

江西铜业（600362.SH）

国内铜矿盈利稳健，国外资源多点开花

优于大市

核心观点

2025H1 归母净利润同比增长 15%。2025H1 公司营业收入 2570 亿元，同比下降 5.9%，公司主动压降贸易业务所致；2025H1 归母净利润 41.7 亿元，同比增长 15.4%；2025Q2 归母净利润 22.2 亿元（同比+16.8%，环比+13.8%）；2025H1 经营性净现金流 44.2 亿元，同比增长 9.8%。2025H1 盈利增长，除了铜价上涨原因外，主要受益于贵金属金银价格上涨，以及冶炼副产品硫酸价格上涨。2025H1 金银业务毛利同比增加 8 亿元，硫酸业务毛利同比增加 9 亿元。

公司主导的哈萨克斯坦巴库塔钨矿顺利投产。巴库塔钨矿是全球资源量最大的露天钨矿，三氧化钨资源量 23.3 万吨，储量 14.5 万吨。于 2024 年 11 月投产并于 2025 年二季度实现商业化运营。2025 年采选量预计 330 万吨，生产含三氧化钨 65%的精矿 9313 吨；2027 年之后采选量将达到 495 万吨，年生产精矿达到 14171 吨。当前营运成本为 7.74 万元/吨精矿，2027 年后有望降至 4.9 万元/吨精矿。

参股第一量子，盈利潜力大。公司是第一量子最大股东，第一量子是一家以铜为主业的矿业公司，拥有探明及控制的铜资源量 3550 万吨，在全球运营 6 座铜矿。当前普遍预测巴拿马铜矿于 2026 年下半年复产，巴拿马铜矿停产前年化产能已达到 50 万吨，盈利能力强，2021-2023 年巴拿马铜矿营业利润分别为 14.3/10.5/8.3 亿美元。自 2024 年开始，江西铜业将持有的第一量子投资由金融工具投资转换为长期股权投资权益法核算。如果巴拿马铜矿复产，将显著增厚公司利润。

风险提示：铜价下跌，铜精矿加工费下跌，硫酸价格下跌，参股公司复产不及预期风险。

投资建议：给予“优于大市”评级

假设 2025-2027 年铜价为 78000/79000/79000 元/吨，铜精矿加工费为 25/0/0 美元/吨，预计营业收入分别为 3269/3315/3315 亿元，归母净利润分别为 81.1/89.4/96.2 亿元，每股收益分别为 2.3/2.6/2.8 元，当前股价对应 PE 分别为 11.9/10.8/10.0x。公司国内大型露天铜矿成本低、盈利稳健，主导的全球最大露天钨矿投产放量，参股第一量子即将走出低谷期，盈利潜力大，我们认为公司的合理估值区间为 35.1-37.4 元，相对当前股价有 26%-34%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(百万元)	521,893	520,928	326,877	331,547	331,547
(+/-%)	8.7%	-0.2%	-37.3%	1.4%	0.0%
净利润(百万元)	6505	6962	8110	8944	9624
(+/-%)	8.5%	7.0%	16.5%	10.3%	7.6%
每股收益(元)	1.88	2.01	2.34	2.58	2.78
EBIT Margin	1.6%	2.4%	3.5%	3.4%	3.4%
净资产收益率 (ROE)	9.6%	8.9%	9.7%	10.0%	10.0%
市盈率 (PE)	14.9	13.9	11.9	10.8	10.0
EV/EBITDA	16.8	13.3	12.4	12.1	11.9
市净率 (PB)	1.43	1.24	1.16	1.07	1.00

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：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：焦方冉

021-60933177

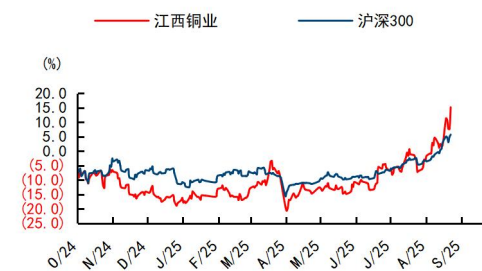
jiaofangran@guosen.com.cn

S0980522080003

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	
收盘价	27.90 元
总市值/流通市值	96610/96610 百万元
52 周最高价/最低价	28.41/18.37 元
近 3 个月日均成交额	747.02 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

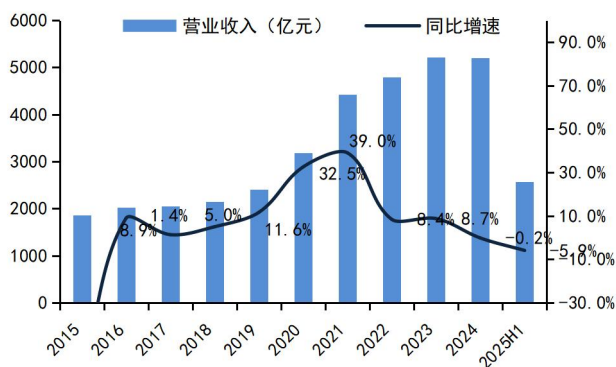
半年报概况

2025H1 归母净利润同比增长 15%。2025H1 公司营业收入 2570 亿元,同比下降 5.9%,公司主动压降贸易业务所致;2025H1 归母净利润 41.7 亿元,同比增长 15.4%;2025Q2 归母净利润 22.2 亿元(同比+16.8%,环比+13.8%);2025H1 经营性净现金流 44.2 亿元,同比增长 9.8%。2025H1 盈利增长,除了铜价上涨原因外,主要受益于贵金属金银价格上涨,以及冶炼副产品硫酸价格上涨。2025H1 金银业务毛利同比增加 8 亿元,硫酸业务毛利同比增加 9 亿元。

资产负债方面,截至 2025 年 6 月末货币资金达到 638 亿元,比年初增加 334 亿元,主因以银行定期存款质押开具信用证及银行承兑汇票增加所致,其中 482 亿元受限。负债方面,截至 2025 年 6 月末短期借款高达 857 亿元,比年初增加 409 亿元,主要是质押开具的信用证及承兑汇票;长期借款 69 亿元,比年初减少 70 亿元,主要是一年内到期的信用借款大幅增加。

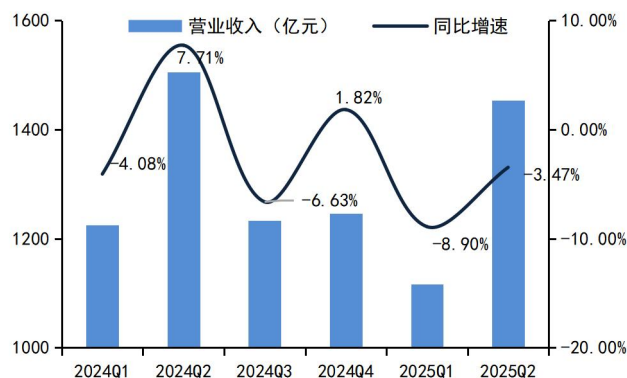
主产品产量平稳。2025H1 公司自产铜精矿 9.93 万吨,近几年一直保持平稳;阴极铜产量 119.5 万吨;硫酸产量 346 万吨,标硫精矿产量 142 万吨。重点项目方面,公司主导的哈萨克斯坦巴库塔玛矿顺利投产并实现商业运营。

图1: 江西铜业营业收入及增速(单位:亿元、%)



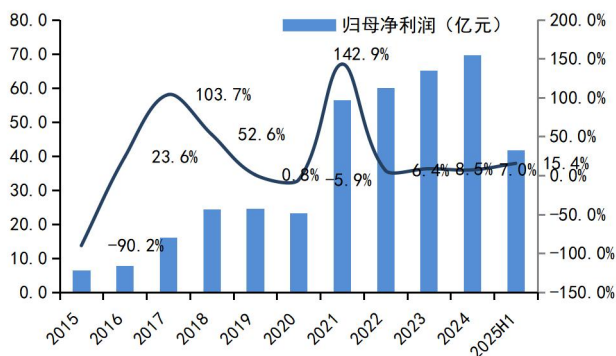
资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 江西铜业单季营业收入及增速(单位:亿元、%)



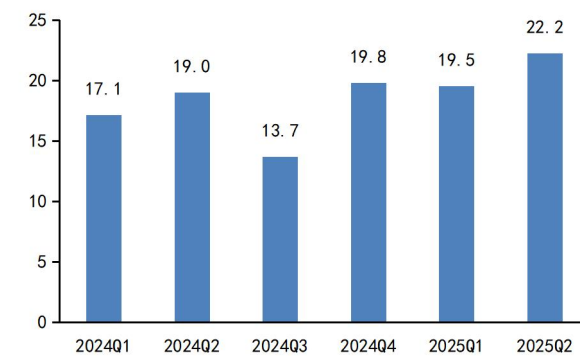
资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 江西铜业归母净利润及增速(单位:亿元、%)



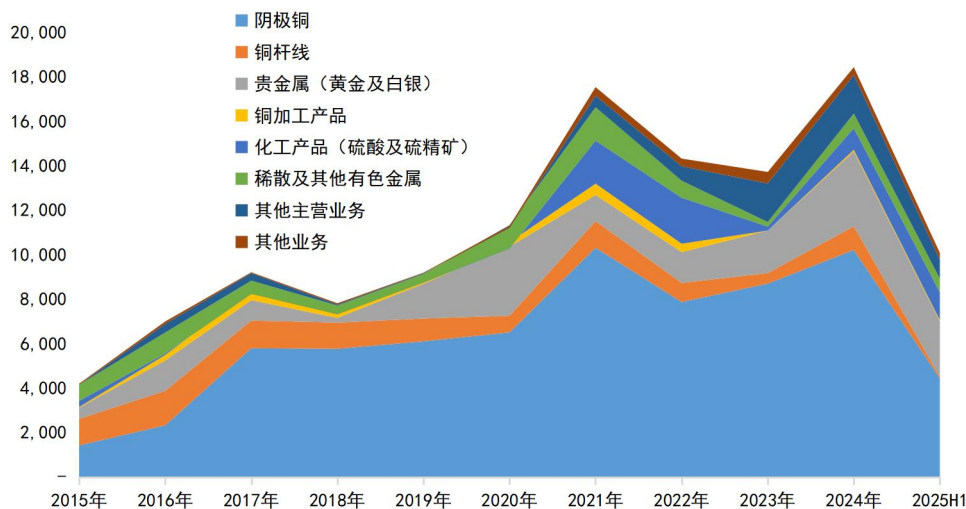
资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 江西铜业单季度归母净利润(单位:亿元)



资料来源:公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：江西铜业毛利润构成（百万元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司业务概况

公司是一家铜及黄金的“采-选-冶-加工”全产业链企业，另有稀散金属的提取与加工，硫化工以及贸易等业务，是中国最大的阴极铜生产基地，最大的伴生金、银生产基地，以及重要的硫化工基地，拥有包括大型露天矿山德兴铜矿在内的多座在产铜矿。截至2024年末，公司100%所有权的保有资源量铜890万吨，金239吨，银8253吨，钼16.6万吨。公司联合其他公司所控制的资源按本公司所占权益计算的金属资源量约为铜1312万吨、黄金96吨。

矿山版块

国内铜矿：公司在国内拥有5座在产铜矿，均为100%权益，分别为德兴铜矿（包括铜厂矿区、富家坞矿区）、永平铜矿、城门山铜矿（含金鸡窝银铜矿）、武山铜矿和银山矿业公司。这5座铜矿产量比较平稳，2024年自有铜矿产量如下表所示，

表1：公司自有矿山产量

	铜(吨)	金(千克)	银(千克)	钼(吨)
德兴铜矿	154,766	3,686	32,236	10,000
永平铜矿	6,620	16	6,034	
银山矿业	13,609	1,317	10,785	
武山铜矿	12,213	146	7,445	
城门山铜矿	12,508	135	11,030	
合计	199,716	5,300	67,530	10,000

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

德兴铜矿是公司主力矿山，是中国东部最大的斑岩型铜矿床，是公司盈利主要来源。截至2024年末，德兴铜矿铜资源量274万吨，年产铜稳定在15.5万吨左右，产金3.5吨，银31吨。德兴铜矿是一座大型露天铜矿，采选成本低，根据Wood Mackenzie数据，处于全球铜矿前1/4分位。

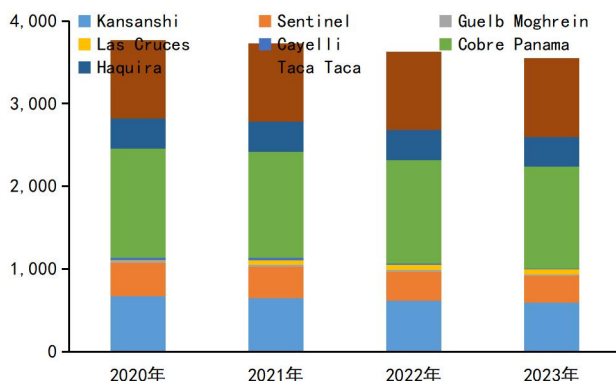
国外矿山：公司在海外控股或参股的矿山或公司，且有建设进展的主要有3个。

①第一量子：巴拿马铜矿复产增厚利润

公司持有加拿大矿业公司第一量子 18.47% 股权，是其第一大股东。第一量子是一家以铜为主业的矿业公司，拥有探明及控制的铜资源量 3550 万吨，其中资源量最大的是巴拿马铜矿，达 1230 万吨，其次是未开发的 Taca Taca 铜矿资源量 950 万吨。截至 2023 年末，公司证实及概略的铜储量为 2580 万吨，其中最大的是巴拿马铜矿，储量达 1020 万吨，其次是 Taca Taca 铜矿储量 770 万吨。

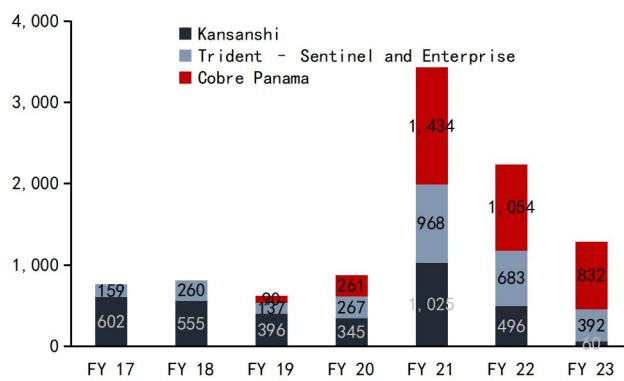
第一量子在全球运营 6 个铜矿，2 个湿法镍项目，还有 3 个未开发的铜矿，2023 年生产铜 71 万吨，镍 2.6 万吨，黄金 7.1 吨。公司运营项目主要在非洲赞比亚、中美洲巴拿马、澳大利亚等，未开发项目在秘鲁和阿根廷。运行项目当中最重要的是巴拿马铜矿（Cobre Panama），在 2023 年 11 月停止作业后，一直处于维护状态（Preservation & Safety Measures）。公司主力铜矿都是露天开采项目，既有沉积型铜矿也有斑岩铜矿，入磨品位都在 0.4%-0.6% 左右，储量大、矿山寿命长。在秘鲁和阿根廷的 3 个待开发项目均具备成为世界级大型铜矿山的潜力，如果均投入生产，年产铜可达 90 万吨。

图6：第一量子铜资源量（万吨）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：第一量子三大主力铜矿营业利润（百万美元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

当前普遍预测巴拿马铜矿于 2026 年下半年复产，巴拿马铜矿停产前年化产能已达到 50 万吨，盈利能力强，2021-2023 年巴拿马铜矿营业利润分别为 14.3/10.5/8.3 亿美元。自 2024 年开始，江西铜业将持有的第一量子投资由金融工具投资转换为长期股权投资权益法核算。如果巴拿马铜矿复产，将显著增厚公司利润。

②哈萨克斯坦巴库塔钨矿：2025H1 已投产并在港交所上市

巴库塔钨矿是全球资源量最大的露天钨矿，三氧化钨资源量 23.3 万吨，储量 14.5 万吨。于 2024 年 11 月投产并于 2025 年二季度实现商业化运营。2025 年采选量预计 330 万吨，生产含三氧化钨 65% 的精矿 9313 吨；2027 年之后采选量将达到 495 万吨，年生产精矿达到 14171 吨。当前营运成本为 7.74 万元/吨精矿，2027 年后有望降至 4.9 万元/吨精矿。公司已于 2025 年 8 月 28 日在港交所上市（佳鑫国际资源，03858.HK）。

③阿富汗艾娜克铜矿

艾娜克铜矿床位于阿富汗首都喀布尔市南约 30km 处，为世界级特大型铜矿床，铜矿石量 6.5 亿吨，铜金属量 1089 万吨，平均品位 1.67%。2008 年中国中冶、江西铜业组成的投资联合体与阿富汗政府签署项目开发协议，其中江铜拥有该项目 25% 股权，中国中冶拥有 75%。因矿区内存在考古遗迹及地区局势等因素，一直未

能顺利开发。今年 8 月份，艾娜克铜矿进矿道路竣工并顺利通车，标志着项目取得重要阶段性进展。

冶炼业务

公司是全球最大的阴极铜生产企业，近几年阴极铜产量始终在 200 万吨以上。公司冶炼单位如下，其中贵溪冶炼厂是国内规模最大的铜冶炼厂。

表2：公司铜冶炼厂分布

冶炼厂	地址	持股比例	产能（万吨）	备注
贵溪冶炼厂	江西鹰潭	100%	93	粗炼+精炼
江铜清远	广东清远	100%	10	精炼
江铜富冶和鼎	浙江杭州	40%	35	粗炼+精炼
山东恒邦	山东烟台	44%	20	粗炼+精炼
江铜宏源	江西鹰潭	43%	10	精炼
合计		130.2	168	

资料来源：公司公告、国信证券经济所整理

盈利预测与估值

价格假设：假设 2025-2027 年铜价均为 78000/79000/79000 元/吨，黄金价格分别为 750/780/780 元/吨，白银价格分别为 8500/9000/9000 元/吨，钼价均为 31 万元/吨，铜精矿加工费分别为 25/0/0 美元/吨，国内铜精矿折价系数均为 95%，硫酸价格分别为 450/600/600 元/吨。

铜矿业务：预计 2025-2027 年公司自产铜矿产量均为 20 万吨，黄金 5.1 吨，白银 70 吨，钼 10000 吨，其中黄金、白银、钼用于抵扣铜成本。预计巴拿马铜矿 2026H2 复产，暂不考虑艾娜克铜矿、墨西哥渣选铜项目。

铜冶炼业务：预计 2025-2027 年铜粗炼销量均为 145 万吨，铜精炼（仅精炼）销量均为 80 万吨，硫酸销量均为 551 万吨，标硫精矿销量均为 280 万吨。

表3：盈利预测假设条件

	2025E	2026E	2027E
主要价格假设			
阴极铜（元/吨）	78,000	79,000	79,000
铜精矿加工费（美元/吨）	25	0	0
黄金（元/克）	750	780	780
白银（元/克）	8,500	9,000	9,000
硫酸（元/吨）	450	600	600
销量			
矿产铜（吨）	200,300	200,300	200,300
矿产金（千克）	5,128	5,128	5,128
矿产银（千克）	70,400	70,400	70,400
铜粗炼+精炼（万吨）	145	145	145
铜精炼（仅精炼）（万吨）	80	80	80
冶炼酸（万吨）	551	551	551
营业收入（百万元）			
国内铜矿	14,361	14,939	14,939
铜冶炼（粗炼+精炼配套）	134,933	138,317	138,317
铜冶炼（仅精炼）	55,221	55,929	55,929
贸易业务	120,000	120,000	120,000
其他业务	2,362	2,362	2,362
合计	326,877	331,547	331,547

营业成本（百万元）

国内铜矿	3,701	3,512	3,512
铜冶炼（粗炼+精炼配套）	130,476	134,607	134,607
铜冶炼（仅精炼）	54,981	55,689	55,689
贸易业务	119,400	119,400	119,400
其他业务	2,010	2,010	2,010
合计	310,568	315,219	315,219

毛利润（百万元）

国内铜矿	10,660	11,427	11,427
铜冶炼（粗炼+精炼配套）	4,457	3,710	3,710
铜冶炼（仅精炼）	240	240	240
贸易业务	600	600	600
其他业务	352	352	352
合计	16,309	16,328	16,328

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

未来 3 年盈利预测

根据上述假设条件，我们得到公司 2025/2026/2027 年营业收入分别为 3269/3315/3315 亿元，归母净利润分别为 81.1/89.4/96.2 亿元，每股收益分别为 2.3/2.6/2.8 元。

对于资产减值的假设，根据过去几年情况，假设预测期内每年因存货跌价准备等因素计提资产减值 9 亿元；对于投资收益，假设第一量子、佳鑫国际资源带来的投资收益分别为 1/9/17 亿元。

表4：未来 3 年盈利预测表

	单位	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	百万元	520,928	326,877	331,547	331,547
营业成本	百万元	502,484	310,568	315,219	315,219
销售费用	百万元	411	392	398	398
管理费用	百万元	2,856	2,615	2,652	2,652
研发费用	百万元	1,118	981	995	995
财务费用	百万元	791	654	663	663
营业利润	百万元	8,779	10,286	11,026	11,826
利润总额	百万元	9,109	10,286	11,026	11,826
归属于母公司净利润	百万元	6,962	8,110	8,944	9,624
EPS		2.0	2.3	2.6	2.8
ROE		8.9%	9.7%	10.0%	10.0%

资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理和预测

盈利预测的敏感性分析

公司主要业务是铜矿山开采及铜冶炼，影响公司盈利的主要因素是铜价以及铜精矿加工费，我们以铜价和铜精矿加工费两个变量进行盈利预测的敏感性分析。我们在盈利预测中假设 2025 年铜价为 78000 元/吨，铜精矿加工费为 25 美元/吨。我们列举不同铜价和铜精矿加工费情况下，公司 2025 年归母净利润的变化情况，如下表所示：

表5: 不同价格水平下公司 2025 年归母净利润 (百万元)

		铜价 (元/吨)				
		7000	75000	80000	85000	90000
铜精矿加工费 (美元/吨)	0	61.6	68.1	74.6	81.1	87.6
	10	65.3	71.8	78.3	84.8	91.3
	20	68.9	75.4	81.9	88.4	94.9
	30	72.5	79.0	85.5	92.0	98.5
	40	76.2	82.7	89.2	95.7	102.2

资料来源: 国信证券经济研究所预测

相对估值

公司是集铜采选、冶炼、加工、贸易为一体的大型全产业链铜生产企业, 我们选取紫金矿业、洛阳钼业、铜陵有色、西部矿业、云南铜业作为可比公司。

参考可比公司 2025 年 PE 平均值在 15 倍左右, 考虑到公司国内铜矿盈利能力稳健, 主导的哈萨克斯坦钨矿投产放量, 参股的第一量子即将走出低谷期, 盈利潜力巨大。冶炼业务抗风险能力强, 受益于全球铜冶炼产能出清, 给予公司 2025 年 15-16 倍估值, 对应公司股票价值 35.1-37.4 元, 相对当前股价有 26%-34% 上涨空间。

表6: 可比公司估值比较

简称	股价 (8月31日)	总市值 (亿元)	EPS				PE				PB (2025Q2)
			2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E	
601899.SH 紫金矿业	23.1	6,148	1.21	1.61	1.84	2.05	19.1	14.3	12.5	11.2	4.4
603993.SH 洛阳钼业	12.4	2,584	0.63	0.75	0.83	0.90	19.6	16.5	14.8	13.7	3.6
000630.SZ 铜陵有色	4.5	577	0.22	0.28	0.37	0.42	20.5	16.3	12.2	10.8	1.7
000878.SZ 云南铜业	14.9	298	0.63	0.88	1.23	1.32	23.5	16.9	12.1	11.3	1.9
601168.SH 西部矿业	18.7	444	1.23	1.59	1.75	1.94	15.2	11.7	10.7	9.6	2.7
平均值							19.6	15.2	12.5	11.3	
600362.SH 江西铜业	27.9	868	2.01	2.34	2.58	2.78	13.9	11.9	10.8	10.0	1.2

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测 备注: 可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期

投资建议

假设 2025-2027 年铜价为 78000/79000/79000 元/吨, 铜精矿加工费为 25/0/0 美元/吨, 预计营业收入分别为 3269/3315/3315 亿元, 归母净利润分别为 81.1/89.4/96.2 亿元, 每股收益分别为 2.3/2.6/2.8 元, 当前股价对应 PE 分别为 11.9/10.8/10.0x。公司国内大型露天铜矿成本低、盈利稳健, 主导的全球最大露天钨矿投产放量, 参股第一量子即将走出低谷期, 盈利潜力大, 我们认为公司的合理估值区间为 35.1-37.4 元, 相对当前股价有 26%-34% 上涨空间。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	35620	30376	54833	60811	67661	营业收入	521893	520928	326877	331547	331547
应收款项	4410	6348	3582	3633	3633	营业成本	507899	502484	310568	315219	315219
存货净额	40538	44853	25336	25682	25663	营业税金及附加	1554	1680	981	995	995
其他流动资产	10358	21279	9806	9946	9946	销售费用	358	411	392	398	398
流动资产合计	102016	114995	105697	112212	119043	管理费用	2559	2856	2615	2652	2652
固定资产	32821	37077	35697	34082	32261	研发费用	1020	1118	981	995	995
无形资产及其他	7409	7338	7045	6753	6460	财务费用	384	791	654	663	663
投资性房地产	21097	14232	14232	14232	14232	投资收益	315	(2147)	100	900	1700
长期股权投资	4808	19487	19887	21887	23887	资产减值及公允价值变动	(481)	(816)	(900)	(900)	(900)
资产总计	168151	193128	182558	189165	195883	其他收入	(553)	(963)	(581)	(595)	(595)
短期借款及交易性金融负债	38263	50539	50539	50539	50539	营业利润	8419	8779	10286	11026	11826
应付款项	14973	10915	6756	6849	6844	营业外净收支	(39)	330	0	0	0
其他流动负债	17060	24753	12439	12609	12600	利润总额	8380	9109	10286	11026	11826
流动负债合计	70296	86207	69734	69997	69983	所得税费用	1404	1686	1543	1654	1774
长期借款及应付债券	18639	17131	17131	17131	17131	少数股东损益	470	461	633	428	428
其他长期负债	2467	1987	1770	1554	1249	归属于母公司净利润	6505	6962	8110	8944	9624
长期负债合计	21106	19118	18901	18685	18381	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	91402	105326	88635	88682	88364	净利润	6505	6962	8110	8944	9624
少数股东权益	9327	9857	10300	10599	10898	资产减值准备	(24)	80	185	(32)	(55)
股东权益	67422	77945	83623	89884	96621	折旧摊销	2672	2817	3588	4041	4269
负债和股东权益总计	168151	193128	182558	189165	195883	公允价值变动损失	481	816	900	900	900
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	财务费用	384	791	654	663	663
每股收益	1.88	2.01	2.34	2.58	2.78	营运资本变动	13407	(7074)	17250	(522)	(355)
每股红利	1.10	1.42	0.70	0.77	0.83	其它	220	55	258	331	354
每股净资产	19.47	22.51	24.15	25.96	27.90	经营活动现金流	23261	3657	30292	13662	14738
ROIC	5.90%	8.07%	8%	9%	9%	资本开支	0	(5958)	(3001)	(3001)	(3001)
ROE	9.65%	8.93%	10%	10%	10%	其它投资现金流	(3443)	(1050)	0	0	0
毛利率	3%	4%	5%	5%	5%	投资活动现金流	(3145)	(21687)	(3401)	(5001)	(5001)
EBIT Margin	2%	2%	3%	3%	3%	权益性融资	121	304	0	0	0
EBITDA Margin	2%	3%	5%	5%	5%	负债净变化	7332	326	0	0	0
收入增长	9%	-0%	-37%	1%	0%	支付股利、利息	(3797)	(4934)	(2433)	(2683)	(2887)
净利润增长率	9%	7%	16%	10%	8%	其它融资现金流	(23791)	21697	0	0	0
资产负债率	60%	60%	54%	52%	51%	融资活动现金流	(16598)	12786	(2433)	(2683)	(2887)
股息率	3.9%	5.1%	2.5%	2.8%	3.0%	现金净变动	3518	(5244)	24458	5978	6850
P/E	14.9	13.9	11.9	10.8	10.0	货币资金的期初余额	32102	35620	30376	54833	60811
P/B	1.4	1.2	1.2	1.1	1.0	货币资金的期末余额	35620	30376	54833	60811	67661
EV/EBITDA	16.8	13.3	12.4	12.1	11.9	企业自由现金流	0	(126)	27476	10113	10509
						权益自由现金流	0	21897	26475	9370	9875

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 $\pm 10\%$ 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 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所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