | 利润表（百万元）          | 2023           | 2024           | 2025E          | 2026E          | 2027E          |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 现金及现金等价物         | 18449         | 31691         | 28740         | 65253         | 108464        | 营业收入              | 293403         | 303640         | 365124         | 381652         | 400466         |
| 应收款项             | 11129         | 10508         | 12636         | 13208         | 13859         | 营业成本              | 247024         | 241776         | 287529         | 295702         | 305620         |
| 存货净额             | 29290         | 33313         | 39305         | 40105         | 41294         | 营业税金及附加           | 4850           | 5819           | 7302           | 7633           | 8009           |
| 其他流动资产           | 12746         | 17146         | 20618         | 21552         | 22614         | 销售费用              | 766            | 738            | 803            | 840            | 881            |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>77629</b>  | <b>98939</b>  | <b>107580</b> | <b>146397</b> | <b>192511</b> | 管理费用              | 7523           | 7729           | 10959          | 11331          | 11754          |
| 固定资产             | 117393        | 132362        | 146735        | 157145        | 165860        | 研发费用              | 1567           | 1582           | 1643           | 1717           | 1802           |
| 无形资产及其他          | 67892         | 68588         | 65845         | 63101         | 60358         | 财务费用              | 3268           | 2029           | 2373           | 2481           | 2603           |
| 投资性房地产           | 48460         | 53636         | 53636         | 53636         | 53636         | 投资收益              | 3491           | 4020           | 9227           | 12522          | 13187          |
| 长期股权投资           | 31632         | 43085         | 43085         | 43085         | 43085         | 资产减值及公允价值变动       | 367            | 1676           | 900            | (600)          | (600)          |
| <b>资产总计</b>      | <b>343006</b> | <b>396611</b> | <b>416881</b> | <b>463365</b> | <b>515450</b> | 其他收入              | (1892)         | (2418)         | 1600           | 1526           | 1441           |
| 短期借款及交易性金融负债     | 39018         | 48748         | 20000         | 20000         | 20000         | 营业利润              | 31937          | 48827          | 67884          | 77114          | 85628          |
| 应付款项             | 16284         | 20828         | 24574         | 25074         | 25817         | 营业外净收支            | (649)          | (749)          | (600)          | (200)          | (200)          |
| 其他流动负债           | 28880         | 30209         | 35918         | 36676         | 37786         | <b>利润总额</b>       | <b>31287</b>   | <b>48078</b>   | <b>67284</b>   | <b>76914</b>   | <b>85428</b>   |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>84182</b>  | <b>99784</b>  | <b>80491</b>  | <b>81750</b>  | <b>83604</b>  | 所得税费用             | 4748           | 8685           | 10765          | 12306          | 13668          |
| 长期借款及应付债券        | 102818        | 100153        | 100153        | 100153        | 100153        | 少数股东损益            | 5420           | 7342           | 10456          | 11952          | 13275          |
| 其他长期负债           | 17643         | 18943         | 18943         | 18943         | 18943         | <b>归属于母公司净利润</b>  | <b>21119</b>   | <b>32051</b>   | <b>46063</b>   | <b>52655</b>   | <b>58484</b>   |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>120460</b> | <b>119096</b> | <b>119096</b> | <b>119096</b> | <b>119096</b> | <b>现金流量表（百万元）</b> | <b>2023</b>    | <b>2024</b>    | <b>2025E</b>   | <b>2026E</b>   | <b>2027E</b>   |
| <b>负债合计</b>      | <b>204643</b> | <b>218880</b> | <b>199587</b> | <b>200846</b> | <b>202699</b> | 净利润               | 21119          | 32051          | 46063          | 52655          | 58484          |
| 少数股东权益           | 30857         | 37945         | 45264         | 53631         | 62924         | 资产减值准备            | 519            | 727            | 357            | 89             | 72             |
| 股东权益             | 107506        | 139786        | 172029        | 208888        | 249827        | 折旧摊销              | 9794           | 9899           | 13913          | 16644          | 18356          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>343006</b> | <b>396611</b> | <b>416881</b> | <b>463365</b> | <b>515450</b> | 公允价值变动损失          | 19             | (948)          | (900)          | 600            | 600            |
|                  |               |               |               |               |               | 财务费用              | 3583           | 2763           | 2373           | 2481           | 2603           |
| <b>关键财务与估值指标</b> | <b>2023</b>   | <b>2024</b>   | <b>2025E</b>  | <b>2026E</b>  | <b>2027E</b>  | 营运资本变动            | (3832)         | (5598)         | (1779)         | (957)          | (977)          |
| 每股收益             | 0.80          | 1.21          | 1.73          | 1.98          | 2.20          | 其它                | 9241           | 12730          | 6962           | 8277           | 9221           |
| 每股红利             | 0.58          | 0.60          | 0.52          | 0.59          | 0.66          | <b>经营活动现金流</b>    | <b>36860</b>   | <b>48860</b>   | <b>64616</b>   | <b>77309</b>   | <b>85756</b>   |
| 每股净资产            | 4.08          | 5.26          | 6.47          | 7.86          | 9.40          | 资本开支              | (30429)        | (24798)        | (25000)        | (25000)        | (25000)        |
| ROIC             | 12%           | 15%           | 18%           | 20%           | 22%           | 其它投资现金流           | (3536)         | (7441)         | 0              | 0              | 0              |
| ROE              | 20%           | 23%           | 27%           | 25%           | 23%           | <b>投资活动现金流</b>    | <b>(33965)</b> | <b>(32238)</b> | <b>(25000)</b> | <b>(25000)</b> | <b>(25000)</b> |
| 毛利率              | 16%           | 20%           | 21%           | 23%           | 24%           | 权益性融资             | 947            | 5821           | 0              | 0              | 0              |
| EBIT Margin      | 11%           | 15%           | 16%           | 18%           | 19%           | 负债净变化             | 8711           | (16078)        | 0              | 0              | 0              |
| EBITDA Margin    | 14%           | 18%           | 20%           | 22%           | 23%           | 支付股利、利息           | (15175)        | (16012)        | (13819)        | (15797)        | (17545)        |
| 收入增长             | 9%            | 3%            | 20%           | 5%            | 5%            | 其它融资现金流           | (301)          | 21840          | (28748)        | 0              | 0              |
| 净利润增长率           | 5%            | 52%           | 44%           | 14%           | 11%           | <b>融资活动现金流</b>    | <b>(5817)</b>  | <b>(4429)</b>  | <b>(42567)</b> | <b>(15797)</b> | <b>(17545)</b> |
| 资产负债率            | 69%           | 65%           | 59%           | 55%           | 52%           | <b>现金净变动</b>      | <b>(1974)</b>  | <b>11956</b>   | <b>(2950)</b>  | <b>36512</b>   | <b>43211</b>   |
| 股息率              | 2.6%          | 2.7%          | 2.3%          | 2.7%          | 2.9%          | 货币资金的期初余额         | 19667          | 17692          | 31691          | 28740          | 65253          |
| P/E              | 27.9          | 18.6          | 12.9          | 11.3          | 10.2          | 货币资金的期末余额         | 17692          | 29648          | 28740          | 65253          | 108464         |
| P/B              | 5.5           | 4.3           | 3.5           | 2.8           | 2.4           | 企业自由现金流           | 12730          | 22964          | 37224          | 47112          | 55500          |
| EV/EBITDA        | 19.2          | 14.6          | 10.8          | 9.5           | 8.5           | 权益自由现金流           | 24953          | 29830          | 3937           | 43469          | 52695          |

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<br>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 $\pm 10\%$ 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<br>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 $\pm 10\%$ 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