

强烈推荐-A (维持)

紫金矿业 601899.SH

目标估值: 5-6 元
 当前股价: 4.27 元
 2017 年 09 月 05 日

高瞻远瞩, 构就国际矿业航母雏形

基础数据

上证综指	3380
总股本(万股)	2303122
已上市流通股(万股)	1580380
总市值(亿元)	990
流通市值(亿元)	680
每股净资产(MRQ)	1.4
ROE(TTM)	8.5
资产负债率	61.6%
主要股东	闽西兴杭国有资产投
主要股东持股比例	25.88%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《紫金矿业(601899)一矿山套保解除, 盈利恢复正常化》2017-04-20
- 2、《紫金矿业(601899)一量价齐升, 业绩稳定增长》2017-03-27

刘文平

liuwenping@cmschina.com.cn
 S1090517030002

研究助理

刘伟洁

liuweijie@cmschina.com.cn

研究助理

黄梓钊

075583295441

huangzizhao@cmschina.com.cn

本文对公司业务及经营情况进行了深度分析。

- 1、以矿产资源开发利用为核心的多元化大型矿业集团。公司始终以矿产资源开发利用为核心, 目前已形成以金、铜、锌矿产开发为主, 钨、铁等其他金属为辅, 并适度延伸冶炼加工的产业格局, 是国内拥有金属矿产资源储量最多的企业之一、国内最大矿产金生产商和最重要的矿产铜、锌生产企业之一。
- 2、坚持矿产资源优先战略, 资源规模不断扩大。通过内生外延并举, 在保证低成本优势同时持续提升资源储量, 并积极“走出去”, 果断介入全球主要成矿带矿产资源开发, 足迹遍布国内 22 个省区和国外 9 个国家。截至 2016 年, 公司保有黄金储量 1,347 吨、铜 3,006 万吨, 同比增长 6.8% 和 28.1%。(储量均按权益法计算)
- 3、产量快速扩张, 业绩释放加速: 1) 黄金海外项目保增长: 2016 年矿产金产量 42.55 吨, 预计未来两年产量总体保持稳定, 2017 年计划 41 吨; 2) 铜板块强势崛起: 2016 年矿产铜产量 15.5 万吨, 2017 年计划 20 万吨, 预计未来 2 年有望达到 30 万吨(紫金山 3.5 万吨+多宝山 6.5 万吨+科卢韦齐 6 万吨), 晋升中国第一大矿产铜生产企业; 3) 锌贡献新的盈利增长点: 2016 年矿产锌 25 万吨, 2017 年预计达 30 万吨, 成为中国第二大矿产锌生产企业。(股权占 50% 以下产量按权益计算, 50% 以上产量全部计入)
- 4、资源价值洼地, 估值有望矫正。无论从单位市值储量, 还是单位市值产量来看, 公司均位于行业前列。基于目前产品价格, 以及矿产黄金 40 吨、铜 20 万吨、铅锌 30 万吨计算, 黄金、铜、锌价每上涨 10%, 按 365 个工作日推算预计可带来净利润增长 7.7 亿元、6.8 亿元、5 亿元, 公司业绩弹性大。
- 公司作为目前市场中具备较大相对估值优势的优质资源股, 考虑到铜价、锌价未来存在较强上涨预期, 并看好未来黄金表现, 公司估值有望得到重新矫正。基于当前金属价格, 预计 2017-2019 年公司 EPS 分别为 0.15/0.18/0.18 元, 对应 PE28/24/23, 维持强烈推荐评级。
- 风险提示: 黄金、铜、铅锌价格下行; 矿山投产不及预期等。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	74304	78851	96288	98640	100055
同比增长	26%	6%	22%	2%	1%
营业利润(百万元)	1944	2312	5044	5837	6011
同比增长	-44%	19%	118%	16%	3%
净利润(百万元)	1656	1840	3508	4102	4224
同比增长	-29%	11%	91%	17%	3%
每股收益(元)	0.08	0.09	0.15	0.18	0.18
PE	55.9	50.3	28.2	24.1	23.4
PB	3.3	3.3	3.2	2.8	2.5

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、紫金矿业：多元化的大型矿业集团	4
1、全球资源战略，夯实发展底蕴	5
2、依托强大技术后盾，占领行业制高点	6
3、以矿产资源开发利用为核心，业绩稳步增长	7
1) 业务结构稳定，收入规模稳步增长	7
2) 费用和资金管控较好，保持良好经营态势	9
二、全球扩张稳步推进，构筑国际矿业航母雏形	9
1、金：海外并购保增长，未来核心拓展方向	9
2、铜：国内外项目同发力，铜板块强势崛起	11
3、锌：锌板块加速腾飞，巩固领先地位	14
三、资源价值洼地，估值有望矫正	15
四、投资建议	16
五、风险提示	17

图表目录

图 1 公司发展历程及大事记	4
图 2 公司股权结构	5
图 3 公司主要矿山资源分布	5
图 4 具有紫金特色的技术创新体系	6
图 5 研发投入/营业收入稳定增长	6
图 6 公司收入规模逐年稳步增长	7
图 7 主要产品产量持续增长	7
图 8 公司矿产品毛利率总体下滑态势明显	8
图 9 公司矿产金历年单价及单位成本（精矿不含税）	8
图 10 公司历年矿产铜单价及单位成本（精矿不含税）	8
图 11 公司历年矿产锌单价及单位成本（精矿不含税）	8
图 12 公司收入结构细分（抵消后）	8
图 13 公司收入结构细分（抵消前）	8
图 14 公司毛利结构细分（抵消后）	9

图 15 公司毛利结构细分（抵消前）	9
图 16 三费收入占比处于合理水平	9
图 17 经营活动现金流保持相对充裕	9
图 18 进军刚果铜矿，有效增加铜矿资源储备	13
图 19 紫金矿业历史 PE Band	16
图 20 紫金矿业历史 PB Band	16
表 1 公司在国内金、铜、锌三大行业拥有重要地位（储量按权益计算）	4
表 2 公司主要矿山保有资源储量（储量按权益计算）	6
表 3 近年公司主要黄金资源收购与整合情况	10
表 4 公司主要在产金矿山生产情况（占比 50%以下产量按权益计入，占比 50%以上全部计入）	11
表 5 多宝山铜矿及铜山铜矿资源储量情况	12
表 6 秘鲁白河铜钼矿资源储量情况	12
表 7 科卢韦齐铜矿和卡莫阿铜矿资源储量情况	13
表 8 公司主要在产铜矿山产量及在建项目情况（占比 50%以下产量按权益计入，占比 50%以上全部计入）	14
表 9 公司主要铅锌矿资源储量情况	14
表 10 公司主要在产锌矿山生产情况（占比 50%以下产量按权益计入，占比 50%以上全部计入）	15
表 11 可比公司对比情况	15
附：财务预测表	18

一、紫金矿业：多元化的大型矿业集团

紫金矿业初创于 1986 年,前身是成立于 1986 年的国有独资企业——上杭县矿产公司。1993 年从福建省上杭县紫金山金矿起步,以“中国黄金行业领先--中国矿业领先--进入世界矿业先进行列”作为发展战略,经过 20 多年的发展,实现了从单一矿种向多元化矿种转型,目前已成为一家以金、铜、等金属矿产资源勘查和开发为主的大型矿业集团,涉及矿种金、铜、铅、锌、铁、镍、铝、煤等领域。

2003 年 12 月 23 日在香港 H 股上市,成为中国黄金行业的第一支 H 股,2008 年回归 A 股上交所上市,是国内拥有金属矿产资源储量最多的企业之一、国内最大矿产金生产商之一和最重要的矿产铜、矿产锌生产企业之一,位居 2016 年《福布斯》全球 2,000 强第 1,175 位、全球金属矿业企业第 9 位、全球黄金企业第 3 位、2016《财富》中国企业 500 强第 78 位。

图 1 公司发展历程及大事记



资料来源：公司官网、招商证券

表 1 公司在国内金、铜、锌三大行业拥有重要地位（储量按权益计算）

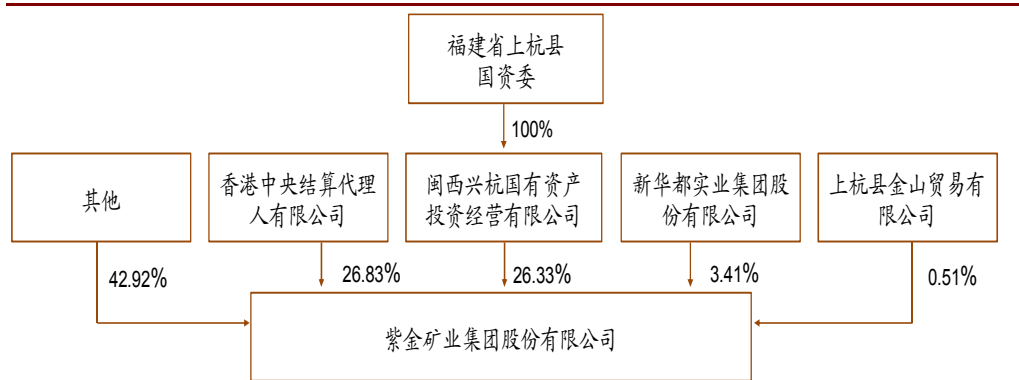
	紫金矿业			国内矿山总量	占比
	2014	2015	2016	2016	
保有黄金资源储量(吨)	1040	1261	1347	11563.5	11.65%
矿产金产量(吨)	33.7	37.2	42.6	394.9	10.79%
保有铜资源储量(万吨)	1241	2346	3006	9910.2	30.33%
矿产铜产量(万吨)	13.9	15.0	15.5	185	8.38%
保有锌资源储量(万吨)	855	840	801	14985.2	5.35%
矿产锌产量(万吨)	9.6	20	25	463	5.4%

资料来源：公司公告、招商证券（占比 50%以下产量按权益计入，50%以上全部计入）

从股权结构来看,作为公司发起人之一的闽西兴杭国投是公司第一大股东及实际控制人,

持股比例 26.33%。

图 2 公司股权结构



资料来源：公司公告、招商证券（截至 2016 年 12 月 30 日）

1、全球资源战略，夯实发展底蕴

公司始终坚持矿产资源优先战略，通过自主勘查（约 60%以上国内资源）和逆周期资源并购，在保证低成本优势同时持续提升资源储量、丰富资源品种，并积极“走出去”，果断介入全球主要成矿带矿产资源开发，不断夯实发展底蕴，增强可持续发展优势。

在国内，紫金足迹遍布黑龙江、吉林、内蒙古、新疆、青海、甘肃、广东、云南等 22 个省区；在国外，紫金在加拿大、澳大利亚、塔吉克斯坦、俄罗斯、吉尔吉斯斯坦、秘鲁、刚果（金）、巴布亚新几内亚 9 个国家拥有矿业项目。目前，境外资产主要包括澳大利亚诺顿金矿、吉尔吉斯奥同克金矿、塔吉克斯坦 ZGC 金矿、秘鲁白河铜矿、刚果（金）科卢韦奇铜矿、俄罗斯图瓦铅锌矿以及巴新波格拉金矿、刚果（金）卡莫阿铜矿及南非 NKWE 铂矿等。

图 3 公司主要矿山资源分布



资料来源：公司官网、招商证券

截至 2016 年，主要矿山黄金保有资源储量 1,347 吨、铜 3,006 万吨，同比分别增长 6.8%、28.1%，其中海外项目黄金资源储量 706.4 吨、铜资源储量 1872.6 万吨，分别占公司总量的 52.4%、62.3%；并拥有大量铅、锌、铁、钨等其他矿产资源，资源储备持续增

长。

2017 年公司总体开支预算约 150 亿元，其中约 110 亿为投资并购资金预算，并以海外项目作为主要投资方向，约 95 亿元；目前，公司正积极评估多个海外项目并购机会，寻求有条件的矿山进行并购整合，未来仍将继续关注。

表 2 公司主要矿山保有资源储量（储量按权益计算）

	保有资源储量（完全权益法）				
	2016	2015	2014	2016 同比	2015 同比
金（吨）	1183.25	1170	952.8	1.13%	22.8%
伴生金（吨）	164.17	91.28	87.3	79.85%	4.56%
金小计（吨）	1347.41	1261.28	1040.1	6.83%	21.27%
铜（万吨）	3006.38	2346.4	1241.1	28.13%	89.06%
银（吨）	934.06	1110.42	1153.8	-15.88%	-3.76%
锌（万吨）	800.87	839.68	855	-4.62%	-1.79%
铅（万吨）	149.55	154.15	160.2	-2.98%	-3.78%
钼（万吨）	67.97	57.46	53.8	18.29%	6.8%
钨（万吨）	8.00	8.03	8.3	-0.37%	-3.25%
锡（万吨）	13.97	13.97	13.99	0	-0.14%
铁（亿吨）	2.09	2.12	2.09	-1.42%	1.44%
煤（亿吨）	4.57	4.89	4.61	-6.54%	6.07%

资料来源：公司公告、招商证券

2、依托强大技术后盾，占领行业制高点

公司创始人陈景河先生，是福建紫金山金铜矿主要发现者、研究者和开发组织者，在矿产资源勘查、评价和开发规划及矿业科技研究和创新方面拥有较高造诣，自 1992 年任公司董事长以来，积极引领集团技术创新。

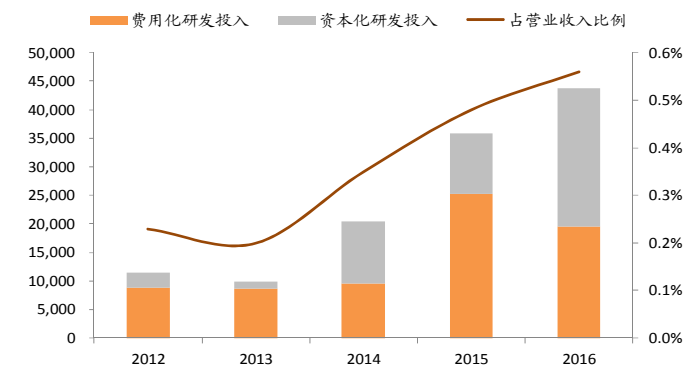
作为国内最早从事黄金矿业开发的企业之一，公司具有丰富的黄金及其他矿中的开发经验和实力，目前已形成具有紫金特色的以项目为载体，研发、设计、生产三位一体的研发应用集成体系，拥有黄金行业唯一的国家重点实验室、国家级企业技术中心、院士专家工作站、矿冶研究院等高层次研发平台和科研设计实体，在地质勘查、湿法冶金、低品位难处理资源综合回收利用及大规模工程化开发等方面达到国内领先水平。

2016 年自主研发的国内首个含砷炭质难处理金矿热压预氧化项目在贵州紫金获得重大突破，打破了热压预氧化技术长期由国外公司垄断的局面，解决了中国大量难选冶金矿处理的技术瓶颈，被权威专家鉴定为具有“国际领先水平”。

图 4 具有紫金特色的技术创新体系



图 5 研发投入/营业收入稳定增长



资料来源：公司官网、招商证券

资料来源：公司公告、招商证券

3、以矿产资源开发利用为核心，业绩稳步增长

公司始终以矿产资源开发利用为核心业务，并将黄金、铜、锌作为公司优势矿种，在矿山开发同时适度发展黄金、铜、锌冶炼加工业务，以完善产业链、扩大产业规模。目前已形成以金、铜、锌矿产开发为主，钨、铁等其他金属为辅，并适度延伸冶炼加工的产业格局。

1) 业务结构稳定，收入规模稳步增长

受益于主要矿产品持续扩产增量、冶炼产能逐步释放(2016年生产矿产金42,551千克、冶炼金172,052千克、矿产铜154,958吨、冶炼铜406,312吨、矿产锌250,013吨、冶炼锌214,524吨，其中，矿产锌和冶炼铜增幅明显，2011-2016年年复合增长率分别达48%和175%)，公司整体业务规模保持持续稳步增长态势，2011-2016公司分别实现营业收入397.6亿元、484.2亿元、497.7亿元、587.6亿元、743.1亿元和788.5亿元，年复合增长率达15%。

图6 公司收入规模逐年稳步增长

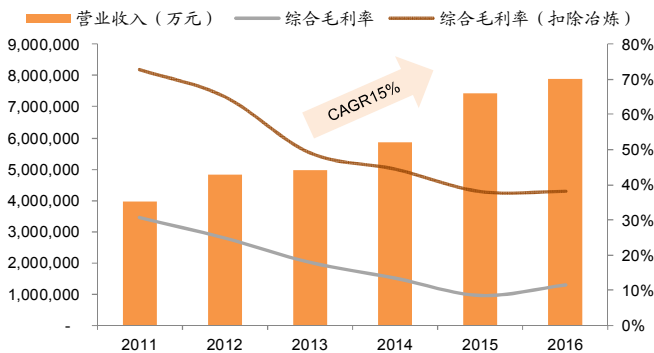
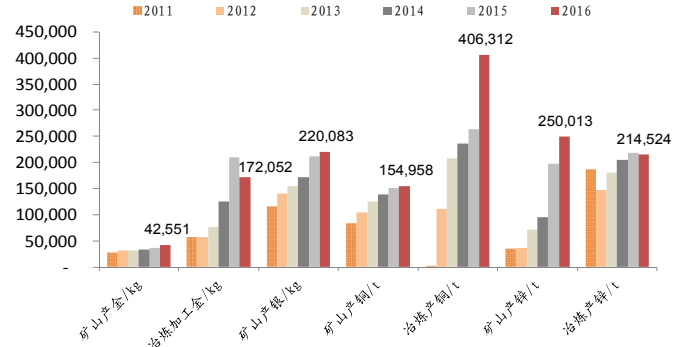


图7 主要产品产量持续增长

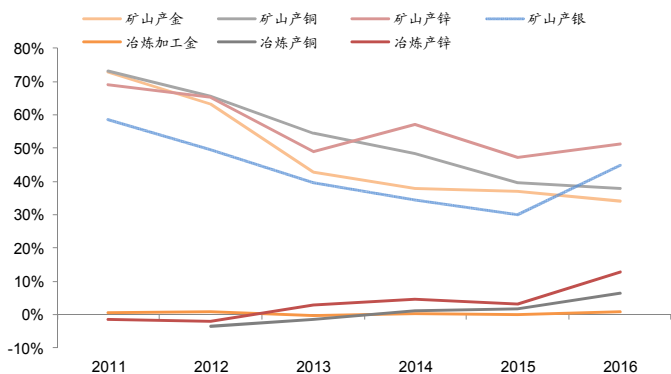


资料来源：公司公告、招商证券（毛利率为抵消内部销售后数据）

资料来源：公司公告、招商证券

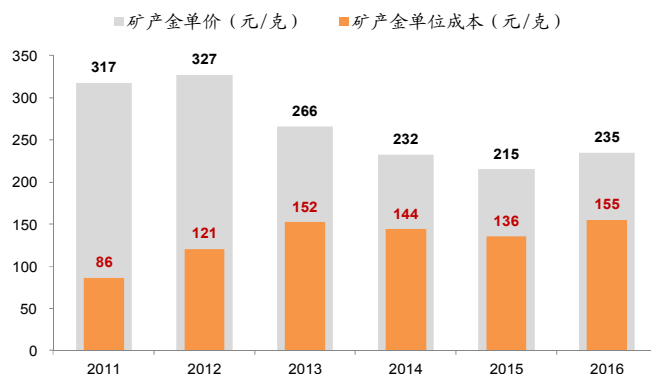
就盈利表现而言，受近年主要产品金、铜、锌等价格持续大幅下跌、部分低成本矿山产量占比减少及毛利率较低的冶炼板块产能占比提升影响，除2016年外，公司综合毛利率呈逐年下滑态势，其中扣除冶炼部分综合毛利率下滑态势明显，从2011年约72.7%折半至2016年约38%，具体来看，矿产金、矿产铜和矿产锌毛利率分别从2011年的72.8%、73.1%和70%下降为2016年的34%、37.9%和51.2%。冶炼板块受益规模扩大，业务量大幅提升，2016年冶炼板块盈利创历史新高，其中冶炼金、冶炼铜和冶炼锌毛利率分别上涨至0.83%、6.4%、12.9%，上年同期分别为0.15%、1.8%和3.2%。

图 8 公司矿产品毛利率总体下滑态势明显



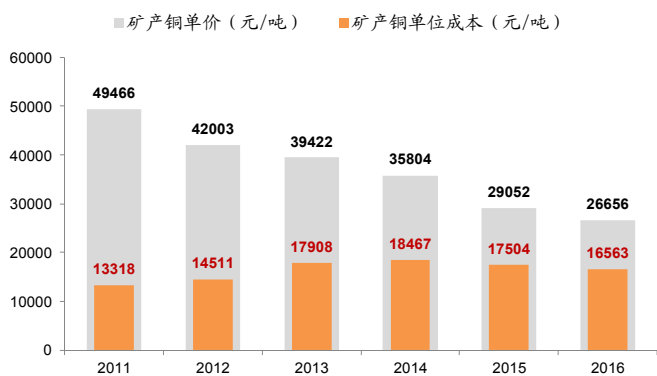
资料来源: 公司公告、招商证券 (毛利率为抵消内部销售前数据)

图 9 公司矿产金历年单价及单位成本 (精矿不含税)



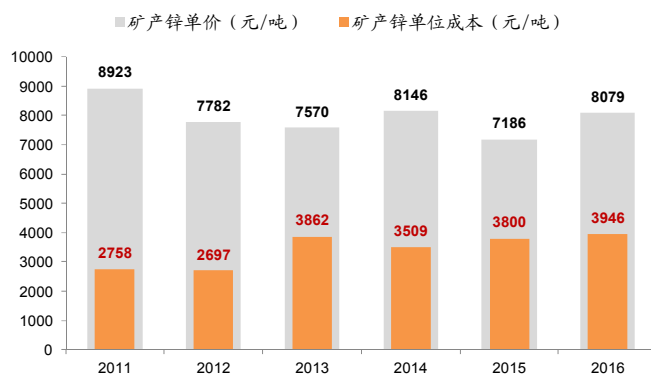
资料来源: 公司公告、招商证券

图 10 公司历年矿产铜单价及单位成本 (精矿不含税)



资料来源: 公司公告、招商证券

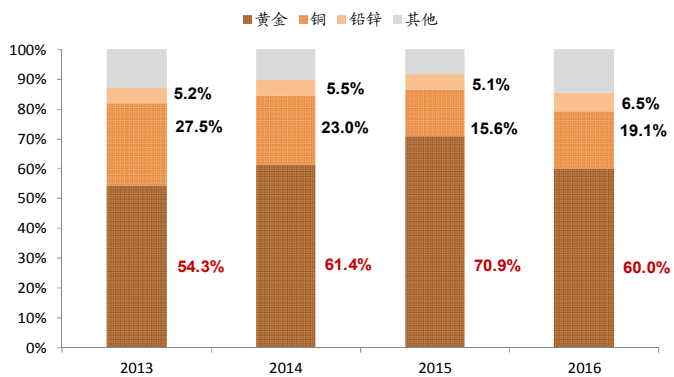
图 11 公司历年矿产锌单价及单位成本 (精矿不含税)



资料来源: 公司公告、招商证券

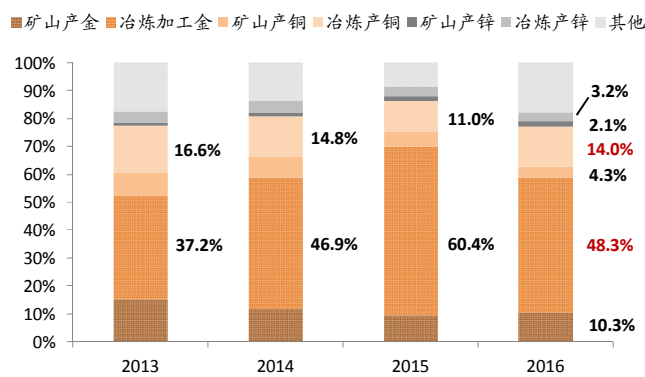
从收入结构来看, 黄金板块仍是公司目前主要收入来源, 其次为铜板块和锌板块, 2016 年占比分别约 60%、20%和 6.5% (抵消后), 并主要为冶炼板块贡献, 其中冶炼加工金、冶炼铜、冶炼锌贡献收入约 48%、14%和 3.2% (抵消前)。从毛利结构来看, 黄金板块贡献最大, 铜为第二大利润来源, 锌板块提升明显并逐步成为新的利润增长点, 2016 年黄金、铜、锌贡献比例分别约 39%、25%和 17% (抵消后), 矿山产品仍然是毛利主要来源, 其中矿产金、矿产铜和矿产锌占比分别约 35%、16%、11% (抵消前)。

图 12 公司收入结构细分 (抵消后)



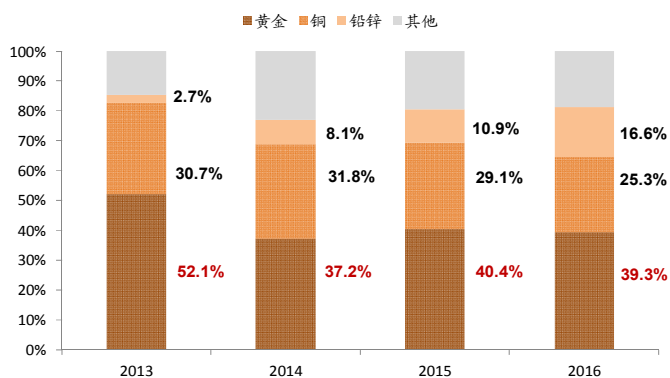
资料来源: 公司公告、招商证券

图 13 公司收入结构细分 (抵消前)



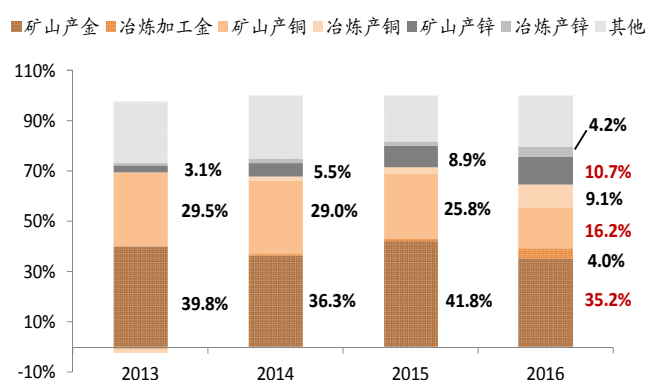
资料来源: 公司公告、招商证券 (其他*包括矿产银、铁精矿及其他)

图 14 公司毛利结构细分（抵消后）



资料来源：公司公告、招商证券

图 15 公司毛利结构细分（抵消前）

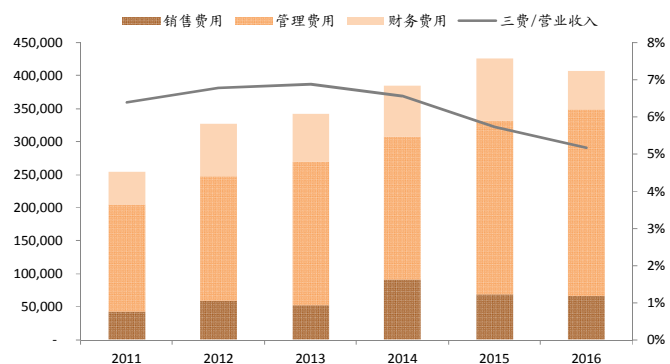


资料来源：公司公告、招商证券

2) 费用和资金管控较好，保持良好经营态势

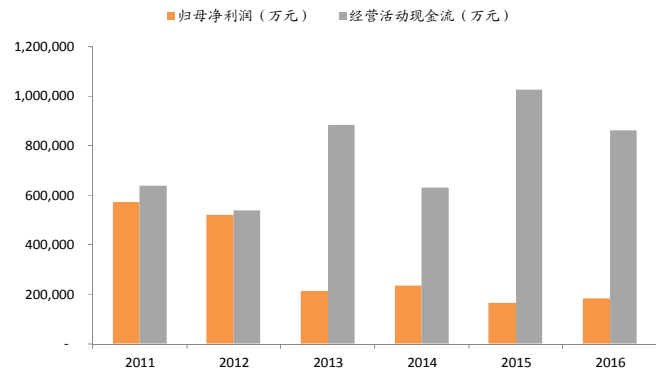
公司期间费用控制能力较强，从 2011 年开始，三费收入占比始终保持在 5%-7% 的合理水平，并呈现明显下滑态势。尽管受金属价格持续低迷影响，公司经营性业务利润收窄，尤其 2016 年套保进一步拖累业绩，但经营性现金流始终保持相对充裕，显示出卓有成效的资金管控能力。

图 16 三费收入占比处于合理水平



资料来源：公司公告、招商证券

图 17 经营活动现金流保持相对充裕



资料来源：公司公告、招商证券

二、全球扩张稳步推进，构就国际矿业航母雏形

公司以金、铜、锌矿业资源为主，积极推进全球资源战略布局，在一系列大规模海外并购之后，资源规模不断扩大，国际矿业航母雏形呼之欲出。截至 2016 年，公司控股和联营的国内主要在产大型矿山 13 个，海外在产矿山 5 个。

1、金：海外并购保增长，未来核心拓展方向

自成立以来，黄金始终是公司的核心业务板块，具有很强的竞争优势。作为公司主力矿

山的紫金山金铜矿是典型的上金下铜且金铜均达特大型规模的矿山，自 1992 年开发紫金山金矿以来，开创了低品位、大规模露天堆浸提金的典范，由于目前剩余服务年限较短（约 2-3 年），资源品味逐年下降，矿产金产量呈现逐年下降趋势。为弥补紫金山金矿资源枯竭、产量下降影响，近年来公司加大对金矿资源的收购和开发力度，并成功在国内外获取多处黄金矿山资源，增储成效显著：

1) 国内方面：

2012 年公司完成对甘肃亚特和龙山公司在陇南地区资源整合，黄金资源总量有望超过 200 吨，其中甘肃亚特项目一期 6,000 吨/日已于 2013 年投产；二期 8,000 吨/日和生物预氧化可研报告已完成，两期项目全部建成达产规划产能为 6 吨。2014 年 4 月，以 7 亿元收购洛阳坤宇 70% 股权，拥有黄金资源量 56.92 吨，平均品位 4.3 g/t（上官、虎沟、干树、七里坪、三官庙五个采矿区和上官深部、西青岗坪两个勘查区）。

2) 国外方面：

继中亚塔吉克 ZGC 金矿开工后，公司 2011-2015 年先后收购吉尔吉斯左岸金矿（保有资源储量 77.7 吨，平均品位 5.82g/t，服务年限约 19 年）、澳大利亚诺顿金矿（2012 年 9 月获得 89.15% 股权，2015 年全面要约收购；保有黄金资源量 185.4 吨，平均品位 1.95 g/t，目前矿山服务年限超 10 年，矿权范围内有超过 80 个已知矿点拥有可观的勘探前景）、布兰特金矿（保有黄金资源量 13.4 吨，平均品位 3.76g/t）、布拉布林金矿（保有黄金资源量 117 吨）和凤凰金矿（保有黄金资源量 125.1 吨，平均品位 1.1g/t），并与矿金巨头巴里克合作开发波格拉金矿（世界级浅成热液型金矿，位列全球在产金矿第 36 位，截止 2015 年底保有资源总量 303 金属吨，平均品位 4.4g/t，服务年限至少 15 年），进一步增加资源储量。

表 3 近年公司主要黄金资源收购与整合情况

时间	收购整合项目	主要资产	资源储量	品味	备注
国内：					
2012 年 9 月	整合甘肃亚特和龙山黄金在陇南地区的资源（陇南紫金）	李坝+金山+杜家沟金矿	资源量有望超 200t	-	
2014 年 4 月	收购河南洛阳坤宇 70% 股权	上官金矿	56.92t	4.3g/t	
国外：					
2011 年 9 月	收购吉尔吉斯奥同克 60% 股权	左岸金矿	77.7t	5.82g/t	2015 年 7 月试投产，规划产能 3.7t
2012 年 9 月	收购澳洲诺顿金田 89.15% 股权	Paddinton 金矿项目及	储量 31.2t	1.95g/t	
2015 年 6 月	收购剩余股权，实现 100% 控股	Mount Morgan 尾矿	资源量 185.4t	尾矿 1.23g/t	
2013 年	诺顿金田收购卡尔古利矿业（KMC）100% 股权	Bullant 金矿项目	储量 1.26t 资源量 13.4 t	4.5g/t 3.76g/t	
2014 年	诺顿金田收购布拉布林的（Bullabulling）黄金 100% 股权	西澳大利亚 Coolgardie 的 Bullabulling 黄金项目	资源量 117 t		
2015 年 8 月	诺顿金田收购凤凰黄金（PXG）100% 股权	Kalgoorlie 附近多个矿权	储量 36.05t 资源量 125.1t	1.18g/t 1.1g/t	
2015 年 8 月	收购巴里克黄金公司 50% 股权	Porgera 金矿 95% 权益	303t	4.4g/t	

资料来源：公司公告、公司官网、招商证券（资源量不包含储量，均为金属量；部分资源储量数据按 1 盎司=31.1035 克折算）

目前，公司主要在产金矿包括：紫金山金铜矿、甘肃李坝-杜家沟金矿、曙光金铜矿、贵州贞丰水银洞金矿、河北东坪金矿、洛阳坤宇、澳大利亚诺顿金田、塔吉克 ZGC 金矿、巴新波格拉及吉尔吉斯左岸金矿，其中海外项目逐步放量：1) 塔吉克斯坦 ZGC 金

矿技改扩产项目稳步推进,吉劳、塔罗露天基建剥离已完成,吉劳 1 万吨/天选厂于 2014 年 11 月试车投产,技改完成可新增黄金年产量 3.5 吨;2)吉尔吉斯左岸金矿已于 2016 年正式投产,规划产能 3.7 吨;3)澳大利亚诺顿金田总体运营良好,持续降本增效,现金成本已从 2012 年 1,239 澳元/盎司降至 2015 年 970 澳元/盎司,下降幅度约 20%;4)波格拉项目产能稳定,年产金超 15 吨。

2016 年共生产矿产金 42.55 吨,含海外 18.3 吨,占比 43%;上年同期为 37.2 吨,含海外 11.8 吨,占比 32%。考虑到紫金山金矿产量下降,预计未来两年产量总体保持稳定,2017 年计划生产矿产金 41 吨,海外项目将继续在保增长方面做出贡献(增量主要为吉尔吉斯左岸和塔吉克 ZGC 金矿)。未来公司仍将继续强调黄金主业地位,以获取黄金资源作为主要投资方向,是未来并购的主要瞄准方向,有望在资源保有和产量方面实现突破。

表 4 公司主要在产金矿山生产情况(占比 50%以下产量按权益计入,占比 50%以上全部计入)

吨	权益	2011	2012	2013	2014	2015	2016	备注
国内:								
紫金山金铜矿	100%	16.17	16.38	11.74	10.32	9.15	7.28	
陇南紫金	84.22%				2.53	3.26	2.93	二期建成达产产能 6t, 证照办理存不确定
珲春紫金-曙光金铜矿	100%	2.34	2.56	1.79	2.08	2.58	2.51	产能 2-3 t
贵州紫金-水银洞金矿	56%	2.10	2.33	2.10	1.85	1.96	2.02	产能 2-3 t, 建成国内第一套预氧化装置
崇礼紫金-东坪金矿	60%				2.36	1.69	1.61	产能 2-2.5 t
洛阳坤宇	70%						1.78	
国外:								
巴理克-波格拉金矿	47.5%					2.68	7.47	产能稳定, 年产金超 15 t
诺顿金田-帕丁顿金矿	100%		1.54	5.37	5.55	5.89	6.17	
中塔泽拉夫尚-ZGC 金矿	75%		1.51	1.62	2.12	3.11	3.3	技改完成后新增年产量 3.5t
其他		8.03	7.76	9.07	6.91	6.84	7.48	
总计		28.63	32.08	31.69	33.73	37.16	42.55	
其中: 海外						11.8	18.3	
占比						32%	43%	

资料来源:公司公告、招商证券(其他主要包括吉尔吉斯左岸金矿、河南陆院沟金矿、山西义兴寨金矿、内蒙古金中巴彦哈尔金矿等)

2、铜：国内外项目同发力，铜板块强势崛起

铜作为公司的又一核心业务板块,公司积极在周期底部通过国内扩展和出海收购,实现了资源储备的跨越式发展,一跃成为中国拥有海内外铜资源储量最大的企业,成长后劲持续培厚:

1) 国内方面:

2016 年 6 月,公司以 15.61 亿元人民币收购黑龙矿业 100%股权,其中黑龙矿业持有多宝山铜业 49%股权、铜山公司 100%。收购完成后,公司持有多宝山铜业股权增至 100%、持有周边铜山矿业 100%股权,在原来拥有多宝山铜矿 3 号主矿体基础上,实现对整个多宝山铜矿及周边资源的全面并购(新增多宝山铜矿 1、2、4 号矿体和铜山铜矿)。

铜山铜矿采矿权内保有铜金属量 32.98 万吨、品味 0.56%,伴生钼金属量 8,636 吨、品味 0.0147%;多宝山铜矿保有铜金属量 236.18 万吨、品位 0.44%,伴生钼金属量 5.8

万吨、品味 0.014%（截止 2015 年 2 月）。

表 5 多宝山铜矿及铜山铜矿资源储量情况

	权益	铜		钼	
		储量 (万吨)	品味	储量 (万吨)	品味
多宝山铜矿	100%	236.18	0.44%	5.8	0.014%
铜山铜矿	100%	32.98	0.56%	0.86	0.0147%
合计		269.16		6.66	

资料来源：公司公告、公司官网、招商证券（多宝山钼金属储量为截至 2015 年 2 月）

2) 国外方面:

继 2007 年进军**秘鲁白河铜业**（紫金矿业、铜陵有色、厦门建发合资组建紫金铜冠，紫金矿业持股 45%，紫金铜冠持蒙特瑞科 90% 股权，间接控制秘鲁白河铜钼矿），2014 年 12 月开始进军刚果铜矿，完成对**刚果（金）科卢韦齐（Kolwezi）铜矿** 51% 股权的收购（2016 年 7 月增持 21%，当前权益 72%，其余 28% 为刚果（金）政府持有），2015 年 12 月进一步收购**刚果（金）卡莫阿（Kamoa）铜矿** 47% 权益，目前持有权益为 43.5%（与艾芬豪分别持有卡莫阿控股 49.5% 股权，其拥有卡莫阿铜业 80% 权益，剩余 20% 为刚果（金）政府持有，同时公司持有艾芬豪 9.9% 股权）。

秘鲁白河（Rio Blanco）铜钼矿：

是世界十大未开发的铜矿之一，按 0.4% 为边界品位，保有铜金属资源量 741 万吨、钼金属资源量 28 万吨，其中紫金权益占比 40.5%。矿山设计为露天开采，服务年限 20 年以上，预计投产后可增加铜产量 20 万吨。

项目原定于 2010 年投产，因当地社区关系、环境等问题，此前进展缓慢，2016 年以来秘鲁政府多次对白河项目表示明确支持，并提出列入秘鲁国家重大利益项目，2016 年 11 月 20 日签署白河项目《矿业及冶炼活动发展推进协议》，标志项目取得重大进展。目前公司正积极推进矿山开发，从地方政府和社区层面开始建设性对话。

表 6 秘鲁白河铜钼矿资源储量情况

铜边界品味	矿石量 (百万吨)	铜平均品味 (%)	铜金属量 (万吨)	钼平均品味 (ppm)	钼金属量 (吨)
1%	46	1.23%	55.58	216	9,936
0.7%	213	0.89%	189.57	219	46,647
0.6%	394	0.78%	307.32	215	84,710
0.5%	772	0.66%	509.53	221	170,612
0.4%	1,303	0.57%	742.71	218	284,054
0.3%	1,718	0.52%	893.36	206	353,908

资料来源：招股说明书、招商证券（*2005 年评估，ppm 为百万分之一）

科卢韦齐（Kolwezi）铜矿：

位于刚果（金）加丹加省科卢韦齐市西南侧，属于赞比亚—刚果（金）铜（钴）成矿带（世界第三大铜矿带，仅次于南美洲安第斯山铜矿带和北美洲美国西南部—墨西哥铜矿带），拥有矿石资源量 3,914 万吨，平均品位 3.93%，铜金属量约 154 万吨，为高品位矿山，服务年限 12 年，开采条件较好，适用露天开采。项目计划于 2017 年 7 月建成投产，规划产能为每年产铜 5.8 万吨（硫化铜精矿 7,212 吨+次粗铜 43,616 吨+电解铜 8,203 吨）。

卡莫阿（Kamoa）铜矿：

位于刚果金南部加丹加省，毗邻科卢韦齐铜矿，是非洲大陆发现的最大铜矿，位列全球前十大铜矿之列，是迄今为止中国企业在海外收购的最大铜矿，拥有铜资源储量约 3,334 万吨，超过我国铜资源量（9,112 万吨）的三分之一，平均品位是紫金山铜矿的 10 倍，公司按权益享有铜资源量约 1,451 万吨。目前仍处于开发方案评估阶段。

图 18 进军刚果铜矿，有效增加铜矿资源储备



资料来源：公司公告、招商证券

表 7 科卢韦齐铜矿和卡莫阿铜矿资源储量情况

	权益	矿石量	铜品味	铜金属量
科卢韦齐 (Kolwezi) 铜矿	72%	(万吨)		(吨)
控制		2,324.8	4.21%	977,685
推断		1,589.3	3.53%	560,680
合计		3,914.1	3.93%	1,538,365
卡莫阿(Kamoa)铜矿区	43.5%	(百万吨)		(万吨)
Kamoa	控制	752	2.67%	2,011
	推断	185	2.08%	384
Kakula	控制	192	3.45%	663
	推断	101	2.74%	276
Kamoa-Kakula	控制	944	2.83%	2,674
	推断	286	2.31%	660
合计		1,230	2.73%	3,334

资料来源：公司公告、招商证券（Kamoa 矿区资源量基于铜边界品味 1%，截至 2016 年 10 月 9 日）

目前，公司主要在产铜矿包括：紫金山金铜矿、新疆阿舍勒铜业、黑龙江多宝山铜业、青海威斯特铜业、珲春紫金矿业，其中：1) 紫金山铜矿目前开采量约 3-4 万吨金属量，可开采约 40 年，预计 2018 年开采量将达到 8 万吨金属量，作为紫金山“金退铜进”转型期的铜矿扩能项目，2016 年 10 月紫金山铜矿日处理 4.5 吨铜矿项目建成试生产（2.5 万吨浮选+2 万吨堆浸），增加铜生产规模约 3 万吨/年，正式开启铜矿大开发序幕；2) 多宝山铜矿一期技改及二期扩建工程积极推进，建成投产后多宝山铜矿采矿规模将达 7 万吨/天、选矿规模将达 8 万吨/天，技改扩建完成后预计产能约 8 万吨/年（一期原设计产能约 3 万吨，产量约 2.5 万吨）。

2016 年共生产矿产铜 15.5 万吨，上年同期为 15.03 万吨，随着新项目如期投产，未来 2-3 年紫金矿业铜板块将迎来“井喷式”增长。2017 年计划生产矿产铜 20 万吨，预计未来 2 年有望达到 30 万吨（增量主要为紫金山 3.5 万吨+多宝山 6.5 万吨+科卢韦齐 6

万吨), 公司有望晋升成为中国第一大矿产铜生产企业。

表 8 公司主要在产铜矿山产量及在建项目情况 (占比 50%以下产量按权益计入, 占比 50%以上全部计入)

吨	权益	2011	2012	2013	2014	2015	2016	备注
国内:								
紫金山金铜矿	100%	8,904	17,016	30,678	38,328	48,702	56,276	4.5 吨项目投产, 增加铜 3 万 t/a
其中: 阴极铜		1,410	2,107	12,744	17,034	22,337	25,261	
阿舍勒铜业-阿舍勒铜矿	51%	32,694	32,066	31,514	33,018	35,184	40,149	
多宝山铜业-多宝山铜矿	100%	2,268	11,000	25,253	26,821	28,978	24,826	技改扩建后预计产能约 8 万 t/a
其中: 阴极铜			2,726	1,479	707	957	410	
威斯特铜业-德尔尼铜矿	100%	28,143	28,281	23,858	26,114	18,946	14,900	
珲春紫金		9,049	9,638	7,667	9,196	11,785	11,780	
其他		4,411	6,602	6,090	4,985	6,712	7,027	
总计		85,469	104,603	125,060	138,462	150,307	154,958	
国外:								
科卢韦齐铜矿	72%							计划于 2017 年 7 月建成投产, 规划产能为每年产铜 5.8 万吨
卡莫阿铜矿	43.5%							超过我国铜资源量 1/3, 平均品位是紫金山铜矿 10 倍, 目前仍处于开发方案评估阶段
秘鲁白河铜矿	40.5%							积极推进矿山开发, 预计投产后可增加铜产量 20 万吨

资料来源: 公司公告、招商证券 (其他主要包括西藏玉龙铜矿、云南香格里拉铜矿等)

3、锌：锌板块加速腾飞，巩固领先地位

锌作为公司新崛起的重要板块, 受益于全球锌矿山的产能枯竭及价格的上升, 已成为公司新的盈利增长点。截至 2016 年底, 公司分别保有锌金属资源量 801 万吨、铅金属资源量 150 万吨, 主要分布于内蒙、新疆和俄罗斯。

表 9 公司主要铅锌矿资源储量情况

	锌金属量 (万吨)	锌品味	铅金属量 (万吨)	铅品味
乌拉特后旗紫金	226	2.34%	50	0.53%
新疆紫金锌业	铅锌金属量 594 万吨, 平均品味不到 3%			
图瓦克兹尔-塔什特克多金属矿	115	9.83%	18	1.49%

资料来源: 公司官网、招商证券

目前, 公司主要在产铅锌矿包括: 新疆紫金锌业乌拉根铅锌矿、乌拉特后旗紫金庙沟矿+三贵口铅锌矿和俄罗斯龙兴图瓦克兹尔-塔什特克多金属矿, 其中:

1) 新疆紫金锌业乌拉根铅锌矿已于 2013 年投产, 带动矿产锌产量大幅增长, 通过新建投产及二期扩产产能达 7 万吨以上, 同时为充分利用低品位资源, 延长矿山服务年限, 乌拉根铅锌矿低品位资源综合利用项目新增技改工程。

2) 乌拉特后旗紫金三贵口锌矿日采选 1 万吨项目于 2014 年 11 月底竖井提升试投产, 产能约 7 万吨。

3) 俄罗斯图瓦铅锌多金属矿山分两期建设, 一期建设露天采场、选场及配套设施; 二期建设地下采场及配套设施, 一期、二期建设产能达 16 万吨; 一期项目已于 2014 年 9 月开始试产, 2015 年 7 月正式投产, 规划产能约 8 万吨, 并逐步启动技改扩建前期工作。

2016 年合计生产矿产锌 25 万吨, 上年同期为 20 万吨, 同比增长 26.2%; 2017 年计

划维持三大矿山达产达标，铅锌产量达 30 万吨，成为中国第二大矿产锌生产企业。

表 10 公司主要在产锌矿山生产情况（占比 50%以下产量按权益计入，占比 50%以上全部计入）

吨	权益	2011	2012	2013	2014	2015	2016	备注
国内:								
新疆紫金矿业-乌拉根铅锌矿	100%			30,684	40,651	72,150	90,048	扩产后产能可达 7 万 t
乌拉特后旗紫金-庙沟矿+三贵口	73%	19,528	25,506	29,275	40,214	62,165	74,191	产能达 7 万 t
阿舍勒铜业	51%	13,392	8,532	10,048	12,996	9,970	9,675	
其他		2,166	2,501	2,069	2,400	2,140	2,368	
国外:								
俄罗斯龙兴-图瓦铅锌矿	70%					51,731	73,731	产能 8 万 t, 二期达 16 万 t
总计		35,086	36,539	72,067	96,261	198,15	250,01	

资料来源：公司公告、招商证券

三、资源价值洼地，估值有望矫正

作为国内拥有有色金属综合资源储量最多的企业，截至 2016 年公司保有黄金资源储量 1,347 吨、铜 3,006 万吨、铅锌 951 万吨（锌 801 万吨+铅 150 万吨），2016 年共生产矿产金 42.6 吨、矿产铜 15.5 万吨、矿产铅锌 25 万吨，矿产金产量及储量规模上位居国内黄金企业前列，矿产铜储量位居全国第一、产量位居全国第二（仅次于江西铜业）。

无论从单位市值储量，还是单位市值产量来看，公司均位于行业前列。从业绩弹性来看，基于目前产品价格，以及矿产黄金 40 吨、铜 20 万吨、铅锌 30 万吨计算，黄金、铜、锌价每上涨 10%，预计可带来净利润增长 7.7 亿元、6.8 亿元、5 亿元，公司业绩弹性较大。从相对市值来看，PE、PB 均处于相对低位。

公司年初至今涨幅为-3%，考虑到铜进入基本面拐点、锌供应短缺持续，铜价、锌价未来仍存在较强上涨预期，同时考虑到美元阶段性走弱及近期风险因素不断催化，看好未来黄金表现，公司估值有望得到重新矫正。

表 11 可比公司对比情况

	储量	自产矿产量	年初以来涨跌	市值	单位市值储量	单位市值产量	价格	价格上涨 10% 净利润	PE (TTM)	PE (2017)	PB (当前)
黄金:	(t)	(t)		(亿元)			(元/g)	(亿元)			
山东黄金	1002	30	-5%	640	1.6	0.05	284	5.4	47.1	37.5	4
中金黄金	561	27	-3%	404	1.4	0.07	284	4.8	106	84	3
紫金矿业	1347	40	30%	890	1.5	0.04	284	7.7	35	22	3
铜:	(万 t)	(万 t)					(万元)	(亿元)			
江西铜业	1426	21	24%	586	2.4	0.04	53000	7.1	62	36	1.5
铜陵有色	205	5	5%	341	0.6	0.01	53000	1.7	92	26	2
紫金矿业	3006	20	30%	890	3.4	0.02	53000	6.8	35	22	3
铅锌:	(万 t)	(万 t)					(万元)	(亿元)			
驰宏锌锗	2044	38	22%	369	5.5	0.1	26000	6.3	-32	25	4
中金岭南	1160	32	21%	319	3.6	0.1	26000	5.3	38	27	3.3
紫金矿业	951	30	30%	890	1.0	0.03	26000	5	35	22	3

资料来源：wind、公司公告、招商证券

四、投资建议

1、以矿产资源开发利用为核心的多元化大型矿业集团。公司始终以矿产资源开发利用为核心，目前已形成以金、铜、锌矿产开发为主，钨、铁等其他金属为辅，并适度延伸冶炼加工的产业格局，是国内拥有金属矿产资源储量最多的企业之一、国内最大矿产金生产商和最重要的矿产铜、锌生产企业之一。

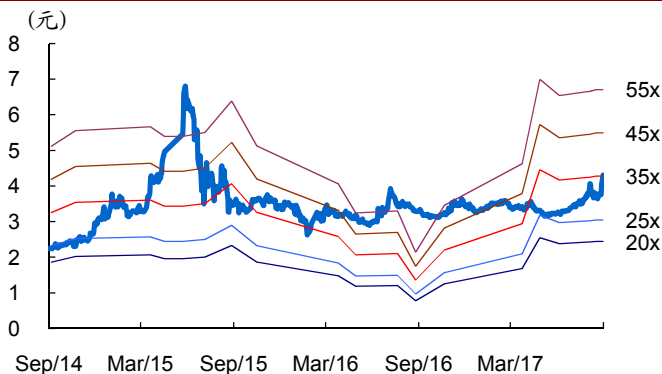
2、坚持矿产资源优先战略，资源规模不断扩大。通过内生外延并举，在保证低成本优势同时持续提升资源储量，并积极“走出去”，果断介入全球主要成矿带矿产资源开发，足迹遍布国内 22 个省区和国外 9 个国家。截至 2016 年，公司保有黄金储量 1,347 吨、铜 3,006 万吨，同比增长 6.8% 和 28.1%。（储量均按权益法计算）

3、产量快速扩张，业绩释放加速：1) 黄金海外项目保增长：2016 年矿产金产量 42.55 吨，预计未来两年产量总体保持稳定，2017 年计划 41 吨；2) 铜板块强势崛起：2016 年矿产铜产量 15.5 万吨，2017 年计划 20 万吨，预计未来 2 年有望达到 30 万吨（紫金山 3.5 万吨+多宝山 6.5 万吨+科卢韦齐 6 万吨），晋升中国第一大矿产铜生产企业；3) 锌贡献新的盈利增长点：2016 年矿产锌 25 万吨，2017 年预计达 30 万吨，成为中国第二大矿产锌生产企业。（股权占 50% 以下产量按权益计算，50% 以上产量全部计入）

4、资源价值洼地，估值有望矫正。无论从单位市值储量，还是单位市值产量来看，公司均位于行业前列。基于目前产品价格，以及矿产黄金 40 吨、铜 20 万吨、铅锌 30 万吨计算，黄金、铜、锌价每上涨 10%，按 365 个工作日推算预计可带来净利润增长 7.7 亿元、6.8 亿元、5 亿元，公司业绩弹性大。

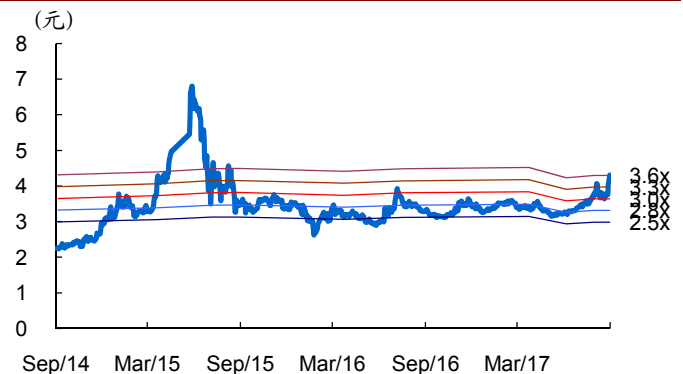
公司作为目前市场中具备较大相对估值优势的优质资源股，考虑到铜价、锌价未来存在较强上涨预期，并看好未来黄金表现，公司估值有望得到重新矫正。基于当前金属价格，预计 2017-2019 年公司 EPS 分别为 0.15/0.18 /0.18 元，对应 PE28/24/23，维持强烈推荐评级。

图 19 紫金矿业历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 20 紫金矿业历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

五、风险提示

1、黄金、铜、铅锌价格下行。

公司 2016 年黄金、铜、铅锌业务占比分别约 60%、20%和 6.5%（抵消后），毛利占比黄金板块贡献最大，铜为第二大利润来源，2016 年黄金、铜、铅锌贡献比例分别约 39%、25%和 17%（抵消后）。因此，公司受黄金、铜、铅锌价格因素影响较大，若需求不及预期，海外矿山大面积复产，将导致金属价格下行，公司业绩将受较大影响。

2、公司海外矿山投产不及预期。

公司目前海外在建项目较多，主要包括科卢韦齐铜矿、卡莫阿铜矿等，若海外项目进度不及预期，将对公司实际产量产生影响，从而对公司经营业绩产生一定影响。

3、公司矿山事故性风险。

公司在地质勘查、湿法冶金、低品位难处理资源综合回收利用及大规模工程化开发等方面达到国内领先水平，但仍存在矿山事故性风险，若发生事故性风险将对公司经营及品牌等产生较大影响。

4、公司矿山品位下降，成本上升。

紫金山金矿自 1992 年开发以来，开创了低品位、大规模露天堆浸提金的典范，由于目前剩余服务年限较短（约 2-3 年），资源品味逐年下降，矿产金产量呈现逐年下降趋势。因此公司未来存在矿山品位下降成本上升风险。

5、汇率风险

公司海外矿山较多，黄金板块海外矿山产量占比 43%、铜板块海外矿山目前主要为科卢韦齐产能 5.8 万吨，占未来产量约 25%，铅锌板块海外矿山主要为俄罗斯龙兴-图瓦铅锌矿产量 8 万吨，占目前产量约 30%，公司海外产品以美元计价，因此公司受汇率风险较大，若美元下跌将对公司业绩产生一定影响。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	24140	24140	27453	29120	30061
现金	5023	5023	4625	5891	6591
交易性投资	1252	1252	1252	1252	1252
应收票据	876	876	1069	1096	1111
应收款项	783	783	763	782	793
其它应收款	997	997	1218	1247	1265
存货	12003	12003	14600	14839	14983
其他	3207	3207	3926	4013	4066
非流动资产	65077	65077	65592	65087	64637
长期股权投资	7909	7909	7909	7909	7909
固定资产	32531	32531	34137	34605	35026
无形资产	10257	10257	9402	8619	7901
其他	14381	14381	14144	13954	13802
资产总计	89218	89218	93045	94207	94698
流动负债	33852	33852	33544	30396	26497
短期借款	12350	12350	13440	10046	6000
应付账款	4727	4727	5824	5920	5977
预收账款	2087	2087	2571	2613	2638
其他	14688	14688	11710	11817	11882
长期负债	24249	24249	24249	24249	24249
长期借款	5775	5775	5775	5775	5775
其他	18474	18474	18474	18474	18474
负债合计	58101	58101	57793	54645	50746
股本	2154	2154	2303	2303	2303
资本公积金	6061	6061	6061	6061	6061
留存收益	19548	19548	23056	26806	30620
少数股东权益	3354	3354	3832	4392	4968
归属于母公司所有者权益	27762	27762	31419	35170	38984
负债及权益合计	89218	89218	93045	94207	94698

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	8602	8602	7375	8452	8420
净利润	1656	1840	3508	4102	4224
折旧摊销	4117	4117	4447	4494	4439
财务费用	1506	1506	1050	898	721
投资收益	576	576	(1257)	(1457)	(1457)
营运资金变动	822	382	(917)	(163)	(98)
其它	(74)	182	545	578	591
投资活动现金流	(8479)	(8479)	(5000)	(4000)	(4000)
资本支出	(5521)	(5521)	(5000)	(4000)	(4000)
其他投资	(2958)	(2958)	0	0	0
筹资活动现金流	(508)	(508)	(2773)	(3186)	(3721)
借款变动	(9029)	1420	(3129)	(3394)	(4046)
普通股增加	(3)	0	149	0	0
资本公积增加	(822)	0	0	0	0
股利分配	(1726)	(1292)	0	(351)	(410)
其他	11072	(635)	207	558	735
现金净增加额	(385)	(385)	(397)	1266	700

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	74304	78851	96288	98640	100055
营业成本	68008	69782	85973	87381	88226
营业税金及附加	810	908	1109	1136	1152
营业费用	692	667	784	854	931
管理费用	2621	2822	3186	3591	4069
财务费用	946	582	1050	898	721
资产减值损失	471	561	400	400	400
公允价值变动收益	(126)	757	757	757	757
投资收益	1313	(1973)	500	700	700
营业利润	1944	2312	5044	5837	6011
营业外收入	419	262	262	262	262
营业外支出	277	448	448	448	448
利润总额	2086	2126	4858	5651	5825
所得税	743	439	872	990	1025
净利润	1343	1687	3986	4661	4800
少数股东损益	(313)	(153)	478	559	576
归属于母公司净利润	1656	1840	3508	4102	4224
EPS (元)	0.08	0.09	0.15	0.18	0.18

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	26%	6%	22%	2%	1%
营业利润	-44%	19%	118%	16%	3%
净利润	-29%	11%	91%	17%	3%
获利能力					
毛利率	8.5%	11.5%	10.7%	11.4%	11.8%
净利率	2.2%	2.3%	3.6%	4.2%	4.2%
ROE	6.0%	6.6%	11.2%	11.7%	10.8%
ROIC	0.2%	4.8%	8.9%	9.7%	9.7%
偿债能力					
资产负债率	65.1%	65.1%	62.1%	58.0%	53.6%
净负债比率	25.0%	25.0%	20.7%	16.8%	12.4%
流动比率	0.7	0.7	0.8	1.0	1.1
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6
营运能力					
资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.0	1.1
存货周转率	6.1	5.8	6.5	5.9	5.9
应收帐款周转率	73.9	100.7	124.6	127.7	127.1
应付帐款周转率	15.6	14.8	16.3	14.9	14.8
每股资料 (元)					
每股收益	0.08	0.09	0.15	0.18	0.18
每股经营现金	0.40	0.40	0.32	0.37	0.37
每股净资产	1.29	1.29	1.36	1.53	1.69
每股股利	0.06	0.00	0.02	0.02	0.02
估值比率					
PE	55.9	50.3	28.2	24.1	23.4
PB	3.3	3.3	3.2	2.8	2.5
EV/EBITDA	32.7	32.7	19.3	18.1	18.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘文平：招商证券有色金属首席分析师，中南大学本科，中科院理学硕士，曾获金贝塔组合最高收益奖、水晶球最佳分析师、金牛分析师第五名。

刘伟洁：招商证券有色研究员。中南大学硕士，SMM 6 年研究经验，曾任铅锌团队负责人，对基本金属板块有着深刻的认识和人脉资源。2017 年 3 月份加入招商证券。

黄昱颖：清华大学材料科学与工程硕士，2016 年 7 月加入招商证券，现为有色金属行业研究员。

黄梓钊：美国东北大学硕士，2015 年 7 月加入招商证券，曾就职地产团队入围新财富，2017 年加入招商证券，现为有色金属行业研究员。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。