

紫金矿业（601899）深度报告：伏 骥千里拓疆域，踵事增华显升机

——海外业务助力紫金渐入黄金时代

2019年07月31日

推荐/首次

紫金矿业 深度报告

报告摘要：

公司是中国规模最大的多金属矿业集团之一，亦是中国矿企在海外拥有矿产资源储量最多的企业之一。公司主营金、铜、锌等金属矿产资源的勘探销售，其控制的金（1728吨）、铜（4952万吨）及锌（837万吨）金属资源储量分别占国内各品种总储量的13%、46.7%及4.5%；公司的矿产金（36.5吨）、矿产铜（24.9万吨）及矿产锌（27.8万吨）产量亦位列全国前三。此外公司还拥有银、铂、钨、钼、锡及铁矿等多类金属及近70万吨铜锌冶炼产能。公司丰富的矿产资源储备及多样化的产品结构有助其抗风险能力提升。

公司主营矿山业务毛利高且运行平稳，金、铜业务占总营收比例超70%。公司矿山业务分为金矿业务（主矿山6座）、铜矿业务（主矿山5座）、锌铅矿业务（主矿山4座）及白银/铁矿业务（主矿山3座）。矿山营收稳定且利润较高，其中矿产金、铜、锌、白银及铁矿的毛利水平分别达到31%、50%、65%、24%及71%。此外，公司金及铜业务收入占公司总营收比分别为51%及20%，金价及铜价的变动会对公司营收产生明显诱导。

公司海外项目的逐步达产将助力公司业绩的持续增厚。公司境外三大主力增量项目分别为RTB BOR, Nevsun (Timok 与 Bisha) 及卡莫阿-卡库拉。其中RTB及Bisha为在产项目，而Timok及卡莫阿则为待产项目。经我们测算的项目实际收益数据观察，在产项目RTB及Bisha在年内的并表或为公司带来37.3亿元及25.2亿元收入贡献；待产项目Timok上带矿、卡莫阿在2021年的产出实现将为公司带来19.2亿元及24亿元的营收；此外，Timok上带矿于2022年的达产与卡莫阿及RTB在2024年的产量释放及技改完成将分别产生83亿元、76.9亿元及84.8亿元的权益现金流收入。考虑到公司矿产项目偏高的毛利水平，紫金的黄金时代或将自2021年后显性开启。

我们比较了境内外主要黄金及铜企的估值情况，给予公司六个月内25倍的估值，目标价5元，首次覆盖给予“推荐”评级。**风险提示：金属产量低于预期，金属价格大幅下跌，矿山投产进度不及预期，年内增发风险。**

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	94,548.6	105,994.	125,078.	136,640.	154,073.
增长率(%)	19.91%	12.11%	18.01%	9.24%	12.76%
净利润(百万元)	3,247.55	4,682.68	5,311.17	6,212.23	8,191.05
增长率(%)	92.47%	44.19%	13.42%	16.97%	31.85%
净资产收益率(%)	10.02%	10.12%	7.86%	8.67%	10.59%
每股收益(元)	0.16	0.18	0.20	0.24	0.33
PE	22.50	20.00	17.60	14.77	10.92
PB	2.37	2.05	1.38	1.28	1.16

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司在2019年《福布斯》全球有色金属企业排第10位、全球黄金企业排第1位。

未来3-6个月重大事项提示：

2019-08-24 中报预计披露；

公司拟公开增发募资80亿元，于2019-06-04收到中国证监会反馈意见并已给予回复；

2019-09-05 共有25亿元中期票据到期；

2019-10-23 5亿元超短期融资债到期；

2019-12-24 5亿元超短期融资债到期。

发债及交叉持股介绍：

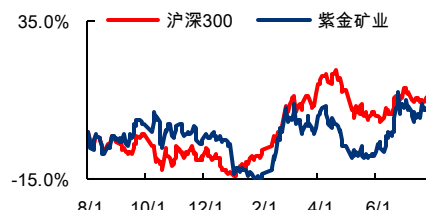
2019-03-11 发行10亿元5年期中期票据和15亿元3年期中期票据；

2019-07-08 发行10亿元3年期中期票据。

交易数据

52周股价区间(元)	3.63-3.52
总市值(亿元)	836.03
流通市值(亿元)	612.59
总股本/流通A股(万股)	2303122/1687573
流通B股/H股(万股)	/573694
52周日均换手率	0.88

52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

研究助理：张天丰

021-25102858

tfzhang901@126.com

执业证书编号：

S1480118100014

目 录

1. 紫金矿业是中国规模最大的多金属矿业旗舰集团之一	5
1.1 公司主营金、铜、锌等金属矿产资源的勘查开发	5
1.2 公司具有较高的股权集中度	5
1.3 公司至 2020 年有占总股本 1.8 % 的限售股解禁	6
2. 公司矿储资源丰富，铜资源储量已占全国 47%	6
2.1 公司主营由矿山业务及冶炼业务构成	7
2.1.1 黄金业务是公司主要的营收来源	8
2.1.2 公司矿产金业务主要由六家在产矿山主导	8
2.1.3 铜业务是公司整体毛利偏高的业务条线：	9
2.1.4 公司矿产铜业务由五座主力在产矿山开展：	10
2.1.5 锌铅矿业务营收占比较低	11
2.1.6 公司矿产铅锌业务由三座主力在产矿山开展：	12
2.1.7 白银与铁矿业务运营稳定	13
2.1.8 公司矿产银及铁矿业务由五个子公司开展（三座矿山）：	13
2.2 公司铜冶炼产能有望升至 63 万吨，锌冶炼产能 20 万吨	14
2.3 在建及扩建项目有望提振公司金属产量	15
3. 境外三大主力项目助力公司后期业绩增厚	16
3.1 RTB Bor 项目是公司 2018 年境外并购的代表性项目之一	16
3.1.1 RTB Bor 为塞尔维亚唯一在产铜矿及冶炼厂	16
3.1.2 RTB BOR 项目由四个低品位铜矿山及一个冶炼厂构成	17
3.1.3 RTB BOR 项目并表为公司带来约 37.3 亿元收入，2024 年技改完成后现金流贡献或至 84.78 亿元	18
3.2 Nevsun 项目全面提升公司多元化资源储备	19
3.2.1 Timok 铜金矿：尚未开发的高储量铜金矿	20
3.2.2 Timok 上带矿：全球内部收益率最高的铜矿项目	20
3.2.3 Timok 上带矿：预计 2021 年会有产出实现，2022 年对公司现金流贡献或达 82.9 亿元	21
3.2.4 Timok 下带矿：46% 权益核增厚公司铜金属储量 657.8 万吨，金金属量 137.4 吨。	22
3.2.5 Bisha 项目：年开采能力 2000 万吨的在产铜锌矿项目	23
3.2.6 Bisha 矿仍有 9 年的服务期限，2024 年后进入 4 年减产期	24
3.2.7 Bisha 铜锌矿项目在 2019 年或有 25.15 亿元的权益现金流贡献	24
3.3 卡莫阿项目：公司海外最具价值和影响力的大型铜矿项目	25
3.3.1 卡莫阿-卡库拉项目所处地段的生产设施持续升级	26
3.3.2 卡库拉矿段或在 2021 年对公司产生 24 亿元的现金流贡献	27
3.3.3 卡莫阿-卡库拉项目有助公司未来业绩的实质性提升	28
4. 盈利预测及估值	31
5. 投资评级	33
6. 风险提示	34
相关报告汇总	36

表格目录

表 1: 紫金矿业 2018 年底各金属保有储量 (333 及以上类别)	6
表 2: 紫金矿业在产金矿山产量、品位及剩余开采年限	9
表 3: 紫金矿业在产铜矿山产量、品位及剩余开采年限	11
表 4: 紫金矿业在产锌铅矿山产量、品位及剩余开采年限	13
表 5: 紫金矿业在产锌铅矿山产量、品位及剩余开采年限	15
表 6: RTB Bor 项目的相关金属储量及占紫金总资源量比例	16
表 7: RTB BOR 项目旗下五个矿山设计采选规模及产量	17
表 8: RTB BOR 项目二期技改完成后的现金流贡献	18
表 9: RTB BOR 对紫金矿产项目权益贡献量预测 (2019-2024)	19
表 10: Nevsun 资源权益总量及占公司资源储量比例	20
表 11: Timok 总资源储量及上下带矿资源权益量	20
表 12: Timok 上带矿资源储量及相关开采成本	21
表 13: 紫金矿业在建及扩建项目	21
表 14: Timok 上带矿 2021 及 2022 年现金流预期	22
表 15: Timok 下带矿相关资源量及归属紫金权益储量 (46% & 60.4%)	22
表 16: Bisha 矿床资源量及归属 Nevsun 权益	23
表 17: Bisha 矿床矿石量及金属量细列	23
表 18: Bisha 矿各矿种产量预期 (2019-2027)	24
表 19: 卡莫阿-卡库拉项目资源储量	25
表 20: 卡莫阿-卡库拉项目矿山成本核算	27
表 21: 卡莫阿-卡库拉项目各矿段铜产量预估及归属紫金权益详列 (2021-2057)	29
表 22: RTB/TIMOK/BISHA/卡莫阿金属产量预测表 (2019-2024)	31
表 23: 紫金矿业金属产量及收入成本毛利预测	32
表 24: 境内外主要黄金及铜生产企业估值及相关资源储量列表	33

插图目录

图 1: 紫金矿业发展历程 (1986-2019)	5
图 2: 紫金矿业前十大股东持股比例	6
图 3: 紫金矿业主要经营类业务	7
图 4: 紫金矿业黄金业务拆分	8
图 5: 紫金矿业主要黄金生产企业及矿山产量	8
图 6: 紫金矿业铜业务拆分	10
图 7: 紫金矿业矿产铜生产企业及矿山产量	10
图 8: 紫金矿业锌铅业务拆分	12
图 9: 紫金矿业锌铅生产企业及矿山产量	12
图 10: 紫金矿业白银铁矿业务拆分	13
图 11: 紫金矿业白银铁矿生产企业及矿山产量	14

图 12:紫金矿业冶炼业务拆分.....	14
图 13:紫金矿业境外三大主力项目权益及资源量.....	16
图 14:RTB Bor 一期及二期扩建项目铜产出变化.....	18
图 15:紫金矿业与 Nevsun 股权结构.....	19
图 16:卡莫阿-卡库拉采矿权位置及相关讯息.....	25
图 17:紫金矿业卡莫阿项目股权结构图.....	25
图 18:卡莫阿-卡库拉项目交通情况.....	26
图 19:卡莫阿-卡库拉项目输电站位置.....	26
图 20:通往卡莫阿的相关道路及设施.....	26
图 21:卡莫阿铜矿通往洛比托港口的铁路系统.....	26
图 22:卡库拉精铜产量预估(千吨).....	28
图 23:卡库拉铜矿预期累计现金流回报.....	28
图 24:卡莫阿-卡库拉项目 2019 预可研及项目经济评估总览.....	28
图 25:卡莫阿-卡库拉 1800 万吨矿石处理升级计划.....	29
图 26:卡莫阿-卡库拉项目铜产量及分矿段运营周期规划.....	29
图 27:卡莫阿-卡库拉 2019 初步经济评估.....	30
图 28:全球超 20 万吨大型铜矿项目吨铜资本密集率排名.....	30

1. 紫金矿业是中国规模最大的多金属矿业旗舰集团之一

1.1 公司主营金、铜、锌等金属矿产资源的勘查开发

紫金矿业是中国规模最大的多金属矿业旗舰集团之一。公司主要经营金、铜、锌等金属矿产资源的勘查开发,截止至 2018 年,公司控制的金、铜及锌金属资源储量分别占国内相关品种总储量的 13%, 46.7%及 4.5%;公司的矿产金、矿产铜及矿产锌产量均已进入全国前三,公司资产规模和销售收入均已超过 1000 亿元。公司的投资项目分布在国内 24 个省(自治区)和海外 11 个国家,其中海外业务占比超过三分之一且有进一步放大趋势,且公司已是中国矿企在海外拥有矿产资源储量和产量最多的企业之一。公司在 2019 年《福布斯》全球有色金属企业排第 10 位、全球黄金企业排第 1 位,在 2018 年《财富》“中国 500 强”中排第 82 位。

图 1:紫金矿业发展历程 (1986-2019)

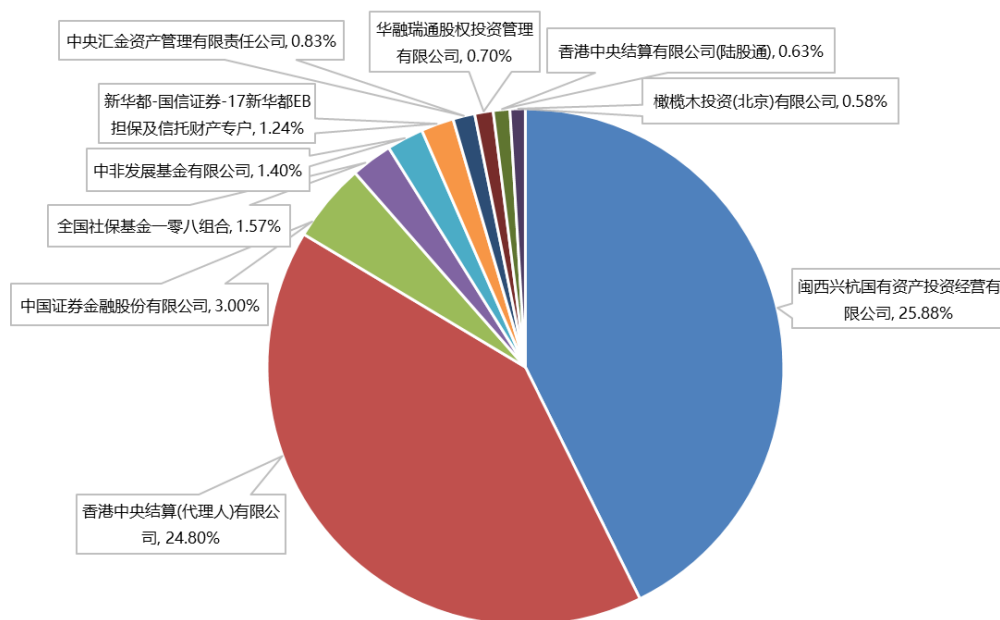


资料来源:公开信息整理,东兴证券研究所

1.2 公司具有较高的股权集中度

公司股权集中度较高。公司在 2003 年及 2008 年分别在香港交易所及上海证券交易所上市,当前公司总股本为 23,031,218,891 股,其中 H 股市场占 24.9%, A 股市场占 75.1%。从公司的股权结构观察,截止 2019 年一季度末,公司前十大股东累计持股占总股本比例为 60.63%,其中前两大股东持股占总股本比例 50.68%。公司第一大股东为闽西兴杭国有资产投资经营有限公司,持股比例 25.88% (A 股流通股及 A 股限售股),实际控制人为福建省上杭县国有资产监督管理委员会;第二大股东为香港中央结算(代理人)有限公司,持股比例 24.8% (H 股流通股)。此外,前十大股东还包括中国证券金融股份有限公司、全国社保基金一零八组合、中非基金有限公司等。

图 2:紫金矿业前十大股东持股比例



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

1.3 公司至 2020 年有占总股本 1.8% 的限售股解禁

公司无明显解禁风险。公司在 2020 年有共计 41855.31 万股的限售股解禁, 解禁数量占总股本的 1.8%。解禁主要集中在两个股东, 其中闽西兴杭国有资产投资经营有限公司解禁 28938.91 万股, 占解禁总额的 69.1%; 紫金矿业集团股份有限公司解禁 12916.4 万股(员工持股计划), 占总额的 30.9%。解禁将于 2020 年 6 月 8 日一次性进行, 对市场的影响将有限。

2. 公司矿储资源丰富, 铜资源储量已占全国 47%

公司是国内矿储资源量最为丰富的多金属矿业巨头。至 2018 年末, 公司已拥有探采矿权共计 428 个, 占地面积共 3154.35 平方公里; 其中探矿权 195 个, 采矿权 233 个。公司保有资源储备为金金属量 1727.97 吨, 铜金属量 4952.11 万吨, 银金属量 1846.59 吨, 锌金属量 836.6 万吨。此外, 公司还拥有 1.2 亿吨铁矿石, 235.8 吨铂矿及 148.76 吨钼矿, 并且拥有铅、钨、钼、锡及煤炭等矿种储备。当前公司的黄金储量占全国 13%, 铜资源储量占全国 46.7%, 锌资源储量占全国 4.5%。此外, 公司不断加大勘探力度, 2018 年公司新增金、铜、铅锌、银 333 类别权益资源储量分别为 39 吨、303 万吨、52 万吨及 168 吨; 若分矿山观察, 公司的刚果(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。

表 1: 紫金矿业 2018 年底各金属保有储量 (333 及以上类别)

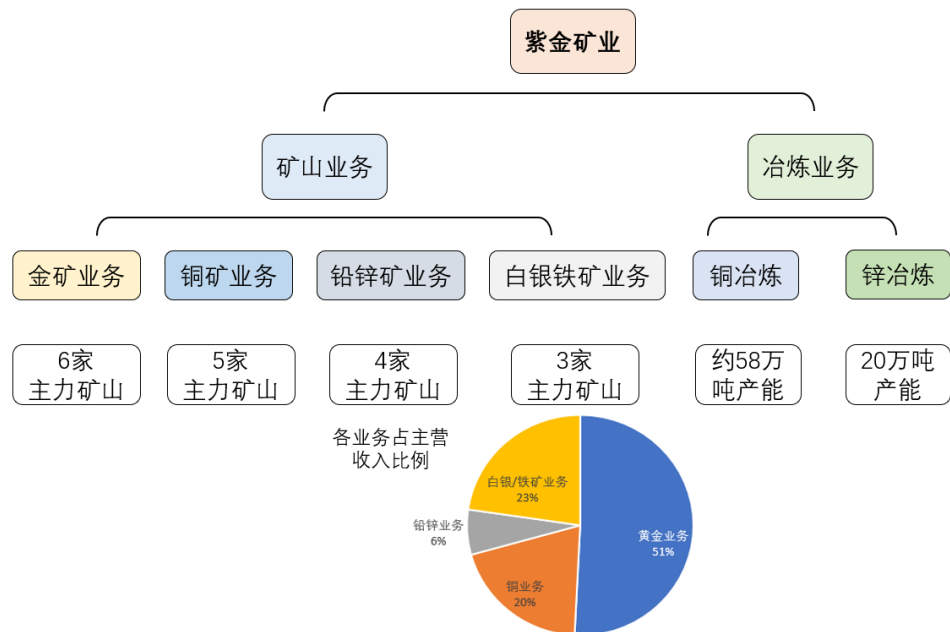
	单位	2018	2017	增长率
金矿	吨	1355.62	1161.22	0.17
半生金矿	吨	373.35	158.85	1.35
金矿总计	吨	1727.97	1320.07	0.31
银矿	吨	1846.59	836.05	1.21
铂矿	吨	235.80	235.80	0.00
钯矿	吨	148.76	148.76	0.00
铜矿	万吨	4952.11	3147.51	0.57
钼矿	万吨	67.85	68.09	0.00
锌矿	万吨	836.61	783.04	0.07
铅矿	万吨	121.92	144.03	-0.15
钨矿	万吨	7.44	7.56	-0.02
锡矿	万吨	13.97	13.97	0.00
铁矿	亿吨	1.98	2.06	-0.04
煤炭	亿吨	0.69	0.69	0.00

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2.1 公司主营由矿山业务及冶炼业务构成

公司的主营业务为整体分为矿山业务及冶炼业务。其中矿山业务包括四大类, 分别是金矿业务、铜矿业务、铅锌矿业务及白银/铁矿业务; 而冶炼业务主要分为铜冶炼及锌冶炼。

图 3: 紫金矿业主要经营类业务

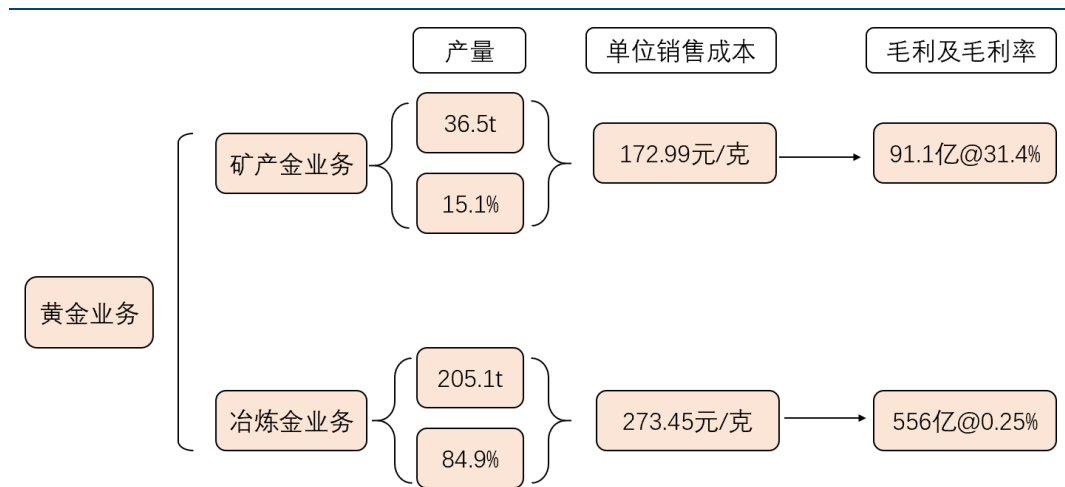


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2.1.1 黄金业务是公司主要的营收来源

公司的黄金业务是公司主要的营收来源, 其整体分为矿产金业务及冶炼加工与贸易金业务, 其中矿产金业务是公司主要的利润贡献点。公司黄金业务年产金约 241.63 吨, 其中矿产金年产 36.5 吨, 冶炼加工与贸易金为 205.1 吨, 各占黄金总产量的 15.1% 及 84.9%。从收益情况观察, 公司黄金业务年总收入为 647.1 亿元, 占总营业收入比为 50.8%, 毛利占集团业务总毛利比为 21.4%。其中公司矿产金年收入约 91.1 亿元, 毛利率 31.4%; 冶炼金收入为 556 亿元, 毛利率 0.25%。矿产金与冶炼金毛利率的差异主要体现在单位销售成本的不同, 公司矿产金单位销售成本约 172.99 元/克, 冶炼加工金单位销售成本约 273.45 元/克, 矿产金业务毛利贡献明显。

图 4: 紫金矿业黄金业务拆分

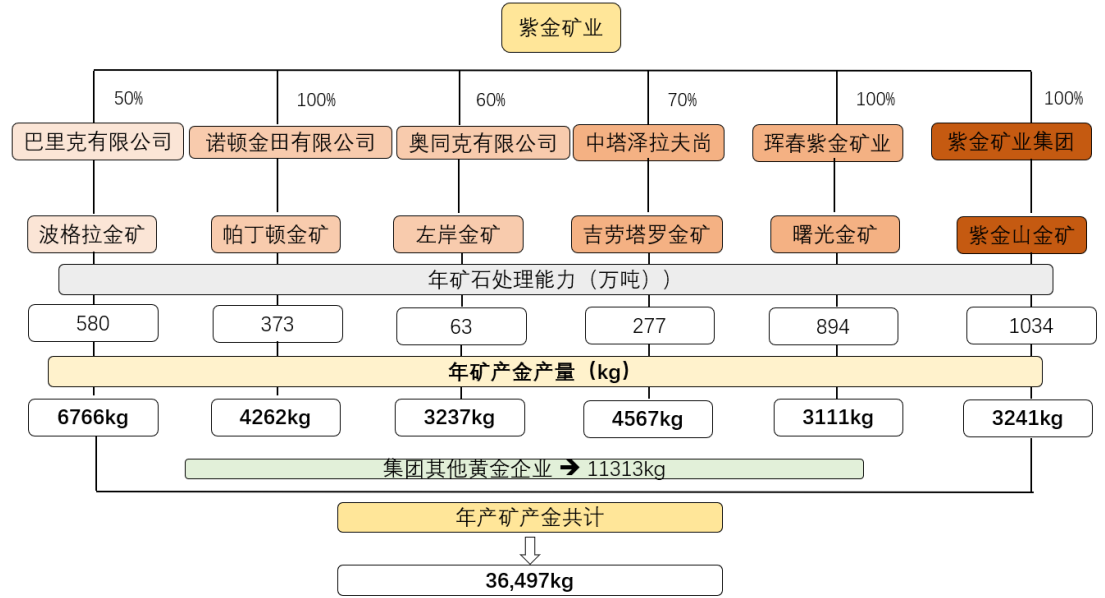


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2.1.2 公司矿产金业务主要由六家在产矿山主导

公司的矿产黄金业务主要由其全资控股或参股的六家公司旗下的六座矿山进行, 境外黄金项目将主导公司黄金业务发展。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, 占紫金矿业集团总矿产金年产量的 69%。从营收角度看, 公司除紫金山金矿因无单独报表而缺失数据外, 主要的五家矿山年营收 62.86 亿, 年净利润 10.12 亿, 净利润率约 16.1%。其中公司全资持有帕丁顿金矿、曙光金矿及紫金山金矿 100% 权益, 并持有波格拉金矿、左岸金矿及吉劳塔罗金矿 50%、60% 及 70% 权益。分地区看, 公司境外黄金项目矿产金产量约 19.07 吨, 占总产量 52.3%; 公司境外黄金储量为 1131.78 吨, 占总储量 65.5%, 公司的境外黄金资源将主导公司未来的黄金业务发展。

图 5: 紫金矿业主要黄金生产企业及矿山产量



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

表 2: 紫金矿业在产金矿山产量、品位及剩余开采年限

在产金矿山	品种	金属量 (kg)	品位 (g/t)	剩余可开采年限
波格拉金矿	金	349413	4.57	10
帕丁顿金矿	金	336350	1.27	5
左岸金矿	金	68652	5.85	15
吉劳塔罗金矿	金	97543	2.65	7//16
曙光金铜矿	金	26628	0.44	8
紫金山金铜矿	金	8473	0.34	23

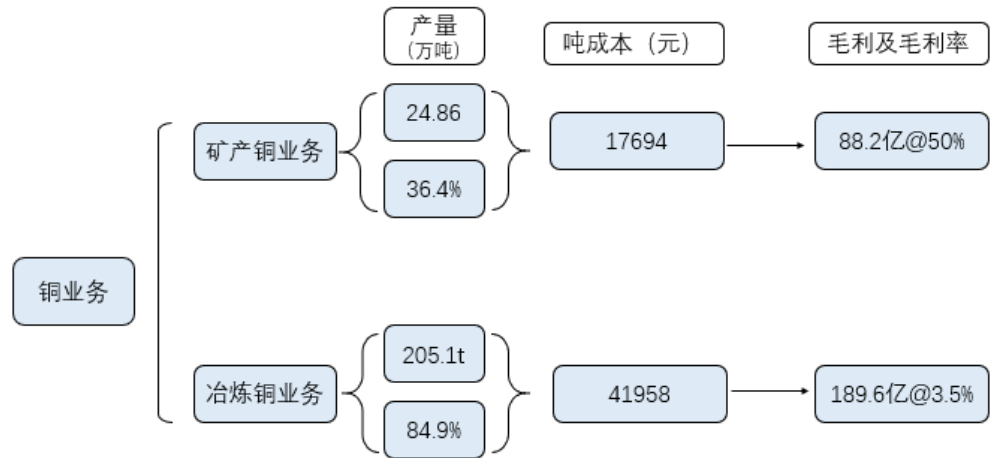
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2.1.3 铜业务是公司整体毛利偏高的业务条线:

公司的铜矿业务是公司毛利偏高的业务条线, 主要由矿产铜及冶炼铜构成。公司年产铜约 68.31 万吨, 其中矿产铜 24.86 万吨, 占比 36.4%; 冶炼产铜 43.45 万吨, 占比 63.6%。从铜矿业务的销售及毛利观察, 铜销售收入占公司营业总收入 19.9% (277.8 亿元), 毛利占集团毛利 36.24%。从细分成本及毛利角度观察, 矿产

铜吨成本约 17694 元, 而冶炼铜吨成本则为 41958 元, 成本的差异导致毛利出现分化, 其中矿产铜毛利高达 50%, 而冶炼铜因赚取的收益主要为加工费, 毛利仅为 3.54%。

图 6:紫金矿业铜业务拆分

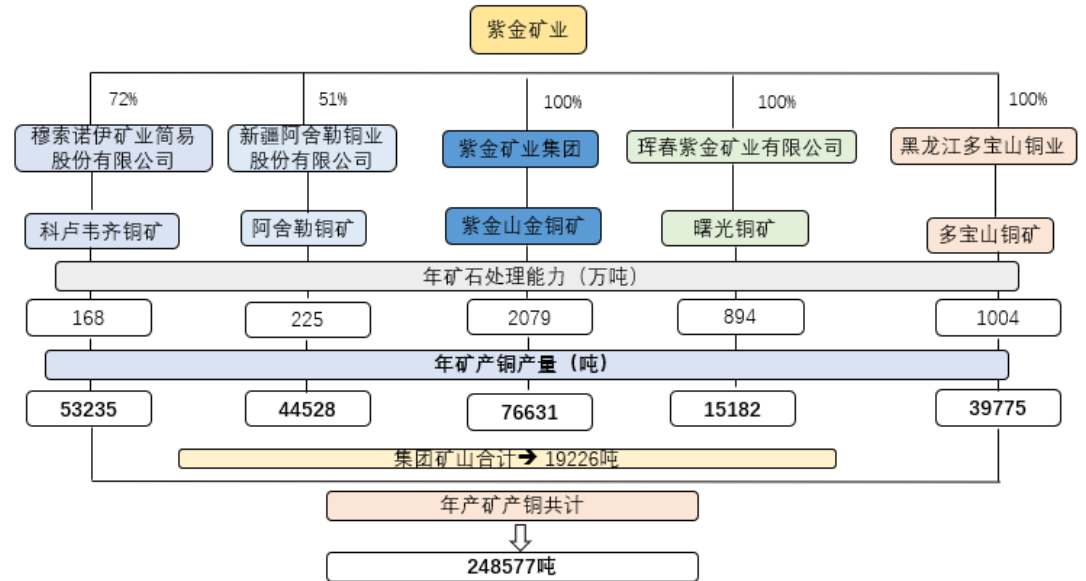


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2.1.4 公司矿产铜业务由五座主力在产矿山开展:

公司的矿产铜业务主要由五座主力在产矿山展开, 公司近 80%铜资源储量位于境外。公司在产五座矿山的年矿石处理能力共计 4370 万吨, 年矿产铜产量约 22.94 万吨, 占公司矿产铜总量的 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 100%权益, 并持有刚果(金)科卢韦齐铜矿及新疆阿舍勒铜矿 72%及 51%的权益。公司境外矿产铜约 6.01 万吨, 占公司矿铜总产量的 24.2%。此外, 公司境外铜资源储备巨大, 共计约 3879.4 万吨, 占公司铜资源总储量的 78.3%。

图 7:紫金矿业矿产铜生产企业及矿山产量



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

表 3: 紫金矿业在产铜矿山产量、品位及剩余开采年限

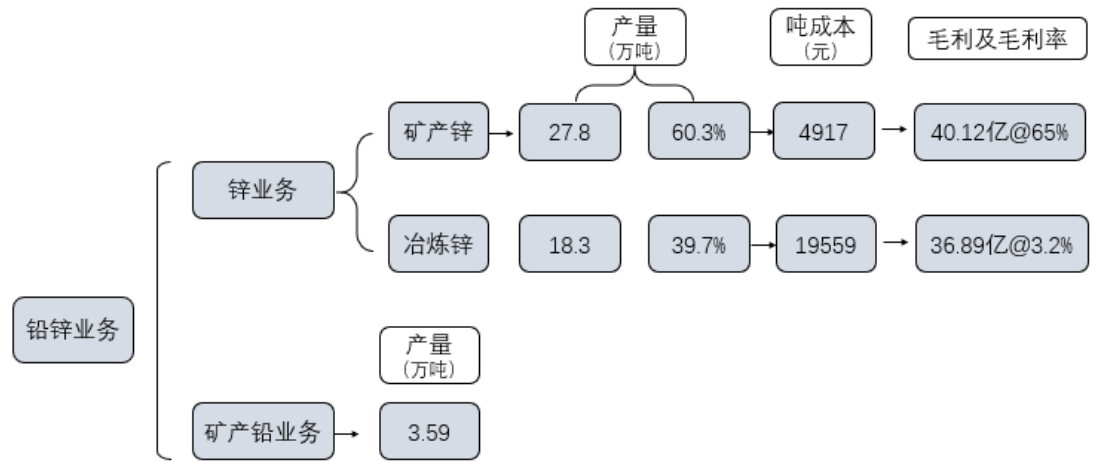
在产铜矿山	品种	金属量 (万吨)	品位 %	剩余可开采年限
科卢韦齐铜矿	铜	147.27	4.8	16
阿舍勒铜矿	铜	41.21	2.11	7.5
紫金山金铜矿	铜	169.35	0.51	23
曙光金铜矿	铜	11.68	0.19	8
多宝山铜矿	铜	258.2	0.4	27

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2.1.5 锌铅矿业务营收占比较低

公司的锌铅矿业务整体稳定, 锌业务主要由矿产锌及冶炼锌构成, 铅业务则为矿产铅。公司年产锌约 46.12 万吨, 其中矿产锌 27.8 万吨, 占比 60.3%; 冶炼产锌 18.3 万吨, 占比 39.7%。此外, 公司矿产铅年产约 3.59 万吨。从锌铅矿业务的销售及毛利观察, 锌铅销售收入占公司营业总收入 6.6%, 毛利占集团毛利 21.3%。从细分成本及毛利角度观察, 矿产锌吨成本约 4917 元, 毛利高达 65.3%; 而冶炼锌吨成本则为 19559 元, 毛利仅为 3.2%

图 8:紫金矿业锌铅业务拆分

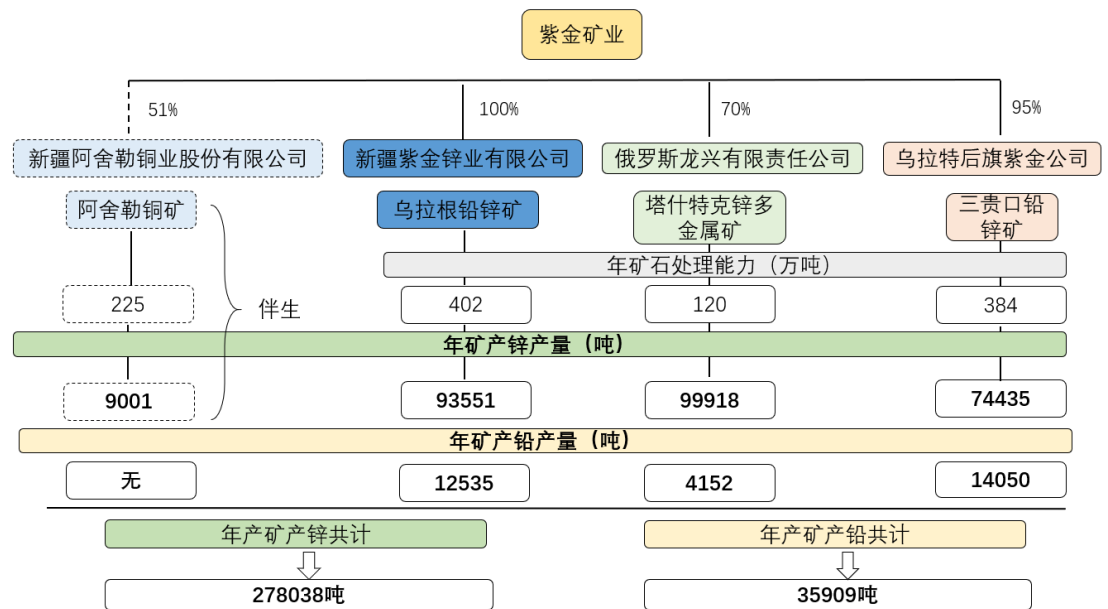


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2.1.6 公司矿产铅锌业务由三座主力在产矿山开展:

公司的矿产铅锌业务主要由三座主力在产矿山展开。三座矿山的年矿石处理能力共计 906 万吨, 年矿产锌产量约 26.79 万吨, 矿产铅约 3.07 万吨, 分别占公司矿产锌总量的 96.4%及矿产铅总量的 85.6%。其中公司全资拥有乌拉根铅锌矿 100%权益, 并持有三贵口铅锌矿及塔什特克锌多金属矿各 95%及 70%的权益。此外, 阿舍勒铜矿亦有年约 9000 吨的伴生锌供应。公司境外矿产锌约 9.99 万吨, 占公司矿锌总产量的 35.9%; 公司境外锌铅资源储量约 242.44 万吨, 占公司锌铅资源总储量的 25.3%。

图 9:紫金矿业锌铅生产企业及矿山产量



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

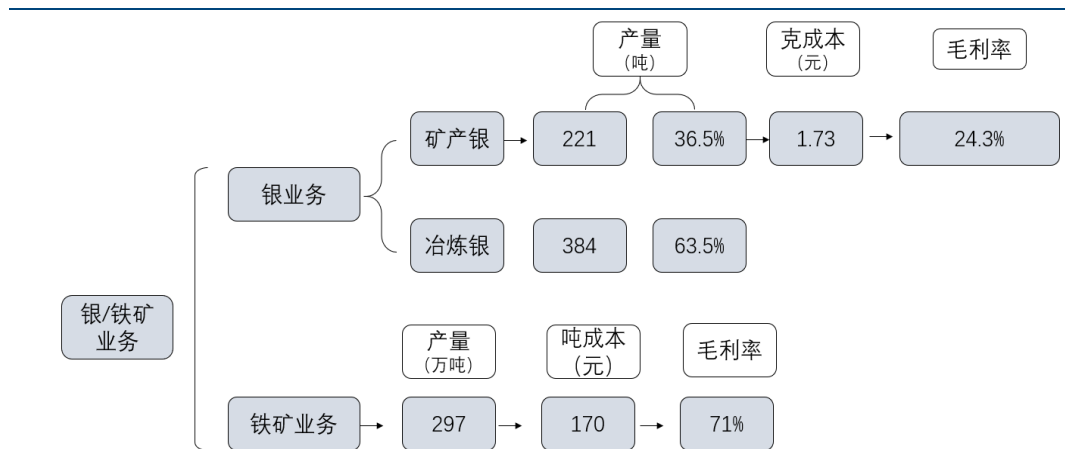
表 4: 紫金矿业在产锌铅矿山产量、品位及剩余开采年限

在产锌铅矿山	品种	金属量 (万吨)	品位 %	剩余可开采年限
乌拉根铅锌矿	锌	408.47	2.19	21
塔什特克锌多金属矿	锌	91.39	9.66	14
三贵口铅锌矿	锌	193.4	2.35	8

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2.1.7 白银与铁矿业务运营稳定

公司的白银与铁矿业务毛利较高。其中白银业务分为矿产银与冶炼副产银; 铁矿业务主要为铁精矿。公司年产银约 604.8 吨, 矿产银 221 吨, 占比 36.5%; 冶炼产银 384 万吨, 占比 63.5%; 公司年产铁精矿约 297 万吨。从白银铁矿业务的销售及毛利观察, 白银铁矿销售收入占公司营业总收入 22.7%, 毛利占集团毛利 21.1%。从细分成本及毛利角度观察, 矿产银克成本约 1.73 元, 毛利为 24.3%; 铁精矿吨成本为 170 元, 毛利为 71%。

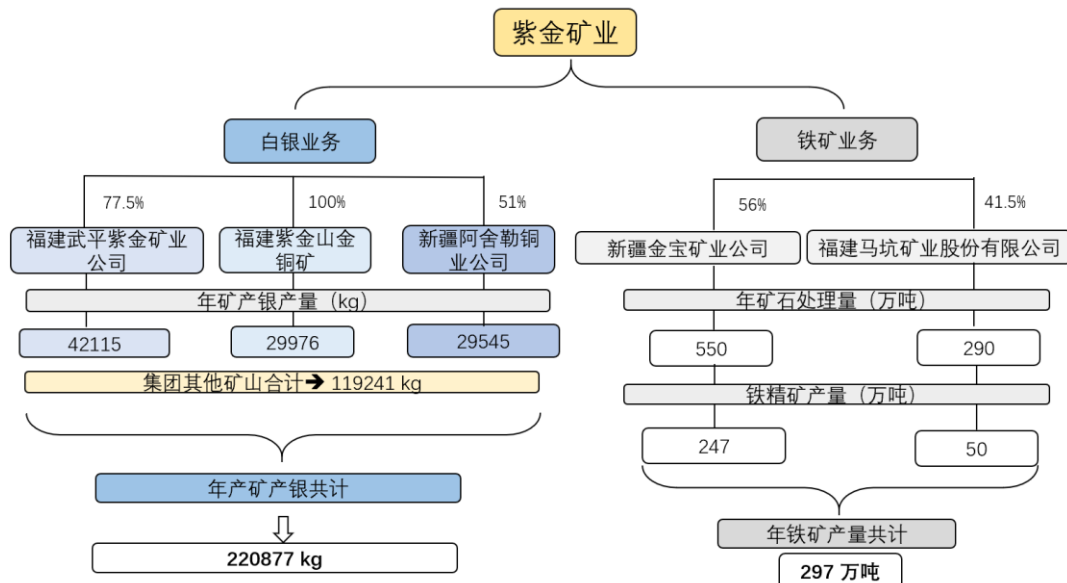
图 10: 紫金矿业白银铁矿业务拆分


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2.1.8 公司矿产银及铁矿业务由五个子公司开展 (三座矿山):

公司的白银与铁矿业务主要由五个子公司展开。矿产银业务主要聚焦于三家子公司进行, 共计年矿产银约 101.6 吨, 占公司矿产银总量的 46%。其中福建武平紫金矿业是公司唯一的在产银矿, 年矿银产量约 42.12 吨, 剩余矿产银均源于伴生银供给。公司铁矿业务主要由新疆金宝矿业公司 (56%) 及福建马坑矿业股份有限公司 (41.5%) 开展, 两公司年矿石处理能力共计 840 万吨, 铁精矿产量共计 297 万吨, 占公司铁矿总产量的 100%。

图 11:紫金矿业白银铁矿生产企业及矿山产量

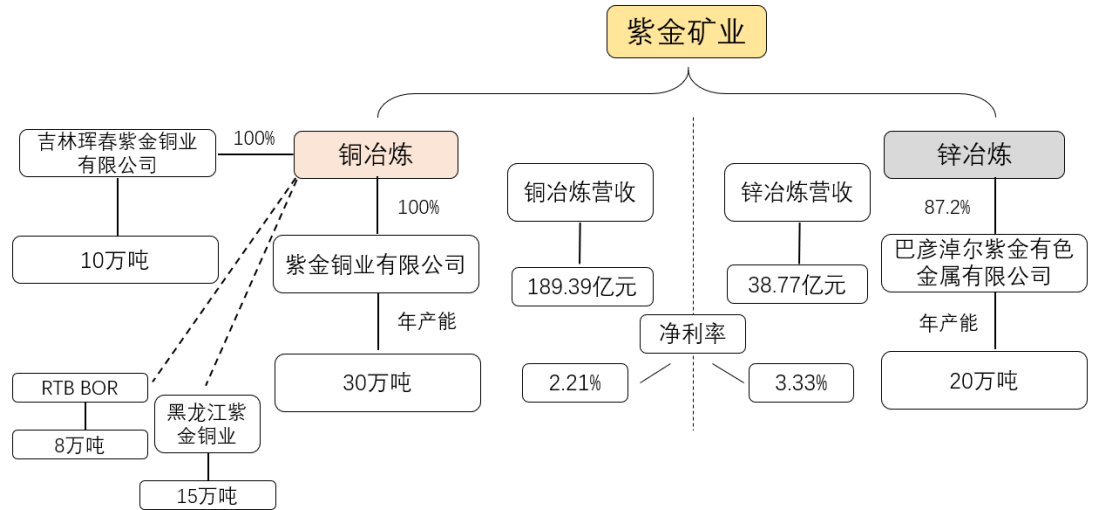


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2.2 公司铜冶炼产能有望升至 63 万吨, 锌冶炼产能 20 万吨

公司旗下拥有两个冶炼子公司, 分别进行铜冶炼及锌锭冶炼业务。铜锌年冶炼收入共计 228.16 亿元, 净利 5.476 亿, 净利率为 2.4%。其中铜冶炼年收入 189.39 亿元, 净利率 2.21%; 锌冶炼收入 38.77 亿元, 净利率 3.33%。公司冶炼收入及其利润变化主要与相关品种原矿供应的情况有关。公司铜冶炼当前主要由紫金铜业有限公司及吉林珲春紫金铜业有限公司进行 (持有 100% 权益), 其铜冶炼产共计 40 万吨/年; 此外, 考虑到 RTB BOR 8 万吨铜冶炼产能的并表及黑龙江紫金铜冶炼项目 15 万吨冶炼产能的竣工, 我们预计紫金矿业的铜冶炼产能有望升至 63 万吨。公司锌冶炼主要由巴彦淖尔紫金有色金属有限公司进行 (持有 87.2% 权益), 具有 20 万吨/年的锌冶炼产能。

图 12:紫金矿业冶炼业务拆分



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.3 在建及扩建项目有望提振公司金属产量

公司在国内的矿山投建项目较多，其中多宝山铜矿二期及黑龙江紫金铜业铜冶炼项目趋近完工。多宝山二期项目及黑龙江紫金铜业铜冶炼项目总金额分别为 24.77 亿元及 23 亿元，其中多宝山二期当前累计投入金额 14.23 亿元，工程投入占预算比例 75%，工程进度已经达到 81%；黑龙江资金当前已投入进而 20.6 亿，土建工程进度已到 95%，安装工程也达到 80%。多宝山铜矿二期达产后年铜产能将达到 8 万吨，该项目已于 2018 年底建成试投产；黑龙江紫金铜冶炼项目达产后预计年产铜 15 万吨。此外，陕南紫金礼县金矿项目及新疆紫金锌冶炼项目亦在积极进展，后期有望分别带来黄金 6 吨及锌 10 万吨的年产能。

表 5：紫金矿业在产锌铅矿山产量、品位及剩余开采年限

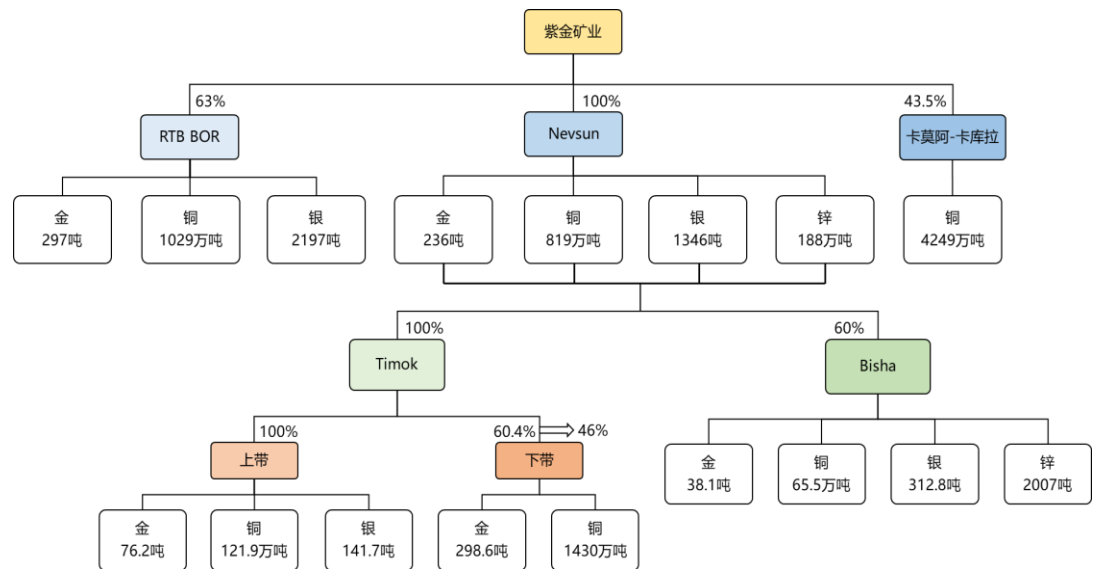
扩建计划	金额 (亿)	已投入金额	年矿产金 (吨)	备注
陕南紫金礼县金矿项目	14	6.56	6	二期可研报告已完成
			年产铜 (万吨)	
多宝山铜矿 2 期	24.77	14.23	8	工程进度 81%
黑龙江紫金铜业铜冶炼项目	23	20.6	15	土建工程 95% , 安装工程 80%
			年产锌 (万吨)	
新疆紫金有色锌冶炼项目	13.37	0.56	10	前期手续办理完成

资料来源：公开资料整理、东兴证券研究所

3. 境外三大主力项目助力公司后期业绩增厚

公司境外的三大主力项目分别为 RTB BOR, Nevsun 及卡莫阿-卡库拉项目, 其中 RTB BOR 和 Nevsun 均为公司在 2018 年境外并购的代表项目, 而卡莫阿-卡库拉则为公司 2015 年收购, 并在 2019 年完成卡库拉矿段预可研和 2019 年项目的初步经济评估。当前三个项目中仅有 RTB BOR 和 Nevsun 旗下的 Bisha 矿山是在产状态, 而 Nevsun 的 Timok 上下带矿, 卡莫阿-卡库拉项目等均为在建状态, 后期仍有较大资本开支需求。但另一方面, 考虑到 RTB BOR 和 Nevsun 的 Timok 矿均在塞尔维亚, 两个矿产项目的协同效应预期较强, 有助于项目整体经济效益的提升; 此外, 卡莫阿-卡库拉项目 2021 年后的产出实现有助于公司经营业绩的全面提升。

图 13: 紫金矿业境外三大主力项目权益及资源量



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

3.1 RTB Bor 项目是公司 2018 年境外并购的代表性项目之一

3.1.1 RTB Bor 为塞尔维亚唯一在产铜矿及冶炼厂

RTB BOR 是公司在 2018 年境外并购的代表性项目之一。RTB BOR 项目地处塞尔维亚, 是塞尔维亚唯一在产的铜矿及冶炼厂, 也是塞尔维亚共和国的国有铜业公司。该项目地处塞尔维亚波尔市, 距首都约 180km, 项目所涉及的交通运输、水源电力等条件成熟, 政治环境亦相对稳定。公司在 2018 年 Q4 以现金 3.5 亿美元对 RTB BOR 进行增资扩股并由此获得 RTB BOR 63% 的股权, 此次交易金额占公司 2017 年度经审计净资产 6.85%, 收购资金为公司自筹。

表 6: RTB Bor 项目的相关金属储量及占紫金总资源量比例

RTB BOR 项目							紫金权益	
品种	单位	储量	63%占紫金总资源量	产量/年	相关金属量	品位	储量	产量
金	吨	297.0	14%	1.087		0.15g/吨	63%	63%
铜	万吨	1029.0	21%	6.92	4.3	0.40%	187.11	0.68
银	吨	2197.0	165%	11.858		1.1g/吨	648.27	4.36
							1384.1	7.47

资料来源: 公司公告、公开信息整理, 东兴证券研究所

3.1.2 RTB BOR 项目由四个低品位铜矿山及一个冶炼厂构成

RTB BOR 项目保有资源储量较大, 旗下有三家子公司分别控制四个低品位铜矿山及一个冶炼厂。RTB 项目拥有 19.99 亿吨资源量, 其中铜、金及银金属储量分别为 1029 万吨、297 吨及 2197 吨; 相关铜、金及银金属品位分别为 0.39%、0.15 克/吨及 1.1 克/吨。RTB BOR 项目主要由旗下 RBB/RBM/TIR 三家子公司进行, 分别控制了 Majdanpek、Veliki Krivelj、New Cerovo 及 Jama 四座矿山及年产约 8 万吨阴极铜的冶炼厂。该项目四个矿山均为斑岩型铜金银类型矿床, 设计采选规模共计 2120 万吨, 实际采选规模 660 万吨, 年产矿产铜 4.25 万吨; 冶炼厂采用闪速熔炼工艺, 年产冶炼铜 8 万吨 (2018 年为 6.7 万吨, 因原材料供应不足导致产量略有下滑), 硫酸 35-40 万吨。

表 7: RTB BOR 项目旗下五个矿山设计采选规模及产量

矿山	设计采选规模	实际采选规模	矿产铜年产	硫酸年产	备注 (所有单位均为: 万吨)
Majdanpek	1000	600	1.76		目前南坑生产, 北坑停产
Veliki Krivelj	1000		2.24		露天开采+浮选工艺
New Cerovo	C1 矿已关闭, Primarno 将开发				露天采矿, C1 矿闭坑
Jama	120	60	0.2554		地下采矿+浮选工艺

冶炼厂

8

38

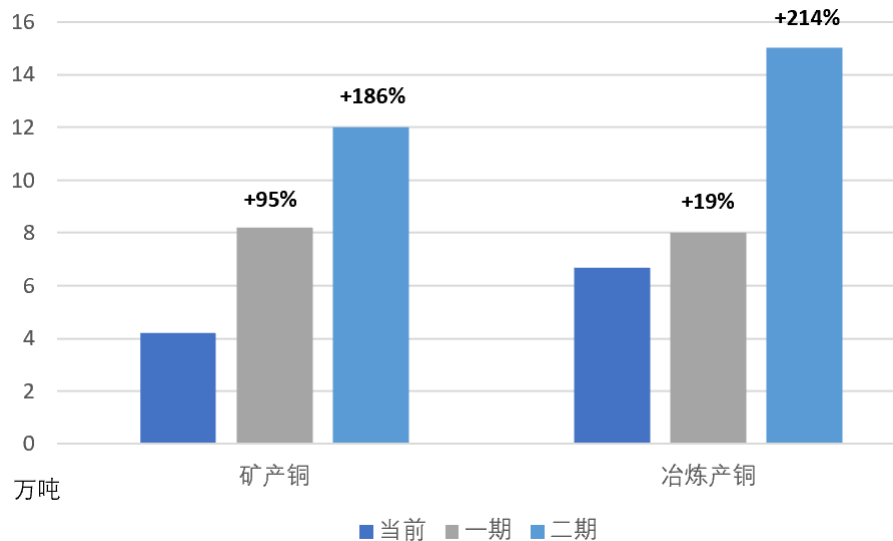
采用闪速熔炼工艺

资料来源: 公司公告, 公开资料整理, 东兴证券研究所

3.1.3 RTB BOR 项目并表为公司带来约 37.3 亿元收入, 2024 年技改完成后现金流贡献或至 84.78 亿元

RTB BOR 项目技改扩产潜力较大。当前 RTB BOR 项目正在进行技改扩建和新建, 6 年内仍有共计约 9.1 亿美元的资金投入需求 (约年均 1.52 亿美元支出)。技改项目分两期进行, 预计一期完成后 RTB 年矿产铜至 8.2 万吨, 冶炼产铜 8 万吨; 二期完成后项目年矿产铜可升至 12 万吨, 矿产金 1.45 吨, 矿产银 10.6 吨, 冶炼产铜达 15 万吨, 按各品种 2018 年均价计算, 保守估计 2019 年 RTB 项目对公司的现金流收入贡献约 37.3 亿元, 至 2024 年二期项目达成后能为紫金带来约 84.78 亿的营业收入。

图 14: RTB Bor 一期及二期扩建项目铜产出变化



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

表 8: RTB BOR 项目二期技改完成后的现金流贡献

产品	单位	产量	均价	收入(百万)	紫金权益(63%)
金	吨	1.45	290.5	421.2	265.3
铜	万吨	27	48141.4	12998.2	8188.8
银	吨	10.6	3.6	38.5	24.3
总计				13457.8	8478.4

资料来源: 公开资料整理, 东兴证券研究所

表 9: RTB BOR 对紫金矿产项目权益贡献量预测 (2019-2024)

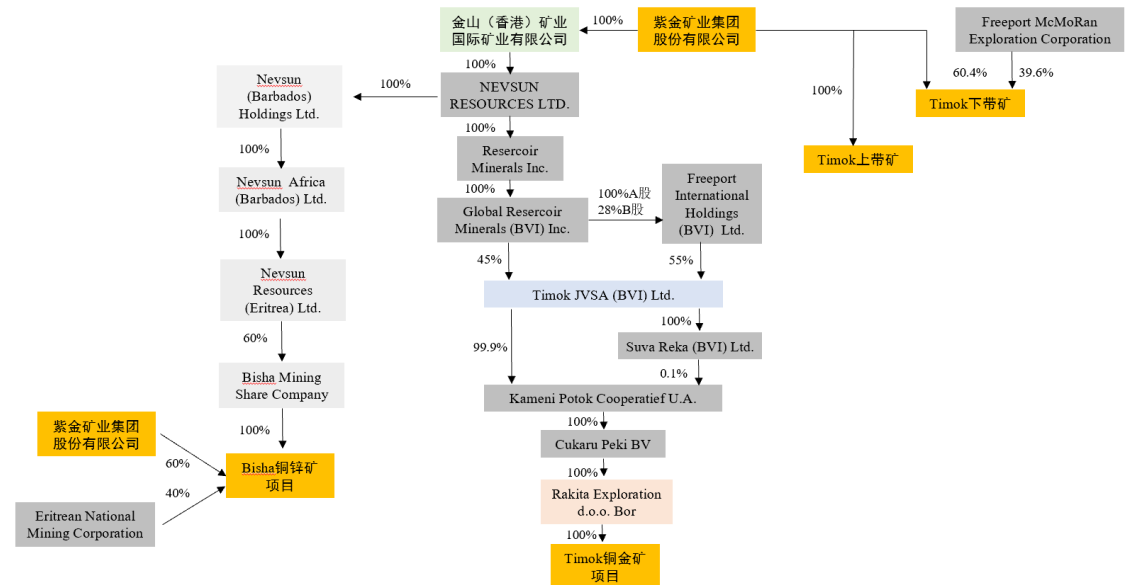
RTB	单位	2019	2020	2021	2022	2023	2024
矿产铜	万吨	2.68	4.13	5.16	6.67	7.18	7.68
冶炼铜	万吨	5.04	5.04	5.04	7.68	8.57	9.45
矿产金	吨			0.37	0.55	0.73	0.91
矿产银	吨			2.67	4	5.34	6.68

RTB 2020 年完成一期项目 80%，2021 年一期达产，按规划 2024 年 RTB 二期将达产
 2022 二期产能预计达到 60%，2023 达到 80%，2024 完全达产。

资料来源：公开资料整理、东兴证券研究所

3.2 Nevsun 项目全面提升公司多元化资源储备

Nevsun 是公司 18 年收购的另一个有代表性的大型矿业项目。Nevsun 是一家主要进行铜、锌、金、银等矿产资源勘查及开发的公司，其拥有两大核心资产，分别是塞尔维亚 Timok 铜金矿及厄立特里亚 Bisha 铜锌矿。其中 Timok 铜金矿为开发中矿山，分为上、下带矿（上带矿为高品位铜金矿，拥有 100% 权益，下带矿为大型斑岩铜矿，预期权益稀释至 46%）；Bisha 铜锌矿为在产矿山（权益 60%），Timok 及 Bisha 合计拥有 27 个探矿权。公司在 2018 年 Q4 以每股 6 加元共计 18.58 亿加元价格现金要约收购 Nevsun，当前 Nevsun 已从多伦多和纽约证券交易所退市。

图 15: 紫金矿业与 Nevsun 股权结构


资料来源：公司公告，公开资料整理，东兴证券研究所

公司收购 Nevsun 后有助于公司资源储备增厚。按 Timok 上带矿 100%、下带矿 46% 及 Bisha 60% 权益核算，Nevsun 资源权益总量分别为金金属 236 吨，铜金属 819 万吨，锌金属 188 万吨及银金属 1346 吨，占公司收购前各

金属资源储量的 18%、26%、20%及 161%。

表 10: Nevsun 资源权益总量及占公司资源储量比例

Nevsun 资源权益总量 Bisha + Timok			
品种	单位	金属储量	占公司资源储量比例
金	吨	236	18%
铜	万吨	819	26%
锌	万吨	188	20%
银	吨	1346	161%

资料来源: 公司公告, 公开资料整理、东兴证券研究所

3.2.1 Timok 铜金矿: 尚未开发的高储量铜金矿

Timok 铜金矿位于塞尔维亚东部, 具有良好的水电及运输条件, 当前尚未开发。Timok 铜金矿项目总矿石储量为 17 亿吨, 含铜金属量约 1558 万吨, 平均品位 0.916%; 金金属量 380 吨, 平均品位 0.224 克/吨。该项目由 Nevsun 合资子公司 Rakita exploration d.o.o Bor 持有, 项目分为上带矿和下带矿并有与之对应的 A 类股及 B 类股。Nevsun 持有 A 类股 (上带矿) 100% 股权, B 类股 (下带矿) 预期为 46% 股权 (Timok 上下带矿可研报告完成后, Freeport 下带矿实际权益增至 54%)。按最终权益核算, Nevsun 在 Timok 铜金矿的权益铜金属量为 786 万吨, 金金属量 219 吨。

表 11: Timok 总资源储量及上下带矿资源权益量

Timok 总资源储量		Nevsun Timok (上带矿+下带矿) 资源权益量			
矿石量	17 亿吨	矿石量	万吨	80929	项目年均总成本 21346 万美元
铜金属量	1558 万吨	铜金属量	万吨	779.7	单位总成本 75 美元/吨
金金属量	380 吨	金金属量	吨	213.5	单位经营成本 61.39 美元/吨

资料来源: 公司公告, 公开资料整理、东兴证券研究所

3.2.2 Timok 上带矿: 全球内部收益率最高的铜矿项目

Timok 上带矿为高品位块状金铜矿, 是当前全球内部收益率最高的铜矿项目。Timok 上带矿拥有矿石储量 4615 万吨, 其中铜、金及银金属储量分别为 121.9 万吨、76.2 吨及 141.7 吨; 铜、金及银品位分别为 2.71%、1.7 克/吨及 3.16 克/吨。Timok 上带矿有显著的高品位矿体, 其高品位矿石量约 295 万吨, 铜金属量 36 万吨 (平均品位高达 12.3%), 金金属量 25 吨 (平均品位达 8.67 克/吨)。从成本收益角度看, 上带矿的初始资本投入约 5.74 亿美元 (该数据为外方预期, 紫金公告预期降低 1 亿美元至 4.74 亿美元), 预计采矿和选矿直接成本分别为 22.88 美元/吨及 8.05 美元/吨。而根据公司估值结果观察, 按 8% 贴现率及 3.15 美元/磅统计推算, Timok 上带矿的 NPV 为 18.2 亿美元, IRR 可高达 80%, 为全球收益率最高的铜矿项目。

表 12: Timok 上带矿资源储量及相关开采成本

Timok 上带矿			全球内部收益率最高的铜矿项目 (80%IRR)		
品种	单位	储量	品位	服务年限	采矿直接成本
矿石量	万吨	4615.0		13	22,88 美元/吨
铜金属量	万吨	121.9	2.71%		选矿直接成本
金金属量	吨	76.2	1.7g/t		8.05 美元/吨
银金属量	吨	141.7	3.16/t		

资料来源: 公司公告, 公开资料整理, 东兴证券研究所

3.2.3 Timok 上带矿: 预计 2021 年会有产出实现, 2022 年对公司现金流贡献或达 82.9 亿元

Timok 上带矿开发进展良好, 预计 2021 年将会有产出实现。上带矿设计生产服务年限约 13 年 (其中投产期 2 年, 达产期 7 年, 减产期 4 年)。当前上带矿的勘查工作已经完成, 按进度 2019 年内即可开始建设计划 (时间较前期 2020 年建设规划提前), 考虑到项目建设期约 2.5 年, 预计至 2021 年上带矿可完成达产规划。达产后 Timok 上带矿预计开采规模为 330 万吨/年, 年均铜产量为 8.6 万吨 (前 3 年年均产铜量可达 14.8 万吨)。按照 2019H1 的金属均价测算, 预计 2021 年 Timok 上带矿可产生 19.23 亿现金流贡献, 至 2022 年随着铜及金产出规模的增大, Timok 上带矿对公司的现金流贡献或会达到 82.9 亿元。

表 13: 紫金矿业在建及扩建项目

生产期	投产期	达产期						
		年份	2021	2022	2023	2024	2025	2026
年份	(年)							
铜金属量	万吨	5.15	13.54	14.49	12	8.7	4.77	4.68
金金属量	吨	2.5	6.1	5.0	3.6	2.0	0.7	0.7

生产期		达产期			减产期		
年份	(年)	2028	2029	2030	2031	2032	2033
铜金属量	万吨	6.88	6.85	6.42	6.42	5.97	4.58
金金属量	吨	1.3	1.3	1.2	1.2	1.1	0.9

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

表 14: Timok 上带矿 2021 及 2022 年现金流预期

		2021			2022		
产品	单位	产量	均价	收入(百万)	产量	均价	收入(百万)
金	吨	2.5	290.5	726.1	6.1	290.5	1771.8
铜	万吨	5.15	48141.4	2479.3	13.54	48141.4	6518.3
总计				3205.4			8290.1

资料来源: 公开资料整理、东兴证券研究所

3.2.4 Timok 下带矿: 46%权益核增增厚公司铜金属储量 657.8 万吨, 金金属量 137.4 吨。

Timok 下带矿为全球排名前十的铜矿开发项目, 是有显著资源储量的超大斑岩型铜矿, 但不具有明确可行的开采性计划。Timok 下带矿拥有矿石资源储量 16.59 亿吨, 其中铜金属储量 1430 万吨, 品位 0.86%; 金金属储量 298.59 吨, 品位 0.18 克/吨。当前 Nevsun 通过持有 Rakita 享有 Timok 下带矿 60.4% 的权益, Freeport 持有剩余 39.6% 权益。根据 Nevsun 与 Freeport 的合资协议, 当 Timok 上下带铜矿的可研报告完成后 (截止日为 2025 年 5 月 4 日前), Freeport 有权收购 Timok JSVA 20% 的增项权益, Nevsun 在 Rakita 公司的持股比例将降到 25%, 由此会导致 Nevsun 在 Timok 下带矿的实际权益由 60.4% 降至 46%。根据 46% 权益核算, Timok 下带矿会增厚公司铜金属储量 657.8 万吨, 金金属量 137.4 吨。从实际开发进展观察, Timok 下带矿当前依然处于勘探阶段, 暂时未有详细开发方案, 因此近年内对公司无现金流贡献。

表 15: Timok 下带矿相关资源量及归属紫金权益储量 (46% & 60.4%)

Timok 下带矿			全球铜矿开发项目排名第 7	46%	60.40%	
矿石量	万吨	165900	金属品位	76314	100203.6	
铜金属量	万吨	1430	0.86%	权益核算	657.8	863.72

金金属量	吨	298.59	0.18g/t	137.35	180.3484
-------------	---	--------	---------	---------------	-----------------

资料来源: 公司公告, 公开资料整理, 东兴证券研究所

3.2.5 Bisha 项目: 年开采能力 2000 万吨的在产铜锌矿项目

Bisha 铜锌矿项目是 Nevsun 当前唯一能够产生直接现金流的在产项目。Bisha 项目位于厄立特里亚, 距首都约 150km, 具有良好的交通及水电条件。该项目由 Nevsun 和厄立特里亚国家矿业公司共同合资的 Bisha Mining Share Company 持有 (占比分别为 60%及 40%), 其拥有 Bisha 和 Harvena 两个采矿权和两份外围探矿权, 其中采矿权面积共计 24km², 探矿权面积共计 814km²。从矿段观察, Bisha 拥有 Bisha、Harena、Northwest、Hambok、Asheli 五个矿段, 其中 Bisha 和 Harena 为在产主矿段; Northwest、Hambok、Asheli 离主矿段较近, 目前仍处勘查阶段。

表 16: Bisha 矿床资源量及归属 Nevsun 权益

Bisha 矿床资源量 (Nevsun 60%)					
品种	单位	储量	品位	矿山年均成本	Nevsun 权益
金金属量	吨	38.06	0.57g/t	19139.66 万美元	22.84
铜金属量	万吨	65.54	1.02%	单位总成本	39.32
锌金属量	万吨	312.81	4.66%	79.75 美元/吨	187.69
银金属量	吨	2007.25	29.87g/t		1204.35

资料来源: 公司公告, 公开资料整理, 东兴证券研究所

Bisha 项目具有较显著的资源储量。Bisha 项目合计资源矿石量为 6719 万吨, 年开采能力为 2000 万吨/年, 选矿能力为 240 万吨/年。其中金、铜、锌及银金属储量分别为 38 吨、65.5 万吨、312.8 万吨及 2007.3 吨, 按 60%权益归属 Nevsun 相关金属储量为: 金 22.84 吨、铜 39.32 万吨、锌 187.7 万吨及银 1204.4 吨。

表 17: Bisha 矿床矿石量及金属量细列

矿床	NSR	矿石量	品位				金属量			
			(\$/t)	(Mt)	Cu(%)	Zn(%)	Ag(g/t)	Au(g/t)	Cu(kt)	Zn(kt)
Bisha	38.5	18.38	0.99	6.21	46.08	0.69	182.59	1141.9	846.88	12.64
Harena	41	32.47	0.5	3.81	39.8	0.5	161.03	1238.44	1292.33	16.1

Ashelli	105	2.4	1.01	0.66	13.06	0.82	43.01	28.22	55.49	3.47
Hambok	43.45	6.88	0.63	1.85	10.02	0.2	43.01	127.6	68.94	1.4
Northwest	39.7	4.25	1.01	0.66	13.06	0.82	43.01	28.22	55.49	3.47
总计		67.19	1.02	4.66	29.87	0.57	655.38	3128.05	2007.25	38.06

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

3.2.6 Bisha 矿仍有 9 年的服务期限,2024 年后进入 4 年减产期

Bisha 矿段已有超过 8 年的生产历史, 后续服务期为 9 年。Bisha 矿段自 2008 年建设并于 2011 投产。矿山自 2011-2013 年主要开采近地表氧化金矿石; 2013-2016 年以开采高品位铜矿为主; 2016 年后转入开采相对较深的原生硫化物锌矿为主, 铜为伴生矿种。2018 年 Bisha 矿山采矿量为 235 万吨, 锌品位为 7.02%, 铜品位为 1.15%, 金品位为 0.79 克/吨, 银品位为 48.55 克/吨。Bisha 矿山预计存续期至 2027 年 (共 9 年), 其中 2019-2023 年为达产期 (5 年), 2024-2027 年为减产期 (4 年)。

3.2.7 Bisha 铜锌矿项目在 2019 年或有 25.15 亿元的权益现金流贡献

Bisha 铜锌矿对公司的利润贡献可能逐渐显现。Bisha 项目在 2016 年曾实现 8.27 亿美元利润, 但 2017 年却出现 2.58 亿美元亏损, 从公司已公布的财务数据观察, Bisha 2018H1 的利润已经完全覆盖 2017 年全年的亏损。Bisha 矿利润的大幅变化主要同矿石性质变化有关, 公司在 2017 年将铜生产转至锌生产, 从而导致矿石回收率的偏低。但 2018 年公司已顺利解决矿石生产率的问题, 这从公司 2018 利润率的显著回升可以看出。预计 2019 年 Bisha 项目可直接为公司产生正面的现金流贡献, 根据当前的生产规划, **Bisha 在 2019 年可产出 14 万吨锌、1.9 万吨铜, 0.3 吨金及 59.7 吨银, 合计现金流收入预估为 41.92 亿元, 折合至公司权益约 25.15 亿元。**

表 18: Bisha 矿各矿种产量预期 (2019-2027)

年份	生产期						达产期					减产期			
	年	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	
锌金属量	万吨	14.0	13.0	12.5	11.7	10.3	9.2	3.0	2.4	1.5					
铜金属量	万吨	1.9	1.9	1.6	1.5	1.5	1.6	0.8	0.6	0.4					
金金属量	吨	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.1	0.1					

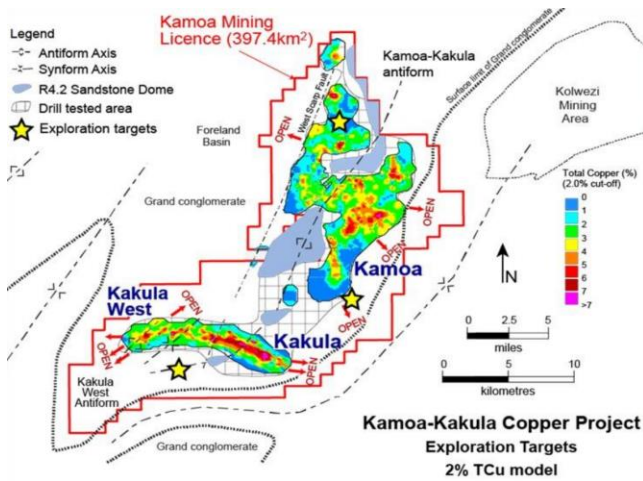
银金属量	吨	59.7	59.9	56.6	50.3	43.2	45.1	19.0	17.5	11.3
------	---	------	------	------	------	------	------	------	------	------

资料来源: 公开资料整理、东兴证券研究所

3.3 卡莫阿项目: 公司海外最具价值和影响力的大型铜矿项目

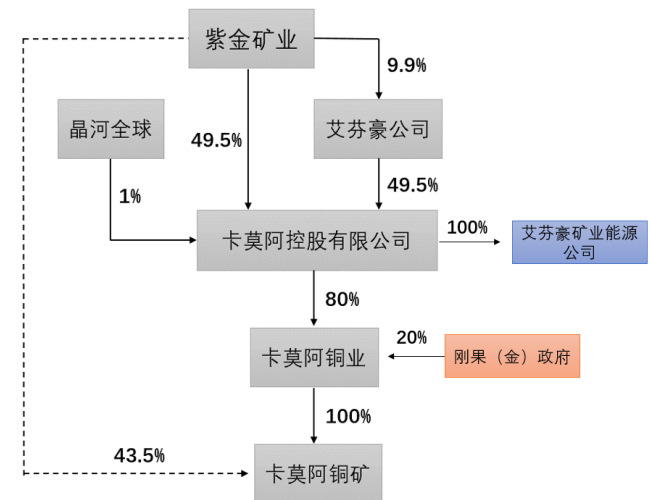
卡莫阿-卡库拉是公司海外最具价值及影响力的大型铜矿项目。该项目是近年来全球发现的第二大未开发铜矿, 也是当前非洲已存的最大铜矿, 其具有高储量及高品位特点。其中累计铜资源储量 4249 万吨, 平均品位 2.6%, 矿不仅资源储量巨大, 品位亦大幅高于当前全球铜矿平均 0.65% 的入选品位。公司在 2015 年由全资子公司金山(香港)国际矿业有限公司耗资 4.12 亿美元对艾芬豪矿业持有的卡莫阿控股公司 49.5% 的股权进行收购, 卡莫阿控股公司持有卡莫阿铜业公司 80% 权益(剩余 20% 股权由刚果(金)政府持有), 而卡莫阿铜业公司则 100% 拥有卡莫阿铜矿项目。收购完成后紫金矿业总计拥有卡莫阿铜矿 43.5% 的权益。

图 16: 卡莫阿-卡库拉采矿权位置及相关讯息



资料来源: Kamoakakula Copper SA 2018, 东兴证券研究所

图 17: 紫金矿业卡莫阿项目股权结构图



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

表 19: 卡莫阿-卡库拉项目资源储量

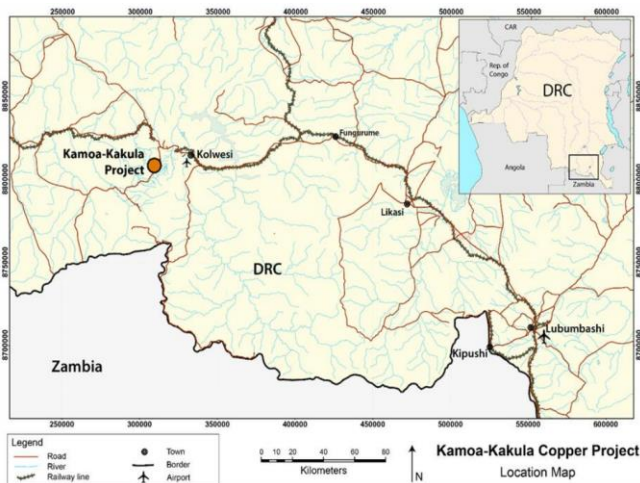
卡莫阿-卡库拉项目资源储量							
储量	类别	吨数 (百万)	面积 (平方千米)	铜品位 (%)	垂直厚度 (米)	含铜量 (千吨)	含铜量 (十亿磅)
卡莫阿	控制的	759	50.7	2.57	5.5	19500	43.0
	推断的	202	19.4	1.85	3.8	3740	8.2
卡库拉	控制的	585	19.4	2.92	10.8	17100	37.7
	推断的	113	5.5	1.90	7.3	2150	4.7
项目合计	控制的	1340	70.1	2.72	6.9	36600	80.7
	推断的	315	24.9	1.87	4.6	5890	13.0

资料来源: Orewin 2018、东兴证券研究所

3.3.1 卡莫阿-卡库拉项目所处地段的生产设施持续升级

卡莫阿-卡库拉项目地处非洲中部, 周边电力供应及交通设施已获得升级保障。卡莫阿-卡库拉项目位于刚果民主共和国内非洲中部的铜矿带上, 主要由三个矿段组成, 分别是卡库拉矿段、坎索克矿段、卡库拉西矿段。项目距科卢韦齐镇以西约 25 公里, 距离省会卢本巴希以西约 270 公里。矿区交通设施相对便利, 艾芬豪公司将道路网络进行了升级, 从科卢韦齐通过 Kasekelesa 村和 Musakantanda 村即可到达矿区, 此外矿区以北约 10 公里处有从卢本巴希到安哥拉洛比托镇长达 1500 公里的铁路和电力线路。矿区的电力将由刚果(金)国家电力公司的优先供应, 而国家电力公司的三座发电厂的修复资金则由公司卡莫阿控股的全资子公司艾芬豪矿业能源公司提供。当前刚果(金)境内的 Mwadingusha 水电站的升级改造工作已经完成, 其发电能力已增加至 32 兆瓦(之前为 11 兆瓦), 2019 年该水电站剩余的 3 台发电机也将升级完成, 预计总装机能量可以达到 71 兆瓦, 这意味着卡莫阿-卡库拉项目的供电将获得有效保障。

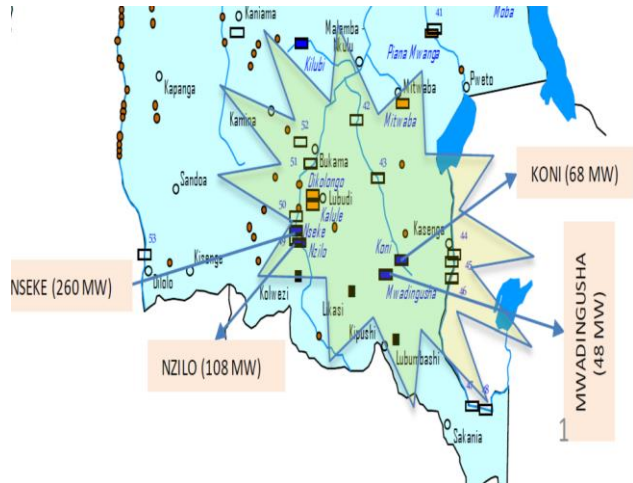
图 18: 卡莫阿-卡库拉项目交通情况



资料来源: Ivahoe 2017, 东兴证券研究所

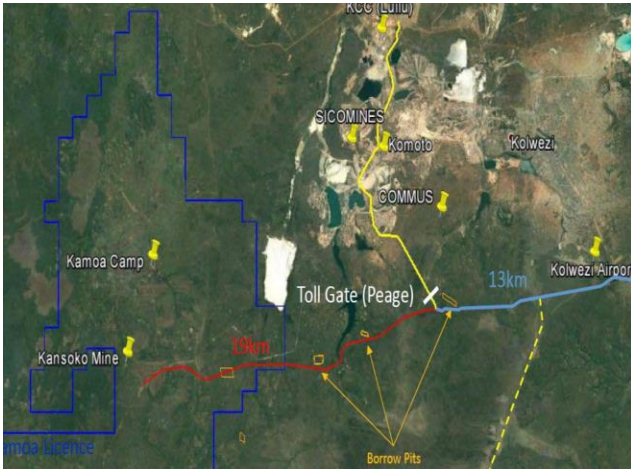
图 20: 通往卡莫阿的相关道路及设施

图 19: 卡莫阿-卡库拉项目输电站位置



资料来源: Ivahoe 2017, 东兴证券研究所

图 21: 卡莫阿铜矿通往洛比托港口的铁路系统



资料来源: MDM 2017, 东兴证券研究所



资料来源: Grindrod 2017, 东兴证券研究所

3.3.2 卡库拉矿段或在 2021 年对公司产生 24 亿元的现金流贡献

卡库拉预可研大幅提升了卡库拉矿段的资源量。2019 年卡库拉预可研估算卡库拉的铜矿石储量约 1.2 亿吨, 平均铜品位 5.48%, 矿山服务 25 年, 总计生产约 980 万吨高品位铜精矿 (含铜量 560 万吨)。矿段拥有控制级别的铜金属资源量较 2017 年公布的数据增长超 50% 至 1925 万吨 (控制级别 1710 万吨, 品位 2.92%; 推断级别 215 万吨, 品位 1.9%), 矿体走向亦由之前的 7.7 公里延伸到 13.3 公里。

从矿石处理能力观察, 卡库拉将首先拥有年处理 600 万吨的采矿能力, 计划按 300 万吨规模分两期建成。生产首期的矿石品位高达 7.1%, 前十年的矿石平均铜品位 6.4%。从产铜数量来看, 卡库拉前十年预计年均产铜 29.1 万吨, 第四年铜产量可以达到 36 万吨。从成本角度观察, 卡库拉产铜全现金成本平均为 1.23 美元/磅, 其中前 1-5 年为 1.08 美元/磅, 前 1-10 年为 1.14 美元/磅, 这远低于部分铜矿现存的 2.5 美元/磅的水平。

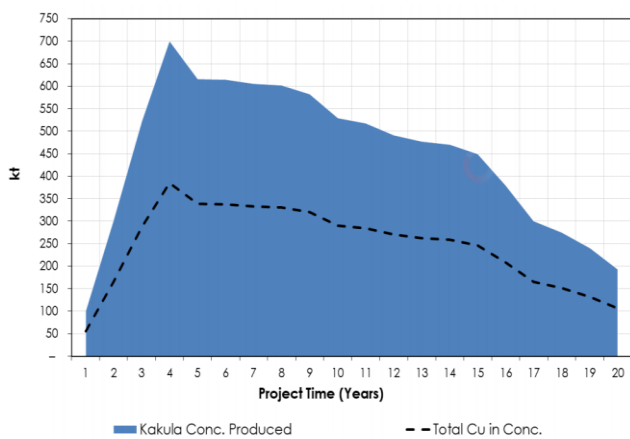
表 20: 卡莫阿-卡库拉项目矿山成本核算

矿山成本核算 (美元/磅)			
平均成本	第 1-5 年	第 1-10 年	总矿山开采年限
开矿费	0.45	0.51	0.60
运输费	0.31	0.31	0.31
粗炼精炼加工费	0.15	0.15	0.15
土地使用费与出口税	0.17	0.17	0.17
总成本	1.08	1.14	1.23

资料来源: Ivanhoe, 东兴证券研究所

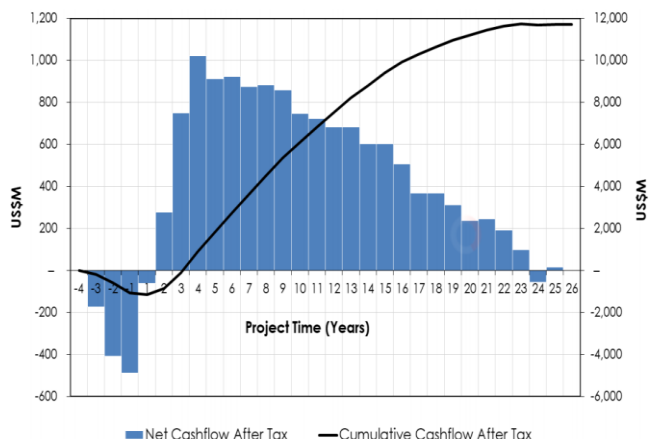
卡库拉矿段的建设进度良好, 2021 年即可对公司产生现金流贡献。当前卡库拉矿端两条主斜坡道已完成施工, 正在进行井下进矿巷道+通风竖井等地下工程施工。此外, 卡库拉矿体南侧一通风斜井的井口开挖槽已经完工。预计卡库拉 2021 年可产铜 10.8 万吨 (2021Q3 投产, 按年产计划 18 万吨的 60% 计算), 归属公司权益 4.7 万吨, 归属公司现金流收入约 24 亿; 至 2024 年预期达到年产 36 万吨的水平, 归属公司现金流收入达到 76.9 亿元。

图 22: 卡库拉精铜产量预估 (千吨)



资料来源: MDM 2017, 东兴证券研究所

图 23: 卡库拉铜矿预期累计现金流回报

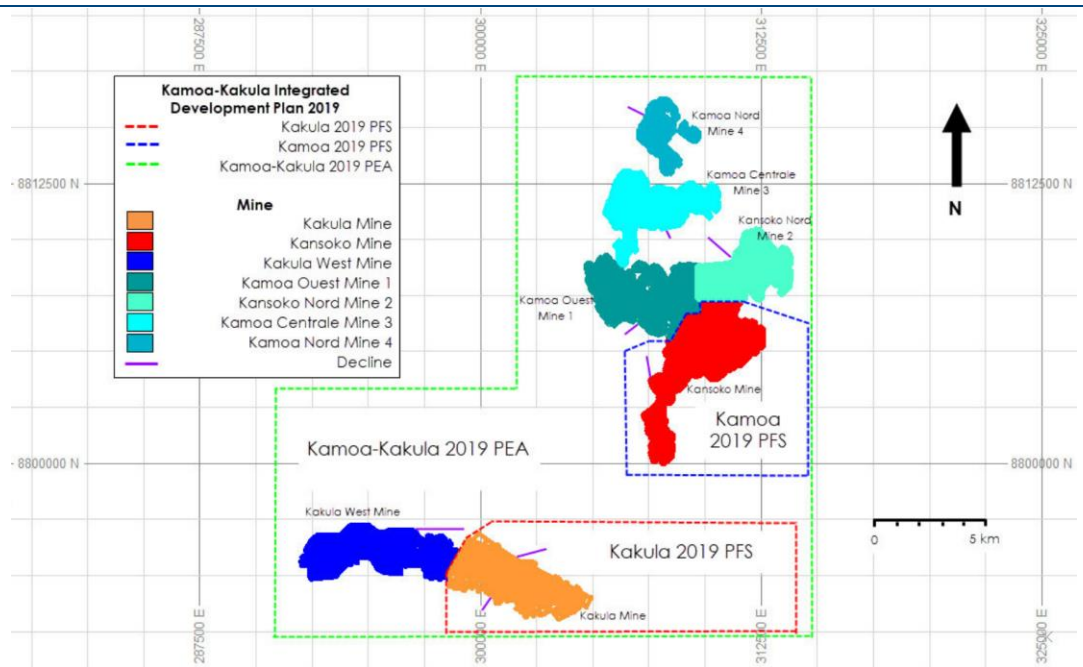


资料来源: Grindrod 2017, 东兴证券研究所

3.3.3 卡莫阿-卡库拉项目有助公司未来业绩的实质性提升

卡莫阿-卡库拉项目具有巨大资源潜力及产量潜力, 有助于公司未来业绩的实质性提升。卡莫阿-卡库拉铜矿项目矿石量为 16.55 亿吨, 铜金属资源量由收购时的 2400 万吨上涨 77% 至 4249 万吨, 平均品位 2.56%。矿山服务年限增至 37 年, 服务期内合计产铜预估为 1746 万吨, 其中前 10 年年均产铜 38.2 万吨, 第 12 年产铜可达 74 万吨 (将跻身成为全球第二大铜矿)。此外, 卡莫阿-卡库拉项目有 1800 万吨的矿石年处理量升级计划及 100 万吨铜精粉闪速冶炼项目的建设计划。从矿石处理量升级计划观察, 在卡库拉 600 万吨年矿石处理能力升级完成后, 坎索克矿端和卡库拉西矿端的矿石处理能力将分别提升 600 万吨, 令项目总矿石年处理量达到 1800 万吨。从铜精粉闪速冶炼项目观察, 冶炼厂建设预计在 5 年内完成, 这有助于整个项目 TC 费用的减少及运输费用的节省。

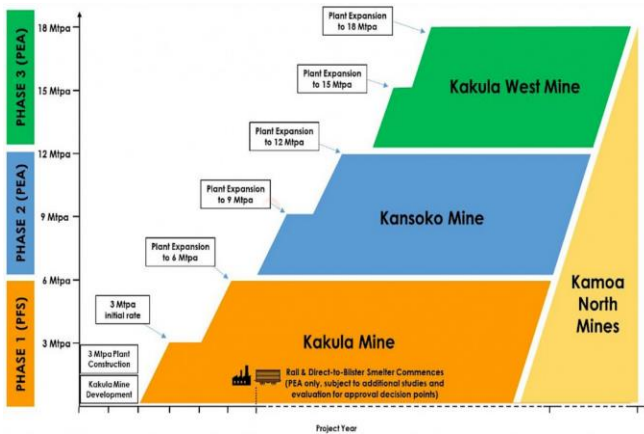
图 24: 卡莫阿-卡库拉项目 2019 预可研及项目经济评估总览



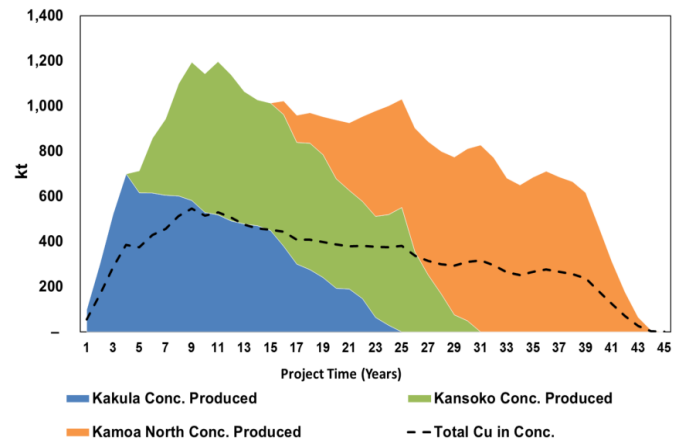
资料来源: Orewin, 东兴证券研究所

图 25: 卡莫阿-卡库拉 1800 万吨矿石处理升级计划

图 26: 卡莫阿-卡库拉项目铜产量及分矿段运营周期规划



资料来源: Orewin 2018, 东兴证券研究所



资料来源: Orewin 2018, 东兴证券研究所

表 21: 卡莫阿-卡库拉项目各矿段铜产量预估及归属紫金权益详列 (2021-2057)

万吨	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
卡库拉	18*0.6	24	30	36	36	36	33	30	27	21
坎索克								20	36	36

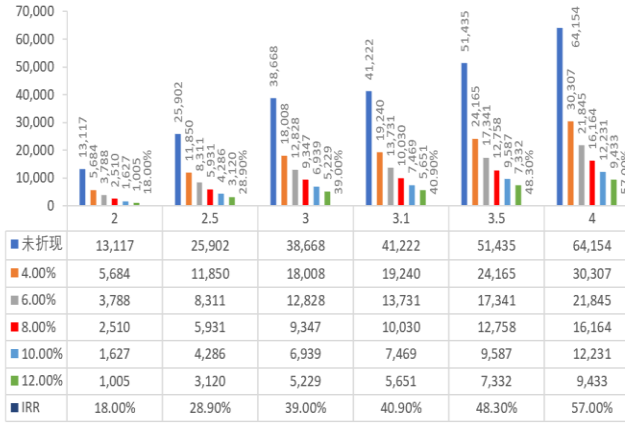
卡库拉西										
合计	18*0.6	24	30	36	36	36	33	50	63	57
归属紫金权益	4.7	10.4	13.1	15.7	15.7	15.7	14.4	21.8	27.4	24.8
万吨	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040
卡库拉	18	18	18	18	18	18	18	18	18	18
坎索克	36	36	36	34	30	30	29	29	29	25
卡库拉西		20	30	30	30	30	30	30	30	28
合计	54	74	84	82	78	78	77	77	77	71
归属紫金权益	23.5	32.2	36.5	35.7	33.9	33.9	33.5	33.5	33.5	30.9
万吨	2041	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050-2057
卡库拉	18	18	18	18	18					
坎索克	23	23	23	20	20	20	16			
卡库拉西	26	25	25	24	24	24	22	22	20	18
合计	67	66	66	62	62	44	38	22	20	18
归属紫金权益	29.1	28.7	28.7	27.0	27.0	19.1	16.5	9.6	8.7	7.8

资料来源: 公司公告, 公开资料整理, 东兴证券研究所

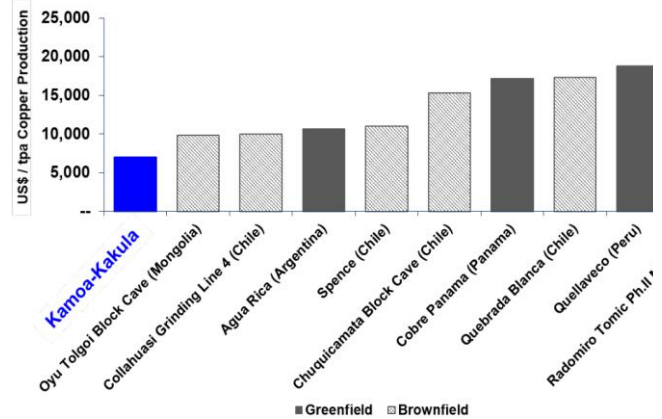
2019年艾芬豪矿业公布的初步经济评估结果显示卡莫阿-卡库拉拥有巨大的经济价值, 并将助力公司远期业绩增厚。根据常态化的铜价为3.1美元/磅的长期铜价假设, 8%折现率下该项目的IRR为40.9%, NPV高达100亿美元。若按近年来铜价成本支撑2.5美元/磅水平观察, 8%折现率下的项目IRR和NPV分别为28.9%及59.31亿美元。考虑到公司占项目权益43.5%, 在中性偏悲观2.5美元/磅的铜价假设下, 项目折合到公司权益净现值为25.23亿美元, 约合172亿人民币。此外, 卡莫阿-卡库拉项目的吨铜资本密集率是当前全球超过20万吨铜矿在开发项目中最低的, 这意味着卡莫阿项目利润率的偏高并对公司远期业绩有明显增厚效应。

图 27: 卡莫阿-卡库拉 2019 初步经济评估

图 28: 全球超 20 万吨大型铜矿项目吨铜资本密集率排名



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所



资料来源: Wood Mackenzie, 东兴证券研究所

4. 盈利预测及估值

我们预计公司 2019 年-2021 年营业收入分别为 125.1 亿元、136.6 亿元和 154.1 亿元, 增速分别为 18%、9.2% 和 12.8%; 对应 EPS 分别为 0.2/0.24/0.33 元/股, 对应现价 PE 分别为 18/15/11。公司在 2019 年 Q1 的矿产金、铜及锌产量分别已经出现 27%、42%及 26%的增长, 公司已有项目的稳定经营及扩建项目的逐步完工有助公司矿产品产量的稳定增长; 公司境外在产项目 RTB BOR 和 Nevsun 旗下 Bisha 项目的并表有助公司产量规模的扩大; 而 Nevsun Timok 上带矿及卡莫阿-卡库拉项目在 2021 年的产量释放则将大幅提振公司业绩。此外, 黄金与铜价整体重心上移的预期叠加公司海外项目产量释放的良性预期均有助于公司营收的扩张和利润的增长。我们的核心假设基于以下数据:

表 22: RTB/TIMOK/BISHA/卡莫阿金属产量预测表 (2019-2024)

	RTB	单位	2019	2020	2021	2022	2023	2024
矿产铜	万吨	2.68	4.13	5.16	6.67	7.18	7.68	
冶炼铜	万吨	5.04	5.04	5.04	7.68	8.57	9.45	
矿产金	吨			0.37	0.55	0.73	0.91	
矿产银	吨			2.67	4	5.34	6.68	

RTB 2020 年完成一期项目 80%, 2021 年一期达产, 按规划 2024 年 RTB 二期将达产
2022 二期产能预计达到 60%, 2023 达到 80%, 2024 完全达产。

		Nevsun TIMOK 上带					
年份	(年)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
铜金属量	万吨			3.1	13.54	14.49	12
金金属量	吨			1.5	6.1	5	3.6

		Bisha		
年份	年	2019	2020	2021
锌金属量	万吨	8.4	7.8	7.5

铜金属量	万吨	1.14	1.14	0.96			
金金属量	吨	0.18	0.18	0.18			
银金属量	吨	35.82	35.94	33.96			
	万吨	2019	2020	2021	2022	2023	2024
卡库拉	万吨			10.8	24	30	36
坎索克	万吨						
卡库拉西	万吨						
合计	万吨			10.8	24	30	36
归属紫金权益	万吨			4.7	10.4	13.1	15.7

注: Timok 上带矿及卡库拉矿均计划于 2021 年 Q3 实现产出, 因此产出量为原年计划量的 60% 预估;

资料来源: 公司公告, 公开资料整理、东兴证券研究所

表 23: 紫金矿业金属产量及收入成本毛利预测

金属产量		2018	2019E	2020E	2021E	金属价格		2018	2019E	2020E	2021E
矿产金	吨	37	39	39	40	矿产金	元/克	252	295	310	320
冶炼金	吨	205	215	226	237	冶炼金	元/克	270	295	310	320
矿产铜	万吨	25	35	40	54	矿产铜	元/吨	35353	48300	49000	50000
冶炼铜	万吨	43	45	47	49	冶炼铜	元/吨	43499	48300	49000	50000
矿产锌	万吨	28	35	38	40	矿产锌	元/吨	14186	21100	21150	21300
冶炼锌	万吨	18	16	16	15	冶炼锌	元/吨	20205	21100	21150	21300
矿产银	吨	221	275	311	348	矿产银	元/克	2	4	4	4
铁矿	万吨	250	250	250	250	铁矿	元/吨	588	680	750	750
收入						成本					
矿产金	亿元	92	115	121	127	矿产金	亿元	63	69	67	66
冶炼金	亿元	554	635	701	760	冶炼金	亿元	552	633	697	755
矿产铜	亿元	88	169	197	297	矿产铜	亿元	85	91	105	148
冶炼铜	亿元	189	217	228	245	冶炼铜	亿元	95	210	221	235
矿产锌	亿元	40	74	91	107	矿产锌	亿元	14	27	41	54
冶炼锌	亿元	37	35	33	32	冶炼锌	亿元	36	34	32	32
矿产银	亿元	5	10	12	15	矿产银	亿元	4	7	8	9
铁矿	亿元	15	17	19	19	铁矿	亿元	4	3	4	6
收入总计		1019	1275	1396	1557	成本总计		853	1076	1171	1282
毛利						毛利率					
矿产金	亿元	29	46	55	61	矿产金	%	31%	40%	45%	48%
冶炼金	亿元	1	3	4	5	冶炼金	%	0%	0%	1%	1%
矿产铜	亿元	3	78	93	148	矿产铜	%	50%	46%	47%	50%
冶炼铜	亿元	94	7	8	10	冶炼铜	%	4%	3%	3%	4%
矿产锌	亿元	26	47	50	54	矿产锌	%	65%	63%	55%	50%
冶炼锌	亿元	1	1	1	1	冶炼锌	%	3%	3%	3%	3%
矿产银	亿元	1	3	4	6	矿产银	%	24%	30%	35%	40%

铁矿	亿元	10	14	15	13	铁矿	%	71%	80%	80%	70%
毛利总计		166	199	224	275	综合毛利率		16%	16%	16%	18%

资料来源: 公司公告, 公开资料整理, 东兴证券研究所

5. 投资评级

紫金矿业是中国规模最大的多金属矿业旗舰集团之一。公司主营金、铜、铅锌、白银铁矿等矿山类业务以及铜、锌等冶炼类业务。至 2018 年, 公司控制的金、铜及锌金属资源储量分别占国内相关品种总储量的 13%, 46.7% 及 4.5%; 公司的矿产金、矿产铜及矿产锌产量亦均进入全国前三, 此外公司还拥有银、铂、钨、钼、钨、锡及铁矿等多类金属以及 50 万吨的冶炼产能。公司优质的矿资源储备及多样化的产品结构有助其抗风险能力的提升; 公司稳定的生产经营状态则有利于其营收情况的稳定。

公司的业务增量部分将聚焦于其海外项目的拓展。公司当前三大主要海外项目分别为 RTB BOR, Nevsun 及卡莫阿-卡库拉。其中 RTB BOR 及 Nevsun 下属的 Bisha 矿均为在产项目, 公司 2019 年的营收将因并表而放大; 而后伴随 RTB BOR 的二期技改完成、Timok 上带矿及卡莫阿-卡库拉的产出实现则将于 2021 年前后有效提振公司产量的大幅增长。考虑到公司主要产品价格上行的预期及生产稳定性的可控预期, 并且结合境内外主要黄金及铜生产企业的估值观察 (黄金公司平均 PE 78.5, PB 3.1; 铜公司平均 PE 27.4, PB 1.4), 我们保守给予公司六个月内 25 倍估值, 目标价 5 元, 首次覆盖给予“推荐”评级。

表 24: 境内外主要黄金及铜生产企业估值及相关资源储量列表

				总市值	PE	PB	保有资源储量(吨, 铜万吨)			
公司名称		代码	矿种	亿元	TTM	MRQ	黄金	铜	银	
黄金	Barrick Gold	GOLD.N	黄金/铜/镍	1966.04	-18.53	3.77	1766.18	480.81		
	Newmont mining	NEM.N	黄金	2204.88	136.04	3.04	1854.06	130.64		
	Anglogold Ashanti	AU.N	黄金	512.53	56.11	2.81	1250.21	125.6		
	山东黄金	600547.SH	黄金	824.48	101.34	4.14	1124.8			
	中金黄金	600489.SH	黄金	328.20	192.34	2.39	496.4	37		
	湖南黄金	002155.SZ	黄金	113.71	42.70	2.32	138.6			
	银泰资源	000975.SZ	黄金/银	281.84	39.34	3.31	100.8		7091.8	
	境外黄金公司平均 PE			57.87		境外黄金公司平均 PB		3.21		
	境内黄金公司平均 PE			93.93		境内黄金公司平均 PB		3.04		
	境内外黄金公司平均 PE			78.48		境内外黄金公司平均 PB		3.11		
铜	Freeport	FCX.N	铜/金/钼	1109.83	8.33	1.65	873.17	5424.96		
	Glencore	GLEN.L	铜	3167.77	13.61	1.01				
	Rio Tinto	RIO.N	铜/铁	7191.87	5.72	1.79	156.43	1372	1449.4	
	BHP Billiton	BBL.N	铜	3655.93	14.37	0.96				

江西铜业	600362.SH	铜/金/银	433.21	21.44	1.03	341.6	1379.8	8715.8
云南铜业	000878.SZ	铜	175.92	97.06	2.24		518.98	
铜陵有色	000630.SZ	铜	247.37	31.47	1.37			
境外铜公司平均 PE		10.51		境外铜公司平均 PB		1.35		
境内铜公司平均 PE		49.99		境内铜公司平均 PB		1.55		
境内外铜公司平均 PE		27.43		境内外铜公司平均 PB		1.44		
紫金矿业	601899.SH		769.46	21.06	2.23	1728	4952	1846.59

资料来源: 公开资料整理、东兴证券研究所

6. 风险提示

公司产量低于预期, 金属价格大幅下跌风险, 矿山投产进度不及预期, 年内增发风险。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表					利润表										
	单位: 百万元					单位: 百万元									
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E					
流动资产合计	28675	30449	33357	36321	40340	营业收入	94549	105994	125079	136641	154073				
货币资金	5936	10090	10006	10931	12326	营业成本	81372	92651	107412	116358	127702				
应收账款	1293	1010	1439	1572	1773	营业税金及附加	1352	1599	2251	2596	4006				
其他应收款	1153	1392	1643	1795	2024	营业费用	749	887	1182	1363	2265				
预付款项	1344	1419	1774	2158	2579	管理费用	2994	2965	4071	5165	6795				
存货	11090	12670	14655	15876	17423	财务费用	2013	1254	1753	1549	1082				
其他流动资产	3528	2504	2599	2657	2744	资产减值损失	2220.91	1500.40	1500.00	1500.00	1500.00				
非流动资产合计	60640	82431	69457	65328	61287	公允价值变动收益	750.20	-135.78	0.00	0.00	0.00				
长期股权投资	6797	7042	7042	7042	7042	投资净收益	155.67	1060.52	0.00	0.00	0.00				
固定资产	30136	34144	31480	28810	26135	营业利润	5027	6181	6898	8068	10638				
无形资产	9904	22510	21160	19890	18697	营业外收入	57.61	365.95	0.00	0.00	0.00				
其他非流动资产	6959	8199	0	0	0	营业外支出	516.30	417.14	0.00	0.00	0.00				
资产总计	89315	112879	102814	101649	101627	利润总额	4568	6130	6898	8068	10638				
流动负债合计	28794	37223	37742	31158	23603	所得税	1320	1448	1586	1856	2447				
短期借款	9856	15617	16014	8966	823	净利润	3248	4683	5311	6212	8191				
应付账款	4217	4540	5356	5802	6368	少数股东损益	-260	589	600	600	600				
预收款项	2143	0	0	0	0	归属母公司净利润	3508	4094	4711	5612	7591				
一年内到期的非流	4600	9707	9707	9707	9707	EBITDA	20393	33397	12735	13626	15658				
非流动负债合计	22879	28382	13341	13341	13341	EV/EBITDA	5.48	3.59	2.25	7.60	6.01				
长期借款	6599	12918	12918	12918	12918	主要财务比率									
应付债券	13779	8879	0	0	0	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E					
负债合计	51672	65606	51083	44498	36944	成长能力									
少数股东权益	2643	6818	7418	8018	8618	营业收入增长	19.91%	12.11%	18.01%	9.24%	12.76%				
实收资本(或股本)	23031	23031	23031	23031	23031	营业利润增长	117.42%	22.97%	11.59%	16.97%	31.85%				
资本公积	11110	11095	11095	11095	11095	归属于母公司净利	15.08%	19.13%	15.08%	19.13%	35.26%				
未分配利润	20195	22181	27213	33207	41314	获利能力									
归属母公司股东权	35000	40455	59908	64727	71660	毛利率(%)	13.94%	12.59%	15.81%	16.51%	18.74%				
负债和所有者权益	89315	112879	102814	101649	101627	净利率(%)	3.43%	4.42%	4.25%	4.55%	5.32%				
现金流量表					单位: 百万元					总资产净利润(%)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)					3.93%	3.63%	4.58%	5.52%	7.47%
经营活动现金流	9764	10233	6811	11822	12784	偿债能力					10.02%	10.12%	7.86%	8.67%	10.59%
净利润	3248	4683	5311	6212	8191	资产负债率(%)	58%	58%	50%	44%					
折旧摊销	13353.02	25961.68	0.00	2739.96	2745.56	流动比率	1.00	0.82	0.88	1.17	1.71				
财务费用	2013	1254	1753	1549	1082	速动比率	0.61	0.48	0.50	0.66	0.97				
应收账款减少	0	0	-429	-133	-201	营运能力									
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	1.06	1.05	1.16	1.34	1.52				
投资活动现金流	-5948	-13640	7183	-2681	-2681	应收账款周转率	91	92	102	91	92				
公允价值变动收益	750	-136	0	0	0	应付账款周转率	21.14	24.21	25.28	24.49	25.32				
长期股权投资减少	0	0	307	0	0	每股指标(元)									
投资收益	156	1061	0	0	0	每股收益(最新摊)	0.16	0.18	0.20	0.24	0.33				
筹资活动现金流	-2674	7655	-14078	-8216	-8708	每股净现金流(最新)	0.05	0.18	0.00	0.04	0.06				
应付债券增加	0	0	-8879	0	0	每股净资产(最新摊)	1.52	1.76	2.60	2.81	3.11				
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率									
普通股增加	20877	0	0	0	0	P/E	22.50	20.00	17.60	14.77	10.92				
资本公积增加	4407	-15	0	0	0	P/B	2.37	2.05	1.38	1.28	1.16				
现金净增加额	1142	4248	-84	925	1395	EV/EBITDA	5.48	3.59	2.25	7.60	6.01				

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	有色金属行业深度报告: 黄金黎明已至, 巴塞尔协议 III 提升黄金资本属性	2019-06-25
行业	盐湖提锂新技术或改变锂供应结构, 富集材料市场望迎增长	2019-05-10
行业	超级周再袭, 黄金避险溢价或回归	2019-04-30
行业	有色行业 Q2 配置工业金属, Q3 加配贵金属	2019-04-12

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员, 房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师 (第六名)。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强 (第七名)。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强 (第八名)。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

张天丰

英国布里斯托大学金融与投资学硕士。9 年金融衍生品研究、投资及团队管理经验, 曾任职东兴期货投资咨询部总经理, 有色金属、期权及量化策略组组长; 曾担任圆信永丰东兴资产管理计划投资经理。曾获得中国金融期货交易所 (中金所) 期权联合研究课题二等奖, 中金所期权联合研究课题三等奖; 曾获得中金所期权产品大赛文本类银奖及多媒体类铜奖; 曾获得大连商品期货交易所豆粕期权做市商仿真大赛三等奖, 中金所股指期货做市商仿真大赛入围奖。曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报“期货气象”特约撰稿人。2018 年 9 月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。