

# 紫金矿业 (601899.SH) —— 年报点评

## 业绩表现亮眼，铜金锂三大业务板块同步快速拓展

优于大市

### 核心观点

**公司发布 2025 年年报：**全年实现营收 3491 亿元，同比+14.96%；实现归母净利润 517.78 亿元，同比+61.55%；实现扣非净利润 507.24 亿元，同比+60.05%。其中，公司于 25Q4 实现营收 949 亿元，同比+29.54%，环比+9.70%；实现归母净利润 139.14 亿元，同比+80.86%，环比-4.52%；实现扣非净利润 165.97 亿元，同比+108.89%，环比+32.75%。公司 2025 年业绩表现亮眼。

**核心矿产品产量方面：**2025 年，矿产金产量 89.54 吨，同比+22.77%；矿产铜产量 108.51 万吨，同比+1.56%。公司 2026 年产量计划：矿产金 105 吨 (+17.3%)，矿产铜 120 万吨 (+10.6%)，当量碳酸锂 12 万吨 (+371%)，矿产银 520 吨 (+18.5%)。

**核心矿产品成本方面：**2025 年，公司矿产金单位营业成本为 275.24 元/克，同比+19.34%；矿产铜单位营业成本 25461 元/吨，同比+11.05%；矿产锌单位营业成本为 9921 元/吨，同比+13.58%；矿产银单位营业成本 2.12 元/克，同比+14.72%。综合来看公司成本压力提升。

**经营亮点：**①公司于 2025 年相继完成加纳阿基姆金矿、藏格矿业控制权、安徽沙坪沟铝矿、哈萨克斯坦 Raygorodok 金矿等四项重大项目收购和交割，公司于 2026 年 1 月公告拟并购联合黄金 100% 股权；②紫金黄金国际于 2025 年 9 月 30 日成功于香港联交所主板挂牌上市。③公司锂矿业务将迎来快速放量阶段，2026 年 12 万吨产量计划中，3Q 盐湖 3 万吨+马诺诺锂矿 3 万吨+拉果错盐湖 2 万吨+湘源锂矿 3 万吨+藏格矿业 1.1 万吨。

**分红和回购：**①分红方面，拟向全体股东每股派发现金红利 0.38 元 (含税)，总计约 101.04 亿元，加上中期分红 58.47 亿元以及股份回购金额约 10 亿元，2025 年总计分红达到 169.51 亿元，占 2025 年归母净利润 33%。②回购方面，拟以集中竞价方式回购股份用于实施员工持股计划或股权激励，回购金额为 15-25 亿元，回购价格不超过 41.5 元/股。

**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。

预计公司 2026-2028 年营收为 5115/5483/5663 (原预测 4257/4456/-) 亿元，同比增速 46.5%/7.2%/3.3%；归母净利润为 844.17/997.32/1063.83 (原预测 635.59/698.64/-) 亿元，同比增速 63.0%/18.1%/6.7%；摊薄 EPS 为 3.17/3.75/4.00 元，当前股价对应 PE 为 10.0/8.4/7.9X。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，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

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	303,640	349,079	511,530	548,322	566,253
(+/-%)	3.5%	15.0%	46.5%	7.2%	3.3%
净利润 (百万元)	32,051	51,777	84,417	99,732	106,383
(+/-%)	51.8%	61.5%	63.0%	18.1%	6.7%
每股收益 (元)	1.21	1.95	3.17	3.75	4.00
EBIT Margin	15.1%	21.5%	24.1%	26.4%	27.2%
净资产收益率 (ROE)	22.9%	27.9%	34.5%	31.7%	27.4%
市盈率 (PE)	26.2	16.3	10.0	8.4	7.9
EV/EBITDA	19.0	12.1	7.8	6.7	6.3
市净率 (PB)	6.02	4.54	3.44	2.68	2.16

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：杨耀洪

021-60933161

yangyaohong@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	31.65 元
总市值/流通市值	841565/841565 百万元
52 周最高价/最低价	44.94/15.19 元
近 3 个月日均成交额	12939.02 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

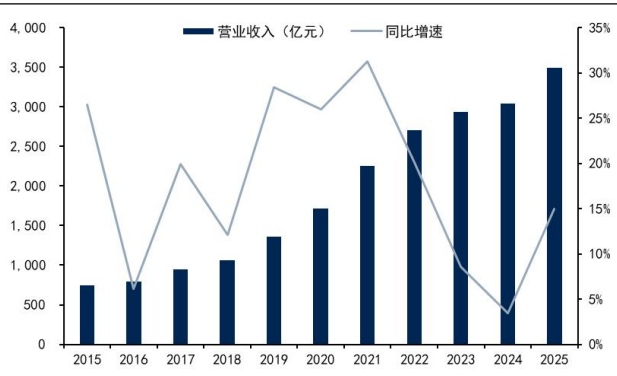
#### 相关研究报告

- 《紫金矿业 (601899.SH) 三季报点评：三季度业绩表现亮眼，紫金黄金国际上市有望带来估值提升》——2025-10-22
- 《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》——2025-08-27
- 《紫金矿业 (601899.SH) 财报点评：矿产量价齐增，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，新项目建设和有序推进》——2024-10-20

◆ 2025 年实现归母净利润约 518 亿元，同增约 62%

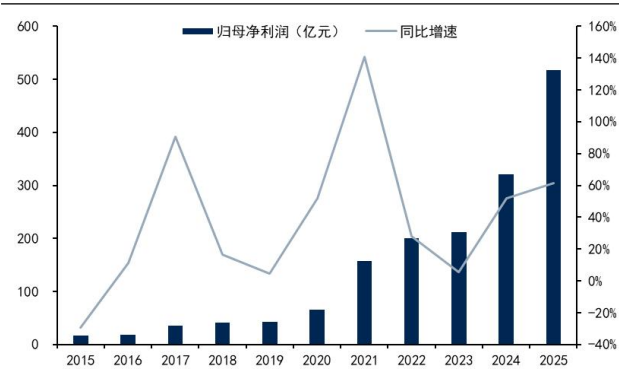
公司发布 2025 年年报：全年实现营收 3491 亿元，同比+14.96%；实现归母净利润 517.78 亿元，同比+61.55%；实现扣非净利润 507.24 亿元，同比+60.05%；实现经营活动产生的现金流量净额 754.30 亿元，同比+54.38%。其中，公司于 25Q4 实现营收 949 亿元，同比+29.54%，环比+9.70%；实现归母净利润 139.14 亿元，同比+80.86%，环比-4.52%；实现扣非净利润 165.97 亿元，同比+108.89%，环比+32.75%。公司 2025 年业绩表现亮眼。

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

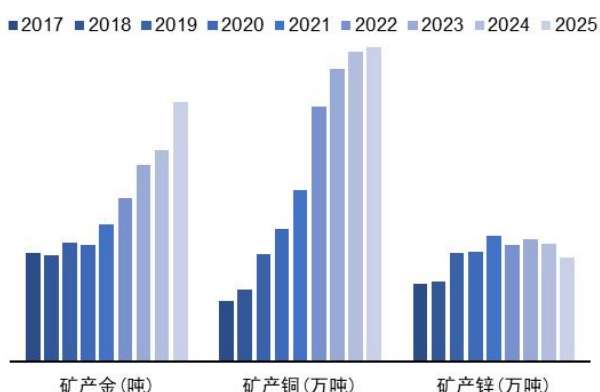
图2：公司归母净利润及增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

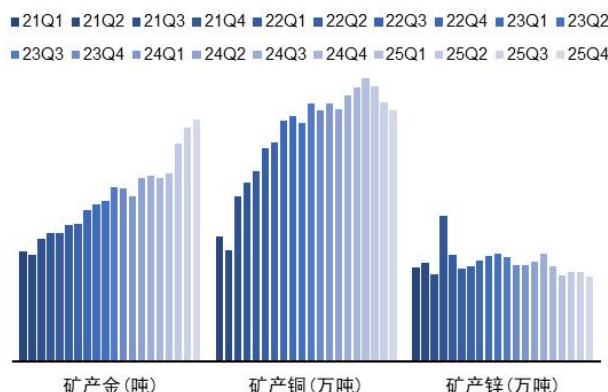
**核心矿产品产量方面：**2025 年，矿产金产量 89.54 吨，同比+22.77%，完成全年产量计划的 105%，其中 25Q1/Q2/Q3/Q4 产量分别为 19.07/22.12/23.76/24.59 吨，25Q4 环比+3.5%；矿产铜产量 108.51 万吨，同比+1.56%，完成全年产量计划的 94%，其中 25Q1/Q2/Q3/Q4 产量分别为 28.76/27.93/26.31/25.52 万吨，25Q4 环比-3.0%；矿产锌产量 35.75 万吨，同比-12.19%；矿产银产量 438.96 吨，同比+0.72%；矿产钼产量 1.15 万吨，同比+23.72%；当量碳酸锂产量 2.55 万吨，逐步进入到放量阶段。公司 2026 年核心矿产品产量计划：矿产金 105 吨(+17.3%)，矿产铜 120 万吨(+10.6%)，当量碳酸锂 12 万吨(+371%)，矿产银 520 吨(+18.5%)。

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：**2025 年，公司矿产金单位营业成本为 275.24 元/克，同比+19.34%，其中 25Q1/Q2/Q3/Q4 单位成本为 251.08/271.70/279.70/293.08 元/克，Q4 环比+4.78%；矿产铜单位营业成本 25461 元/吨，同比+11.05%，其中，铜精矿

成本 22362 元/吨，同比+16.84%，电积铜成本 32931 元/吨，同比+1.01%，电解铜成本 36421 元/吨，同比+2.10%，其中 25Q1/Q2/Q3/Q4 单位成本为 24107/24405/25386/27905 元/吨，Q4 环比+9.92%；矿产锌单位营业成本为 9921 元/吨，同比+13.58%，其中 25Q1/Q2/Q3/Q4 单位成本为 10256/9970/10058/9369 元/吨，Q4 环比-6.85%；矿产银单位营业成本 2.12 元/克，同比+14.72%，其中 25Q1/Q2/Q3/Q4 单位成本为 2.00/1.99/2.17/2.34 元/克，Q4 环比+7.99%。

综合来看公司成本压力提升，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) 员工薪酬水平福利提升；3) 因黄金价格大幅上涨，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沿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。

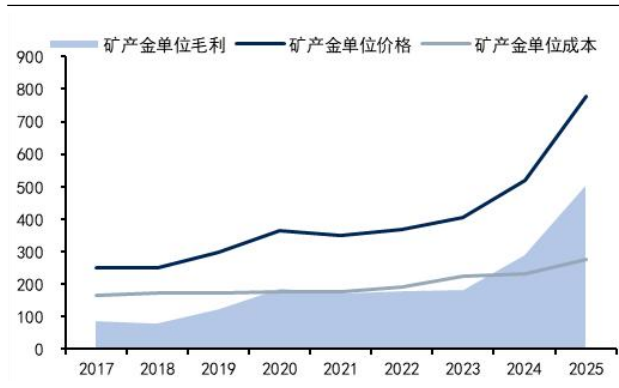
表1: 公司核心矿产品成本变化

矿产品	单位	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	
矿山产金	金锭	元/克	276.72	292.75	289.74	289.33	311.63	339.03	335.88	342.97
	金精矿	元/克	145.17	156.66	161.85	167.27	178.67	184.97	194.96	204.78
	铜精矿	元/吨	18,546.00	18,613.00	19,105.00	20,348.00	21,032.00	21,176.53	22,128.00	25,048.77
矿山产铜	电积铜	元/吨	32,155.00	34,113.00	32,058.00	32,272.00	29,752.00	32,573.06	33,100.00	36,505.75
	电解铜	元/吨	37,069.00	34,536.00	35,549.00	35,597.00	36,784.00	35,282.44	36,544.00	37,114.30
矿山产锌	元/吨	8,689.00	9,181.00	7,938.00	9,236.00	10,256.00	9,970.25	10,058.00	9,369.39	
矿山产银	元/克	1.90	1.84	1.81	1.86	2.00	1.98	2.17	2.34	

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

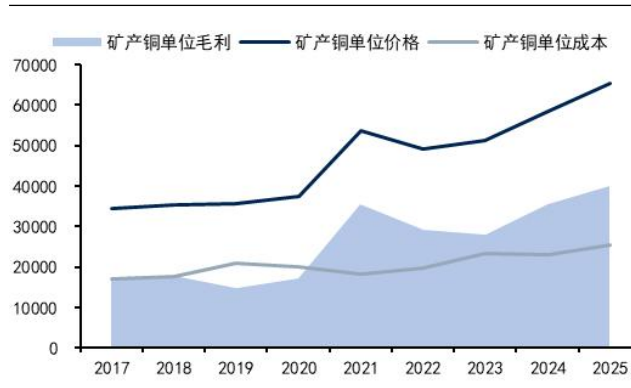
**毛利率方面：**2025 年，公司综合毛利率为 27.73%，同比增加 7.36 个百分点；若剔除冶炼加工产品，矿产品毛利率为 61.56%，同比增加 3.59 个百分点；其中，矿产金毛利率 64.61%，矿产铜毛利率 61.04%，矿产锌毛利率 33.86%，矿产银毛利率 69.15%。

图5: 公司矿产金单位销售价格、成本、毛利（元/克）



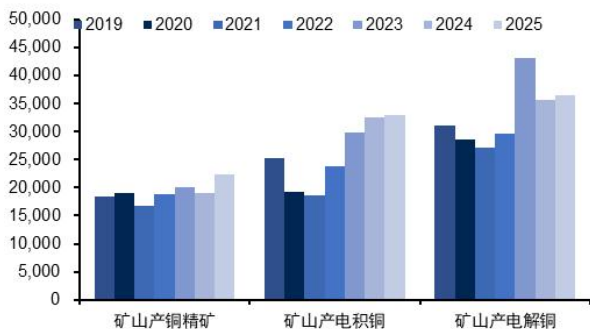
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图6: 公司矿产铜单位销售价格、成本、毛利（元/吨）



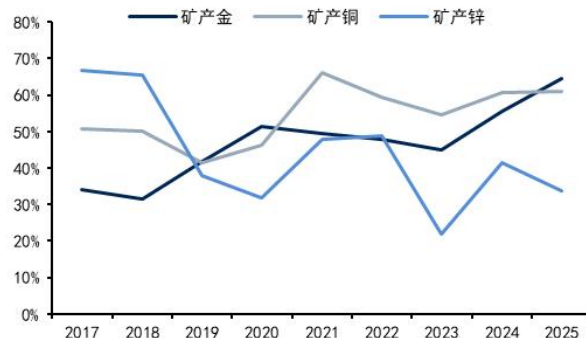
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图8: 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9: 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

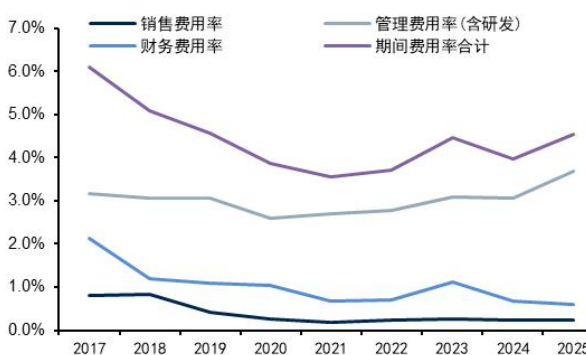
**财务数据方面:** ①截止至 2025 年末, 公司资产负债率为 51.56%。②分红方面, 公司拟向全体股东每股派发现金红利 0.38 元(含税), 总计约 101.04 亿元, 加上中期分红 58.47 亿元以及股份回购金额约 10 亿元, 公司于 2025 年总计分红达到 169.51 亿元, 占 2025 年归母净利润 33%。③回购方面, 公司拟以集中竞价方式回购股份用于实施员工持股计划或股权激励, 回购金额为 15-25 亿元, 回购价格不超过 41.5 元/股。

图10: 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11: 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

### ◆ 铜、金、锂三大业务板块同步快速拓展

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。公司于 2025 年相继完成加纳阿基姆金矿、藏格矿业控制权、安徽沙坪沟钼矿、哈萨克斯坦 Raygorodok 金矿等四项重大项目的收购和交割; 另外公司于 2026 年 1 月公告拟并购联合黄金 100% 股权, 联合黄金拥有金资源量超过 500 吨, 预计 2025 年产金 11.7-12.4 吨。

**铜:** 刚果(金)卡莫阿目前年产铜产能 60 万吨, 2025 年受矿震影响, 实现矿产铜 38.9 万吨, 项目正加紧推进卡库拉矿段东区排水及复产工作, 矿山配套的 50 万吨/年铜冶炼厂已于 2026 年 1 月初生产出首批阳极铜, 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

于 2026 年 1 月 23 日建成投产，达产后年矿石采选规模达 1.05 亿吨、年矿产铜达 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 2025 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。公司参股的西藏雄村铜矿项目有望于 2026 年 7 月份全面开工建设，建设期 2 年，年矿产铜 4.6 万吨。

**金：**加纳阿基姆金矿项目正就新增 300 万吨/年处理量技改工程进行论证研究，若实施，整体采选规模有望提高至 1300 万吨/年，达产后年产量有望提升至 15 吨；哈萨克斯坦瑞果多金矿正就新增 1000 万吨/年处理量技改工程进行论证研究，若实施，整体采选规模有望提高至 1600 万吨/年，达产后年产量有望提升至 10 吨；苏里南罗斯贝尔金矿项目将实施新增 500 万吨/年处理量的技改扩建，达产后年产量有望提升至 12 吨；圭亚那奥罗拉金矿地采工程一期顺利实施，将逐步实现由露天开采向地下开采的平稳过渡，达产后年产量有望提升至 6 吨；公司参股的山东海域金矿 12000 吨/日采选工程有序推进，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。

**锂：**阿根廷 30 盐湖锂矿一期 2 万吨/年碳酸锂项目于 2025 年 9 月投产，若技改获批达产后产量将提升到 3 万吨/年，二期 4 万吨/年碳酸锂项目建设正有序推进，2026 年计划产当量碳酸锂 3 万吨。西藏拉果错盐湖一期 2 万吨/年当量碳酸锂项目已于 2025 年 3 月正式投产，二期 4 万吨/年当量碳酸锂项目正加紧规划，2026 年计划产当量碳酸锂 2 万吨。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于 2025 年底建成投产，达产后年产电池级碳酸锂 3 万吨，2026 年计划产当量碳酸锂 3 万吨。刚果（金）马诺诺锂矿东北部项目一期 500 万吨/年采选项目有序推进，重介质选矿厂预计 2026 年 6 月底建成投产，冶炼厂计划 2026 年底建成投产，2026 年计划产当量碳酸锂 3 万吨。

**投资建议：维持“优于大市”评级。**预计公司 2026-2028 年营收为 5115/5483/5663（原预测 4257/4456/-）亿元，同比增速 46.5%/7.2%/3.3%；归母净利润为 844.17/997.32/1063.83（原预测 635.59/698.64/-）亿元，同比增速 63.0%/18.1%/6.7%；摊薄 EPS 为 3.17/3.75/4.00 元，当前股价对应 PE 为 10.0/8.4/7.9X。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，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)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	31691	65577	86867	161856	245746	<b>营业收入</b>	<b>303640</b>	<b>349079</b>	<b>511530</b>	<b>548322</b>	<b>566253</b>
应收款项	10508	12202	17881	19167	19793	营业成本	241776	252289	362170	375492	383584
存货净额	33313	39613	57462	59227	60259	营业税金及附加	5819	7915	11254	12063	12458
其他流动资产	17146	20687	30314	32494	33557	销售费用	738	850	1125	1206	1246
<b>流动资产合计</b>	<b>98939</b>	<b>148204</b>	<b>202649</b>	<b>282869</b>	<b>369480</b>	管理费用	7729	11159	14780	15590	15984
固定资产	132362	159091	174716	187257	197772	研发费用	1582	1715	2302	2467	2548
无形资产及其他	68588	88167	84640	81114	77587	财务费用	2029	2083	2558	2742	2831
投资性房地产	53636	63047	63047	63047	63047	投资收益	4020	5977	9385	11539	12939
长期股权投资	43085	53496	53496	53496	53496	资产减值及公允价值变动	1676	3241	(600)	(600)	(600)
<b>资产总计</b>	<b>396611</b>	<b>512005</b>	<b>578549</b>	<b>667782</b>	<b>761383</b>	其他收入	(2418)	(1891)	1725	1559	1479
短期借款及交易性金融负债	48748	58346	20000	20000	20000	营业利润	48827	82110	130153	153728	163967
应付款项	20828	27517	39916	41142	41859	营业外净收支	(749)	(1358)	(200)	(200)	(200)
其他流动负债	30209	43618	63335	65367	66541	<b>利润总额</b>	<b>48078</b>	<b>80753</b>	<b>129953</b>	<b>153528</b>	<b>163767</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>99784</b>	<b>129480</b>	<b>123250</b>	<b>126509</b>	<b>128400</b>	所得税费用	8685	16930	25991	30706	32753
长期借款及应付债券	100153	105867	105867	105867	105867	少数股东损益	7342	12045	19545	23091	24631
其他长期负债	18943	28636	28636	28636	28636	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>32051</b>	<b>51777</b>	<b>84417</b>	<b>99732</b>	<b>106383</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>119096</b>	<b>134502</b>	<b>134502</b>	<b>134502</b>	<b>134502</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
<b>负债合计</b>	<b>218880</b>	<b>263983</b>	<b>257753</b>	<b>261011</b>	<b>262902</b>	净利润	32051	51777	84417	99732	106383
少数股东权益	37945	62481	76162	92325	109567	资产减值准备	727	0	0	0	0
股东权益	139786	185542	244634	314446	388914	折旧摊销	9899	16004	17302	20386	22411
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>396611</b>	<b>512005</b>	<b>578549</b>	<b>667782</b>	<b>761383</b>	公允价值变动损失	(948)	(2944)	600	600	600
						财务费用	2763	3655	2558	2742	2831
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	营运资本变动	(5598)	8118	(1039)	(1973)	(831)
每股收益	1.21	1.95	3.17	3.75	4.00	其它	12730	2475	13681	16163	17241
每股红利	0.60	0.86	0.95	1.13	1.20	<b>经营活动现金流</b>	<b>48860</b>	<b>75430</b>	<b>114962</b>	<b>134908</b>	<b>145805</b>
每股净资产	5.26	6.98	9.20	11.83	14.63	资本开支	(24798)	(30982)	(30000)	(30000)	(30000)
ROIC	15%	19%	29%	35%	37%	其它投资现金流	(7441)	(16410)	0	0	0
ROE	23%	28%	35%	32%	27%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(32238)</b>	<b>(47393)</b>	<b>(30000)</b>	<b>(30000)</b>	<b>(30000)</b>
毛利率	20%	28%	29%	32%	32%	权益性融资	(237)	27494	0	0	0
EBIT Margin	15%	22%	24%	26%	27%	负债净变化	(16078)	(2948)	0	0	0
EBITDA Margin	18%	26%	28%	30%	31%	支付股利、利息	(16012)	(22889)	(25325)	(29919)	(31915)
收入增长	3%	15%	47%	7%	3%	其它融资现金流	27899	3876	(38346)	0	0
净利润增长率	52%	62%	63%	18%	7%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(4429)</b>	<b>5532</b>	<b>(63671)</b>	<b>(29919)</b>	<b>(31915)</b>
资产负债率	65%	64%	58%	53%	49%	<b>现金净变动</b>	<b>11956</b>	<b>31568</b>	<b>21290</b>	<b>74989</b>	<b>83890</b>
股息率	1.9%	2.7%	3.0%	3.6%	3.8%	货币资金的期初余额	17692	29648	65577	86867	161856
P/E	26.2	16.3	10.0	8.4	7.9	货币资金的期末余额	29648	61216	86867	161856	245746
P/B	6.0	4.5	3.4	2.7	2.2	企业自由现金流	30430	42002	85003	104437	114748
EV/EBITDA	19.0	12.1	7.8	6.7	6.3	权益自由现金流	37296	73513	42965	102398	114297

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