

金钼股份（601958.SH）

稳健成长，世界级钼矿项目待释放

优于大市

核心观点

国资背景，钼矿资源储备丰富。公司掌控世界六大原生钼矿床之一的金堆城钼矿和河南汝阳东沟钼矿，参股安徽金沙钼业 34% 的股权，获得世界最大单体钼矿沙坪沟钼矿资源权益 79 万吨金属量，占有吉林天池钼业 18.3% 的股权。公司资源保有量达到 227 万吨金属量，资源保障能力强大。公司控股股东为金钼集团，持有公司 72.36% 股权，实际控制人为陕西省国资委。

公司：核心资产稳定贡献盈利，储备资产打开增量空间。结合矿石品位以及对回收率的估算，我们测算公司核心并表矿山金堆城钼矿（100%）和东沟钼矿（65%）年矿产钼金属 2.3 万吨左右，计算权益产量约为 1.9 万吨。此外，公司参股天池钼业季德钼矿（18%），年产钼精矿折钼金属约 8000 吨；持有沙坪沟钼矿（34%），目前探明沙坪沟钼矿钼金属资源量约 210 万 - 246 万吨，平均品位 0.139% - 0.187%，是亚洲最大、全球顶级的钼矿床之一，2025 年项目完成环评公示，进入实质建设阶段，预计 2029 年左右投产，满产后年产含钼约 57% 的钼精矿约 3.6 万吨，折合约 2.21 万吨纯钼金属。

行业：三年内供应增长有限，含钼钢材加速渗透。钼以其优良特性（高熔点、耐腐蚀、高强度等）成为特殊钢、高温合金、硬质合金等关键材料的重要添加剂，是支撑高端制造与新能源等领域发展的基础原材料。据安泰科数据，2025 年全球钼市场呈现小幅过剩格局，全球钼产量约 30.7 万吨钼，同比增加 3.2%；全球钼消费量约 30.3 万吨，同比增加 4.5%。其中，国内钼产量约 13.3 万吨，同比微增 0.8%，年内无新增产能释放，国内矿山扩产项目多集中于年末投产，叠加突发安全事故导致部分矿山阶段性停产，共同抑制供应增长。随着中国高端制造持续升级，及全球能源转型深化，含钼钢材正加速渗透新能源、高端制造、海工船舶等关键领域，预计 2026 年国内钢铁领域钼需求将保持稳健增长，有力支撑钼行业维持向好态势。

风险提示：国内外钼矿/铜钼伴生矿集中超预期投产，钼价下行风险；沙坪沟建设进度不及预期；环保标准趋严影响矿山生产等。

投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级。预计公司 2026-2028 年的营收分别为 157/173/186 亿元，同比增速 14%/10%/8%；归母净利润分别为 34.7/35.4/38.4 亿元，同比增速 10%/2%/8%；EPS 分别为 1.08/1.10/1.19 元，当前股价对应 PE 分别为 17.9x/17.6x/16.2x。公司稳健经营，沙坪沟钼矿在 2030 年前有放量预期，首次覆盖给与“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)	13,571	13,834	15,710	17,326	18,631
(+/-%)	17.7%	1.9%	13.6%	10.3%	7.5%
归母净利润(百万元)	2983	3155	3469	3540	3835
(+/-%)	-3.8%	5.8%	10.0%	2.0%	8.3%
每股收益(元)	0.92	0.98	1.08	1.10	1.19
EBIT Margin	28.3%	28.1%	27.2%	25.0%	25.1%
净资产收益率 (ROE)	17.5%	16.7%	16.7%	15.6%	15.4%
市盈率 (PE)	20.9	19.7	17.9	17.6	16.2
EV/EBITDA	15.0	14.7	13.6	13.4	12.6
市净率 (PB)	3.66	3.29	2.99	2.74	2.50

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·小金属

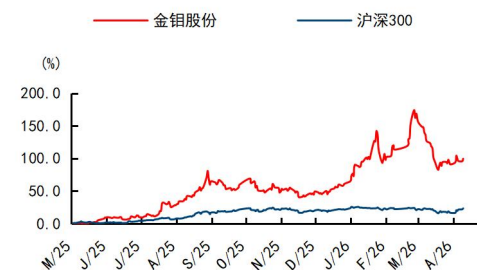
证券分析师：刘孟峦
010-88005312
liumengluan@guosen.com.cn
S0980520040001

证券分析师：谷瑜
021-61761033
guyu@guosen.com.cn
S0980524110001

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	
收盘价	19.28 元
总市值/流通市值	62209/62209 百万元
52 周最高价/最低价	27.65/9.74 元
近 3 个月日均成交额	1051.22 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

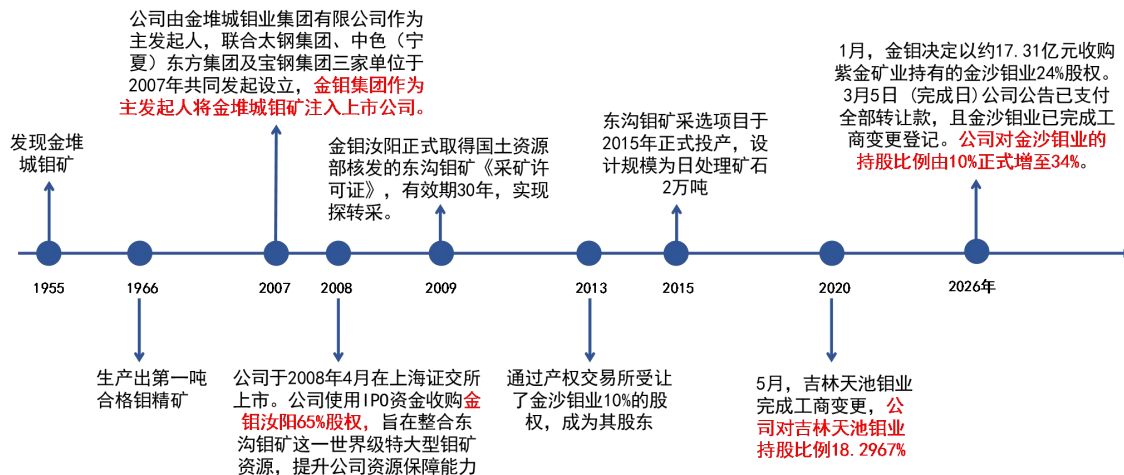
公司：国资背景，钼矿资源储备丰富

历史沿革及股权结构

金钼股份由金堆城钼业集团有限公司作为主发起人，联合太钢集团、中色（宁夏）东方集团及宝钢集团三家单位于 2007 年共同发起设立，并于 2008 年 4 月在上海证交所上市（股票代码：601958），是 A 股首家钼产业上市公司。主要生产钼冶金炉料、化学化工、金属加工三大系列 30 多种品质优良的各类钼产品，广泛应用于钢铁冶炼、石油化工、航空航天、国防军工、电子照明、生物医药等领域。

公司掌控世界六大原生钼矿床之一的金堆城钼矿和河南汝阳东沟钼矿，参股安徽金沙钼业 34% 的股权，获得世界最大单体钼矿沙坪沟钼矿资源权益 79 万吨金属量，占有吉林天池钼业 18.3% 的股权。公司资源保有量达到 227 万吨金属量，资源保障能力强大。

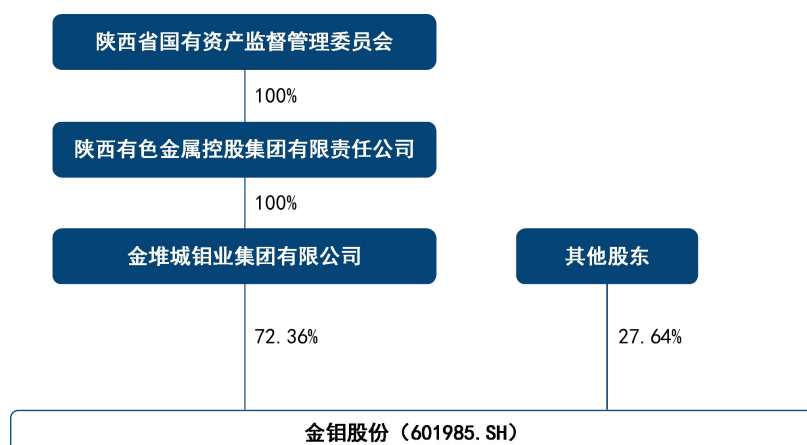
图1：公司历史沿革



资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

公司控股股东为金钼集团，持有公司 72.36% 股权，实际控制人为陕西省国资委。陕西国资委还持有宝钛股份 46.12% 以及宝色股份 48.51% 的股权。

图2：公司股权结构（截至 2025 年报）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

核心资产稳定贡献盈利，储备资产打开增量空间

公司资源保有量达到 227 万吨金属量，资源保障能力强大。公司掌控世界六大原生钼矿床之一的金堆城钼矿（100%权益）和河南汝阳东沟钼矿（65%权益），为公司两座核心钼矿资产，同时参股安徽金沙钼业 34%的股权，获得世界最大单体钼矿沙坪沟钼矿资源权益 79 万吨金属量，持有吉林天池钼业 18.3%的股权。

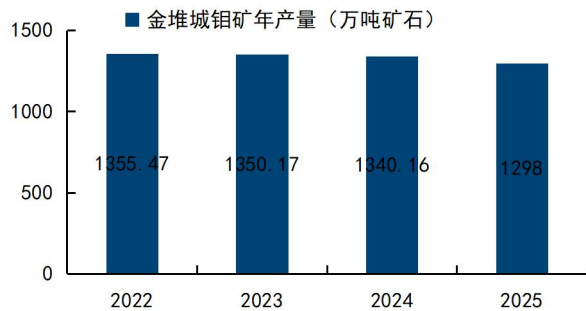
金堆城钼矿资源量 41187 万吨钼金属，储量 21676 万吨钼金属，品位 0.11%，2025 年产矿石量 1298 万吨，剩余可开采年限 32 年。东沟钼矿资源量 45579 万吨钼金属，储量 24601 万吨钼金属，品位 0.12%，2025 年产矿石量 900 万吨，剩余可开采年限 51 年。**结合矿石品位以及对回收率的估算，我们测算公司年矿产钼金属 2.3 万吨左右，计算权益产量约为 1.9 万吨。**金堆城钼矿归属于公司分公司，权益 100%；东沟钼矿属于子公司金堆城钼业汝阳有限责任公司，权益 65%，2025 年实现利润 10.1 亿元，在子公司中盈利能力最强。

表1：公司自有矿山（并表）

矿山名称	主要品种	资源量（万吨）	储量（万吨）	品位	2025 年产量（万吨）	资源剩余可开采年限	许可证/采矿权有效期
金堆城钼矿	钼	41187.46	21675.70	0.11%	1298	32 年（1320 万吨/年计）	至 2030 年 1 月 1 日
东沟钼矿	钼	45578.94	24601.45	0.12%	900	51 年（900 万吨/年计）	至 2038 年 12 月 30 日

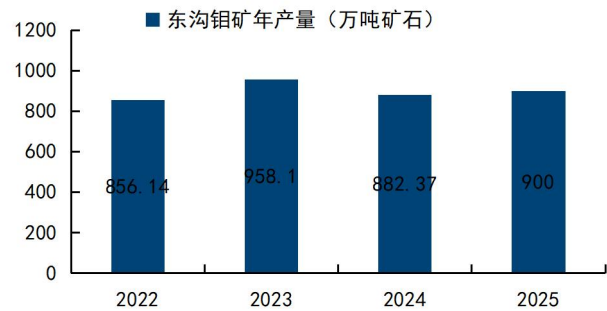
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3: 金堆城钼矿产量（万吨）



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图4: 东沟钼矿产量（万吨）

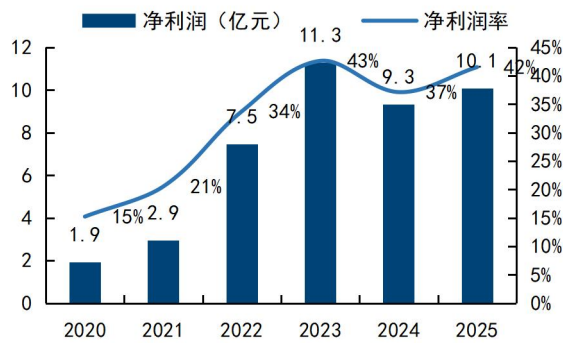


资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

吉林天池钼业是公司 2020 年 5 月获取的参股钼矿公司。 吉林天池钼业成立于 2008 年 4 月，注册资本金 46758.9438 万元，注册地为吉林省舒兰市，是一家民营控股的混合所有制企业，股份构成为吉林大黑山钼业股份有限公司占股 52.1291%，吉林六通矿业开发有限公司占股 17.3764%，金堆城钼业股份有限公司占股 18.2967%，吉林省亚东国有资本投资有限公司占股 12.1978%。天池钼业主要经营范围为钼矿开采、加工和钼精粉销售等。天池钼业季德钼矿拥有钼金属储量 35 万吨，其中北区生产规模为日处理钼矿石 25000 吨，是吉林省内规模最大的矿山，服务年限 23 年，南区正在办理探转采手续。吉林天池钼业年产钼精矿（Mo47%）17000 吨（折钼金属约 8000 吨），可流通钼精矿位居全国第二。

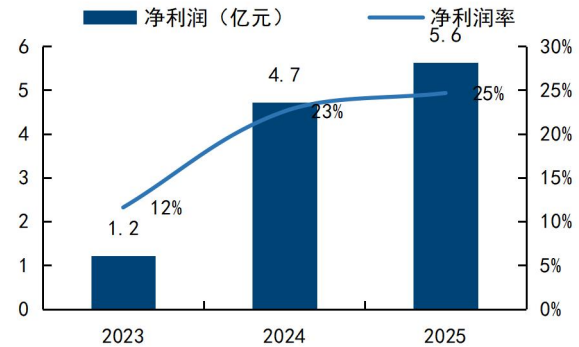
公司目前持有金沙钼业 34%股权。公司最早于 2013 年通过产权交易所受让了金沙钼业 10%的股权，成为其股东。2026 年 1 月 14 日，金钼股份董事会审议通过收购议案，决定以约 17.31 亿元收购紫金矿业持有的金沙钼业 24%股权。2026 年 1 月 15 日，公司与紫金矿业正式签署《项目合作及股权转让协议》，锁定交易细节。2026 年 3 月 5 日，公司公告已支付全部转让款，且金沙钼业已完成工商变更登记。至此，金钼股份对金沙钼业的持股比例由 10%正式增至 34%。沙坪沟钼矿位于安徽省六安市金寨县关庙乡，是一座世界级超大型斑岩型钼矿床，由安徽金沙钼业有限公司负责开发。紫金矿业通过控股金沙钼业，已成为该矿的主导开发者。目前探明钼金属资源量约 210 万 - 246 万吨，平均品位 0.139% - 0.187%，是亚洲最大、全球顶级的钼矿床之一。其中，品位 $\geq 0.3\%$ 的富矿资源量约 72 万吨，显著优于国内多数钼矿。开采方式为地下开采，主要工艺为大直径深孔空场嗣后充填法。**2023 年 7 月，沙坪沟钼矿获得自然资源部颁发的采矿许可证（有效期至 2053 年 7 月 28 日），2025 年项目完成环评公示，并于同年 12 月 5 日获得安徽省自然资源厅的正式批复，进入实质建设阶段。项目计划建设期 4.5 年，预计 2029 年左右投产。设计年采选矿石 1000 万吨，年产含钼约 57%的钼精矿约 3.6 万吨（折合约 2.21 万吨纯钼金属）。**

图5: 子公司金钼汝阳净利润和净利率



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 联营企业吉林天池铝业净利润和净利率



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司利润稳定上涨，和钼价关联度较高

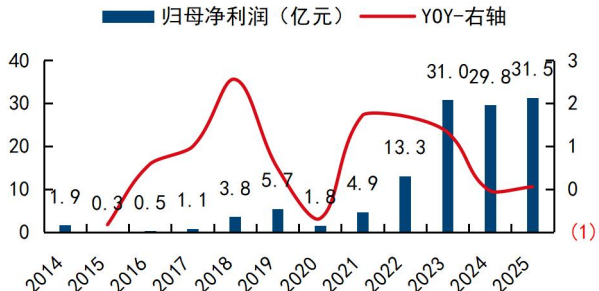
公司 2025 年归母净利稳中有升。公司 2025 年实现销售收入 138 亿元，实现毛利 56.9 亿元，毛利率 41.1%，归母净利 31.5 亿元，同比增加 5.8%。公司收入约 90% 来源于钼矿产品开采、冶炼及深加工，此外还有少量商品贸易。

图7: 公司营业收入和增速



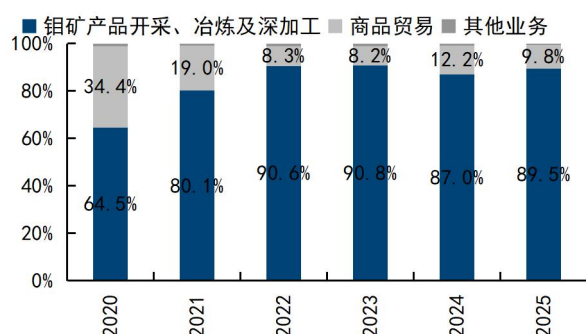
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司归母净利和增速



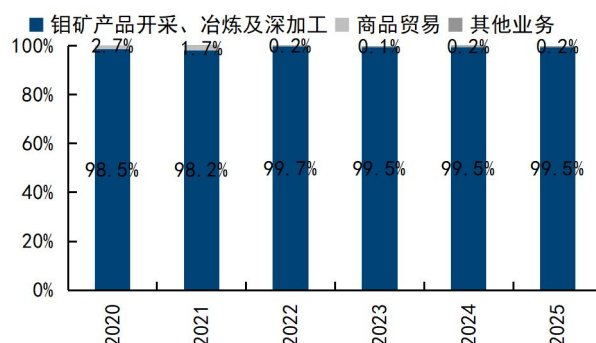
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图9：公司营业收入结构



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

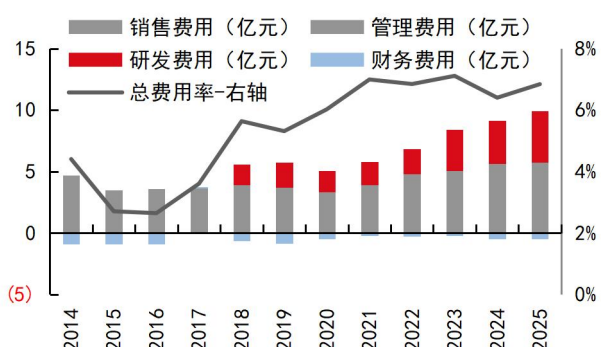
图10：公司毛利结构



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

公司毛利率跟随钼精矿价格变化，2022-2025 年公司毛利率跟钼精矿年均价走势一致；期间费用方面，公司的期间费用率稳定在 6%-7%，2025 年四费合计 9.5 亿元。

图11：公司期间费用



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

图12：公司毛利率和钼价年均价



资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所整理

行业：钼金属供需紧平衡

钼是特殊钢、高温合金、硬质合金等关键材料的重要添加剂

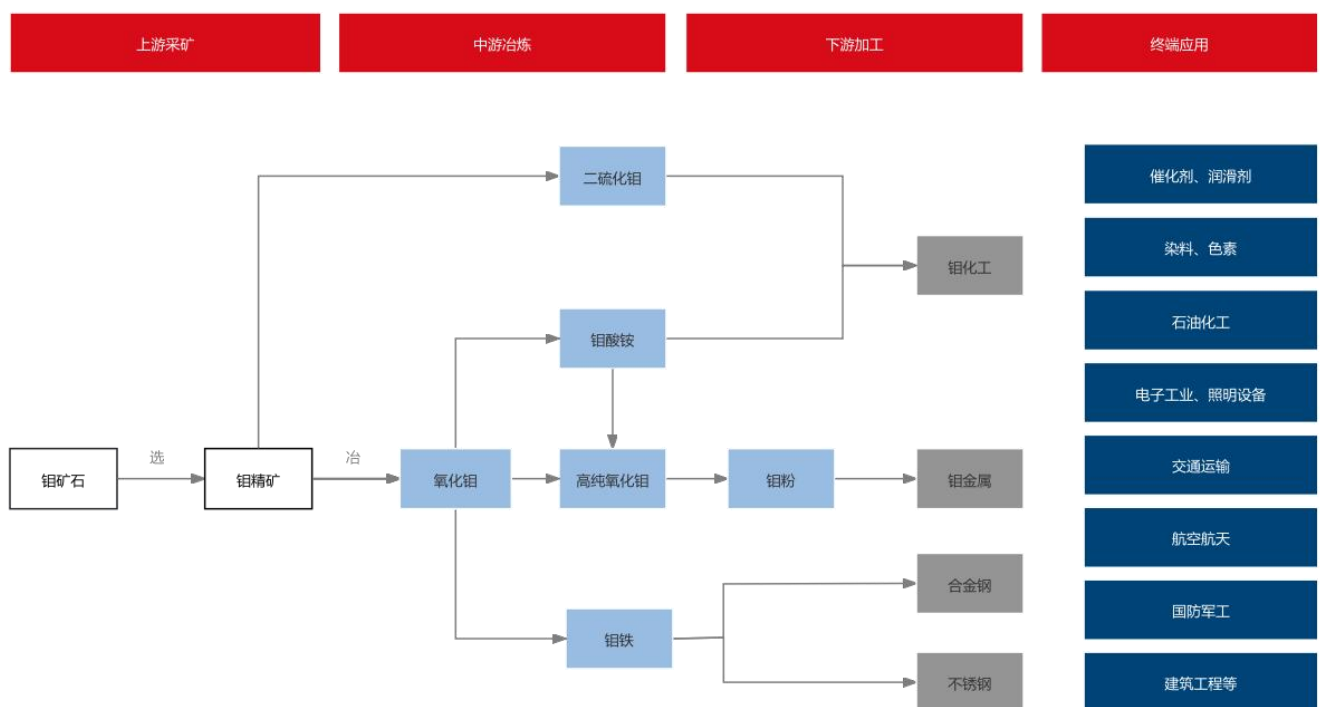
钼以其优良特性（高熔点、耐腐蚀、高强度等）成为特殊钢、高温合金、硬质合金等关键材料的重要添加剂，是支撑高端制造与新能源等领域发展的基础原材料。

上游：钼矿石，钼精矿。钼（Mo）是一种硬且韧的银白色金属，熔点 2623℃、密度 10.22g/cm³，具有高强度、高熔点、耐研磨、抗腐蚀、热膨胀系数低、导热导电性良好等特征。钼在地壳中的含量为 0.00011%，主要以辉钼矿等钼化合物形式存在。

中游：氧化钼，钼铁，钼粉。钼精矿经入炉焙烧产出氧化钼。氧化钼又称工业氧化钼或钼焙砂，可用于生产钼铁、钼酸铵及高纯氧化钼，或直接用作炼钢添加剂。其中，高纯氧化钼通过氢还原产出钼粉；钼铁用作钢铁冶炼添加剂，生产含钼钢及铸铁；钼酸铵及二硫化钼用于制备化工产品。

下游：钼深加工产品主要分为钼化工产品（13%）、钼金属制品（5%）、不锈钢（25%）、合金钢（49%）及铸件（8%）。钼化工品包括钼酸钠、钼酸铵（用于石油精炼催化剂、化肥催化剂、染料等）、二硫化钼（用于润滑行业）。钼金属产品包括钼粉、钼棒、钼丝、钼板坯、钼靶材等，主要用于电子工业及照明设备。含钼不锈钢具有较好的抗腐蚀性，常用于海洋工程、化工设备及风电装机。含钼合金钢广泛用于海上油气管道、船舶制造、汽车工业等领域。

图13：钼产业链



资料来源：IMOA，洛阳钼业招股书，金钼股份招股书，国信证券经济研究所整理

钼精矿价格中枢上涨

2008 年以前，全球经济高速增长，直接拉动钢铁行业对钼的消费需求扩张，钼价处于上行通道。

2008-2015：受经济危机影响，全球制造业活动急剧收缩，而此前扩张的矿山产能集中释放，导致供给过剩。供需结构错配导致钼价断崖式下跌，国内钼价从高点的 617.5 元/千克跌至 2009 年 6 月最低 267 元/千克，并在此后长达 7 年的时间里持续低位运行。此外，国储局于 2014 年 3 月、2015 年 3 月和 7 月曾三次入场收储，不过由于收储量有限，对价格影响甚微。

2016-2020：为摆脱经营困境，2016 年 5 月国内多家骨干钼企联合发布减产倡议书，叠加供给侧结构性改革的持续推进，供给端形成明显约束。在需求回暖的背

景下，行业逐步脱困，价格缓慢回弹。2020 年全年受新冠疫冲击，行业供需两端均受限制，钼价整体波动平缓。

2021-2023: 新能源行业的爆发式增长为钼需求开辟第二增长曲线，同时期全球钼矿及矿品位下降问题日益凸显，进一步强化供给约束。供需缺口持续扩大驱动钼价步入新一轮上涨行情。

2024-现在: 供给短缺常态化叠加需求结构分化（新能源领域需求保持高增而传统钢铁行业需求疲软），现阶段钼价维持高位震荡。

图14: 钼精矿价格

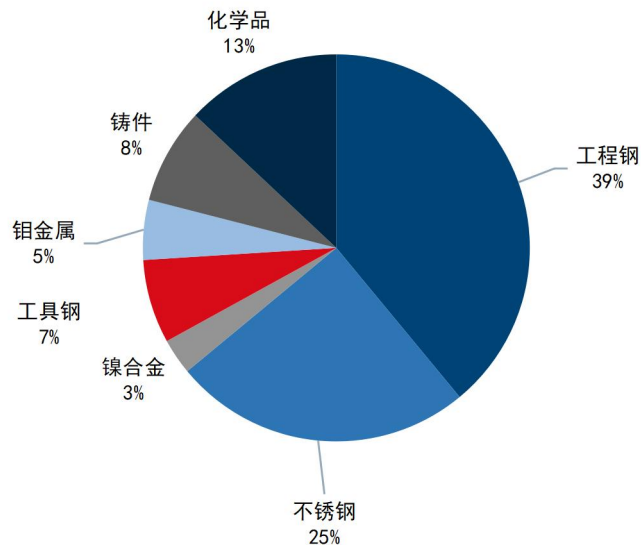


资料来源: Wind, 安泰科, 国信证券经济研究所整理

据安泰科数据，2025 年全球钼市场呈现小幅过剩格局，全球钼产量约 30.7 万吨钼，同比增加 3.2%；全球钼消费量约 30.3 万吨，同比增加 4.5%。其中，国内钼产量约 13.3 万吨，同比微增 0.8%，年内无新增产能释放，国内矿山扩产项目多集中于年末投产，叠加突发安全事故导致部分矿山阶段性停产，共同抑制供应增长。2025 年下半年，受欧美需求恢复不及预期、消费疲软拖累，大量国际钼原料涌入国内市场，四季度市场供应格局由紧转松，一定程度上压制价格走势。需求端，2025 年中国钼消费量约 15.2 万吨，同比增加 9.3%，传统不锈钢领域需求稳健，风电等领域的含钼特钢订单激增，贡献了国内绝大部分消费增量。

展望 2026 年，供应端改善预期明确，国内西藏、东北、河南等地的钼矿扩产项目相继落地，尽管部分大型矿山开采品位下滑，国内产量预计保持增长；此外，北美、南美地区的大型铜钼伴生矿山亦有增产计划推进，部分国际原料将持续流入，国内钼供应水平较 2025 年预计显著提升。需求端，随着中国高端制造持续升级，及全球能源转型深化，含钼钢材正加速渗透新能源、高端制造、海工船舶等关键领域，预计 2026 年国内钢铁领域钼需求将保持稳健增长，有力支撑钼行业维持向好态势。

图15: 钼需求结构图（2024 年）



资料来源：IMO, 洛阳钼业招股书，金钼股份招股书，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：

- **价格：**2026 年至今钼精矿均价为 4262 元/吨度，现货价格为 4525 元/吨度。往后看供需，含钼钢材正加速渗透新能源、高端制造、海工船舶等关键领域，钼需求将稳定增长，供给端 3 年内增量有限，两个超大型项目沙坪沟钼矿和曹四夭钼矿释放时间均在 2028 年之后，我们假设 2026-2028 年钼精矿均价维持高位，均为 4200 元/吨度。
- **产量：**根据测算，2025 年公司钼金属产量为 2.3 万吨，权益产量（包含季德钼矿）约为 2.1 万吨。假设公司 2026-2028 年钼金属产量分别为 2.1 万吨/2.2 万吨/2.2 万吨，，生产成本分别为 9.5/9/9 万元/吨。
- **成本：**我们根据 2022-2025 年的净利和当年权益产量进行测算，2022-2025 年单吨钼金属含税完全成本基本保持平稳，分别为 17.2/17.1/17.8/18.8 万元/吨，其中资源税（8%）和所得税（15%）跟随价格波动，结合上述价格假设，我们测算 2026-2028 年钼金属完全成本分别为 19.8/20.2/20.6 万元/吨。

投资建议：首次覆盖，给予“优于大市”评级。预计公司 2026-2028 年的营收分别为 157/173/186 亿元，同比增速 14%/10%/8%；归母净利润分别为 34.7/35.4/38.4 亿元，同比增速 10%/2%/8%；EPS 分别为 1.08/1.10/1.19 元，当前股价对应 PE 分别为 17.9x/17.6x/16.2x。公司稳健经营，沙坪沟钼矿在 2030 年前有放量预期，首次覆盖给与“优于大市”评级。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	5693	6577	9407	11282	13567	营业收入	13571	13834	15710	17326	18631
应收款项	184	153	215	237	255	营业成本	8048	8144	9231	10535	11324
存货净额	396	501	539	616	663	营业税金及附加	769	802	1037	1144	1230
其他流动资产	4522	5635	5498	6064	6521	销售费用	32	35	40	52	56
流动资产合计	10795	12866	15660	18200	21006	管理费用	534	538	628	685	731
固定资产	4835	4699	4479	4249	4004	研发费用	351	422	503	572	615
无形资产及其他	2060	1966	1887	1809	1730	财务费用	(48)	(48)	(163)	(187)	(242)
投资性房地产	1823	2005	2005	2005	2005	投资收益	137	175	100	100	100
长期股权投资	1125	1240	1241	1241	1242	资产减值及公允价值变动	(25)	(42)	5	5	0
资产总计	20638	22776	25271	27503	29987	其他收入	(325)	(378)	(503)	(572)	(615)
短期借款及交易性金融负债	38	24	1200	1000	1000	营业利润	4023	4120	4539	4631	5018
应付款项	760	744	539	647	697	营业外净收支	(122)	(8)	2	2	2
其他流动负债	982	1066	417	476	513	利润总额	3901	4112	4541	4633	5020
流动负债合计	1780	1834	2156	2123	2209	所得税费用	588	603	681	695	753
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	331	354	391	399	432
其他长期负债	755	786	836	936	986	归属于母公司净利润	2983	3155	3469	3540	3835
长期负债合计	755	786	836	936	986	现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	2534	2620	2992	3058	3195	净利润	2983	3155	3469	3540	3835
少数股东权益	1091	1266	1481	1700	1938	资产减值准备	7	16	(3)	(3)	(3)
股东权益	17013	18890	20798	22745	24854	折旧摊销	492	514	506	516	527
负债和股东权益总计	20638	22776	25271	27503	29987	公允价值变动损失	25	42	(5)	(5)	0
						财务费用	(48)	(48)	(163)	(187)	(242)
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	(18)	(1254)	(770)	(401)	(389)
每股收益	0.92	0.98	1.08	1.10	1.19	其它	209	181	218	222	240
每股红利	0.32	0.43	0.48	0.49	0.53	经营活动现金流	3698	2654	3416	3869	4211
每股净资产	5.27	5.85	6.45	7.05	7.70	资本开支	(275)	(259)	(200)	(200)	(200)
ROIC	20.9%	19.2%	22.7%	26.3%	28.4%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	17.5%	16.7%	16.7%	15.6%	15.4%	投资活动现金流	(375)	(375)	(200)	(200)	(200)
毛利率	41%	41%	41%	39%	39%	权益性融资	7	0	0	0	0
EBIT Margin	28%	28%	27%	25%	25%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	32%	32%	30%	28%	28%	支付股利、利息	(1036)	(1395)	(1561)	(1593)	(1726)
收入增长	18%	2%	14%	10%	8%	其它融资现金流	680	1394	1176	(200)	0
净利润增长率	-4%	6%	10%	2%	8%	融资活动现金流	(1385)	(1395)	(386)	(1793)	(1726)
资产负债率	18%	17%	18%	17%	17%	现金净变动	1938	884	2830	1876	2284
股息率	1.7%	2.2%	2.5%	2.6%	2.8%	货币资金的期初余额	3756	5693	6577	9407	11282
P/E	20.9	19.7	17.9	17.6	16.2	货币资金的期末余额	5693	6577	9407	11282	13567
P/B	3.7	3.3	3.0	2.7	2.5	企业自由现金流	3457	2324	3167	3603	3913
EV/EBITDA	15.0	14.7	13.6	13.4	12.6	权益自由现金流	4187	3765	4481	3562	4118

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。

 人在草木间

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