

产销增长，A股增发获准助力海外并购扩张

——紫金矿业（601899）深度报告

增持（维持）

日期：2019年11月15日

报告关键要素：

紫金矿业作为国内铜、金、锌等多金属业务并存的矿业龙头，资源储量丰富，公司海外矿山并购脚步仍在继续，资源储量进一步提升，主营业务产销量均不断增长。与此同时，黄金价格整体处于高位震荡择向，短期并不具备大幅度单边上涨或下跌的剧烈波动，铜、锌价格随着宏观情绪的不断向好，有望底部反弹，走出长期缓步上涨趋势，这对于公司业务将形成较大利好。

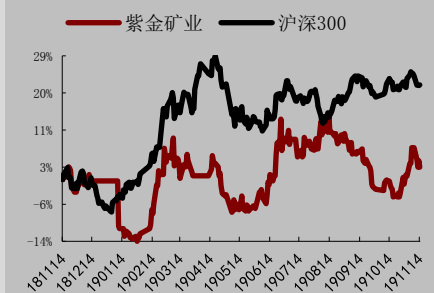
投资要点：

- **铜业务：产能迅速扩张，宏观情绪回暖，利好铜价触底反弹：**公司的铜资源，目前也在迅速扩张，包括国内的多宝山二期技改，国外的科卢韦齐产能爬坡和卡莫阿-卡库拉铜矿一期。其中的卡莫阿-卡库拉铜矿是世界最大的未开发铜矿，也是世界上第四大铜矿，而且品位极高，在全球资源日渐枯竭的大环境下，这样优质的资源实属难得。随着宏观投资情绪回暖，铜价格有望震荡上行，给公司业绩带来正面影响。
- **A股增发获准，海外并购脚步继续迈进，铜、金资源储量进一步增加：**公司19年继续通过海外并购拓展海外版图，19年12月31日前，有望完成收购自由港勘探公司持有的CuAu72%的B类股份，本次收购完成后，公司将拥有Timok铜金矿上、下带矿100%权益以及外围五宗探矿权。目前公司A股增发已经获得证监会批准。募集资金用于支付此前要约收购Nevsun Resources Ltd.已发行股份的项目。这无疑对公司未来海外扩张战略构成重大利好。
- **金价高位震荡，不具备单边快速下跌条件，利好公司矿产金业务：**目前，宏观情绪回暖，金价震荡回落，但是考虑到全球经济依旧疲软，部分国家政治动荡局势加剧，国与国之间的贸易摩擦问题并未得到彻底解决，地缘政治依旧紧张等问题，黄金并不具备单边快速下跌的条件，金价目前整体处于历史高位，这将有效保障公司矿产金的盈利空间。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计19-21年，公司归母净利润分别为：39.35、45.44、57.75亿元，EPS分别为：0.16、0.18、0.23元，对应收盘价3.49元的PE分别为：22.18、19.21、15.12倍，维持“增持”评级。
- **风险因素：**金价单边下跌；铜、锌需求不及预期、生产安全问题、海外并购进展不及预期。

基础数据

行业	有色金属
公司网址	
大股东/持股	闽西兴杭国有资产投资经营有限公司 /27.43%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	23,031.22
流通A股(百万股)	16,875.73
收盘价(元)	3.44
总市值(亿元)	792.27
流通A股市值(亿元)	580.52

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2019年11月14日

相关研究

万联证券研究所 20191031_紫金矿业三季报点评_AAA
万联证券研究所 20190830_紫金矿业半年报点评_AAA
万联证券研究所 20190401_紫金矿业年报点评_AAA

分析师：

王思敏

执业证书编

S0270518060001

号：

电话：

01056508508

邮箱：

wangsm@wlzq.com.cn

研究助理：

夏振荣

电话：

01056508505

邮箱：

xiazr@wlzq.com.cn

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	1059.94	1379.08	1712.39	2050.06
增长比率(%)	12.11%	30.11%	24.17%	19.72%
归母净利润(亿元)	40.94	39.35	45.44	57.75
增长比率(%)	16.71%	-3.88%	15.49%	27.08%
每股收益(元)	0.18	0.16	0.18	0.23
市盈率(倍)	15.65	22.18	19.21	15.12

数据来源：WIND，万联证券研究所

投资核心观点**● 公司整体判断**

紫金矿业作为国内铜、金、锌等多金属业务并存的矿业龙头，资源储量丰富，公司海外矿山并购脚步仍在继续，资源储量进一步提升，主营业务产销量均不断增长。与此同时，黄金价格整体处于高位震荡择向，短期并不具备大幅度单边上涨或下跌的风险，铜、锌价格随着宏观情绪的不断向好，有望底部反弹，走出长期缓步上涨趋势，这对于公司业务将形成较大利好。

● 差异化观点

由于公司早已实现黄金行业国内的绝对领先地位，加上公司的名称“紫金矿业”含有金的字样，长时间以来，紫金矿业一直仅被当作黄金业公司。实际上公司的铜资源早已是国内第一，并且是第二名的两倍还多，铜矿产能目前也在迅速扩张，未来几年大概率铜产量也将成为国内第一，并且有望跻身全球前十。公司是货真价实的A股铜业龙头。

● 估值和评级

我们预计19-21年，公司归母净利润分别为：39.35、45.44、57.75亿元，EPS分别为：0.16、0.18、0.23元，对应收盘价3.49元的PE分别为：22.18、19.21、15.12倍，维持“增持”评级。

● 股价触发因素

公司19年海外并购依旧在继续，铜、金资源储量进一步增加，引发股价上涨的核心在于铜价持续稳定的上涨。铜价与宏观经济息息相关，目前看来铜价的看点有二：中美贸易摩擦缓和重大稳定经济政策的出台。另外作为矿山企业，公司矿山开采过程中的安全问题也会触发股票价格。海外项目的并购是否能够顺利进行，也会对公司的股价产生影响。

● 风险提示

金价单边下跌；铜、锌需求不及预期、生产安全问题、海外并购进展不及预期。

目录

1、紫金矿业——国内铜、金、锌多金属经营的最大矿业集团	5
1.1 公司简介	5
1.2 股权结构——股权相对集中	5
1.3 发展历程——采金起家，二十余载成就世界矿业巨头	6
2、资源总体情况：矿储资源丰富，国内储产量多个第一	7
2.1 业务分析	7
2.1.1 金矿业务——六家在产矿山	10
2.1.1 铜业务——矿产铜和冶炼铜	10
2.1.2 锌业务	10
2.1.3 白银与铁矿石业务	11
3、公司业务前景分析	11
3.1 项目并购取得重大突破，国际增储持续迈进	11
3.1.1 RTB-BOR 为塞尔维亚唯一在产铜矿及冶炼厂	13
3.1.2 收购加拿大 Nevsun 全面提升公司铜、金、锌资源储备	13
3.1.3 卡莫阿项目是公司海外最具价值的大型铜矿项目	14
3.1.4 探矿增储成果丰硕	16
4、公司主营业务所在行业发展现状	16
4.1 黄金——高位震荡，或有回调风险	16
4.2 铜、锌——需求疲软，宏观向好，后市看好。	16
5、A 股增发成功，未来竞争力有望进一步提升	18
6、盈利预测与投资建议：	19
7、风险因素	19
图表 1：国内项目布局（黄色-金；红色-铜；黑色-锌）	5
图表 2：海外项目布局（黄色-金；红色-铜；黑色-锌）	5
图表 3：公司股权结构图	5
图表 4：公司发展历程	6
图表 5：公司资源储量快速增长	7
图表 6：公司矿储资源具体数据（2018 年，单位：吨）	7
图表 7：公司产业链结构	7
图表 8：营业收入构成（按业务）	8
图表 9：毛利构成（按业务）	8
图表 10：营业收入构成（按区域）	9
图表 11：毛利构成（按区域）	9
图表 12：国内外业务毛利率变化	9
图表 13：主营业务毛利率变化	9
图表 14：公司矿产品产量历史数据	9
图表 15：公司矿产金产量明细	10
图表 16：公司铜业务产量明细	10
图表 17：公司锌业务产量明细	11
图表 18：公司白银/铁矿石产量明细	11
图表 19：公司铜矿山并购扩张	12
图表 20：公司金矿并购扩张	12
图表 21：公司锌矿并购扩张	12
图表 22：全球最大的未开发铜矿项目	14
图表 23：全球第四大铜矿，品位远超其他矿山	14
图表 24：全球最大的的高品位铜矿床（铜品位高于 2.5%）	15
图表 25：非洲迄今为止已发现的最大铜矿	15
图表 26：卡库拉矿段西部弯向西南，该方向离采矿权边界距离远（图中黑色虚线圆框）	15
图表 27：国家电网累计投资完成额	16

图表 28: 汽车销量连续负增长.....	17
图表 29: 我国空调产量增速放缓.....	17
图表 30: 全球 PMI 持续走低, 低于枯荣线.....	18
图表 31: 主要经济体 PMI 走势.....	18

万联证券

1、紫金矿业——国内铜、金、锌多金属经营的最大矿业集团

1.1 公司简介

紫金矿业集团股份有限公司是一家以金、铜、锌等金属矿产资源勘查和开发为主的大型矿业集团，截止2018年，公司控制的金、铜、锌金属资源储量分别占国内对应资源储量的13%、46.7%和4.5%。在2018年《财富》中国企业500强排第82位，《普华永道》全球矿业40强第17位。位居2019年《福布斯》全球有色金属企业第10位全球黄金企业第1位。

公司的前身是成立于1986年的国有独资企业——上杭县矿产公司。1993年8月，上杭县矿产公司改组为上杭县紫金矿业总公司，主要业务转向开发建设上杭县紫金山金矿。1994年10月更名为福建省闽西紫金矿业集团有限公司。2000年9月，由闽西兴杭实业有限公司为主发起人，联合新华都实业集团股份有限公司等其他7家发起人，设立福建紫金矿业股份有限公司。2004年4月，更名为福建紫金矿业集团股份有限公司。2003年在H股上市。2004年6月，更名为紫金矿业集团股份有限公司。2008年在A股上市。

图表1：国内项目布局（黄色-金；红色-铜；黑色-锌）



资料来源：公司官网、万联证券研究所

图表2：海外项目布局（黄色-金；红色-铜；黑色-锌）

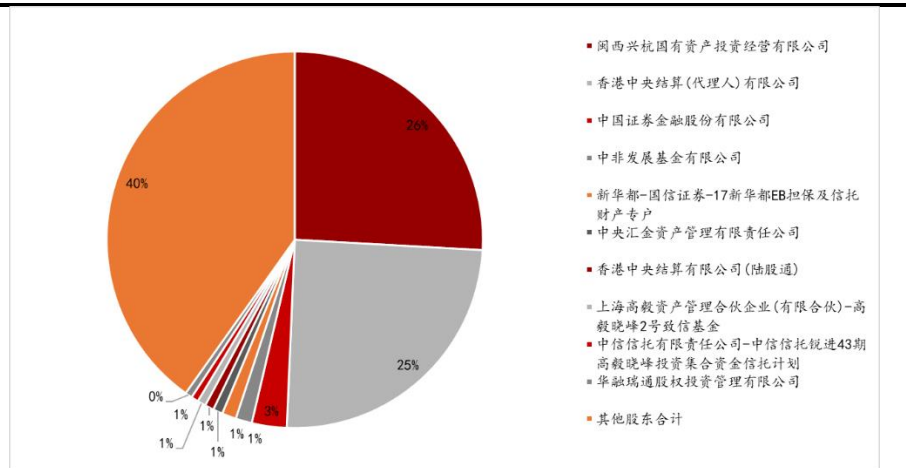


资料来源：公司官网、万联证券研究所

1.2 股权结构——股权相对集中

目前公司总股本为23,031,218,891股。其中A股17,294,278,891股，占比达到75.09%。H股占24.91%。总体来看，公司股权相对集中。

图表3：公司股权结构图



资料来源：公司三季报、万联证券

根据2019年三季度报,公司前十大股东合计控股达到59.85%。闽西兴杭国有资产投资经营有限公司,直接持有公司25.88%的股权。香港中央结算(代理人)有限公司拥有公司24.80%的股权。公司的最终控制人是福建省上杭县国资委,其全资拥有闽西兴杭国投。此外,前十大股东还包括中国证券金融股份有限公司、中非发展基金有限公司、香港中央结算有限公司(陆股通)等。

1.3 发展历程——采金起家,二十余载成就世界矿业巨头

经过多年发展,公司形成以金、铜、锌等金属矿产资源勘探和开发为主的综合性公司。公司从1993年紫金矿山开发至今20多年的发展,可划分为三个阶段。

图表4: 公司发展历程

阶段	时间	大事件
1986—1992年(公司前身)	1986	公司的前身国有独资企业上杭县矿产公司成立
1993—2000年 第一轮创业发展时期 开发紫金山金矿 原始资本积累	1993	改制为国有独资公司福建省,开发建设上杭县紫金山金矿(金矿,资源量317吨)
	1994	更名为福建省闽西紫金矿业集团有限公司
	1998	改制为国有控股的有限责任公司
	1999	收购新疆阿舍勒51%权益(铜矿,资源量174.54万吨)
	2000	闽西兴杭为主发起人,设立福建紫金矿业股份有限公司,进入高速发展期
2001—2010年 第二轮创业发展时期 国际化第一步 实现全国化 多金属化 (金铜锌)	2002	收购吉林珲春曙光金铜矿100%权益(金矿,资源量28.17吨)
	2002	收购珲春紫金100%权益(铜矿,资源量19.29万吨)
	2003	香港H股上市,每股0.1元
	2003	收购青海德尔尼100%权益(铜矿,资源量14.75万吨)
	2003	收购新疆紫金锌业100%权益(锌矿,资源量467.63万吨)
	2004	更名为福建紫金矿业集团股份有限公司
	2004	更名为紫金矿业集团股份有限公司
	2005	参股加拿大顶峰矿业公司,迈出国际化第一步
	2005	收购俄罗斯图瓦龙兴70.00%权益(锌矿,资源量118.89万吨)
	2005	收购内蒙古乌拉特后旗紫金95%权益(锌矿,资源量232.93万吨)
	2005	实现“国内黄金行业领先”的第一步战略目标
	2006	收购黑龙江多宝山51%(铜矿,资源量289.16万吨);后2016年6月在收购49%至100%。
2007	收购塔吉克斯坦塔中泽拉夫尚70%权益(金矿,资源量132吨)	
2007	收购陇南紫金84.22%权益(金矿,资源量159.69吨)	
2008	上海A股上市,为中国第一只面值0.1元的股票	
2011年至今 第三轮战略发展时期 国际化中 打造国际矿业巨头	2011	收购左岸金矿60%股权(金矿,资源量64.42吨)
	2011	收购吉尔吉斯斯坦奥同克公司60%股权(金矿,资源量65吨)
	2012	收购澳洲诺顿金田89.15%的权益;2015年6月获得100%权益
	2013	收购南非林波波省加拉陶(Garatau)铂族采矿权74%权益
	2013	实现“国内金属矿业行业领先”的第二步战略目标
	2014	收购刚果(金)科卢韦齐铜矿51%的股权,后2016年7月增加至72%
	2015	再收购诺顿金田至100%权益;之前2012年8月收购89.15%
	2015	收购卡莫阿-卡库拉铜矿项目40%的权益(铜矿,资源量4294万吨(控制+推断))
	2015	收购巴布亚新几内亚波格拉金矿项目47.50%权益(金矿,资源量359吨)
	2016	收购黑龙江多宝山51%权益至100%(铜矿,资源量289.16万吨);先前在2006年已收购51%
	2016	再收购刚果(金)科卢韦齐铜矿21%的股权,合计持有72%(铜矿,资源量165万吨)
	2017	非公开发行A股募资46.35亿
	2018	收购塞尔维亚“RTB BOR集团”63%股份(主铜矿,资源量786万吨)
	2018	收购加拿大Nevsun Resources Ltd 100%股权(主铜矿,资源量1624万吨)
	2019	10月8日签署《股权收购协议》预计累计收购艾芬豪矿业48,652,282股份,10月18日,已经通过金山香港持有艾芬豪矿业约13.88%权益。
2019	11月3日签署《股份购买协议》,收购自由港勘探公司持有的CuAu72%的B类股份,公司将100%持有Timok铜金矿上、下带矿资源的全部权益。	
2019	公开增发A股股票获得中国证监会核准,证监会核准公司增发不超过34亿股新股	
2030	把公司建设成高技术效益特大型国际矿业公司集团	

资料来源:公司公告、公司官网、万联证券

第一个阶段是1993年至2000年公司第一轮创业发展期。期间公司活动集中于紫金矿山的开发,完成了原始的资本积累。第二个阶段是2001年至2010年公司第二轮创业发展期。公司业务全国化,多金属化,金、铜、锌三足鼎立的态势逐步确立。第三个阶段是2011年以后的战略发展期。公司业务全球化,海外并购持续推进,公司致力于打造高技术效益型特大国际矿业集团。目前公司项目遍布全国24省市(自治区)以及加拿大、澳大利亚、巴布亚新几内亚、俄罗斯、塔吉克斯坦、吉尔吉斯斯坦、南非、刚果(金)等11个海外国家。公司矿产金、矿产铜及矿产锌产量均已进入全国前三。资产规模和销售收入均已超过1000亿元。其海外业务占比超过三分之一且有进一步放大趋势,目前,公司已经成为我国在海外拥有矿产资源储量和产量最多的企业之一。

2、资源总体情况：矿储资源丰富，国内储产量多个第一

公司拥有丰富的优质资源及储备，至2018年末，公司已经拥有探矿采矿权428个，占地面积3154.35平方公里，其中探矿权195个，采矿权233个。权益资源储量金达到1,728吨、铜4,952万吨、锌837万吨，铜资源储量接近国际一流矿业公司水平。旗下拥有一批成熟的在产矿山，一批新并购或在建项目资源储量大、品位高，其中，刚果（金）卡莫阿铜矿为世界级超大型高品位铜矿，铜金属资源储量超过4,200万吨，是非洲第一大、全球第四大铜矿。

图表5：公司资源储量快速增长

矿种	单位	资源储量(333及以上类别)		
		2018年末	2017年末	增长率
金矿	金属吨	1355.62	1161.22	16.74%
伴生金矿	金属吨	372.35	158.85	134.40%
金矿小计	金属吨	1727.97	1320.07	30.90%
铜矿	金属万吨	4952.11	3147.51	57.33%
银矿	金属吨	1846.59	836.06	120.87%
钼矿	金属万吨	67.85	68.09	-0.35%
锌矿	金属万吨	836.61	783.04	6.84%
铅矿	金属万吨	121.92	144.03	-15.35%
钨矿	WO3万吨	7.44	7.56	-1.59%
锡矿	金属万吨	13.97	13.97	-
铁矿	矿石亿吨	1.98	2.06	-3.88%
煤炭	亿吨	0.69	0.69	-
铂矿	金属吨	235.8	235.8	-
钯矿	金属吨	148.76	148.76	-

资料来源：公司2018年报、万联证券

此外，公司还拥有1.2亿吨铁矿石，234.8吨铂矿和148.76吨钯矿，且拥有铅、钨、锡及煤炭等各种矿储资源。此外，公司还在不断加大勘探力度，寻求海外收购机会，预计未来公司矿储资源将进一步增加。

图表6：公司矿储资源具体数据（2018年，单位：吨）

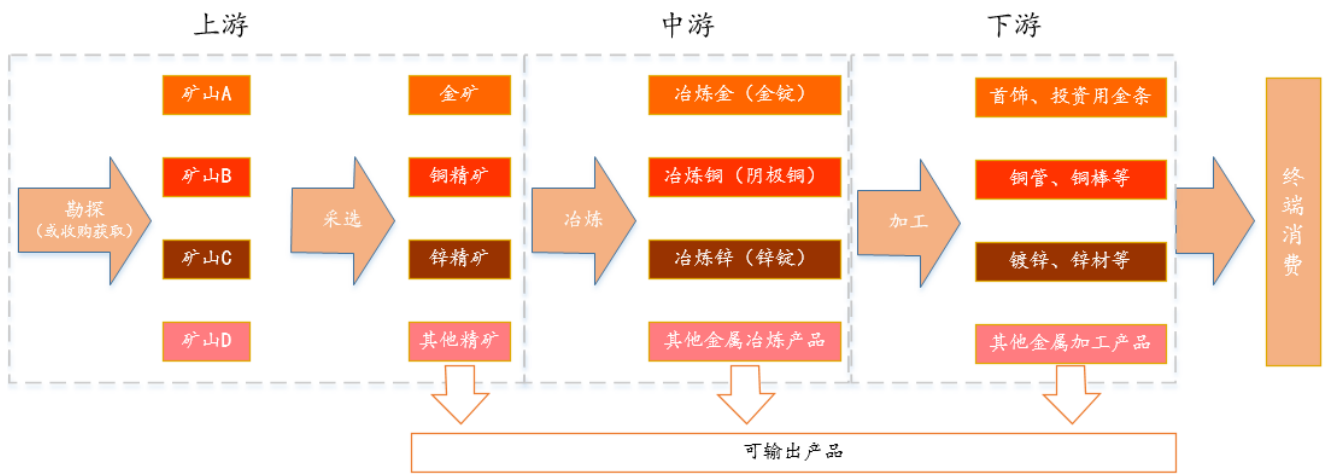
	紫金矿业	中国矿山总量	紫金/中国总量
保有黄金资源储量	1727.97	13195.56	13.10%
矿产金产量	36.5	345.97	10.55%
保有铜资源储量	4952.11	10607.75	46.68%
矿产铜产量	24.86	150.6	16.51%
保有锌资源储量	836.61	18493.85	4.52%
矿产锌产量	27.8	284.03	9.79%

资料来源：公司2018年报、万联证券（注：数据按权益统计）

2.1 业务分析

公司主营金、铜、锌三种金属的勘探采选，适度延伸冶炼加工产业。公司的业务可以整体划分为矿山业务及冶炼业务。其中矿山业务包括金矿、铜矿、锌矿及白银/铁矿业务四个大类。而冶炼业务主要是铜冶炼和锌冶炼。

图表7：公司产业链结构

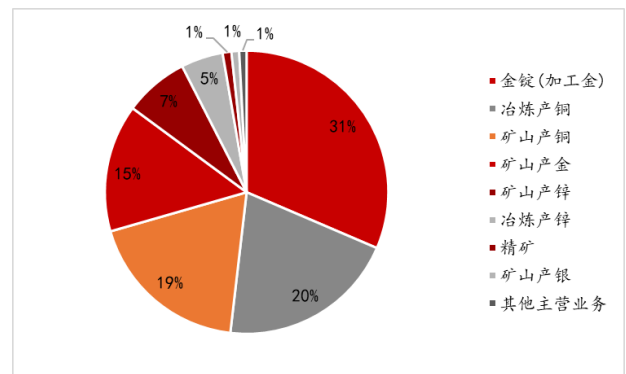
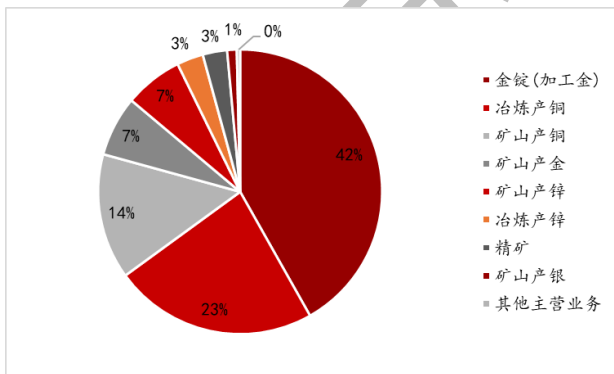


资料来源：公司公告、万联证券

从公司2018年年报数据分析，公司业务主要来自铜、金、锌的采选和冶炼。金锭（加工金）营业收入占到了公司总收入的42%；冶炼产铜营业收入占总收入的23%；而矿山产铜、矿产产金、矿山产锌的营业收入占到了公司总收入的28%。而公司毛利的主要来源是金锭（加工金），其毛利占公司总毛利的31%，其次为冶炼产铜毛利占总毛利的20%；矿山产铜、矿产产金、矿山产锌业务毛利占公司毛利的41%。

图表8：营业收入构成（按业务）

图表9：毛利构成（按业务）

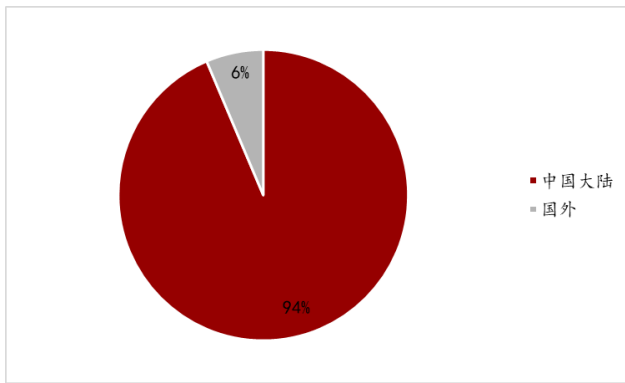


资料来源：公司2018年报、万联证券

资料来源：公司2018年报、万联证券

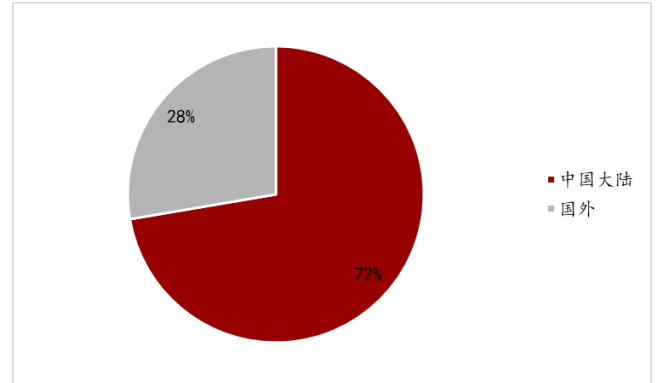
从公司国内外业务布局来看，国内的营业收入占到了总收入的94%，国外业务的营业收入仅占6%。而毛利上看，国外业务带来的利润占比则大幅提升，占到了公司总毛利的28%。

图表10: 营业收入构成 (按区域)



资料来源: 公司2018年报、万联证券

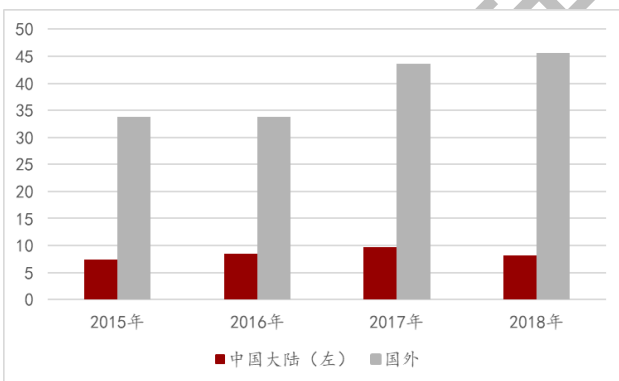
图表11: 毛利构成 (按区域)



资料来源: 公司2018年报、万联证券

从历史数据来看, 公司国外业务的毛利率较高, 且呈现逐年上涨的趋势。而国内业务毛利率较国外业务低很多。2017年国内业务毛利率达到最高9.71%, 2018年回落至8.14%。而海外业务的毛利率一路攀升, 2018年的已经高达45.65%。

图表12: 国内外业务毛利率变化



资料来源: 公司2018年报、万联证券

图表13: 主营业务毛利率变化

	2014	2015	2016	2017	2018
金锭(加工金)	0.24	0.15	0.83	0.55	0.25
冶炼产铜	1.15	1.82	6.44	5.58	3.54
冶炼产锌	4.71	3.22	12.87	8.99	3.2
矿山产铜	48.42	39.75	37.86	50.61	49.95
矿山产金	37.95	36.91	33.95	33.95	31.37
矿山产锌	56.92	47.12	51.15	66.74	65.34
精矿	64.61	58.64	55.1	66.13	71.04
矿山产银	34.42	29.86	44.83	39.12	24.31
其他主营业务	13.29	14.14	8.58	7.28	6.62

资料来源: 公司2018年报、万联证券

而从具体业务毛利率来看。金锭(加工金)的毛利率在2016年达到最高0.83%, 随后回落至2018年的0.25%, 冶炼铜和冶炼锌业务的毛利率分别在2016年达到最高的6.44%和12.87%后回落至2018年的3.54%和3.2%。可以看出毛利率降幅十分明显。公司矿山端业务的毛利率相对稳定。矿山产金的毛利率逐年降低, 矿山产铜及矿山产锌的毛利率总体稳定在高位。精矿业务在2018年的毛利率创造历史新高达到71.04%, 其他主营业务毛利率逐年下降。

公司的主要利润来自两个方面, 一个是金锭(加工金)还有就是矿山端的铜、金、锌业务。2017年, 矿山铜的盈利首次超过矿产金, 成为公司最大的利润来源。2018年, 公司矿山铜业的盈利仍然略高于矿山金业务的毛利。

从公司主要矿产品产量的对比表可以看出, 公司矿产金量在逐年减少, 而矿产铜和矿产锌仍在不断增加。

图表14: 公司矿产品产量历史数据

2016-2018 年公司主要矿产品产量对比表			
	矿产金 (吨)	矿产铜 (万吨)	矿产锌 (万吨)
2016 年	42.55	15.5	25
2017 年	37.48	20.8	27

2018年 36.5 24.86 27.8

资料来源：公司2018年报、万联证券

2.1.1 金矿业务——六家在产矿山

黄金业务销售收入占18年营业收入的50.82%（抵销后），毛利占集团毛利的21.40%。公司矿产金业务主要由其全资控股或参股的六家公司旗下的留作矿山组成。公司主要六座在产金矿山的年矿石处理共计3221万吨，年产黄金共计25.184吨。占公司总矿产金产量的比例高达69%。

图表15：公司矿产金产量明细

公司/矿山名称	持有权益	矿产金（千克）
巴里克（巴布亚新几内亚波格拉金矿）	47.50%	6,766
塔吉克斯坦泽拉夫尚公司（吉劳塔罗金矿）	70%	4,567
澳洲诺顿金田黄金公司（帕丁顿金矿）	100%	4,262
紫金矿业集团（福建紫金山金铜矿）	100%	3,241
吉尔吉斯斯坦奥同克公司（左岸金矿）	60%	3,237
珲春紫金矿业（曙光金铜矿）	100%	3,111
集团其他黄金企业合计		11,313
总计		36,497

资料来源：公司2018年报、万联证券

2.1.1 铜业务——矿产铜和冶炼铜

铜业务销售收入占18年营业收入的19.90%（抵销后），毛利占集团毛利的36.24%。仍是集团毛利的主要来源。公司铜业务主要由矿产铜和冶炼铜构成。2018年，公司产铜683,078吨，同比增长7.40%。其中：矿产铜248,577吨（其中矿产阴极铜19,763吨），同比增长19.52%。冶炼产铜434,501吨，同比增长1.51%。从细分成本及毛利上看，矿产铜成本在17694元/吨左右。而冶炼铜成本在41985元/吨。成本的巨大差异导致了二者毛利的不同。矿产铜毛利高达50%，而冶炼铜毛利仅有3.54%。

公司矿产铜业务主要有五座在产矿山。近80%的铜资源位于国内。目前，公司在产的五座铜矿山的年矿石处理能力在4370万吨。2018年，五座矿山产铜共计22.94%，占集团矿产铜总量的92.2%。其中，公司全资拥有紫金山金铜矿，多宝山铜矿及曙光金铜矿。同时，持有刚果（金）科卢韦齐铜矿和新疆阿舍勒铜矿72%及51%的权益。公司境外矿产铜产量约为6.01万吨，占集团矿产铜总产量的24.2%。公司境外铜资源储备巨大，共计约3879.4万吨。占公司铜资源总量的78.3%。

图表16：公司铜业务产量明细

矿山	持有权益	矿产铜（吨）	备注
福建紫金山金铜矿	100%	76,631	其中：阴极铜19,231吨
刚果（金）科卢韦齐铜矿	72%	53,235	
新疆阿舍勒铜矿	51%	44,528	
黑龙江多宝山铜矿	100%	39,775	
吉林珲春曙光金铜矿	100%	15,182	
其他矿山合计		19,226	
总计		248,577	

资料来源：公司2018年报、万联证券

2.1.2 锌业务

公司锌业务基本稳定，主要也是包括矿产锌和冶炼锌两个板块。2018年，公司产锌

461,169吨,同比下降1.25%。其中:矿产锌精矿含锌278,038吨,同比上升2.98%,占总产量的60.3%。冶炼生产锌锭183,131吨,同比下降7.04%。18年,生产铅精矿含铅35,909吨,同比下降0.92%。铅锌业务销售收入占18年营业收入的6.59%(抵销后),毛利占集团毛利的21.30%。从细分成本及毛利角度来看,矿产锌成本约4917元/吨,毛利率高达65.3%,而冶炼锌成本约19559元/吨,毛利率仅为3.2%。

公司矿产锌、铅业务主要由三座主力矿山,三座矿山的年矿石处理能力在906万吨左右,2018年,三座矿山的矿产锌总产量为26.79万吨,矿山铅总产量为3.07万吨。分别占集团总产量的96.4%和85.6%。

图表17: 公司锌业务产量明细

企业/矿山名称	持有权益	矿产锌 (吨)	矿产铅 (吨)	矿产锌+铅合计 (吨)
俄罗斯图瓦龙行公司	79%	99,918	4,152	104,070
新疆紫金锌业公司	100%	93,551	12,535	106,086
乌拉特后旗紫金公司	95%	74,435	14,050	88,485
新疆阿舍勒铜业公司	51%	9,001	—	9,001
其他矿山合计		1,133	5,172	6,305
总计		278,038	35,909	313,947

资料来源: 公司2018年报、万联证券

2.1.3 白银与铁矿石业务

公司白银与铁矿业务毛利较高,其中白银业务包括矿产银和冶炼副产银;铁矿业务主要为铁精矿。2018年,集团产银604,760千克,同比下降8.53%,其中:冶炼副产银383,884千克,同比下降9.25%;矿山产银220,877千克,同比下降7.23%。生产铁精矿297万吨,同比上升0.7%。铁矿、白银等其他产品销售收入占18年营业收入的22.69%(抵销后),毛利占集团毛利的21.06%。

公司的白银与铁矿业务主要由五个子公司展开,矿产银业务主要由福建武平紫金矿业公司、福建紫金山金铜矿、新疆阿舍勒铜业公司三家子公司开展。三家公司合金属银量为101,636千克,占公司矿产银总产量的46%。公司铁矿业务主要由新疆金宝矿业公司和福建马坑矿业股份有限公司进行。两公司的矿石处理能力共计840万吨。铁精矿产量共计297万吨,占公司铁矿总量的100%。

图表18: 公司白银/铁矿石产量明细

公司/矿山名称	持有权益	矿产银 (千克)
福建武平紫金矿业公司	77.50%	42,115
福建紫金山金铜矿	100%	29,976
新疆阿舍勒铜业公司	51%	29,545
其他矿山合计		119,241
总计		220,877
公司/矿山名称	持有权益	铁精矿 (万吨)
新疆金宝矿业公司	56%	247
福建马坑矿业股份有限公司	41.50%	50 (权益产量)
总计		297

资料来源: 公司2018年报、万联证券

3、 公司业务前景分析

3.1 项目并购取得重大突破, 国际增储持续迈进

公司国际化进程显著加快,境外项目并购取得重大突破,2018年,公司境外项目矿产金19.07吨,占集团总量超过52.26%;矿产铜6.01万吨,占集团总量24.19%;矿产锌9.99万吨,占集团总量35.94%;境外项目资源储量(按权益)分别为黄金1,131.78吨、铜3,879.44万吨、铅锌242.44万吨,分别占公司总量的65.50%、78.34%、25.29%。公

司境外业务发展势头迅猛，预计主要产品产量将在未来2-3年内将超过国内，成为公司最大的增长极。

图表19：公司铜矿山并购扩张

铜矿名称	权益比例	获取时间	资源储量 金属万吨	权益资源储量 金属万吨
福建紫金山金铜矿	100%	1992	169.34	169.34
新疆阿舍勒铜矿	51%	1999	41.21	21.02
珲春曙光金铜矿	100%	2002	11.68	11.68
青海德尔尼	100%	2003	14.75	14.75
科卢韦齐铜矿	72%	2014	147.27	106.03
卡莫阿铜矿	44%	2015	4215	1833.53
黑龙江多宝山铜矿	100%	2016	258.2	258.2
塞尔维亚 RTB BOR 集团	63%	2018	1023.59	644.86
加拿大 Nevsun ResourcesLtd—Bisha	60%	2018	312.8	187.68
Nevsun ResourcesLtd—Timok 上带矿	100%	2019	128	128
Nevsun ResourcesLtd—Timok 下带矿	46%	2019	1430	657.8
Nevsun ResourcesLtd—Timok 下带矿	54%	2019	1430	772.2
其他铜矿				918.9
总计				5724

资料来源：公司公告、万联证券

图表20：公司金矿并购扩张

矿山名称	权益	获取时间	资源量 (金属吨)	权益资源量 (金属吨)
波格拉金矿	47.50%	2015	349.4	143.93
帕丁顿金矿	100%	2012	310.73	310.73
紫金山金矿	100%	—	8.47	8.47
吉劳塔罗金矿	75%	2007	97.54	99.36
曙光金铜矿	100%	2002	116.78	116.78
贵州紫金水银洞	56%	—	250.7	140.39
陇南紫金	84.20%	2007	159.69	134.49
塞尔维亚RTB BOR集团	63%	2018	297	187.11
加拿大Nevsun—Bisha铜锌矿	60%	2018	38	22.8
加拿大Nevsun—Timok上带矿	100%	2019	74.3	74.3
加拿大Nevsun—Timok下带矿	46%	2019	299	137.54
加拿大Nevsun—Timok下带矿	54%	2019	299	161
其他金矿				352.1
总计				1889

资料来源：公司公告、万联证券

图表21：公司锌矿并购扩张

矿山名称	权益比例	获取时间	资源储量 (金属万吨)	权益资源储量 (金 属万吨)
俄罗斯图瓦龙兴	70%	2005	118.89	83.22
内蒙古乌拉特后旗紫金	95%	2005	221	209.95
新疆紫金锌业(乌拉根铅锌矿)	100%	2003	467.63	467.63
新疆阿舍勒铜矿	51%	1999	32.59	16.62
其他矿山	—	—	—	5.62
塞尔维亚 RTB BOR 集团	63%	2018	—	—

加拿大 Nevsun—Bisha 铜锌矿	60%	2018	312.8	187.68
加拿大 Nevsun—Timok 上带矿	100%	2019	—	—
加拿大 Nevsun—Timok 下带矿	46%	2019	—	—
加拿大 Nevsun—Timok 下带矿	54%	2019	—	—
总计				970.72

资料来源：公司公告、万联证券

3.1.1 RTB-BOR为塞尔维亚唯一在产铜矿及冶炼厂

公司在2018年Q4以3.5亿美元对RTB BOR进行增资扩股，并由此获得RTB BOR63%的股权。RTB BOR集团旗下三家子公司分别控制四个低品位铜矿和一个冶炼厂，是塞尔维亚国有铜业公司，拥有该国唯一在产的铜矿及冶炼厂，项目保有资源储量785.8金属万吨，技改扩产潜力较大。按权益计算，收购后公司铜资源储量增加495万吨。

公司预计RTB BOR资源储备可再增加。RTB BOR集团旗下矿山位于著名的欧亚成带矿上，成矿远景好，找矿潜力大，外围整合前景广阔。若交易达成，公司预计可其增加资源储备。

计划6年内建设年产铜精矿含铜12万吨项目。根据公告披露的业务开发计划，RTB BOR集团将在此次交易交割之日起6年内，累计投入约12.6亿美元（含上述3.5亿美元增资款）的资金用于旗下4个矿山和1个冶炼厂技改扩建或新建。一期项目完成后预计矿山年产铜精矿含铜8.2万吨，冶炼厂年生产阴极铜8万吨。二期项目完成后（含一期）预计矿山年产铜精矿含铜12万吨，冶炼厂年生产阴极铜约15万吨。

3.1.2 收购加拿大Nevsun全面提升公司铜、金、锌资源储备

Nevsun为一家以铜、锌、金为主的矿产资源勘查、开发公司，旗下拥有非洲厄立特里亚在产矿山Bisha铜锌矿项目及中东欧塞尔维亚的Timok铜金矿项目（分上、下带矿，上带矿已完成预可研，下带矿尚处于勘探阶段）两个旗舰项目，合计在塞尔维亚、厄立特里亚、马其顿拥有27个探矿权。

2018年9月5日公司公告要约收购Nevsun Resources Ltd（简称“Nevsun”）全部已发行股份。2018年9月15日公司公告正式启动对Nevsun的现金收购，初始要约期截止日期为2018年12月31日。

收购完成后，公司将持有Bisha铜锌矿60%权益，持有Timok铜金矿上带矿100%权益以及下带矿46%权益（下带矿权益份额是按照公司与自由港的相关协议稀释后的持股比例计算）。按权益计算，公司新增金属资源储量（含储量）为铜825.1万吨、锌187.7万吨、金222.3吨和银1204.2吨。

公司于2019年3月12日完成Nevsun Resources Ltd. 100%股权收购，Nevsun拥有塞尔维亚Timok铜金矿上带矿100%权益，最终拥有下带矿46%权益。

2019年11月3日，公司及其下属全资子公司紫金（欧洲）与自由港公司、自由港勘探公司、Global Reservoir Minerals (BVI) Inc. 等签署《股份购买协议》；同日，紫金欧洲与自由港勘探公司签署《延期付款协议》。根据上述协议，紫金欧洲以初始购买价格2.4亿美元收购自由港勘探公司持有的CuAu72%的B类股份，由此获得自由港勘探公司持有的Timok铜金矿下带矿权益和Rakita持有的探矿权权益，本次收购完成后，公司将拥有Timok铜金矿上、下带矿100%权益以及外围五宗探矿权。

此次并购意义重大，首先，Timok下带矿铜(金)资源量巨大Timok铜金矿下带矿为巨大的斑岩铜矿，拥有铜金属量1,430万吨，平均品位0.86%，金金属量960万盎司（约合299吨），平均品位0.18克/吨，矿体边部和深部均未封闭，具有良好的增储潜力。本次收购一并纳入的还有其外围五宗探矿权，有较好的找矿潜力。

交易完成后，公司将进一步增加铜、金的资源储备，铜金属权益资源量将增加772万吨，公司按权益控制的铜总资源量达5,724万吨，增长15.59%；金金属权益资源量将

增加161吨，公司按权益控制的金总资源量达1,889吨，增长9.3%。其次，与Timok上带矿具有良好的协同效应，本次收购将突破原A、B股协议之间的开发制约，收购完成后，将使公司实质100%拥有Timok铜金矿上下带矿的全部权益，有利于Timok铜金矿上下带矿统一规划建设和运营。Timok下带矿可充分利用上部矿带（或称“上带矿”）建设所形成的地表土地与建设资源、井下建设资源，明显延长上带矿设施的服务年限。Timok下带矿属低硫斑岩型金铜矿石，成分简单，杂质少，通过配矿能实质性降低上带矿矿石的有害杂质。另外，Timok下带矿为巨大完整的斑岩铜矿体，具备规模开发条件。Timok下带矿具备自然崩落法采矿的技术经济条件，且首采区的崩落区均位于上带矿采选工业设施边界以外，可与上带矿开发同步规划、建设、适当时间同步开采，提前更好的实现下带矿潜在价值。根据Timok下带矿项目概略研究，Timok下带矿可分两期开采，一期和二期的开采规模分别为3万吨/天、6万吨/天，一期服务年限21年，二期服务年限28年。本次收购计划于2019年12月31日或之前完成交割，最迟不超过2020年2月29日。

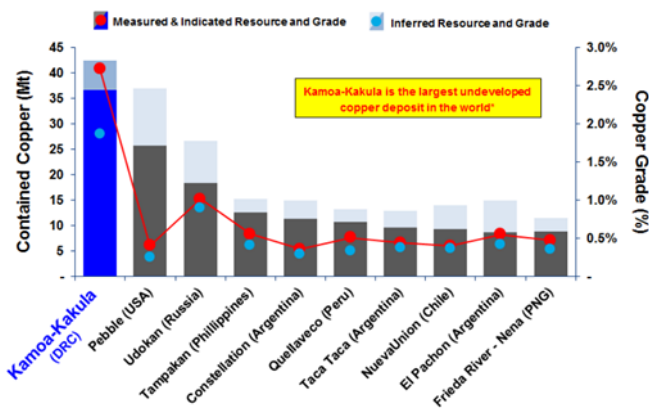
3.1.3 卡莫阿项目是公司海外最具价值的大型铜矿项目

卡莫阿-卡库拉（Kamoa-Kakula）项目是一个巨型层状的铜矿床，邻近中非铜带矿内的预期勘探范围，距离科卢韦齐镇以西约25公里。2008年，艾芬豪矿业（当时名为Ivanhoe Nickel&Platinum）发现卡莫阿铜矿床，其后于2016年初发现卡库拉矿床。

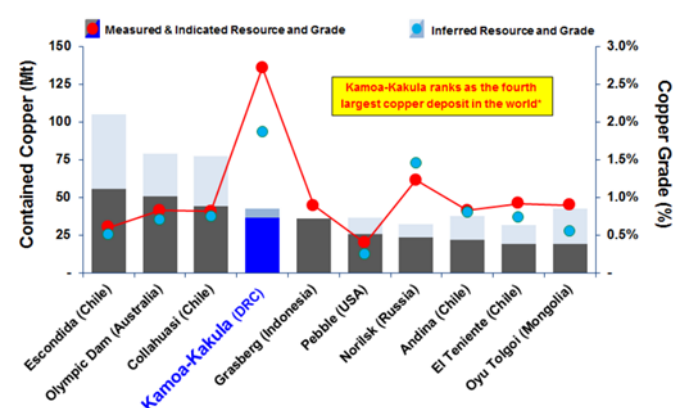
公司持有卡莫阿-卡库拉铜矿项目43.5%权益公司。公司于15年3月收购艾芬豪Ivanhoe公司9.9%股权（艾芬豪持有卡莫阿铜矿部分权益），之后又在15年5月收购卡莫阿控股49.5%股权（卡莫阿控股持有卡莫阿铜矿80%权益），目前公司合计持有卡莫阿-卡库拉铜矿43.5%权益。

卡莫阿-卡库拉项目是全球最大的未开发铜矿，全球第四大铜矿（17年为第五大矿山，18年上升一位），全球规模最大的高品位铜矿床（铜品位高于2.5%），非洲迄今为止已发现的最大的铜矿。

图表22：全球最大的未开发铜矿项目



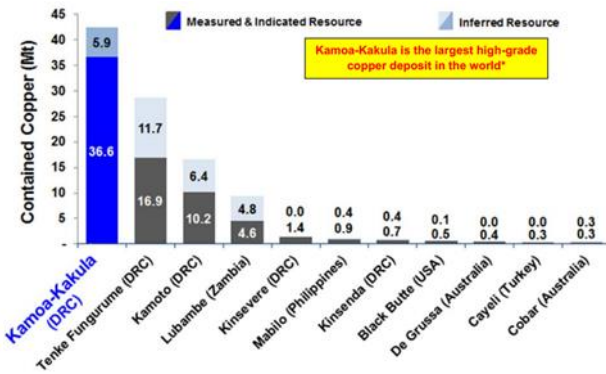
图表23：全球第四大铜矿，品位远超其他矿山



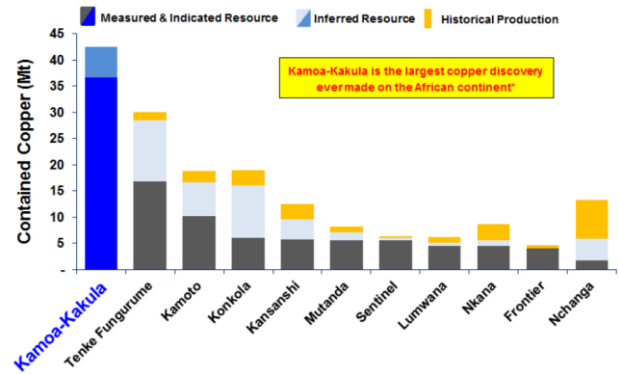
资料来源：艾芬豪官网，Wood Mackenzie，万联证券研究所

资料来源：艾芬豪官网，Wood Mackenzie，万联证券研究所

图表24: 全球最大的的高品位铜矿床(铜品位高于2.5%)



图表25: 非洲迄今为止已发现的最大的铜矿



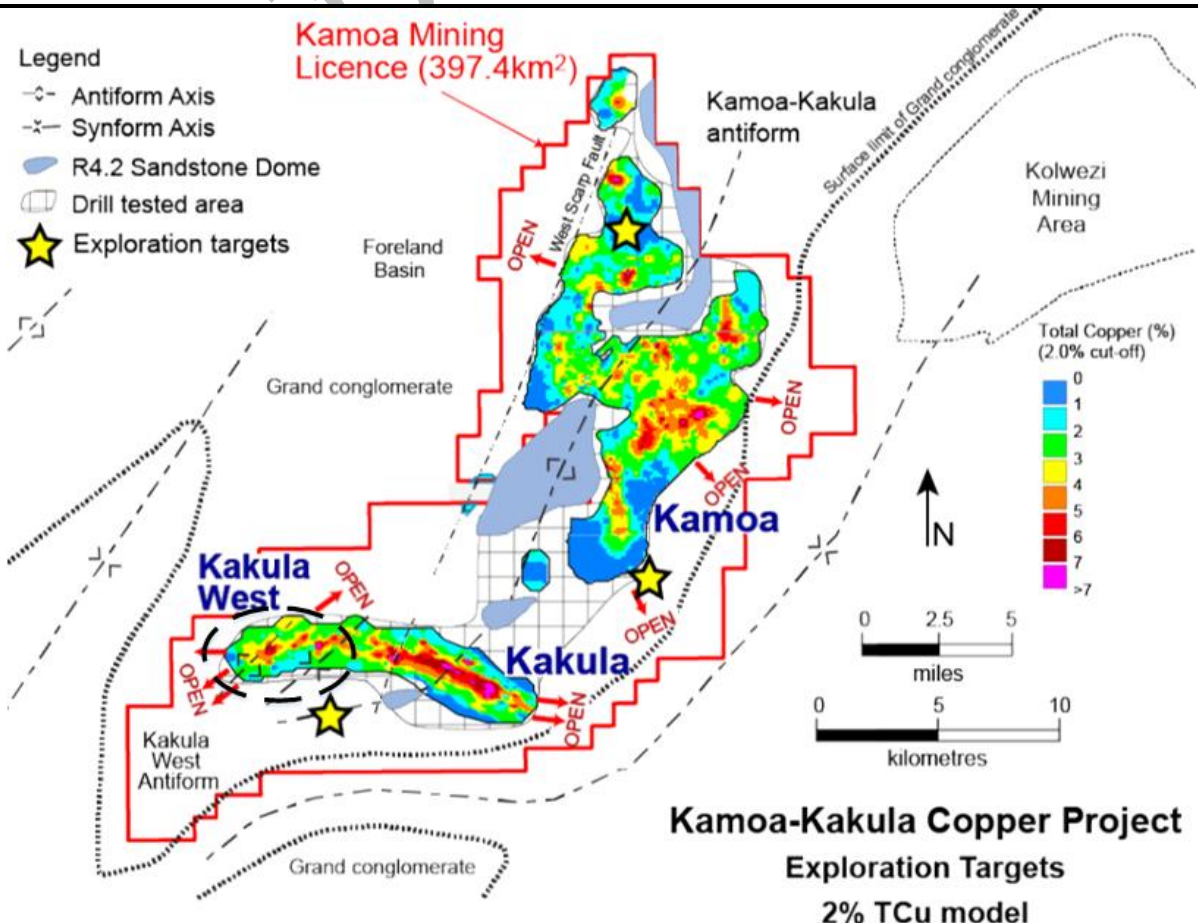
资料来源: 艾芬豪官网, Wood Mackenzie, 万联证券研究所

资料来源: 艾芬豪官网, Wood Mackenzie, 万联证券研究所

2018年2月卡库拉矿段资源增加超50%。2018年2月公司公告的最新资源数据:以边界品位1%计算,卡库拉矿段控制级别的铜金属资源量为1,710万吨(5.85亿吨@Cu2.92%),推断级别的铜金属资源量为215万吨(1.13亿吨@Cu1.90%)。该资源量较2017年5月公布的卡库拉矿段资源量数据增长幅度超过50%。大的铜矿。

卡库拉矿段还存在巨额资源增加的可能性。据艾芬豪公告,卡库拉高品位矿化岩心的西部延伸似乎向西南面走向延伸,这表明西部勘探区的潜在延伸可能在卡莫阿-卡库拉开采许可范围内的相当长的距离,意味着卡库拉矿段还有巨额资源增加的可能。

图表26: 卡库拉矿段西部弯向西南,该方向离采矿权边界距离远(图中黑色虚线圆框)



资料来源: 公司公告、万联证券

3.1.4 探矿增储成果丰硕

公司加大探矿投入力度，集中资金和技术力量进行重点突破，取得了显著的探矿增储成果，为企业持续增长提供重要的矿产资源保证。其中，刚果（金）卡莫阿铜矿新增铜资源量592万吨，刚果（金）科卢韦齐铜矿项目新增资源量铜43万吨、钴4.5万吨，新疆乌拉根新增铅+锌资源量28万吨，山西义兴寨-义联项目新增黄金资源28吨。此外，新疆阿舍勒铜业、内蒙乌拉特后旗紫金、黑龙江多宝山铜矿等在地勘找矿方面都有新的进展。2018年，集团按权益投入地勘资金3.01亿元，勘查新增333类别以上资源储量（权益）：金39吨、铜303万吨、铅锌52万吨、银168吨、钴3.24万吨。截至2018年底，公司共有探矿权195个，面积2279.90平方公里；采矿权233个，面积874.45平方公里。

4、公司主营业务所在行业发展现状

4.1 黄金——高位震荡，或有回调风险

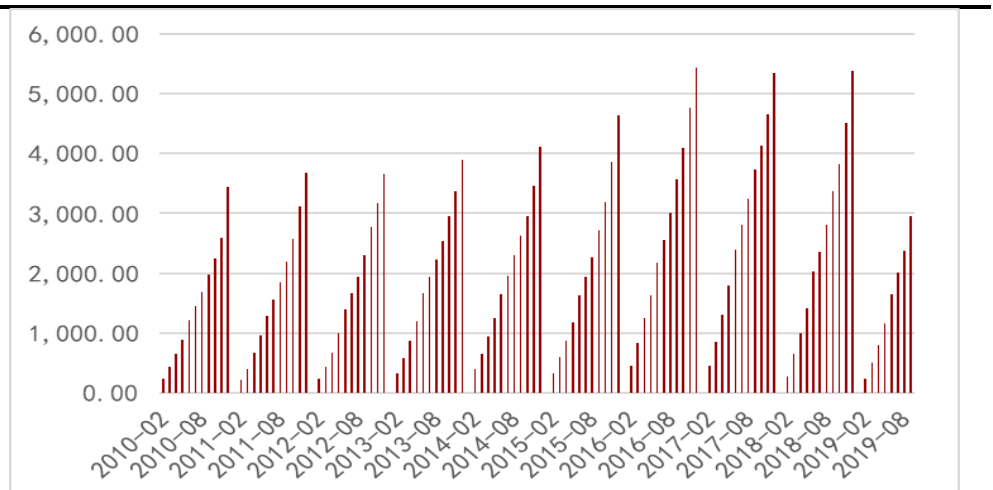
19年整体而言，受全球经济疲软、地缘政治复杂、国家或地区间贸易摩擦加剧、伊朗局势、叙利亚危机等宏观事件影响，市场避险情绪浓厚。尤其是5月份，中美贸易摩擦加剧后，伴随着美国经济数据走弱，市场担忧情绪四起，黄金价格急剧攀升，突破1500美元/盎司大关。随着中美贸易谈判逐渐走向缓和，宏观情绪向好，黄金面临的空头力量不容小觑，后期或有回调风险。19年黄金价格较18年有大幅的上涨，对于公司的矿产金业务构成相当大的利好。

从公司三季报公布的数据来看，2019年1-9月，公司矿山产金锭的毛利率在38.72%，矿山产金精矿的毛利率为40.26%。而18年同期对应的数据分别为29.75%和38.67%。可以看出公司19年的黄金业务，毛利率有较大提升。另外，2019年1-9月公司矿山产金锭量为19768千克，同比增长27.22%。矿山产金锭的单价为300.64元/克，而2018年，仅为266.27元/克。2019年1-9月，矿山产金精矿9646千克，较18年下降9.05%，但是单价为265.05元/克较18年的227.46元/克提高了16.52%。由此可以预计，公司19年，黄金业务，营收及毛利均有较大幅度的增长。

但是也应该注意到，随着宏观情绪的缓和，加上多国宽松货币政策可能对经济带来的有效刺激，同时考虑到5G、新能源汽车、人工智能等领域的不断发展，为全球经济注入新的发展动力，黄金后期面临的下行压力较大。不过全球行的不稳定因素依然存在，黄金可能会面临不断地震荡择向。

4.2 铜、锌——需求疲软，宏观向好，后市看好。

图表27：国家电网累计投资完成额



资料来源：WIND、万联证券

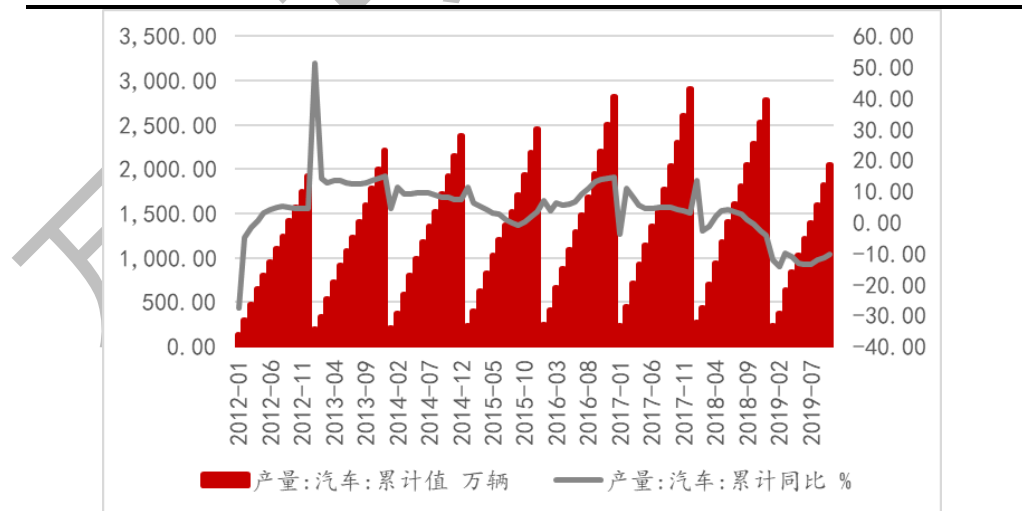
公司海外业务稳步扩张，铜业务产、销量均大幅上涨。2019年1-9月，公司矿山产电积铜总产量为32411吨，矿山产电解铜31032吨，矿山产铜精矿200803吨，冶炼产铜350802吨，较18年同期大幅上涨。然后受国内铜需求低迷影响，铜产品的单价较18年均有所下滑，毛利率降低。

公司矿产锌和冶炼锌产销量均大幅增长，然后，矿产锌销售单价大幅下滑，销售成本增加，导致毛利率从66.35%下降到44.48%。冶炼锌受单位销售成本明显下降影响，毛利率从18年同期的2.87%提升至19年1-9月的8.52%。

电力板块在铜消费结构中的占比高达51%。我们主要关注的指标为国家电网基本建设投资完成额。Wind数据显示16-18年，我国电网基本投资完成额处于历史高位，且保持稳定。然而，19年前9个月的累计投资完成额同比下降了12.5%。从历史数据来看，10-12月的投资额度会有所提高，粗略估计，19年全年，国家电网基本建设投资完成额较18年或将回落5%左右。

另外，WIND数据显示，17年前，我国汽车销量逐年增长，而18年后，开始负增长。18年汽车销量为2781万辆，同比下降4.16%。19年前9个月汽车销量总计2044万辆，同比下滑10.4%。

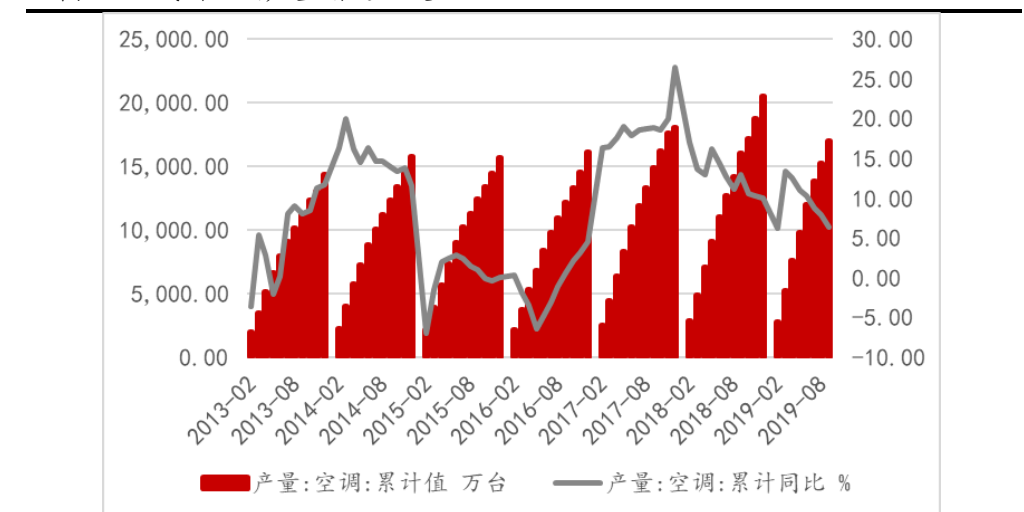
图表28：汽车销量连续负增长



资料来源：WIND、万联证券

我国空调产量虽然近年来稳中有增，但是18年后，同比增速明显放缓。

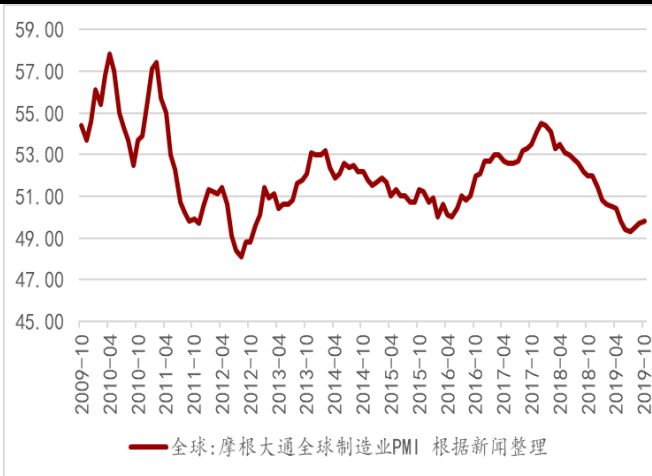
图表29：我国空调产量增速放缓



资料来源：WIND、万联证券

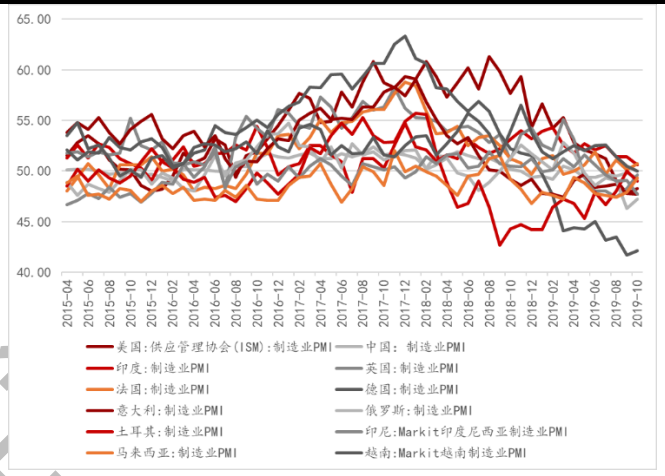
2019年5月开始，中美贸易摩擦加剧，多个国家或地区间关税摩擦不断，主要经济体利率下调，全球性货币宽松政策成为定局。全球PMI数据开始低于50的枯荣线，维持低位运行。各主要经济体中，中国、美国、欧洲制造业PMI低于50的枯荣线。全球性的经济增长动力不足，制造业发展迟缓，这对于拉动铜需求十分不利。

图表30：全球PMI持续走低，低于枯荣线



资料来源：Wind、万联证券

图表31：主要经济体PMI走势



资料来源：Wind、万联证券

但是，随着中美贸易谈判取得阶段性进展，新兴技术的不断发展，新能源汽车的推广力度不断增强。宏观投资情绪回暖，对于铜锌板块未来需求，开始逐渐转向乐观，所以我们判断，公司铜锌业务在19年毛利率较低，但是2020年后，毛利率有望有所回升。而公司铜、锌产量将进一步扩大，这将助力公司未来净利润的提升。所以，总体而言，未来，黄金价格维持高位，铜、锌价格有望底部反弹，这对于公司业务将构成较大利好。作为国内多金属矿业龙头，我们仍然看好公司后市。

5、A股增发成功，未来竞争力有望进一步提升

2019年2月26日，公司发布公开增发A股股票预案。根据公告内容，可以看出，公司计划发行股票的数量不超过34亿股，公开增发募集资金总额（含发行费用）将不超过80亿元（含80亿元），实际发行股票数量=募集资金总额÷发行价格。本次募集资金投资项目系以要约收购方式收购Nevsun Resources Ltd. 已发行股份。截至多伦多时间2019年2月22日股市收市，Nevsun全部已发行股份中的286,572,704股股份（占Nevsun全部已发行股份的92.52%）已接受公司的要约，公司要约收购已经获得成功。鉴于本次收购已符合加拿大证券法规定的强制收购条件，公司将通过强制收购方式完成对Nevsun全部剩余股份的收购，并计划在收购完成后将Nevsun从多伦多证券交易所和纽约证券交易所私有化退市。

10月29日，公司发布公告称，于2019年10月28日收到中国证券监督管理委员会批复，核准公司增发不超过34亿股新股，发生转增股本等情形导致总股本发生变化的，可相应调整本次发行数量。随后11月13日公司发布股票停牌公告，11月15日，发布紫金矿业集团股份有限公司公开增发A股提示性公告。此次增发主承销商为安信证券股份有限公司。增发发行数量为2,346,041,055股，发行价格为3.41元/股，募集资金总额为7,999,999,997.55元。本次增发原A股股东优先配售日与网上、网下申购日同为2019年11月15日。

考虑到此次增发成功，募集资金用于公司支付此前要约收购Nevsun Resources Ltd. 已发行股份的项目。这无疑对公司未来经营形成较大利好，公司股票价格有望进一步上涨，未来海外业务营收能力获得提升，并购完成后公司业绩有望增厚。此次增发带来公司总体估值提升的同时也有可能摊薄公司每股收益。但是，长远来看，对于公司海外并购扩张构成重大利好。公司的行业领先地位更加稳固。

6、盈利预测与投资建议：

我们预计19-21年，公司归母净利润分别为：39.35、45.44、57.75亿元，EPS分别为：0.16、0.18、0.23元，对应收盘价3.49元的PE分别为：22.18、19.21、15.12倍，维持“增持”评级。

7、风险因素

金价单边下跌；铜、锌需求不及预期、生产安全问题、海外并购进展不及预期。

万联证券

资产负债表

单位：百万

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	30,448.69	36,970.80	43,711.54	48,394.75
货币资金	10,089.89	12,941.25	12,327.16	12,746.34
应收及预付	2,425.38	3,769.64	5,279.63	6,034.86
存货	12,669.67	14,599.23	19,877.71	22,984.35
其他流动资产	5,263.74	5,660.68	6,227.04	6,629.20
非流动资产	82,430.62	87,833.63	93,517.81	101,355.85
长期股权投资	7,041.75	7,041.75	7,041.75	7,041.75
固定资产	34,144.46	34,883.00	35,111.36	34,675.57
在建工程	5,355.81	7,141.07	8,128.45	9,739.07
无形资产	22,510.28	25,389.49	29,857.94	36,521.14
其他长期资产	13,378.31	13,378.31	13,378.31	13,378.31
资产总计	112,879.30	124,804.43	137,229.35	149,750.60
流动负债	37,223.10	42,202.57	46,083.03	49,829.30
短期借款	15,616.68	15,616.68	15,616.68	15,616.68
应付及预收	9,680.57	12,423.41	15,621.74	18,631.23
其他流动负债	11,925.85	14,162.48	14,844.61	15,581.39
非流动负债	28,382.49	29,582.49	33,582.49	36,582.49
长期借款	12,917.92	18,917.92	20,917.92	22,917.92
应付债券	8,879.45	4,079.45	6,079.45	7,079.45
其他非流动负债	6,585.12	6,585.12	6,585.12	6,585.12
负债合计	65,605.59	71,785.07	79,665.52	86,411.79
股本	23,031.22	25,377.26	25,377.26	25,377.26
资本公积	11,094.77	11,094.77	11,094.77	11,094.77
留存收益	29,360.67	30,327.00	38,556.00	47,442.00
归属母公司股东权益	40,455.43	46,201.08	50,745.55	56,520.52
少数股东权益	6,818.28	6,818.28	6,818.28	6,818.28
负债和股东权益	112,879.30	124,804.43	137,229.35	149,750.60

现金流量表

单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	10,315.03	11,893.95	8,313.77	13,376.11
净利润	4,682.68	3,935.07	4,544.47	5,774.97
折旧摊销	5,949.57	6,230.29	6,682.80	7,460.03
营运资金变动	-1,393.58	1,308.72	-3,474.37	-517.76
其它	1,076.36	419.87	560.87	658.87
投资活动现金流	-13,640.21	-10,983.30	-11,679.99	-14,554.07
资本支出	-8,388.19	0.00	0.00	0.00
投资变动	-7,445.46	-11,983.30	-12,779.99	-15,654.07
其他	2,193.44	1,000.00	1,100.00	1,100.00
筹资活动现金流	7,655.17	1,940.71	2,752.13	1,597.13
银行借款	8,820.61	6,000.00	2,000.00	2,000.00
债券融资	0.00	-4,800.00	2,000.00	1,000.00
股权融资	78.00	234.60	0.00	0.00
其他	-1,243.44	506.10	-1,247.87	-1,402.87
汇率变动影响	-69.47	0.00	0.00	0.00
期初现金余额	5,754.34	10,089.89	12,941.25	12,327.16
现金净增加额	4,260.52	2,851.35	-614.09	419.18
期末现金余额	10,014.86	12,941.25	12,327.16	12,746.34

资料来源：WIND、万联证券

利润表

单位：百万

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	105,994.25	137,907.92	171,238.99	205,006.01
营业成本	92,651.37	122,987.51	153,369.78	183,126.92
营业税金及附加	1,599.00	2,068.62	2,568.58	3,075.09
销售费用	887.45	1,379.08	1,712.39	2,050.06
管理费用	2,964.96	4,413.05	5,479.65	6,560.19
财务费用	1,254.24	1,069.87	1,247.87	1,402.87
研发费用	274.38	441.31	547.96	656.02
资产减值损失	1,500.40	960.00	930.00	1,200.00
公允价值变动收益	-135.78	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1,060.52	1,000.00	1,100.00	1,100.00
营业利润	6,181.37	5,668.48	6,549.75	8,113.86
营业外收入	365.95	400.00	420.00	435.00
营业外支出	417.14	830.00	900.00	870.00
利润总额	6,181.37	5,668.48	6,549.75	8,113.86
所得税	1,447.50	1,303.41	1,525.28	1,903.89
净利润	4,093.77	3,935.07	4,544.47	5,774.97
少数股东损益	588.90	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	4,093.77	3,935.07	4,544.47	5,774.97
EBITDA	12,031.90	11,888.64	13,313.43	15,797.76
EPS (元)	0.18	0.16	0.18	0.23

主要财务比率

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	12.11%	30.11%	24.17%	19.72%
营业利润	22.97%	-8.30%	15.55%	23.88%
归属于母公司净利润	16.71%	-3.88%	15.49%	27.08%
获利能力				
毛利率	12.59%	10.82%	10.44%	10.67%
净利率	5.78%	3.80%	3.54%	3.75%
ROE	10.12%	8.52%	8.96%	10.22%
ROIC	6.95%	5.66%	5.83%	6.81%
偿债能力				
资产负债率	58.12%	57.52%	58.05%	57.70%
净负债比率	138.78%	135.39%	138.40%	136.43%
流动比率	0.82	0.88	0.95	0.97
速动比率	0.44	0.49	0.47	0.45
营运能力				
总资产周转率	1.05	1.16	1.31	1.43
应收账款周转率	55.46	57.48	50.79	54.43
存货周转率	7.80	8.42	7.72	7.97
每股指标 (元)				
每股收益	0.18	0.16	0.18	0.23
每股经营现金流	4.48	4.69	3.28	5.27
每股净资产	1.76	1.82	2.00	2.23
估值比率				
P/E	15.65	22.18	19.21	15.12
P/B	1.58	1.89	1.72	1.54
EV/EBITDA	8.40	10.34	9.58	8.24

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，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。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场