

## 紫金矿业

601899

审慎增持 (维持)

公开增发或将启动，中长期配置时点已到

2019年11月13日

## 市场数据

市场数据日期	2019-11-12
收盘价(元)	3.44
总股本(百万股)	23031.22
流通股本(百万股)	22612.67
总市值(百万元)	79227.39
流通市值(百万元)	74365.91
净资产(百万元)	47722.31
总资产(百万元)	117539.79
每股净资产	1.59

## 相关报告

《紫金矿业，中报深度剖析：业绩为何好？利润来自哪？》  
2018-08-25

《紫金矿业(601899)年报深度点评：紫金利润到底“加减”于何处？》  
2018-03-25

分析师：

邱祖学

qiuzuxue@xyzq.com.cn

S0190515030003

苏东

sudong@xyzq.com.cn

S0190519090002

## 主要财务指标

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	105994	120156	127886	136623
同比增长	12.1%	13.4%	6.4%	6.8%
净利润(百万元)	4094	4100	4911	7011
同比增长	16.7%	0.15%	19.78%	42.76%
毛利率	12.6%	14.0%	14.6%	16.0%
净利润率	3.9%	3.4%	3.8%	5.1%
净资产收益率(%)	10.1%	5.9%	6.4%	8.2%
每股收益(元)	0.18	0.18	0.22	0.33
每股经营现金流(元)	0.44	1.10	0.52	0.76

## 投资要点

- **公司或将启动 A 股公开增发方案并发布未来三年主要产品产量规划。**1) 披露公开增发方案，募集资金用于 Nevsun100% 股权收购；增发发行数量为 23.46 亿股 (10.19%)，募集资金总额为 80 亿元，增发价格为 3.41 元/股 (相对 11 月 12 日收盘价 3.44 元/股折价 0.87%)，配售原股东最大可持持股数量以 10:1.35 的比例行使优先认购权，增发股权登记日为 11 月 14 日，并于 11 月 15 日-11 月 20 日停牌。2) 公司规划，2019-2022 年矿产铜的年复合增长率达到 21.9~26.0%，矿产金的年复合增长率达到 7.9~11.5%。
- **A 股公开增发启动，紫金全球矿业梦起航：**Nevsun 持有 Timok 上带矿 100%，下带矿 60.4% (未来降至 46%)，Bisha 铜锌矿 55% 权益，合计拥有 24 宗探矿权。可研预计 Bisha 矿山服务期为 9 年，优化后年均收入 24722.22 万美元，年均净利润 2757.12 万美元；Timok 上带矿 2021 年中建成投产后，13 年开采年限中年均收入 43922.67 万美元，年均净利润 20102.43 万美元，Timok 成为业绩爆发性最强矿山。
- **业绩展望：资源→产量优势蜕变，业绩步入高增长周期，2022 年或将达 107.5 亿元。**2019-2020 年，业绩增长核心来源依托科卢韦齐、多宝山二期、RTB 技改扩产和财务费用缓解等；2021-2022 年，伴随大型 Timok 上带矿和卡莫阿均将在 2021 年投产，发展战略重心将从国内转变为塞尔维亚和刚果，海外矿山投产兑现公司从“资源→产量优势”蜕变。中性预期公司 2022 年归母净利 107.5 亿元，铜价 3.68 万元/吨和锌价在 1.36 万元/吨悲观预期下，公司 2022 或也能实现 61.4 亿元盈利。同时，考虑 Timok 上带矿业绩减量、卡莫阿等增量情况下：2018-2020 年，业绩中枢或为 44 亿元；2021-2028 年，业绩中枢提升至 89 亿元，业绩中枢或翻倍增长，EPS 上涨将驱动股价上行。
- **市值重估：短期内在价值被低估，中长期配置时点已到。**基于近 10 年铜均价 2.9 美元/磅，黄金 1300 美元/盎司及锌价 2200 美元/吨背景下，对紫金传统矿山和未来卡莫阿、Timok 和 RTBbor 等矿山采取 DCF 现金流折现，合理中枢内在价值为 1343.26 亿元，截止到 2019 年 11 月 12 日的市值 792 亿元 (不含 80 亿元增发) 的价值被严重低估。同时，参照 A 股黄金公司横向对比，2018 年底公司权益金黄金资源储量 1727.97 吨，龙头山东黄金权益金资源储量仅为 968.16 吨，公司吨市值储量比 0.48 亿元/吨为全 A 股黄金股最低，远低于同行平均水平 2.01 亿元/吨，也低于山东黄金 0.96 亿元/吨。
- **盈利预测与评级：**小幅下调公司 2019-2021 年将实现归母净利润 41.0、49.1、70.1 亿元，暂不考虑增发后影响，对应 EPS 为 0.18、0.22、0.33 元，对应 2019 年 11 月 12 日的 PE 为 18.3X、15.3X、10.2X，维持“审慎增持”评级。

**风险提示：经济复苏力度不及预期，贸易战风险、自身项目推进不如预期等**

## 目 录

事件 .....	- 3 -
点评 .....	- 3 -
1、A 股公开增发启动，紫金全球矿业梦起航 .....	- 3 -
2、业绩展望：资源→产量优势蜕变，业绩步入高速增长周期，2022 业绩或将高达 107.5 亿元 .....	- 7 -
3、市值重估：短期内在价值被低估，中长期配置时点已到 .....	- 10 -
图 1、Nevsun 旗下的核心为 Timok 铜金矿项目和 Bisha 铜锌矿项目 .....	- 4 -
图 2、Bisha 铜锌矿全生命周期的可研产量预测表 .....	- 5 -
图 3、Timok 铜金矿上带矿全生命周期的可研产量预测表 .....	- 6 -
图 4、2018-2022 年，矿产铜年均复合增速 31.3% .....	- 7 -
图 5、2018-2022 年，矿产金年均复合增速 9.4% .....	- 7 -
图 6、我们预计，伴随 Timok 上带矿和卡莫阿 2021 年投产，2022 年业绩或达到 107.5 亿元（单位：亿元） .....	- 8 -
图 7、我们预计，2021 年之后，预计公司中长期的业绩中枢或将实现翻倍增长至 89 亿元 .....	- 9 -
图 8、2022 年，公司业绩对铜锌价格的敏感性：寻找紫金矿业业绩的安全边际（单位：亿元） .....	- 9 -
图 9、我们依据 DCF 折现模型测算，公司内在价值中枢为 1343.26 亿元（单位：亿元） .....	- 10 -
图 10、传统在产矿山折现价值为 791.29 亿元 .....	- 12 -
图 11、卡莫阿一期折现价值量或为 45.03 亿美元 .....	- 12 -
图 12、我们依据 DCF 折现模型测算，卡莫阿全生命周期的内在价值为 92.27 亿美元 .....	- 12 -
图 13、我们依据 DCF 折现模型测算，Timok 上带矿的折现价值总额为 18.01 亿美元 .....	- 13 -
图 14、RTBbor 的折现价值总额为 22.2 亿美元 .....	- 14 -
图 15、Bshia 锌铜矿内在价值量或为 3.5 亿美元 .....	- 14 -
表 1、公司此次公开增发 A 股股票方案详细规划 .....	- 4 -
表 2：厄立特里亚 Bisha 铜锌矿 .....	- 5 -
表 3、塞尔维亚 Timok 铜金矿 .....	- 5 -
表 4、Bisha 铜锌矿可研测算结果表（单位：万美元） .....	- 6 -
表 5、Timok 铜金矿上带矿项目可研经营预测表（单位：万美元） .....	- 6 -
表 6、公司预期 2020 年-2022 年未来三年矿产品产量 .....	- 7 -
表 7、公司预期 2020 年-2022 年未来三年冶炼产品产量 .....	- 7 -
表 8、到 2018 年底，铜金锌矿山资源储量和开采年限（单位：吨） .....	- 11 -
表 9、按照当前拟收购对价测算，Timok 下带矿 46% 股权或价值 23.26 亿元 .....	- 13 -
表 10、紫金相对同行的吨市值储量比、吨市值产量比均较大优势 .....	- 14 -
表 11、A 股黄金企业估值弹性：紫金矿业具备明显优势（单位：亿元） .....	- 15 -

## 报告正文

## 事件

- **公司或将启动 A 股公开增发方案：**2019 年 11 月 12 日，公司披露 A 股公开增发详细方案，此方案已于 2019 年 10 月 28 日获得证监会批复。此次增发规划募集资金全部用于 NevsunResourcesLtd.100% 股权项目收购，此项目已于 2019 年 3 月 12 日全部完成交割，收购对价 93.63 亿元；增发募集资金到位之后，公司将置换前期自筹资金，从而有效降低财务费用，优化公司资产负债表。本次增发发行数量为 23.46 亿股，募集资金总额为 80 亿元，增发价格为 3.41 元/股（相对于 2019 年 11 月 12 日收盘价 3.44 元/股折价 0.87%），发行将向原股东优先配售，原股东最大可按其股权登记日 2019 年 11 月 14 日收市后登记在册的持股数量以 10:1.35 的比例行使优先认购权，最多可优先认购股份数约占本次增发发行数量的 99.52%，增发网上、网下预设的发行数量比例约为 20%:80%。增发的股权登记日为 2019 年 11 月 14 日，申购日为 2019 年 11 月 15 日；并且，公司 A 股股票将自 2019 年 11 月 15 日-2019 年 11 月 20 日连续停牌，于 2019 年 11 月 21 日复牌交易。
- **公司组织编制了未来三年主要产品产量规划：**1) 铜：预计 2019-2022 年矿产铜的年复合增长率达到 21.9~26.0%，2022 年矿产铜达到 67~74 万吨（2019 年 37 万吨）；2) 金：预计 2019-2022 年矿产金的年复合增长率达到 7.9~11.5%，2022 年矿产金达到 49~54 吨（2019 年 39 吨）；3) 锌：预计 2019-2022 年矿产锌的年复合增长率达到 0.9~4.3%，2022 年矿产锌达到 38~42 万吨（2019 年 37 万吨），矿产金产量预期超出市场预期，矿产铜产量翻番增长是未来业绩核心的增长点之一。我们预计，矿产铜产量的核心增长项目主要依托于塞尔维亚 Timok 铜（金）矿、刚果（金）卡莫阿-卡库拉铜矿两大核心矿山；同时，塞尔维亚波尔铜矿的技改扩建，厄立特里亚 Bisha 锌多金属矿、刚果（金）科卢韦齐铜（钴）矿、多宝山铜矿等铜矿山项目的逐步达产也将成为业绩的多元化增长点。并且，矿产金也将重点关注并购在产或即将投产的黄金矿山项目，加大黄金资源和产量比重；未来加快山西紫金和陇南紫金两个大型金矿项目的项目审批和建设，也将实现公司矿山黄金的稳步增长。

## 点评

## 1、A 股公开增发启动，紫金全球矿业梦起航

- **公司将启动公开发行人股票募集 80 亿元收购 NevsunResourcesLtd.100% 股权的增发方案。**2019 年 11 月 12 日，公司披露 A 股公开增发募集不超过 80 亿元详细方案，此方案已于 2019 年 10 月 28 日获得证监会批复。此次增发规划募集资金全部用于 NevsunResourcesLtd.100% 股权项目收购，此项目已于 2019 年 3 月 12 日全部完成交割，收购对价 93.63 亿元；增发募集资金到位之后，公司将置换前期自筹资金，从而有效降低财务费用。
- **从具体增发方案来看，主要重点概况为以下 4 点：**1) **增发量价及股份规模：**本次增发发行数量为 23.46 亿股，募集资金总额为 80 亿元，增发价格为 3.41 元/股（相对于 2019 年 11 月 12 日收盘价 3.44 元/股折价 0.87%）；2) **发行配售情况：**发行将向原股东优先配售，原股东最大可按其股权登记日 2019 年 11 月 14 日收市后登记在册的持股数量以 10:1.35 的比例行使优先认购权，最多可优先认购股份数约占本次增发发行数量的 99.52%，增发网上、网下预设的发行数量比例约为 20%:80%。若当有效申购总量小于或等于总发行量，所有申购均按其有效申购获得足额配售，投资者认购后的剩余股份由保荐机构（主承销商）包销，主承销商包销比例原则上不超过本次发行总额的 30%（也即为 24 亿元）。3) **公开发行核心风险：**当原 A 股股东和网下、网上投资者缴款认购的股份数量合计不足本次公开发行数量的 70% 时，主承销商将启动内部承销风险评估程序，并与发行人协商是否采取中止发行措施，并及时向中国证监会报告。如果中止发行，将公告中止发行原因，在批文有效期内择机重启发行。4) **公开发行的具体时间节奏：**增发的股权登记日为 2019 年 11

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

月 14 日, 申购日为 2019 年 11 月 15 日; 并且, 公司 A 股股票将自 2019 年 11 月 15 日-2019 年 11 月 20 日连续停牌, 于 2019 年 11 月 21 日复牌交易。

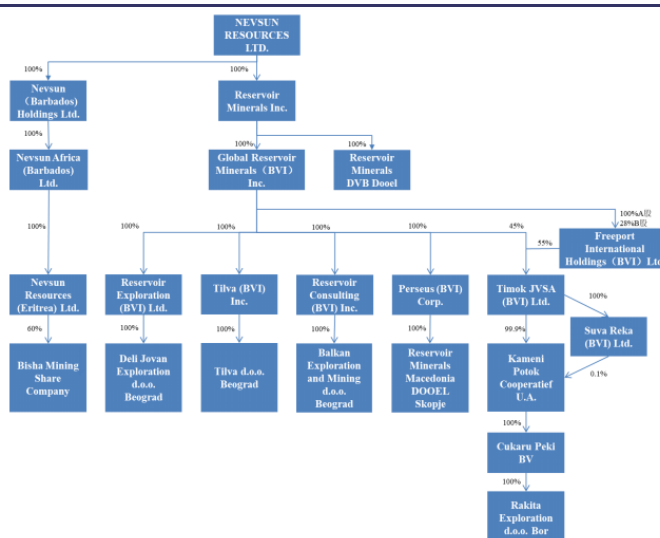
表 1、公司此次公开增发 A 股股票方案详细规划

类型	具体信息
发行方式	公开发行 A 股股票
增发的股权登记日	2019/11/14
申购日	2019/11/15
预计停牌时间	2019 年 11 月 15 日-2019 年 11 月 20 日
本次发行股票的数量	23.46 亿股
目前股份数量	230.31 亿股
股份稀释比例	10.19%
募集资金总额	80 亿元
发行价格	3.41 元/股
截止到 2019 年 11 月 12 日收盘价	3.44 元/股
对应股价折价率	0.87%
募投用途	要约收购方式收购 Nevsun100%股份
交易标的对价	93.63 亿元
收购标的资金来源	募投资金(约占 85.44%) + 自筹资金

数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 2019 年 3 月, 公司已正式完成 Nevsun100%的股权要约收购, 旗下核心资产为尚未开发的 Timok 铜金矿和在产的 Bisha 铜锌矿。本次募投项目为收购 NevsunResourcesLtd.100%股权, 标的公司旗下拥有塞尔维亚未开采矿山 Timok 铜金矿项目(上带资源为高品位铜金矿, 拥有 100%权益; 下带资源为大型斑岩型铜矿, 目前拥有 60.4%权益, 最终权益将稀释至 46%), 以及非洲厄立特里亚在产矿山 Bisha 铜锌矿项目 60%权益(收购完成后, Nevsun 已将其持有的 BMSC5%股权转让给厄立特里亚国家矿业公司, 目前持有 BMSC55%股权); 并在塞尔维亚、厄立特里亚、马其顿合计拥有 24 宗探矿权。其中, Bisha 铜锌矿 2018 年生产锌金属产量约 12.5 万吨, 铜金属产量约 1.7 万吨, 金金属产量约 429 公斤, 银金属产量约 31 吨。2018 年 9 月 5 日, 公司与加拿大上市公司 NevsunResources 签收购协议, 以每股 6 加元的价格, 向 Nevsun 发出 100%要约收购, 交易金额约 18.58 亿加元(约合 93.63 亿元人民币)。截至多伦多时间 2019 年 3 月 12 日, 公司已经成功完成收购。

图 1、Nevsun 旗下的核心为 Timok 铜金矿项目和 Bisha 铜锌矿项目



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 2: 厄立特里亚 Bisha 铜锌矿

类型	详细信息
矿权	采矿权: Bisha (在产) 和 Harena (未开采); 探矿权 Tabakin 和 NewMogoraib
资源储量	锌金属量 312.81 万吨@4.66%, 铜金属量 65.54 万吨@1.02%, 金金属量为 38.06 吨@0.57 克/吨
现有产能	2018 年产锌 12.5 万吨, 铜 1.7 万吨, 金 429 公斤, 银 31 吨
采剥能力	2000 万吨/年
采矿工艺	露天开采+汽车运输
选矿产能	240 万吨/年
选矿工艺	破碎-半自磨-球磨-浮选
最终产品	锌精矿、铜精矿

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

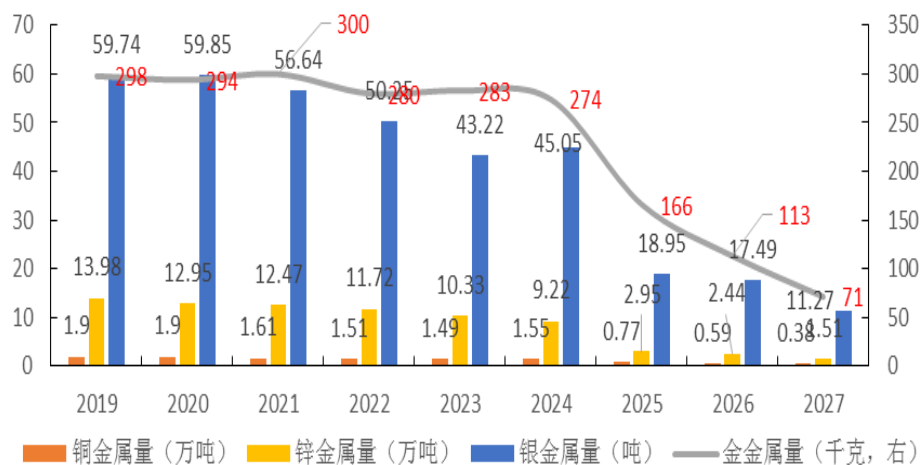
表 3: 塞尔维亚 Timok 铜金矿

收购公司	类型	详细信息
Timok 上带矿	状态	可研
	权益	100%权益;
	建设总投资	4.74 亿美元
	资源储量	铜 121.89 万吨@2.71%, 金 76.17 吨@1.70 克/吨; 顶部存在超高品位矿体, 分布相对集中; 按 8% 为边界品位圈定, 超高品位矿石量约 295 万吨, 铜金属量 36 万吨@12.3%, 伴生金 25 吨@8.67 克/吨
	可研方案	建设期 2.5 年, 服务年限 13 年, 年均产铜约 8 万吨、产金约 2 吨; 投产后第 2 年产铜 13.5 万吨, 产金 6 吨
Timok 下带矿	状态	勘探
	权益	60.4%, 将减少至 46% (当前最新公告, 未来拟收购剩余全部股权, 形成 100%控股)
	资源储量	铜 1,430 万吨@0.86%; 金 298.59 吨@0.18 克/吨
	矿权	Timok 下带大型斑岩型铜矿

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 一方面, Bisha 铜锌矿项目优化之后产量和盈利能力或将继续增长。Nevsun 拥有厄立特里亚 Bisha 铜锌矿为在产矿山 55% 的股权, Bisha 铜锌矿项目目前运营正常, 根据《Bisha 铜锌矿可研报告》, Bisha 铜锌矿矿山存续服务期为 9 年 (达产期 5 年, 减产期 4 年), 优化后达产年采、选矿处理原矿规模为 240 万吨/年。项目优化后达产年年均营业收入为 24722.22 万美元, 年均净利润为 2757.12 万美元, 年均经营活动现金流量为 6407.76 万美元, 预计 2019-2021 年分别盈利 4349.4 万美元、3452.5 万美元和 3133 万美元。

图 2: Bisha 铜锌矿全生命周期的可研产量预测表



资料来源: 公司年报, 兴业证券经济与金融研究院整理

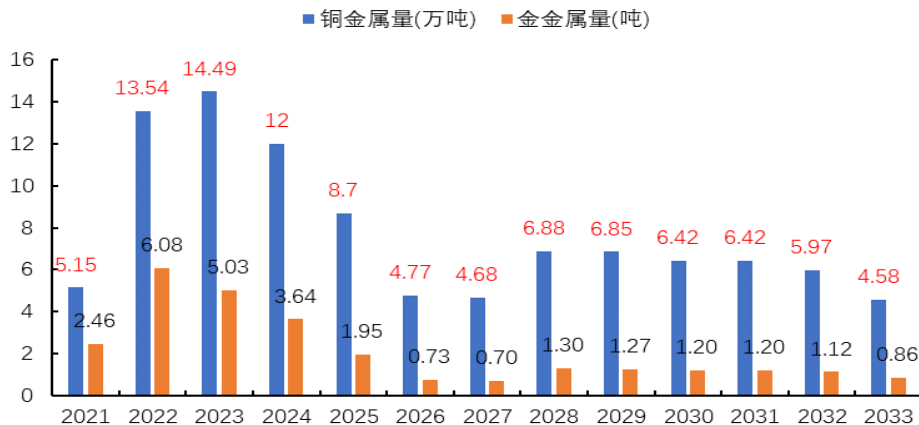
表 4、Bisha 铜锌矿可研测算结果表 (单位: 万美元)

类别	年均	前三年合计	合计	1	2	3
				2019	2020	2021
总营业收入(万美元)	24722.2	79374.4	222500	27896.2	26670.4	24807.8
矿石量(万吨)	132	720	1716	240	240	240
铜金属量(万吨)	1.3	5.4	11.7	1.9	1.9	1.6
金金属量(千克)	231	892	2079	298	294	300
锌金属量(万吨)	8.6	39.4	77.6	14	13	12.5
银金属量(吨)	40.3	176.2	362.5	59.7	59.9	56.6
总成本(万美元)	20127	61149.6	181143.2	20647.2	20916.2	19586.1
净利润(万美元)	2757.12	10934.9	24814.08	4349.4	3452.5	3133
净利润(亿元)	1.93	7.65	17.37	3.04	2.42	2.19

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 另一方面, 据可研规划, 2022 年, Timok 铜金矿上带矿未来业绩具备极强爆发性。**根据《Timok 铜金矿上带矿可研报告》, Timok 铜金矿上带矿(含 100% 权益)建设期为 2.5 年, 服务年限为 13 年(投产期 2 年, 达产期 7 年, 减产期 4 年); 项目建成投产后, 年均营业收入为 43,922.67 万美元, 年均净利润为 20102.43 万美元(13.5 亿元), 税后项目投资财务内部收益率为 60.54%, 投资回收期(含建设期)为 3.5 年; 根据公司可研规划, 预计 2019 年至 2021 年 6 月开展矿山建设工作, 2021 年 7 月开始投产; 若按照 2021 年中期投产的假设, 预计 2021-2023 年分别盈利 14.87 亿元、41.16 亿元和 38.76 亿元, 是 2022 年业绩贡献最大矿山。

图 3、Timok 铜金矿上带矿全生命周期的可研产量预测表



资料来源: 公司年报, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 5、Timok 铜金矿上带矿项目可研经营预测表 (单位: 万美元)

科目	年均	合计	1	2	3
			2021	2022	2023
总营业收入(万美元)	43922.7	43922.7	34143.1	88032.3	87670.2
矿石量(万吨)	284.6	3699.8	82.5	231.0	330.0
采矿直接生产成本(美元/实物吨)	22.9	-	-	-	-
选矿直接生产成本(美元/实物吨)	8.1	-	-	-	-
铜金属量(万吨)	7.7	100.1	5.2	13.5	14.5
金金属量(千克)	2116.6	27515.8	2462.0	6076.0	5029.0

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

总成本(万美元)	23820.2	309662.6	12900.9	29237.0	32294.2
净利润(万美元)	20102.4	261331.2	21242.2	58795.3	55376.0

资料来源:公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 2、业绩展望: 资源→产量优势蜕变, 业绩步入高速增长周期, 2022 业绩或将高达 107.5 亿元

- **未来三年(2020-2022)主要产品产量规划: 矿产金产量预期超出市场预期, 矿产铜产量翻番增长是未来业绩核心的增长点之一。**根据公司“到 2030 年, 把紫金矿业建设成为高技术效益型特大国际矿业集团”的战略发展目标, 2020 年-2022 年未来三年, 是公司国际化发展承前启后的重要之年, 也是实现紫金全球矿业梦的关键时期, 公司组织编制了 2020 年-2022 年主要产品产量规划: 1) 铜: 预计 2019-2022 年矿产铜的年复合增长率达到 21.9~26.0%, 2022 年矿产铜达到 67~74 万吨(2019 年 37 万吨); 2) 金: 预计 2019-2022 年矿产金的年复合增长率达到 7.9~11.5%, 2022 年矿产金达到 49~54 吨(2019 年 39 吨); 3) 锌: 预计 2019-2022 年矿产锌的年复合增长率达到 0.9~4.3%, 2022 年矿产锌达到 38~42 万吨(2019 年 37 万吨)。

表 6、公司预期 2020 年-2022 年未来三年矿产品产量

产品名称	2019 年(预计)	2020 年	2021 年	2022 年	年复合增长率
矿产金(吨)	39	40	42~47	49~54	7.9~11.5%
矿产铜(万吨)	37	41	50~56	67~74	21.9~26.0%
矿产锌(万吨)	37	40	37~41	38~42	0.9~4.3%
矿产银(吨)	267	246	236~262	242~269	-
铁精矿(万吨)	325	332	299~332	299~332	-

资料来源:公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 7、公司预期 2020 年-2022 年未来三年冶炼产品产量

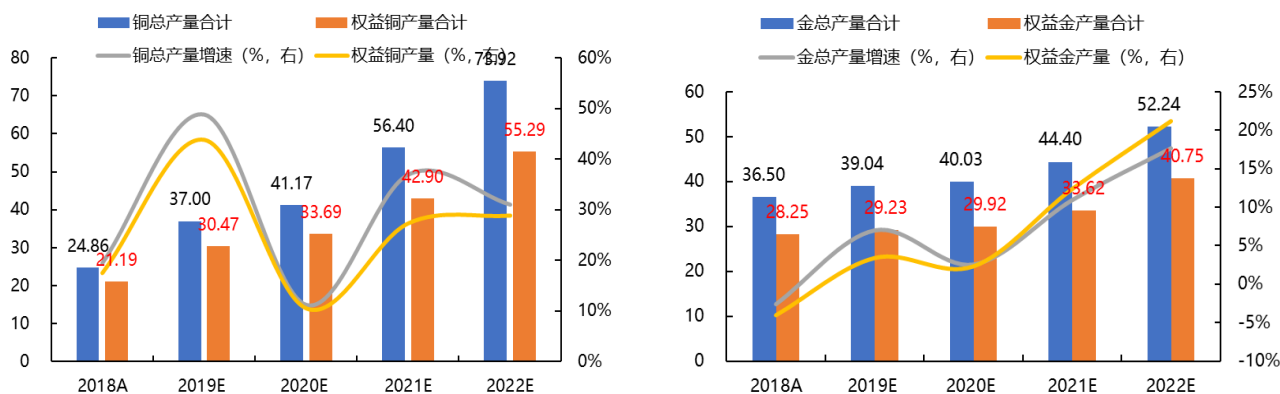
产品名称	2019 年(预计)	2020 年	2021 年	2022 年	年复合增长率
冶炼铜(万吨)	55	60	58~73	61~76	3.5~11.4%
冶炼锌(万吨)	22	25	26~32	26~32	5.7~13.3%

资料来源:公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **中长期, 我们预计, 依托于铜金矿产量的高速增长, 业绩或将进入爆发期。**我们预计, 矿产铜产量的核心增长项目主要依托于塞尔维亚 Timok 铜(金)矿、刚果(金)卡莫阿-卡库拉铜矿两大核心矿山; 同时, 塞尔维亚波尔铜矿的技改扩建, 厄立特里亚 Bisha 锌多金属矿、刚果(金)科卢韦齐铜(钴)矿、多宝山铜矿等铜矿山项目的逐步达产也将成为业绩的多元化增长点。并且, 矿产金也将重点关注并购在产或即将投产的黄金矿山项目, 加大黄金资源和产量比重; 未来加快山西紫金和陇南紫金两个大型金矿项目的项目审批和建设, 也将实现公司矿山黄金的稳步增长。
- 2019-2020 年, 公司业绩增长的核心来源主要依托于科卢韦齐二期、多宝山二期、RTBbor 铜金矿的技改扩产和公开发行之后的财务费用压力的减缓。2021-2022 年之后, 伴随大型 Timok 上带铜金矿和卡莫阿铜矿均将在 2021 年建成投产, 公司发展的战略重心将从国内转变为塞尔维亚和刚果(金), 海外矿山投产将有利于公司从“资源优势→产量优势”蜕变。在此背景下, 我们预计公司铜矿产量或将从 2018 年的 24.86 万吨提升至 73.92 万吨, 年均复合增速达到 31.3%, 其中权益铜矿产量从 21.19 万吨提升至 55.29 万吨, 年均复合增速达到 27.1%。矿产金产量也或将从 36.5 吨提升至 52.24 吨, 年均复合增速达到 9.4%, 其中权益金矿产量从 28.3 吨提升至 40.75 吨, 年均复合增速达到 9.6%, 未来矿产铜金产量大幅提升是自身阿尔法兑现核心逻辑。

图 4、2018-2022 年, 矿产铜年均复合增速 31.3%

图 5、2018-2022 年, 矿产金年均复合增速 9.4%

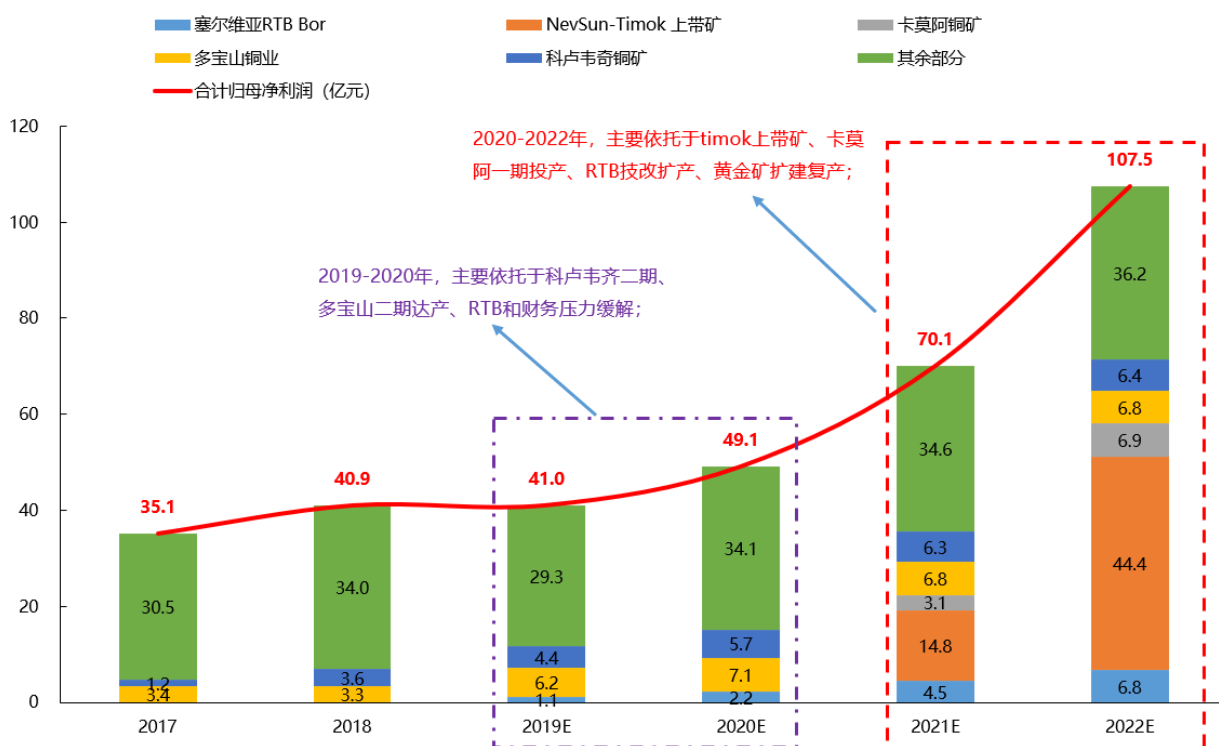


资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

我们预计, 2022年, 自产铜金放量或达到业绩高达107.5亿元。谨慎预期, 在远期锌价17000元/吨、铜价46000元/吨和金价330元/克的价格假设背景下, 我们预计2019-2022年公司或将实现归母净利润41.14亿元/49.1亿元/70.1亿元/107.5亿元, 尤其是在2021年之后, 公司得益于Timok上带铜金矿和卡莫阿铜矿, 业绩或将进入高速增长阶段。值得注意的是, 2022年, 业绩来源于塞尔维亚的比例高达47.58% (Timok上带矿和RTB, 尤其是Timok上带矿的41.3%), 刚果金占比高达12.4% (卡莫阿和科卢韦齐)。

图6、我们预计, 伴随Timok上带矿和卡莫阿2021年投产, 2022年业绩或达到107.5亿元(单位: 亿元)



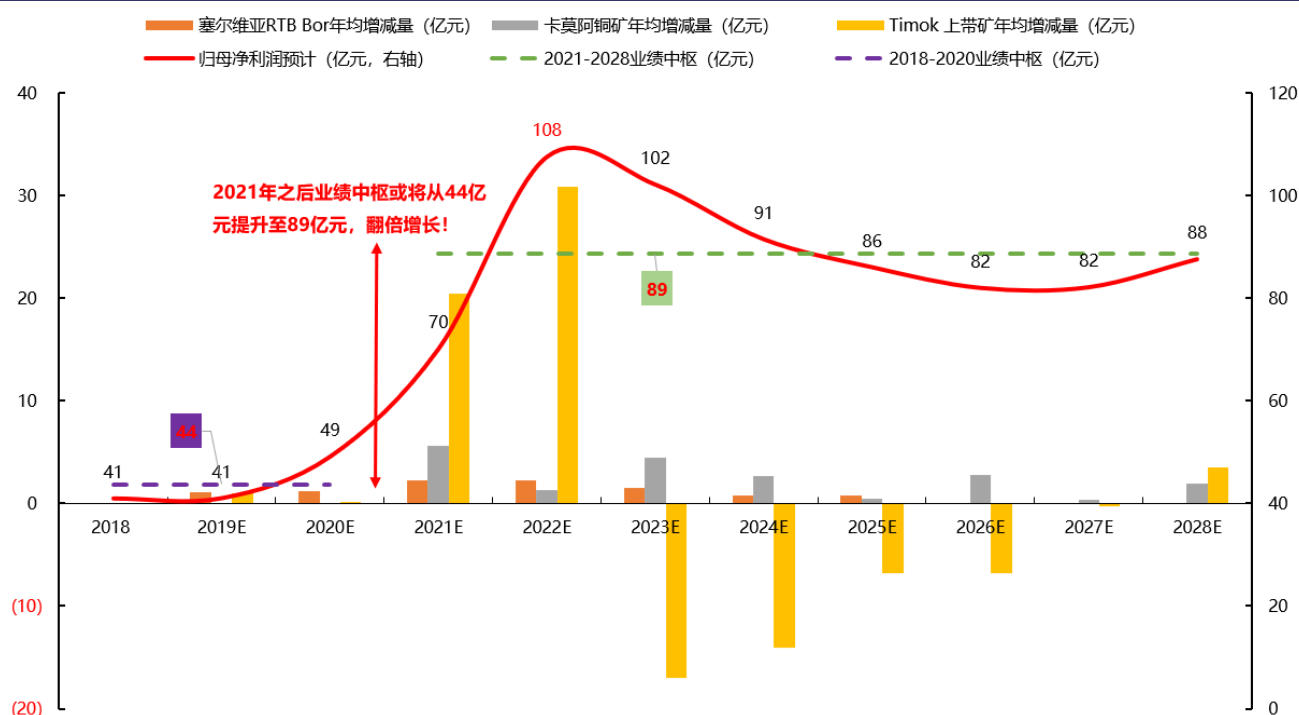
资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

更为重要的是, 2021年之后, 预计公司中长期的业绩中枢或将实现翻倍增长。作为2022年业绩核心贡献点的Timok上带矿, 当年业绩占比高达41.3%, 因Timok上带矿品味分布极不均匀, 市场担忧未来Timok上带矿在2022年之后产量会有较大下滑, 从而会拖累公司整体业绩增长。但卡莫阿开采年限高达37年, 远期矿产铜产量超过70万吨, 2022年仅为其刚投产的第二年, 产量还具备非常大的增长空间, RTBbor矿产铜金的产量在2022年之后也还有增长空间。我们基于2022年业绩详细预测背景下, 考虑2023-2028年期间Timok上带矿业绩减量、卡莫阿和RTBbor业绩增量的情况下, 预计站在2018-2020



年,公司业绩中枢或为44亿元左右,但到2021-2028年,公司业绩中枢或提升至89亿元左右,业绩中枢或将实现翻倍增长。

图7、我们预计,2021年之后,预计公司中长期的业绩中枢或将实现翻倍增长至89亿元



资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

- 除此之外,即使铜锌价格下跌至历史低点,公司业绩依然有足够的安全边际。我们预计,基于未来黄金价格维持在330元/克的假设,中性预期铜价在在4.6万元/吨(含税),锌价在1.7万元/吨(含税),我们预计公司归母净利润为107.5亿元。在大宗商品价格极度悲观的背景下,即使铜价在4.6万元/吨的基础上下跌20%至3.68万元/吨(含税),锌价在1.7万元/吨的基础上再下跌20%至1.36万元/吨(含税),公司2022年的业绩也或能达到61.4亿元,其中也主要依托于Timok上带矿贡献,此为公司在周期低点提供了足够安全的业绩保障。反之,若大宗商品价格步入牛市周期,假设2022年铜价在4.6万元/吨的基础上上涨20%至5.52万元/吨(含税),锌价在1.7万元/吨的基础上再上涨20%至2.04万元/吨(含税),公司2022年的业绩或能高达153.6亿元。

图8、2022年,公司业绩对铜锌价格的敏感性:寻找紫金矿业业绩的安全边际(单位:亿元)

锌(万元/吨)	铜(万元/吨)											
	-20%	-15%	-10%	-5%	0%	5%	10%	15%	20%			
	3.68	3.91	4.14	4.37	4.60	4.83	5.06	5.29	5.52			
-20%	1.36	61.4	70.7	80.0	89.3	98.6	107.8	117.1	126.4	135.7		
-15%	1.45	63.7	73.0	82.2	91.5	100.8	110.1	119.4	128.6	137.9		
-10%	1.53	65.9	75.2	84.5	93.8	103.0	112.3	121.6	130.9	140.2		
-5%	1.62	68.2	77.5	86.7	96.0	105.3	114.6	123.8	133.1	142.4		
0%	1.70	70.4	79.7	89.0	98.3	107.5	116.82	126.1	135.4	144.6		
5%	1.79	72.7	82.0	91.2	100.5	109.8	119.1	128.3	137.6	146.9		
10%	1.87	74.9	84.2	93.5	102.8	112.0	121.3	130.6	139.9	149.1		
15%	1.96	77.2	86.5	95.7	105.0	114.3	123.6	132.8	142.1	151.4		
20%	2.04	79.4	88.7	98.0	107.3	116.5	125.8	135.1	144.4	153.6		
		悲观预期							价格涨幅(%)			
		中性预期							锌	109.79	107.54	2.25
		乐观预期							铜	116.82	107.54	9.28

备注:锌价假设为17000元/吨;以330元/克的金价、46000元/吨的铜价为基准  
 锌价格上涨5%,对应业绩增厚2.25亿;铜价每上涨5%,业绩增厚9.28亿元

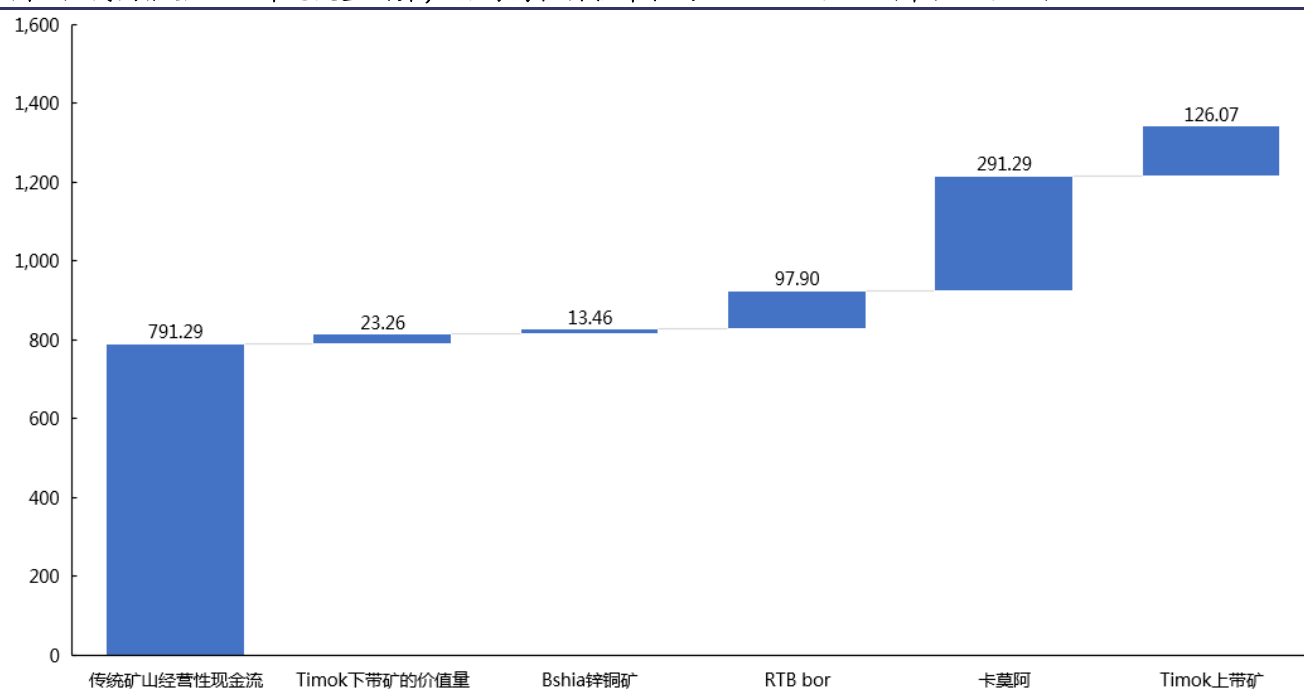
资料来源:公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

### 3、市值重估：短期内在价值被低估，中长期配置时点已到

- ◆ 我们认为，短期内公司市值被严重低估，估值具备较强吸引力，左侧配置具备较强安全边际。中长期来看，伴随科卢韦齐二期、多宝山二期、Rtbbor 技改扩产、Timok 上带矿和卡莫阿在 2021 年建成投产，预计 2020-2022 年，公司业绩将进入高速增长期，尤其是 2021 年之后，未来 EPS 上涨将驱动股价上行。
- 短期内，当前公司市值或被严重低估，估值具备较强吸引力。基于近 10 年铜均价 2.9 美元/磅，黄金价格 1300 美元/盎司以及锌价 2200 美元/吨的背景下，对紫金矿业传统矿山和未来新增的卡莫阿、Timok 和 RTBbor 等几大矿山采取 DCF 现金流折现模型反映公司的合理中枢内在价值为 1343.26 亿元，截止到 2019 年 11 月 10 日的市值 827 亿元（不含 80 亿元公开发行）的价值被严重低估。与此同时，参照 A 股同行业黄金公司横向对比而言，截止到 2018 年底公司控制黄金资源储量 1727.97 吨（若考虑未来并购 Timok 下带矿剩余股权，权益控制的金总资源量进一步高达 1889 吨，增长 9.3%）。仅选取 2018 年数据为基准，对比行业龙头山东黄金权益金资源储量仅为 968.16 吨，公司吨市值储量比仅为 0.48 亿元/吨，为全 A 股最低，远低于同行平均水平 2.01 亿元/吨，也低于山东黄金 0.96 亿元/吨；同时。考虑到动态 PE 等相对估值比较而言，紫金矿业为 A 股目前最便宜的黄金资源股。

图 9、我们依据 DCF 折现模型测算，公司内在价值中枢为 1343.26 亿元（单位：亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **具体而言：**基于近 10 年铜均价 2.9 美元/磅，黄金价格 1300 美元/盎司以及锌价 2200 美元/吨的背景下，选择 8% 的折现率为基准进行测算；我们预计，公司的合理中枢内在价值为 1343.26 亿元，其中传统矿山折现价值为 791.29 亿元、卡莫阿价值 291.29 亿元、Timok 上带矿价值 126.07 亿元、RTBbor 价值 97.9 亿元、Timok 下带矿价值 23.26 亿元（仅考虑目前持有的 46% 股权，暂未考虑未来进一步并购自由港股权部分）和 Bshia 锌铜矿 13.46 亿元。

表 8、截止到 2018 年底, 公司重点铜金锌矿山的资源储量和开采年限情况 (单位: 吨, 年)

矿山名称	主要品种	保有总资源量		基础储量		可采储量 (111)		资源剩余可开采年限
		金属量	品位	金属量	品位	金属量	品位	
波格拉金矿	金	349,413	4.57	137,499	4.93	137,499	4.93	10
帕丁顿金矿	金	336,350	1.27	31,339	1.55	31,339	1.55	5
左岸金矿	金	68,652	5.85	36,640	5.21	0	-	15
吉劳、塔罗金矿	金	97,543	2.65	64,105	4	9,896	7.88	7(吉劳) 16(塔罗)
曙光金铜矿	金	26,628	0.44	12,864	0.5	151	0.89	8
	铜	116,788	0.19	54,728	0.21	581	0.34	
紫金山金铜矿	金	8,473	0.34	357	0.32	271	0.32	23
	铜	1,693,465	0.51	501,440	0.68	146,023	0.73	
阿舍勒铜矿	铜	412,128	2.11	161,181	3.17	137,092	4.33	7.5
多宝山铜矿	铜	2,582,031	0.4	549,778	0.5	0	-	27
科卢韦齐铜矿	铜	1,472,728	4.3	639,643	4.8	0	-	16
BOR 铜矿	铜	10,235,994	0.4	4,684,465	0.38	1,742,080	0.38	15(JM)
								15(VK)
								42(NC)
								23(MS)
卡莫阿铜矿	铜	42,150,000	2.48	6,691,200	2.73	6,691,200	2.73	25
Timok 铜金矿项目上带矿	铜	1,280,000	3	890,000	3.28	890,000	3.28	11
	金	81,491	1.91	55,986	2.07	55,986	2.07	
Timok 铜金矿项目下带矿	铜	14,300,000	0.86	0	-	0	-	未做可研
	金	298,593	0.18	0	-	0	-	
Bisha 铜锌矿	锌	3,128,000	4.66	530,000	6.25	530,000	6.25	9
	铜	655,000	0.97	85,000	1	85,000	1	
克兹尔-塔什特克锌矿	锌	913,877	9.66	732,877	9.82	26,185	9.35	14
庙沟-三贵口铅锌矿	锌	1,933,977	2.35	1,469,829	2.39	0	-	23
乌拉根铅锌矿	锌	4,084,740	2.19	47,834	3.1	400	2.77	21

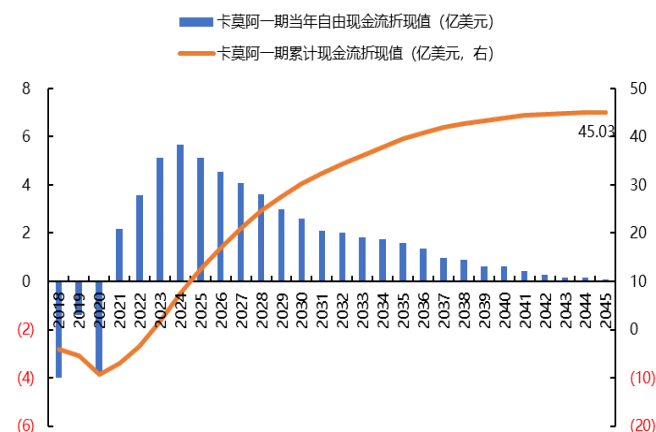
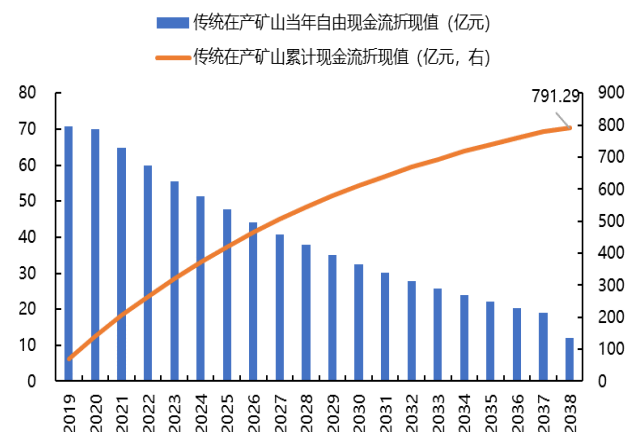
资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

- ◇ 1、以 2018 年折旧摊销、财务费用和维护性资本开支数据为基础, 预计传统在产矿山折现价值为 791.29 亿元。梳理紫金目前在产矿山的资源储量可以得出, 公司当前在产的矿山平均开发年限或在 20 年左右; 我们选取公司 2018 年的矿产铜金锌生产成本、折旧摊销、财务费用和维护性资本开支数据为基准, 考虑 2019-2020 年科卢韦齐二期、多宝山二期逐步达产以及俄罗斯龙兴锌矿、紫金锌业未来锌矿产量的变化; 在近 10 年铜均价 2.9 美元/磅, 黄金价格 1300 美元/盎司以及锌价 2200 美元/吨的背景下, 我们预计公司传统在产矿山的年均自由现金流净额或在 81 亿元, 传统矿山折现价值总额为 791.29 亿元。
- ◇ 2、卡莫阿一期折现价值量 45.03 亿美元, 归属于公司价值量或为 20.3 亿美元。根据卡莫阿 2019 年可研开发规划, 卡莫阿一期资本开支 10.78 亿美元, 从 2021 年三季度投产 600 万吨采矿产能之后, 预期 25 年累计生产 560.5 万吨矿产铜, 年均生产 22.42 万吨, 峰值产量 36 万吨 (投产之后第四年), 年均现金生产成本为 1.24 美元/磅, 假设资本开支全部来自于银行贷款, 且按照产量进行全部折旧摊销。在与前文相同价格和折现率假设背景下, 我们预计公司传统在产矿山的年均自由现金流净额或在 4.19 亿美元, 卡莫阿一期的折现价值总额为 45.03 亿美元, 考虑公司直接持有 39.6% 股权, 间接持有 5.5% (持有艾芬豪 13.88% 股权), 合计持有 45.1% 股权, 归属于公司的内在价值为

20.3 亿美元，也即为 142.13 亿元人民币。

图 10、传统在产矿山折现价值为 791.29 亿元

图 11、卡莫阿一期折现价值量或为 45.03 亿美元

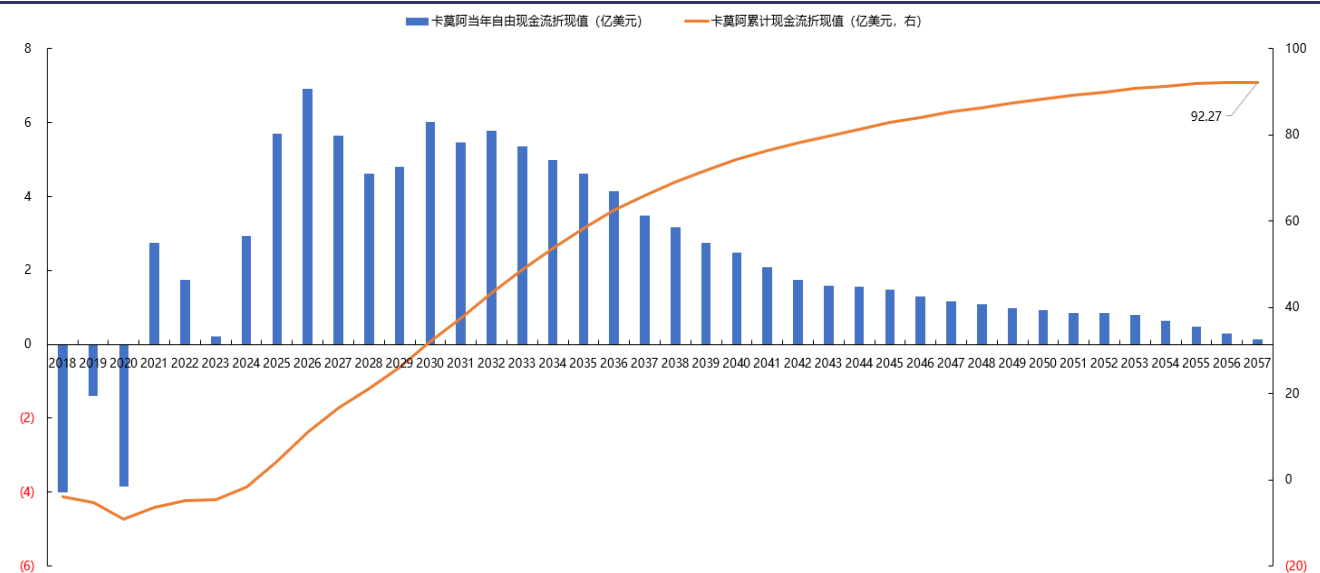


资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

◇ **3、考虑未来卡莫阿未来二三期产能扩张至 1800 万吨/年，卡莫阿全生命周期折现价值量或为 92.27 亿美元，归属于公司价值量或为 41.61 亿美元。**根据卡莫阿 2019 年可研开发规划，卡莫阿全部生命周期全部资本开支为 60.36 亿美元（含未来冶炼厂和维持性资本开支），1-3 期的建设产能均为 600 万吨/年，合计 1800 万吨/年；预期 37 年累计生产 1746 万吨矿产铜，年均生产 47.19 万吨，年均现金生产成本为 1.1 美元/磅。在与前文相同价格和折现率假设背景下，我们预计公司传统在产矿山的年均自由现金流净额或在 12.3 亿美元，卡莫阿全生命周期的折现价值总额为 92.27 亿美元，归属于公司的内在价值为 41.61 亿美元，也即为 291.29 亿元人民币。

图 12、我们依据 DCF 折现模型测算，卡莫阿全生命周期的内在价值为 92.27 亿美元



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

◇ **4、预计 Timok 铜金上带矿的价值量为 126.07 亿元，Timok 下带矿 46%股权按照最新收购对价谨慎预估值为 23.26 亿元。**一方面，Timok 上带矿规划投资 4.74 亿美元，从 2021 年 6 月投资之后，13 年时间累计生产 100.5 万吨铜和 27.5 吨黄金，年均生产 7.7 万吨矿产铜和 2.1 吨黄金，且投产第二年为铜和金产量的高峰期。在与前文相同价格和折现率假设背景下，我们预

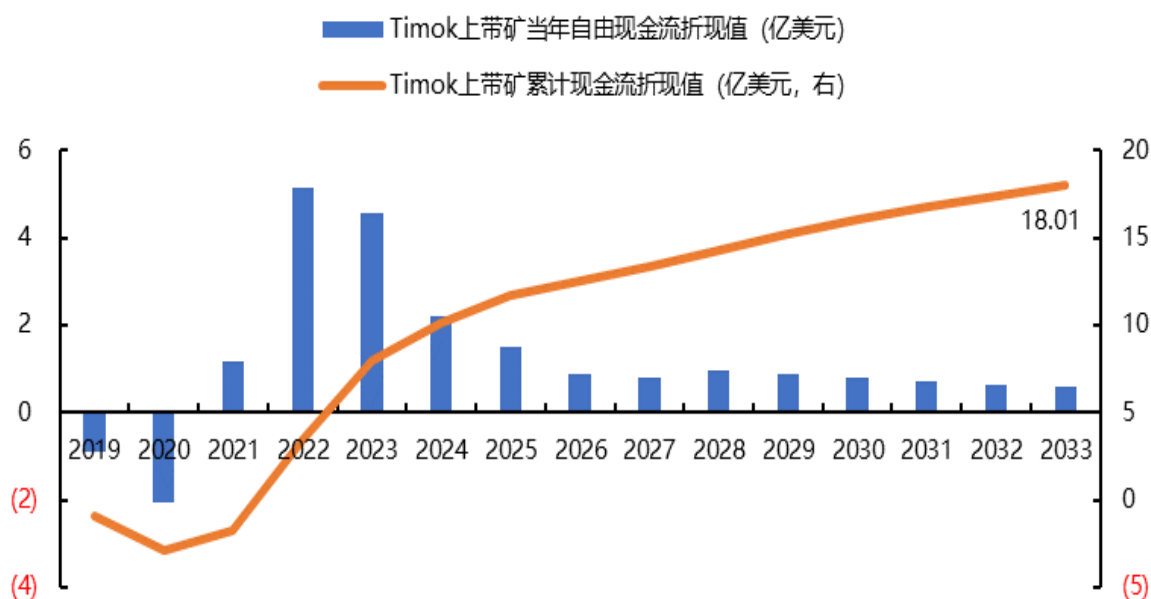
计公司传统在产矿山的年均自由现金流净额或在 2.2 亿美元，Timok 上带矿的折现价值总额为 18.01 亿美元，考虑上带矿为 100%所有权，也即公司拥有 Timok 上带矿 126.07 亿元人民币的全部内在价值。另一方面，考虑到最新公司规划收购自由港 Timok 下带矿未来 54%的股权对价为 3.9 亿美元 (2.4+1.5)，则公司目前持有 Timok 下带矿 46%股权按照收购对价折算的价值量或至少在 3.32 亿美元，也即为 23.26 亿元；因此，公司持有的 Timok 铜金矿价值量或为 149.33 亿元。

表 9、按照当前拟收购对价测算，Timok 下带矿 46%股权或价值 23.26 亿元

Timok 下带矿的价值量	亿美元	亿人民币
收购自由港 54%股权对价	3.90	27.30
自由港所持有股权	54.00%	
紫金目前所持有股权	46.00%	
<b>紫金持有的权益价值量</b>	<b>3.32</b>	<b>23.26</b>

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

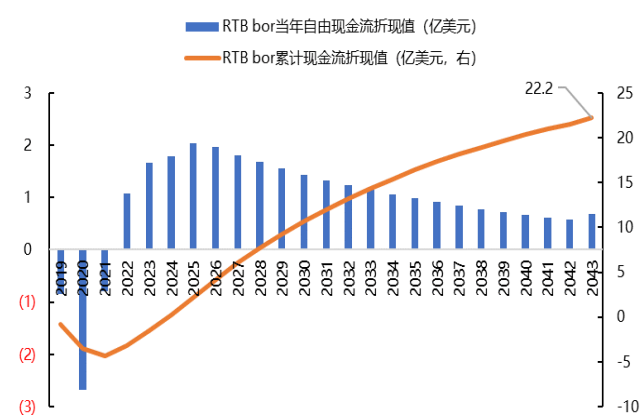
图 13、我们依据 DCF 折现模型测算，Timok 上带矿的折现价值总额为 18.01 亿美元



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

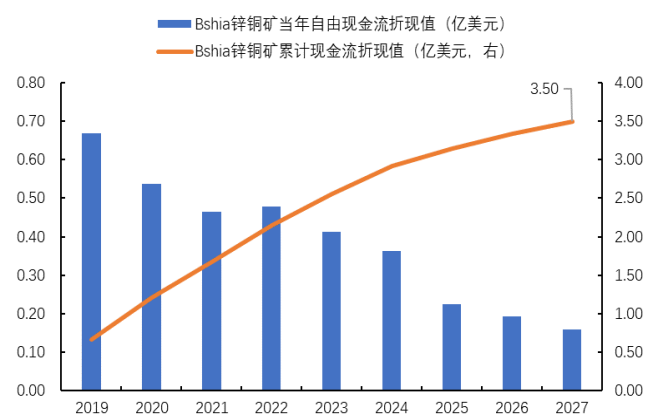
- ◇ 5、我们测算预计紫金矿业持有 RTBbor 折现权益价值或为 97.9 亿元，Bshia 锌铜矿权益价值量为 13.46 亿元。一方面，RTBbor 规划 3 年铜矿产量达到 8 万吨以上，6 年达到 12 万吨，我们预计其开采年限或整体在 25 年左右，年均自由现金流净额或在 2.86 亿美元，RTBbor 的折现价值总额为 22.2 亿美元，考虑为 63%所有权，也即公司拥有 RTBbor 权益内在价值为 97.9 亿元人民币。同时，按照公司自身可研规划推算，Bshia 锌铜矿在未来 9 年的生命周期中，年均自由现金流净额或在 0.58 亿美元，折现价值总额为 3.5 亿美元，考虑 55%所有权，预计持有 Bshia 锌铜矿内在价值量或为 13.46 亿元。

图 14、RTBbor 的折现价值总额为 22.2 亿美元



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、Bshia 锌铜矿内在价值量或为 3.5 亿美元



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

同时，公司吨市值储量比和吨市值产量比相对同行均具备较强的低估值优势。参照 A 股同行业黄金公司横向对比而言，截止到 2018 年底公司控制黄金资源储量 1727.97 吨（若考虑未来并购 Timok 下带矿剩余股权，权益控制的黄金总资源量进一步高达 1889 吨，增长 9.3%）。仅选取 2018 年数据为基准，对比行业龙头山东黄金权益金资源储量仅为 968.16 吨，公司吨市值储量比仅为 0.48 亿元/吨，远低于同行平均水平 2.01 亿元/吨，也低于山东黄金 0.96 亿元/吨，为 A 股目前最便宜的黄金资源股。与此同时，即使考虑吨市值产量比，2019 年公司权益矿产金产量或为 30 吨，市值产量比为 27.56 亿元/吨，仍大幅低于行业平均水平 35.44 亿元/吨；并且，考虑到公司未来确定的矿产金产量增长，预计 2022 年权益矿产金产量或提升至 36.8 吨，对应市值产量比将大幅降低至 22.45 亿元，低估值优势将更加明显。

表 10、紫金矿业相对同行而言的吨市值储量比、吨市值产量比均具备较大优势（单位：吨）

证券简称	2018 年黄金权益储量(吨)	市值储量比(亿元/吨)	2019 年市值产量比(亿元/吨)	2022 年市值产量比(亿元/吨)	2019E 权益黄金产量(吨)	2020 年 E 权益黄金产量(吨)	2021 年 E 权益黄金产量(吨)	2022 年 E 权益黄金产量(吨)	总市值(亿元)
紫金矿业	1727.97	0.48	27.56	22.45	30.0	28.8	32.1	36.8	826.8
山东黄金	968.16	0.96	22.86	21.07	40.8	40.6	44.2	44.2	932.4
中金黄金	495.00	0.57	17.11	14.78	16.5	17.3	18.1	19.1	281.6
银泰资源	56.66	4.15	32.47	28.10	7.24	8.36	8.36	8.36	235.0
湖南黄金	132.51	0.67	19.54	19.54	4.6	4.6	4.6	4.6	89.4
盛达矿业	103.87	0.46	18.82	16.30	2.5	2.9	2.8	2.9	47.9
赤峰黄金	55.75	1.13	30.54	30.54	2.1	2.1	2.1	2.1	62.9
西部矿业	15.09	8.69	91.76	77.25	1.4	1.4	1.6	1.7	131.1
恒邦股份	112.01	0.99	58.27	18.76	1.9	1.9	5.9	5.9	110.7
平均值	407.45	2.01	35.44	27.64	11.89	12.00	13.31	13.96	301.98

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

备注：以 2018 年储量数据为基准，暂未考虑紫金公开发行对市值影响等

除此之外，公司矿产金生产成本具备一定优势，具备明显的低 PE 的低估值优势。公司相对 A 股主流黄金企业横向对比而言，公司矿产金生产成本处于行业中等偏下，2019 年动态 PE 仅为 20x，仅次于白银标的盛大矿业，远低于其余龙头山东黄金、中金黄金等；并且，伴随若价格上涨 20% 以上，公司估值或快速下修至 15x 以下，在同行业中具备非常明显的低 PE 的“低估值”属

性。

表 11、A 股主流黄金企业估值弹性比较：紫金矿业具备明显优势（单位：亿元）

证券简称	权益黄金产量(吨)	总市值(亿元)	生产成本(元/克)	年化净利(亿元)	动态 PE(x)	价格上涨对应净利润(亿元)				价格上涨后对应的 PE			
						5%	10%	20%	30%	5%	10%	20%	30%
						315	330	360	390	315	330	360	390
紫金矿业	30.00	827	175	41	20	45	48	55	62	19	17	15	13
山东黄金	40.78	932	147	15	63	19	24	33	42	48	39	28	22
中金黄金	16.46	282	220	2	141	4	6	10	15	69	45	27	19
银泰资源	7.24	235	136	9	26	10	11	12	14	23	22	19	17
湖南黄金	4.58	89	233	3	28	4	4	5	6	24	21	17	14
盛达矿业	2.55	84	243	5	18	5	5	6	7	17	16	14	13
赤峰黄金	2.06	63	167	2	38	2	2	2	3	35	32	27	24
恒邦股份	1.90	111	190	4	30	2	2	2	3	60	54	45	38

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### ● 盈利预测与评级

小幅下调公司 2019-2021 年将实现归母净利润 41.0、49.1、70.1 亿元，暂不考虑增发后的股本摊薄影响，对应 EPS0.18、0.22、0.33 元，对应 2019 年 11 月 12 日的 PE 18.3X、15.3X、10.2X。伴随未来多个铜矿产能释放，金价大涨，业绩有望大幅提升，维持“审慎增持”评级。

### ● 风险提示

经济复苏力度不及预期，贸易战风险、自身项目推进不如预期等

附表

资产负债表				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
单位: 百万元				
<b>流动资产</b>	30449	68482	74427	88891
货币资金	10090	47852	51548	65316
交易性金融资产	787	787	787	787
应收账款	0	0	0	0
其他应收款	1416	1440	1554	1678
存货	12670	14009	14847	15594
<b>非流动资产</b>	82431	94022	95546	91023
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	7042	7042	9207	9135
投资性房地产	608	608	565	587
固定资产	34144	37348	36398	33605
在建工程	5356	4178	2589	1544
油气资产	0	0	0	0
无形资产	22510	33199	33534	31754
<b>资产总计</b>	112879	162504	169973	179914
<b>流动负债</b>	37223	57780	56874	57680
短期借款	15617	15617	19617	18283
应付票据	0	62	33	40
应付账款	4701	15502	16388	17218
其他	16905	26599	20837	22138
<b>非流动负债</b>	28382	31960	34637	34380
长期借款	12918	16918	18918	18918
其他	15465	15042	15719	15462
<b>负债合计</b>	65606	89740	91512	92060
股本	2303	23031	23031	23031
资本公积	11095	11095	11095	11095
未分配利润	22181	29684	34409	41607
少数股东权益	6818	7635	8607	10802
<b>股东权益合计</b>	47274	72765	78461	87854
<b>负债及权益合计</b>	112879	162504	169973	179914
<b>现金流量表</b>				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	4094	4177	4973	7488
折旧和摊销	4434	5972	6539	6635
资产减值准备	1500	442	-282	64
无形资产摊销	998	1998	1998	1798
公允价值变动损失	136	0	0	0
财务费用	1523	2036	1522	1150
投资损失	-884	-400	-200	-200
少数股东损益	589	816	972	2195
营运资金的变动	-1748	10240	-1473	656
<b>经营活动产生现金流量</b>	10233	25232	11983	17536
<b>投资活动产生现金流量</b>	-13640	-19931	-7481	-1846
<b>融资活动产生现金流量</b>	7655	32461	-805	-1923
现金净变动	4178	37762	3696	13768
现金的期初余额	217	10090	47852	51548
现金的期末余额	115	47852	51548	65316

利润表				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
单位: 百万元				
<b>营业收入</b>	105994	120156	127886	136623
营业成本	92651	103350	109254	114784
营业税金及附加	1599	1814	1982	1639
销售费用	887	1442	1918	1639
管理费用	2965	4205	4476	4099
财务费用	1254	2036	1522	1150
资产减值损失	1500	1000	1000	500
公允价值变动	-136	0	0	0
投资收益	1061	400	200	200
<b>营业利润</b>	6181	6709	7934	13012
营业外收入	366	366	410	316
营业外支出	417	417	417	417
<b>利润总额</b>	6130	6657	7927	12911
所得税	1448	1664	1982	3228
<b>净利润</b>	4683	4993	5945	9683
少数股东损益	589	893	1034	2672
<b>归属母公司净利润</b>	4094	4100	4911	7011
<b>EPS(元)</b>	0.18	0.18	0.22	0.33

主要财务比率

会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	12.1%	13.4%	6.4%	6.8%
营业利润增长率	23.0%	8.5%	18.3%	64.0%
净利润增长率	16.7%	2.0%	19.1%	50.6%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	12.6%	14.0%	14.6%	16.0%
净利率	3.9%	3.5%	3.9%	5.5%
ROE	10.1%	6.4%	7.1%	9.7%
<b>偿债能力(%)</b>				
资产负债率	58.1%	55.2%	53.8%	51.2%
流动比率	0.82	1.19	1.31	1.54
速动比率	0.48	0.94	1.05	1.27
<b>营运能力</b>				
资产周转率	104.8%	87.3%	76.9%	78.1%
应收帐款周转率	914413.5%	939656.0%	908156.8%	908193.3%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.18	0.18	0.22	0.33
每股经营现金	0.44	1.10	0.52	0.76
每股净资产	1.76	2.83	3.03	3.35
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	19.4	19.0	15.9	10.6
PB	2.0	1.2	1.1	1.0



## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的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。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100033	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn