

成长中的全球矿业巨头，量价齐飞正当时

——紫金矿业（601899）



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

核心观点

❖ 公司极具成长性，近几年实现跨越式发展，一跃成为国际矿业巨头。公司是国内最大资源最为丰富的黄金、铜、铅锌生产企业。近几年实现了跨越式发展，通过收购海外矿山实现了质的飞跃，资源储量与产量都得到大幅提升，目前矿产金约 40 吨、矿产铜约 42 万吨、矿产铅锌约 40 万吨。

❖ 公司成长性来源于管理层的战略眼光和专业的矿山开发能力。公司是国内少数真正实现“走出去”，并取得飞速发展的矿山企业之一。这一方面主要来源于公司管理层的战略眼光，多次进行逆周期收购，不断提升公司资源优势；另一方面更加来源于公司专业的矿山运营管理能力和采选冶技术，能够低成本开发运营矿山，同时公司运行效率高、执行能力强，能够迅速使资源效益化。公司是近几年国内有色企业中最具成长性的企业，逐步实现了从国内矿业龙头到国际领先矿业企业的转变。

❖ 2020-2022 处于产能释放期：1) 黄金补充优势资源，产量稳中有进。公司完成对武里蒂卡金矿和圭亚那金田的收购，将新增 13 吨矿产金的在产产能，有效弥补波格拉金矿的矿权延期问题可能带来的产量下滑，未来公司矿产金产量将稳中有进，保持在 40 吨以上水平。2) 铜掌握优势资源，产能突飞猛进。2021 年紫金三大铜矿项目，卡莫阿铜矿、巨龙铜矿、Timok 铜金矿将相继投产，合计增加铜产能接近 50 万吨，届时公司铜产能将有望接近 100 万吨左右水平，跻身全球前几大铜矿生产企业之一。

❖ 弱美元环境，大宗商品具备上涨基础。美国的货币政策预计中长期仍将维持宽松，美元指数或将中长期走弱，以美元计价的大宗商品都具备上涨基础，公司主营产品黄金、铜都将直接受益。同时，未来两年公司铜将进入爆发式增长阶段，公司产品将迎来量价齐升，业绩也将大幅提升。

❖ 首次覆盖予以“增持”评级。预计公司 2020-2022 年净利润分别为 52.7、69.9、88.8 亿元；对应 EPS 分别为 0.21、0.27、0.35 元；参考有色行业可比公司估值情况，紫金矿业目前估值 35 倍，低于黄金板块公司平均估值 57 倍、略高于铜板块平均估值 34 倍，故给予增持评级。

❖ 风险提示：铜矿产能达产不及预期；地方政府政策性风险；美国货币政策收紧，大宗商品价格大幅下跌。

盈利预测与估值

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万)	136097	168734	210133	265560
+/-%	28.40%	23.98%	24.54%	26.38%
净利润(百万)	4283.9	5269.6	6995.8	8883.5
+/-%	5.96%	26.57%	32.76%	26.98%
EPS(元)	0.16	0.21	0.27	0.35
PE	41.02	32.41	24.41	19.23

资料来源：公司公告、川财证券研究所

证券研究报告

所属部门	股票研究部
报告类别	公司深度
所属行业	有色金属
报告时间	2020/9/10
前收盘价	6.73 元
公司评级	增持评级

分析师

许惠敏

证书编号：S1100520080001
xuhuimin@cczq.com

联系人

黄昱颖

证书编号：S1100520050002
huangyuying@cczq.com

川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

投资摘要

- ❖ **公司极具成长性，近几年实现跨越式发展，一跃成为国际矿业巨头。**公司是国内最大资源最为丰富的黄金、铜、铅锌生产企业，近几年实现了跨越式发展，通过收购海外矿山资源储量与产量都大幅提升，实现了质的飞跃，目前矿产金约 40 吨、矿产铜约 42 万吨、矿产铅锌约 40 万吨。
- ❖ **公司成长性来源于管理层的战略眼光和专业的矿山开发能力。**公司是国内少数真正实现“走出去”，并取得飞速发展的矿山企业之一。这一方面主要来源于公司管理层的战略眼光，多次进行逆周期收购，不断提升公司资源优势；另一方面更加来源于公司专业的矿山运营管理能力和采选冶技术，能够低成本开发运营矿山，同时公司运行效率高、执行能力强，能够迅速使资源效益化。**公司是近几年国内有色企业中最具成长性的企业，逐步实现了从国内矿业龙头到国际领先矿业企业的转变。**
- ❖ **2020-2022 处于产能释放期：1) 黄金补充优势资源，产量稳中有进。**公司完成对武里蒂卡金矿和圭亚那金田的收购，将新增 13 吨矿产金的在产产能，有效弥补波格拉金矿的矿权延期问题可能带来的产量下滑，未来公司矿产金产量将稳中有进，保持在 40 吨以上水平。**2) 铜掌握优势资源，产能突飞猛进。**2021 年紫金三大铜矿项目，卡莫阿铜矿、巨龙铜矿、Timok 铜金矿将相继投产，合计增加铜产能接近 50 万吨，届时公司铜产能将有望接近 100 万吨左右水平，跻身全球前几大铜矿生产企业之一。
- ❖ **弱美元环境，大宗商品具备上涨基础。**美国的货币政策预计中长期仍将维持宽松，美元指数或将中长期走弱，以美元计价的大宗商品都具备上涨基础，公司主营产品黄金、铜都将直接受益。同时，未来两年公司铜将进入爆发式增长阶段，公司产品将迎来量价齐升，业绩也将大幅提升。
- ❖ **首次覆盖予以“增持”评级。**预计公司 2020-2022 年净利润分别为 52.7、69.9、88.8 亿元；对应 EPS 分别为 0.21、0.27、0.35 元；参考有色行业可比公司估值情况，紫金矿业目前估值 35 倍，低于黄金板块公司平均估值 57 倍、略高于铜板块平均估值 34 倍，故给予增持评级。
- ❖ **风险提示：**铜矿产能达产不及预期；地方政府政策性风险；美国货币政策收紧，大宗商品价格大幅下跌。

正文目录

投资摘要	2
一、极具成长性的矿业龙头	6
1、公司业务布局全球，发展迅速	6
2、公司经营稳定，产销量逐年增长	8
3、公司成长性来源于管理层战略眼光和专业矿山开发能力	11
1、管理层极具战略眼光，逆周期收购优质资源	11
2、公司具备专业矿山管理运营能力	13
二、资源优势不断积累，产能稳步扩张	15
1、黄金：补充优势资源，产量稳重有进	15
1、波格拉金矿面临延期问题	15
2、收购大陆黄金和圭亚那金田，补充黄金产能	16
2、铜：掌握优势资源，产能突飞猛进	18
1、科卢韦齐铜矿，最成功的海外投资之一	18
2、收购 NEVSUN 公司	19
3、收购国内巨龙铜矿	20
4、全球第四大矿山-卡莫阿铜矿	21
三、铜金价格上行，公司迎量价起升	23
盈利预测	26

图表目录

图 1:	公司发展历程.....	6
图 2:	紫金矿业股权结构.....	6
图 3:	公司矿产资源遍布全球.....	7
图 4:	公司营收及毛利情况.....	8
图 5:	公司矿产品产量情况.....	8
图 6:	公司矿产金销售成本及价格.....	9
图 7:	公司矿产铜销售成本及价格.....	9
图 8:	公司矿产锌销售成本及价格.....	9
图 9:	公司毛利率曲线.....	9
图 10:	公司主要矿产品营收 (亿元)	10
图 11:	公司主要矿产品毛利 (亿元)	10
图 12:	公司资产负债率	10
图 13:	公司经营现金流及净利润.....	10
图 14:	紫金矿业逆周期收购历程.....	11
图 15:	公司资源储量大幅提升.....	12
图 16:	公司矿产品产量迅速增长.....	12
图 17:	“矿石流五环归一” 工程管理创新模式.....	13
图 18:	紫金山铜金矿产量	14
图 19:	紫金山铜金矿品位较低.....	14
图 20:	科卢韦齐投建进度迅速.....	14
图 21:	波格拉金矿	16
图 22:	波格拉金矿产量 (千克)	16
图 23:	AURORA 矿山露天开采图	17
图 24:	AURORA 矿山 7500 吨/日选厂现场图.....	17
图 25:	科卢韦齐铜矿净利润 (亿元)	19
图 26:	科卢韦齐铜矿产量 (吨)	19
图 27:	卡莫阿铜矿	21
图 28:	卡莫阿属于高品位大型矿山.....	22
图 29:	卡莫阿为全球最大未开发矿山.....	22
图 30:	卡莫阿铜矿开采计划.....	22
图 31:	美国实际利率下行, 美元指数走弱.....	23
图 32:	铜价二季度以来大幅上行.....	23
图 33:	黄金价格创历史新高.....	23

表格 1.	公司产品资源储量	8
表格 2.	紫金矿业主要收购项目	12
表格 3.	公司各个矿山黄金产量（吨）	15
表格 4.	武里蒂卡矿山储量及品位	16
表格 5.	Aurora 金矿储量及品位	17
表格 6.	公司各矿山铜产量（吨）	18
表格 7.	科卢韦齐铜矿储量及品位	18
表格 8.	BISHA 矿储量及品位	19
表格 9.	Timok 矿储量及品位	20
表格 10.	巨龙铜矿储量及品位	20
表格 11.	紫金矿业主要矿产品产量及价格预测（2020、2021 为预测值）	24
表格 12.	紫金矿业可比公司估值对比	24

一、极具成长性的矿业龙头

1、公司业务布局全球，发展迅速

公司成立于 1986 年，前身为上杭县矿产公司，1993 年改组成立上杭县紫金矿业总公司，并开发建设紫金山金矿。公司 2000 年开始向全国发展，相继收购了吉林曙光铜金矿、贵州水银铜金矿、新疆阿舍勒铜矿等一系列国内矿产，并于 2003 年在香港 H 股上市，2005 年参股加拿大顶峰矿业公司，迈出国际化第一步。2008 年公司回归 A 股上市，2015 年开始公司加速国际化进程，进行了一系列的海外并购，相继完成了对巴里克（新几内亚）公司、刚果金卡莫阿、塞尔维亚 Timok 铜金矿、西藏巨龙铜业的收购，成为国内拥有优质矿产资源最为丰富的企业之一。

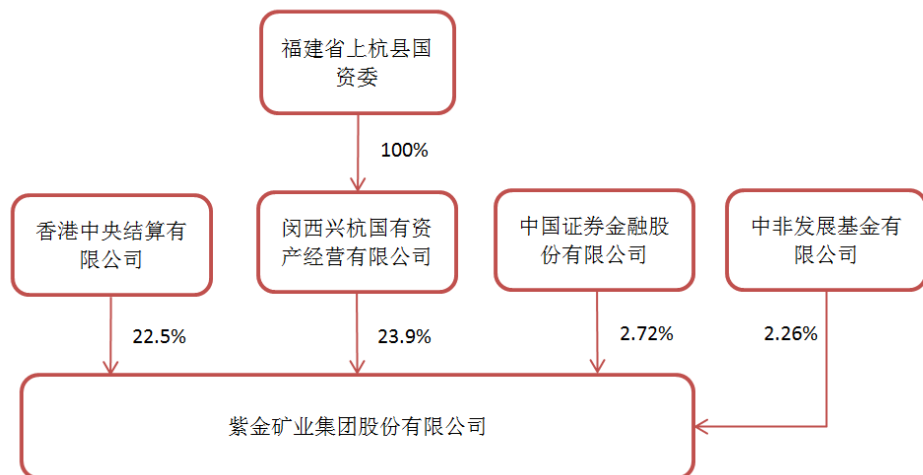
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，川财证券研究所

闽西兴杭国有资产经营有限公司为公司第一大股东，福建省上杭县国资委为公司实际控制人。

图 2：紫金矿业股权结构



资料来源：公司官网，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制请参阅尾页的重要声明

公司主营的金、铜、锌资源储量和矿产品产量均已进入国内矿业行业前三甲。公司在国内 14 个省（区）和海外 12 个国家拥有重要矿业投资项目，包括福建紫金山金铜矿、黑龙江多宝山铜矿、刚果（金）科卢韦齐铜钴矿、塞尔维亚波尔铜矿、哥伦比亚武里蒂卡金矿等一批大型在产矿山，以及西藏巨龙铜矿、刚果（金）卡莫阿铜矿、塞尔维亚 Timok 铜金矿等世界级超大型高品位在建矿山，其中卡莫阿铜矿铜金属资源储量高达 4369 万吨，是非洲第一大、全球第四大铜矿。公司海外金、铜、锌资源储量和矿产品产量超过或接近集团总量的一半，利润贡献率在集团占比超过三分之一，成为中国在海外控制黄金和有色金属资源量、矿产品产量最多的企业之一。

图 3：公司矿产资源遍布全球



资料来源：公司官网，川财证券研究所

公司海外资源禀赋优质，新并购的哥伦比亚武里蒂卡金矿是世界级超高品位大型金矿，平均品位 9.3 克/吨，远高于全球原生金矿平均品位 1.19 克/吨；刚果（金）卡莫阿铜矿平均品位 2.53%，其中有 700 多万吨铜金属品位高于 7%。公司还拥有巴布亚新几内亚波格拉金矿、Timok 铜金矿等一批世界级高品位金铜矿山。截至 2020 年 6 月底，公司拥有 2,139 吨金、6,272 万吨铜和 839 万吨的锌，其中黄金资源量超过国家央行黄金储备量（截至 2020 年 2 月末，央行黄金储备约 1,948.32 吨），铜资源量超过国内总量的一半，为公司跨越发展提供了雄厚的资源基础。

表格 1. 公司各产品资源储量

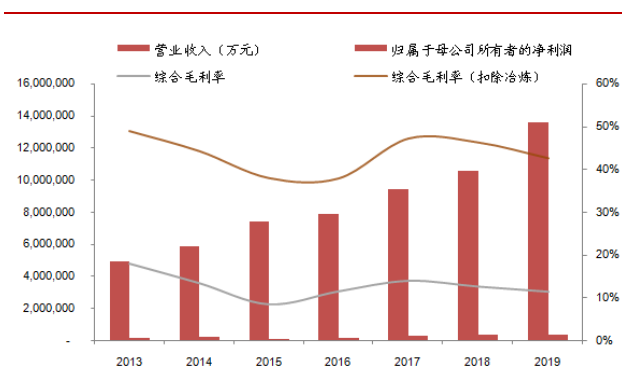
		2019 年末	2018 年末	增长率 (%)
金矿	金属吨	1,510.28	1,355.62	11.41
伴生金矿	金属吨	376.59	372.35	1.14
金矿小计	金属吨	1,886.87	1,727.97	9.2
铜矿	金属万吨	5,725.42	4,952.11	15.62
银矿	金属吨	1,860.64	1,846.59	0.76
钼矿	金属万吨	67.71	67.85	-0.21
锌矿	金属万吨	855.83	836.61	2.3
铅矿	金属万吨	117.89	121.92	-3.31
钨矿	WO3 万吨	7.02	7.44	-5.65
锡矿	金属万吨	13.97	13.97	
铁矿	矿石亿吨	1.99	1.98	0.51
煤炭	亿吨	0.69	0.69	
铂矿	金属吨	527.84	235.80	123.85
钯矿	金属吨	378.14	148.76	154.19

资料来源：公司公告，川财证券研究所

2、公司经营稳定，产销量逐年增长

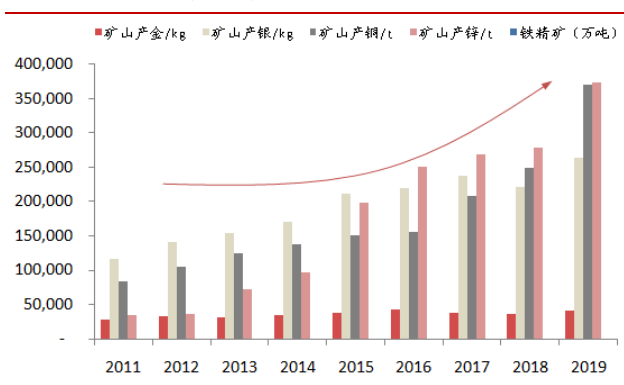
公司虽然处于周期行业，但是公司营收和产量始终保持稳定增长，净利润虽然一定程度上受商品价格波动影响，却始终保持盈利状态，即使在全行业大部分亏损的 2015 年依然实现了盈利，2020 年上半年公司实现营收 831 亿元，同比增长 23%，实现净利润 24.2 亿元，同比增长 30%。公司通过不断并购扩产，实现了金属矿产品产量稳定增长，矿山产金产量由 2011 年的 28 吨提升至 2019 年的 41 吨；矿产铜产量由 2011 年的 8.4 万吨提升至 2019 年的 37 万吨；矿产锌由 2011 年的 3.5 万吨提升至 2019 年的 37.4 万吨，铜产量增长了近 5 倍左右，锌产量增长了近 10 倍。

图 4：公司营收及毛利情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 5：公司矿产品产量情况

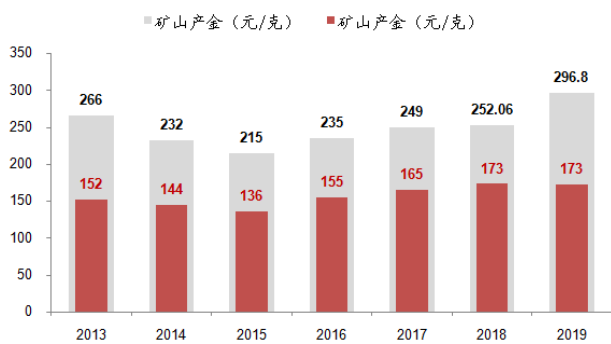


资料来源：Wind，川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制请参阅尾页的重要声明

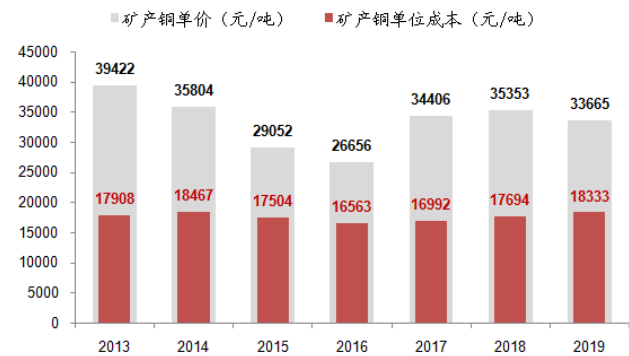
从矿产品的盈利能力来看，虽然商品价格随着周期波动，但产品销售价格始终处于公司成本线以上，并保持着较高的毛利水平，矿产金2019年毛利率在41%左右，2020年随着黄金价格大幅上涨，矿产金毛利将进一步提升；矿产铜2019年毛利率在45%左右，2020年随着铜价上涨毛利水平有望进一步提升；矿产锌毛利率水平2019年大幅下滑至38%，主要因为铅锌价格大幅下跌，2020年将有所回升。

图 6：公司矿产金销售成本及价格



资料来源：Wind，川财证券研究所

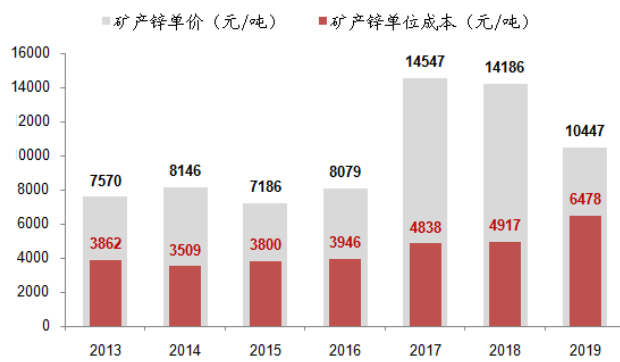
图 7：公司矿产铜销售成本及价格



资料来源：Wind，川财证券研究所

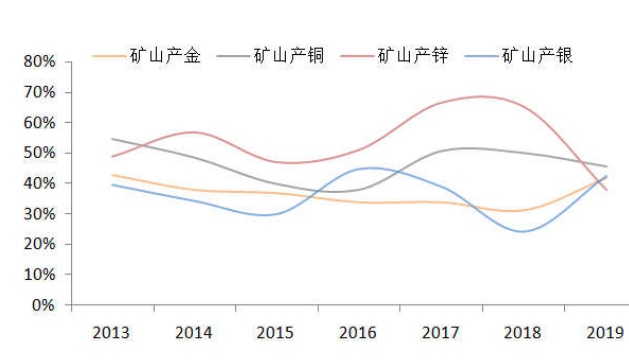
成本方面公司矿产品成本始终处于较低水平，一方面得益于公司优质的矿产资源，另一方面公司成本管控严格，公司矿产品成本维持较低水平，矿产金成本以前维持在150元/克左右，但近两年由于紫金山枯竭产量下降，矿产金成本上升至173元/克；矿产铜2019年成本1.8万元/吨，未来随着高品位矿山卡莫阿等矿山的投产，矿产铜成本有望进一步下降。

图 8：公司矿产锌销售成本及价格



资料来源：Wind，川财证券研究所

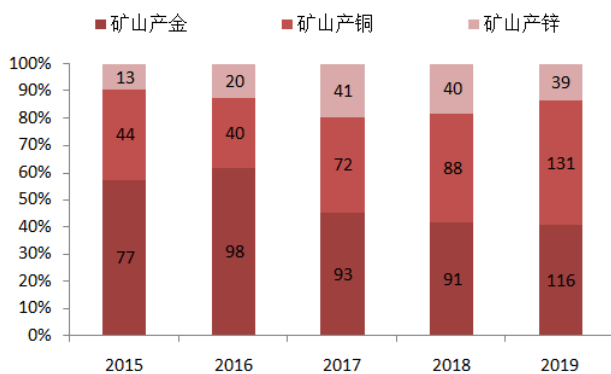
图 9：公司毛利率曲线



资料来源：Wind，川财证券研究所

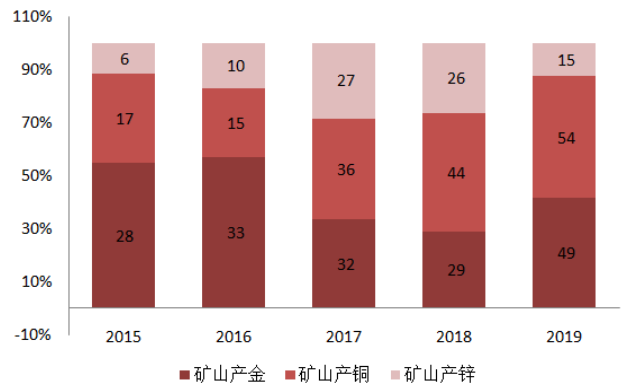
从公司矿产品收入占比来看，2016年以前公司矿产品收入来源主要来自于矿产金，2016年以后随着铅锌、铜板块产量的大幅提升，公司营收开始向工业金属铜、铅锌方向发展，2019年矿产铜占公司营收及利润40%左右，公未来产量增长主要来自于铜板块，未来铜收入和利润占比将进一步提升。

图 10: 公司主要矿产品营收 (亿元)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

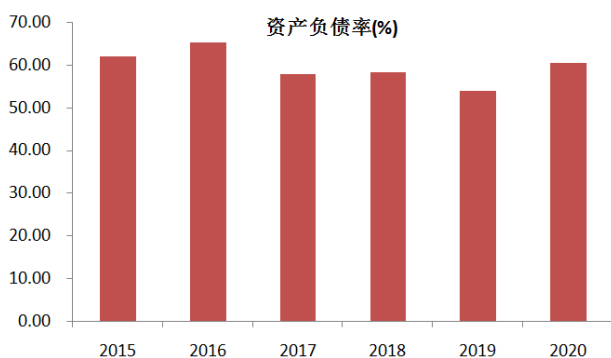
图 11: 公司主要矿产品毛利 (亿元)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

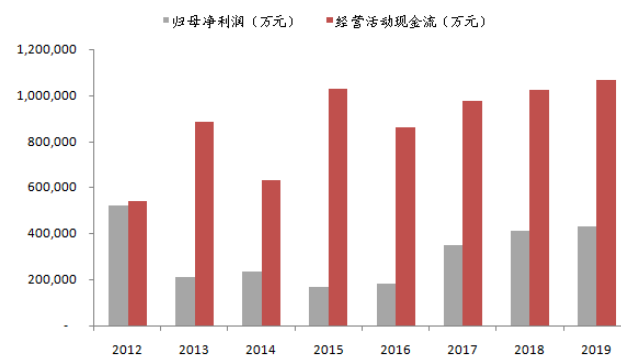
公司近几年不断进行并购，债务水平有所上升，公司通过定增、可转债等一系列融资手段，保证了公司现金流稳定，公司资产负债率基本维持在合理水平，2020年资产负债率60%左右。另一方面随着公司产量提升，以及商品价格上涨，公司经营性现金流量稳步提升，2019年经营性现金净流入106亿元，实现净利润42.8亿元。

图 12: 公司资产负债率



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 13: 公司经营现金流及净利润



资料来源: Wind, 川财证券研究所

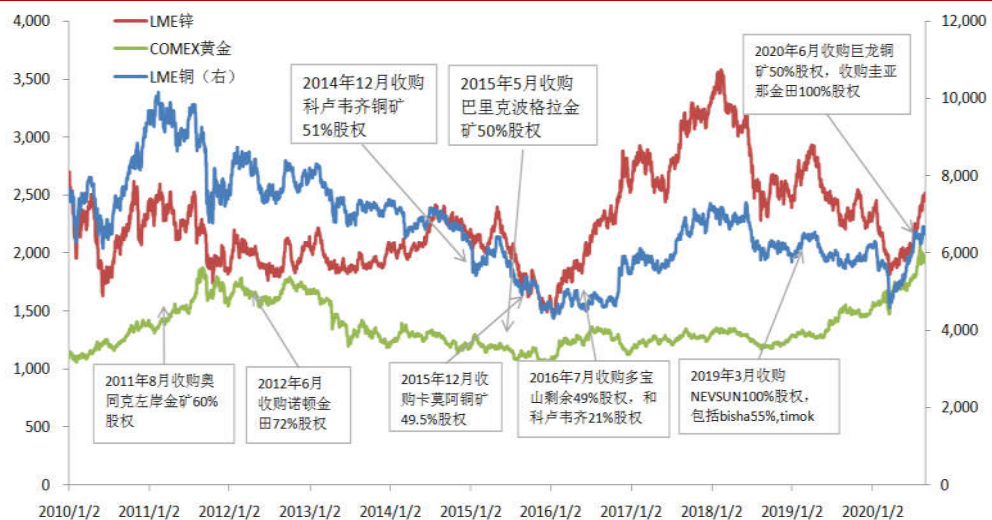
本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明

3、公司成长性来源于管理层战略眼光和专业矿山开发能力

1、管理层极具战略眼光，逆周期收购优质资源

公司近几年实现了资源储量，矿产品产量迅速增长，主要得益于公司 2015 年开始的逆周期收购。公司管理层极具战略眼光，在大宗商品价格跌入谷底，全行业基本都处于亏损状态的 2015 年，依然保持着盈利和健康的现金流状态，并在此时进行了对海外优质资源的收购。2014 年 12 月公司以 7791 万美元的低价从华友钴业手中收购了科卢韦齐穆索诺伊铜矿 51% 股权；2015 年 5 月从巴里克黄金手中购买了波格拉金矿 50% 股权；2015 年 12 月公司以 4.12 亿美元的价格从艾芬豪手中收购了卡莫阿 49.5% 股权；2016 年 7 月又以 3400 万美元收购了科卢韦齐穆索诺伊 21% 股权。公司 2015-2016 年的这几笔收购为公司后面的飞速发展打下了坚实基础，其中科卢韦齐铜矿 2017 年建成投产后迅速成为公司的主力矿山和盈利点增长，年产铜精矿达到 10 万吨。卡莫阿更是全球第四大未开发铜矿，储量大、品位高，资源禀赋优异，也是公司未来最大看点之一。

图 14：紫金矿业逆周期收购历程



资料来源：wind，川财证券研究所

2018-2020 年公司继续进行对外扩张，2019 年公司相继又进行了两笔大型交易，分别以 93.6 亿元收购了 Nevsun 公司和 3.5 亿美元收购了 RTB bor 公司，进一步扩充了优质铜矿资源，提升了矿产铜产量。19 年底公司完成了对大陆黄金的收购，以 13.3 亿加元收购了其 100% 股权，保证了公司黄金产量继续领先的地位。2020 年公司以 38.8 亿元收购了巨龙铜矿，巨龙铜矿是国内最大的在建铜矿山，也是国内最具潜力的铜矿，通过对巨龙铜矿的收购公司实现了对国内优质铜矿资源的掌握，公司未来铜板块将进入飞速发展阶段。

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明

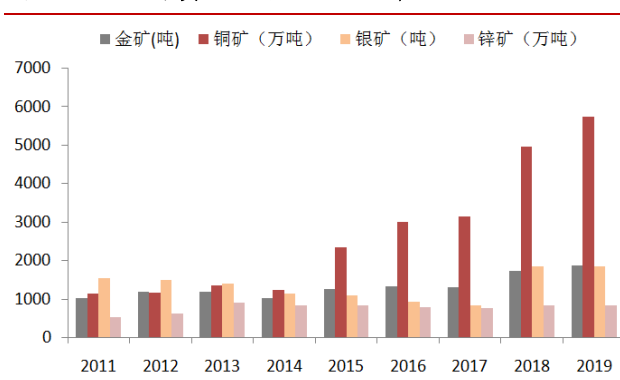
表格 2. 紫金矿业主要收购项目

时间	金额	主要资产	矿山资源
2011年8月	收购奥同克 60%股权	左岸金矿	黄金储量 77 吨
2012年6月	收购诺顿金田金矿 72%股权	帕丁顿金矿	黄金储量 307 吨
2014年11月	7,791 万美元收购 51% 股权 以 3,400.00 万美元	姆索诺伊公司 72% 权益	科卢韦齐 (Kolwezi) 铜矿: 矿石量 3,914.90 万吨, 铜品位 3.93%, 铜金属量 153.84 万吨
2015年8月	2.98 亿美元	巴新波格拉 95% 权益	波格拉金矿: 保有黄金金属量 330.13 吨, 平均品位 4.65 克/吨
2016年7月	4.12 亿美元	卡莫阿铜矿 49.5% 权益	卡莫阿 (Kamo a) 铜矿: 铜资源储量 2,247.10 万吨, 平均品位为 2.57%
2016年7月	15.6 亿元	多宝山铜矿	
2019年3月	3.5 亿美元	RTB bor timok 上带 100%	铜 786 万吨、金 297 万吨 铜 89 万吨、金 56 吨
2019年3月	93.6 亿元收购 Nevsun	timok 下带 46% Bisha 铜矿 100%	铜 1430 万吨、金 299 吨 铜 8.5 万吨, 金 367 吨, 锌 53 万吨
2019年11月	2.4 亿美元	timok 下带 54%	铜 1430 万吨、金 299 吨
2019年12月	13.3 亿加元收购大陆黄金	武里蒂卡金矿 100%	黄金资源量 353 吨, 平均品位 9.3 克/吨, 银 1,469 吨, 平均品位 38.8 克/吨
2020年6月	38.8 亿元	巨龙铜矿 50.1%	795.7 万吨、钼 37 万吨
2020年8月	3.23 亿加元收购圭亚那金田	Aurora 金矿 100%权益	金资源量 118.69 吨, 平均品位 3.15g/t

资料来源: Wind 资讯, 川财证券研究所

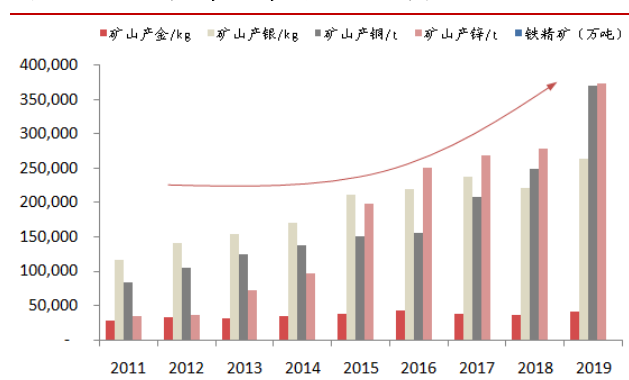
得益于公司近几年大量收购优质矿山资源, 公司的资源储量和矿山品产量实现了迅猛发展。公司矿产资源储量提升迅速, 尤其进入 2015 年以后, 从 2014 年的黄金储量 1040 吨、铜储量 1241 万吨, 到 2019 年提升至黄金储量 1886 吨、铜储量 5725 万吨、锌储量 855 万吨。产量也实现了迅速增长, 铜、锌产量分别从 8.4 万吨、3.5 万吨提升至 37 万吨、37.5 万吨。

图 15: 公司资源储量大幅提升



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 16: 公司矿产品产量迅速增长



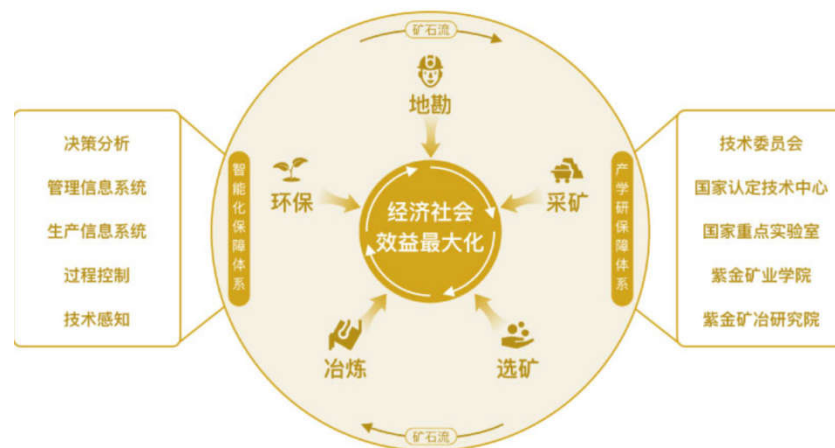
资料来源: Wind, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制, 请参阅尾页的重要声明

2、公司具备专业矿山管理运营能力

公司的矿山管理运营能力是其极具成长性的另一个重要因素，公司以自主运营与管理为主，致力于低成本、高技术、效益型的矿山开发模式。公司建成国内黄金行业唯一的国家重点实验室，形成了具有紫金特色的技术创新体系和一系列自主知识产权及科研成果。公司探索形成了在经济矿业和系统工程思想指导下，以矿石流为走向，将地勘、采矿、选矿、冶炼和环保五个环节进行统筹研究和全流程控制，归结于经济社会效益最大化总目标的“矿石流五环归一”工程管理创新模式。

图 17：“矿石流五环归一”工程管理创新模式

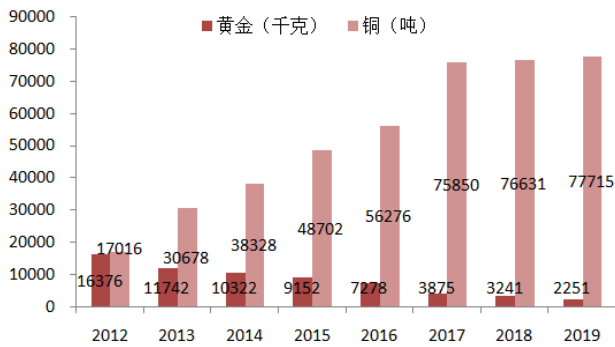


资料来源：公司官网，川财证券研究所

公司推广应用“矿石流五环归一”工程管理创新模式，取得显著的成果，国内福建紫金山金铜矿、贵州水银洞金矿、新疆阿舍勒铜矿、吉林曙光金铜矿等一批矿山实现绿色高效开发；境外刚果（金）科卢韦齐铜矿成为非洲矿山建设与运营的典范，塔吉克斯坦泽拉夫尚、澳大利亚诺顿金田、塞尔维亚紫金铜业实现从西方人管理的矿业公司扭亏为盈。

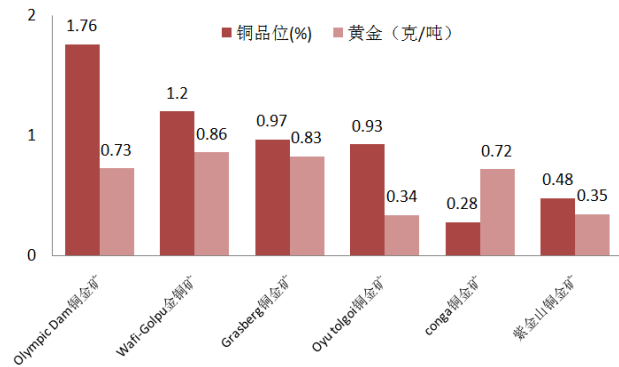
具备低品位矿山开发经验。公司立足国内之时，资源端并不是公司的优势，公司起家的紫金山铜金矿，铜品位不到 0.5%，黄金品位不足 0.4g/吨，远远低于国外其他优质铜金矿山，放到国内来看也处于中等偏下水平的矿山，曾一度被业内认为没有开发价值。但是公司通过自身优秀的矿山管理模式，领先的冶炼技术，成功把紫金山铜金矿打造成国内最大的优质铜金矿山，早期年产黄金 16 吨、铜约 2 万吨（紫金山“上金下铜”，目前黄金产量 2 吨，铜 8 万吨），是公司主要利润来源。由此可见，公司具备开发低品位矿山的能力，优秀的矿山运营管理模式、先进的采选冶技术才是公司持续成长的关键所在。

图 18: 紫金山铜金矿产量



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 19: 紫金山铜金矿品位较低



资料来源: Wind, 川财证券研究所

效率高、执行能力强。公司不仅具备优秀的采选冶技术和矿山运营能力，而且执行能力强，工作效率极高。公司 2014 年 11 月从华友钴业手中购买了科卢韦齐矿山，马上投入到选矿厂、冶炼厂的建设当中，从完成交割到建成达产仅仅用了 2 年多的时间，2017 年下半年就开始投入生产，相比其他企业动辄 3-5 年的开发时间，公司效率确实惊人。2017 年科卢韦齐完成 2 万吨铜精矿产量，同时公司马上开展了二期项目建设，2018 年建成达产产能达到 10 万吨水平，成为紫金海外投资最为成功的项目之一。公司目前正在着手开发卡莫阿、巨龙铜矿等矿山，预计 2021 年投产，以紫金的执行和效率相信能顺利如期投产。

图 20: 科卢韦齐投建进度迅速



资料来源: 公司官网, 川财证券研究所

公司近几年的迅速成长，一方面主要来源于公司管理层的战略眼光，多次进行逆周期收购，不断提升公司资源优势；另一方面更加来源于公司专业的矿山运营能力和采选冶技术，能够低成本开发矿山，化腐朽为神奇，同时公司运行效率高、执行能力强，能够迅速使资源效益化。公司是近几年国内有色企业中最具成长性的企业，逐步实现了从国内矿业龙头到国际领先矿业企业的转变。

二、资源优势不断积累，产能稳步扩张

公司近几年积极布局海外优质资源，提升自身资源禀赋优势。公司目前在国内 14 个省（区）和海外 12 个国家拥有重要矿业投资项目，境外项目大多位于“一带一路”沿线国家。新并购的哥伦比亚武里蒂卡金矿是世界级超高品位大型金矿，平均品位 9.3 克/吨，远高于全球原生金矿平均品位 1.19 克/吨；刚果（金）卡莫阿铜矿平均品位 2.53%，其中有 700 多万吨铜金属品位高于 7%，为全球第四大高品位铜矿。公司还拥有巴布亚新几内亚波格拉金矿、Timok 铜金矿等一批世界级高品位金铜矿山。

1、黄金：补充优势资源，产量稳中有进

黄金业务是公司主力营收来源和利润主要贡献点。公司黄金资源储量超过 2000 吨，是中国上市公司中拥有黄金资源储量最多的企业。公司核心在产黄金矿山项目主要有境内的福建紫金山金铜矿、吉林曙光金铜矿、贵州水银洞金矿、洛阳坤宇矿业，境外的澳大利亚诺顿金田、哥伦比亚武里蒂卡金矿、塔吉克斯坦吉劳-塔罗金矿、吉尔吉斯斯坦左岸金矿等。公司正在推进塞尔维亚 Timok 铜金矿建设，推进澳大利亚帕丁顿金矿、甘肃陇南李坝金矿、山西义兴寨金矿等一批增量项目扩产扩能，公司黄金产量有望持续提升。

表格 3. 公司各个矿山黄金产量（吨）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
总计（吨）：	33.73	37.16	42.55	37.48	36.50	40.83
紫金山铜金矿	10.32	9.15	7.28	3.88	3.24	2.25
波格拉合资公司-巴里克（新几内亚）		2.68	7.47	7.82	6.77	8.83
澳洲诺顿金田	5.55	5.89	6.17	6.27	4.26	5.75
陇南紫金	2.53	3.26	2.93			
中塔泽拉夫尚	2.12	3.11	3.30	4.01	4.57	5.72
珲春紫金	2.08	2.58	2.51	2.57	3.11	3.14
贵州紫金（水银洞）	1.85	1.96	2.02	1.61		2.04
崇礼紫金（东坪金矿）	2.36	1.69	1.61	1.14		
内蒙古金中矿业				1.31		
洛阳坤宇			1.78	1.83		1.90
其他	6.91	6.84	7.48	7.05	14.55	11.21

资料来源：Wind 资讯，川财证券研究所

1、波格拉金矿面临延期问题

波格拉金矿为巴布亚新几内亚第二大矿山，是世界十大黄金矿山之一，开采方

本报告由川财证券有限责任公司编制请参阅尾页的重要声明

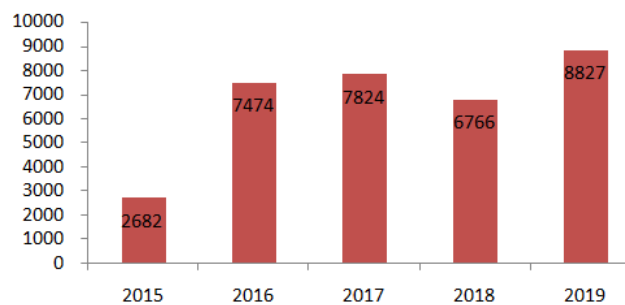
式包括露天和井下,日处理矿石量 17000 吨,已稳定生产多年,年产黄金 15-16 吨。截至 2019 年底,保有黄金资源储量 314 吨,平均品位 4.22 克/吨,2019 年公司权益矿产金 8.83 吨,是公司海外最大的产金项目。

图 21: 波格拉金矿



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 22: 波格拉金矿产量(千克)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

2020 年 4 月 24 日,巴新总理马拉佩发表声明,表示政府出于环境问题、安置问题等方面的考量,决定拒绝波格拉金矿的采矿权延期申请。2015 年出资 2.98 亿美元收购 BNL50%的权益,该矿山每年为公司贡献 7-8 吨矿产金产量,共计提供 34 吨左右矿产金,公司已收回该项目的全部投资成本,目前 BNL 仍在与政府进行谈判阶段,该项目依然存在转机。

2、收购大陆黄金和圭亚那金田,补充黄金产能

1) 大陆黄金武里蒂卡金矿。2019 年 12 月公司将通过境外全资子公司金山国际矿业有限公司以每股 5.50 加元的价格,收购大陆黄金 100%股权,总价值约为 13.7 亿加元。大陆黄金主要资产为位于哥伦比亚的武里蒂卡金矿项目,为即将投产项目,2020 年上半年已经进入投产状态。

表格 4. 武里蒂卡矿山储量及品位

类别	矿石量 (万吨)	Au 品位 (克/吨)	Au 金属量 (吨)	Ag 品位 (克/吨)	Ag 金属量 (吨)
储量					
证实	68	21.1	14.31	60	40.75
概略	1,304	7.8	101.09	22.5	292.68
证实+概略	1,372	8.4	115.39	24.3	333.43
资源量					
探明+控制	1,602	10.32	165.47	40.76	653.17
推断	2,187	8.56	187.24	37.28	815.53

资料来源:公司公告,川财证券研究所

武里蒂卡金矿项目是哥伦比亚重点项目,大陆黄金已取得项目建设所需的证照,包括采矿许可、环境许可及地面使用许可等,项目已经完成大部分工程建设,

本报告由川财证券有限责任公司编制,请参见尾页的重要声明

建成投产后将成为哥伦比亚最大的独立金矿。该项目按日处理 3000 吨规模设计建设，金回收率 90.8-94.1%，银回收率 57-59%。项目设计的第一期服务年限为 14 年，年均产金 7.8 吨，产银 14.5 吨，其中前 5 年年均产金 8.8 吨产银 15.4 吨，全维持成本约为 492 美元/盎司（如考虑前期建设费用，则全维持成本为 604 美元/盎司）。武里蒂卡金矿 2020 上半年开始建成并投产，完全达产后将为公司年均贡献 8 吨左右产量，补充公司黄金产能。

2) 圭亚那金田-Aurora 金矿。2020 年 6 月，公司以每股 1.85 加元的价格，以现金方式收购圭亚那金田现有全部已发行且流通的普通股，交易金额约为 3.23 亿加元，约合人民币 16.99 亿元。

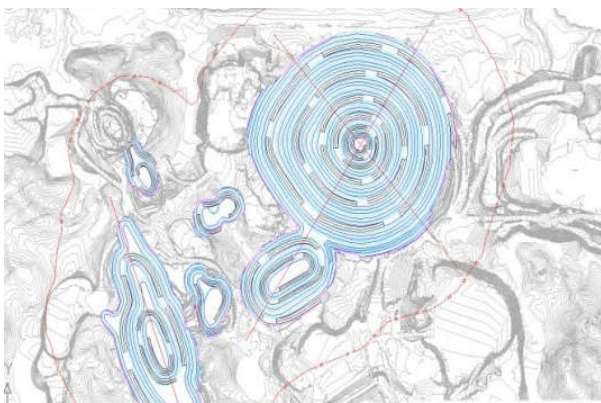
表格 5. Aurora 金矿储量及品位

类别	矿石量 (万吨)	金品位 (克/吨)		金金属量 (吨)
		储量		
证实	188	2.03		3.83
概略	2,397	2.75		65.88
证实+概略	2,585	2.7		69.67
资源量				
探明+控制	3,760	3.15		118.69
推断	2,590	2.28		59.13

资料来源：公司公告，川财证券研究所

圭亚那金田核心资产是 Aurora 金矿 100% 权益。Aurora 矿山于 2016 年实现商业化生产，2016-2019 年黄金产量分别为 4.7 吨、5 吨、4.8 吨及 3.87 吨。Aurora 矿山自投产以来都是露天开采，根据规划将从 2021 年转入地下开采。地采开拓工程于 2018 年开始实施，因受疫情和资金短缺影响，目前处于停工状态。转入地下开采后，预计 2022 年至 2026 年地采平均年产金约 5.27 吨。

图 23: Aurora 矿山露天开采图



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 24: Aurora 矿山 7500 吨/日选厂现场图



资料来源：Wind，川财证券研究所

随着完成对武里蒂卡金矿和圭亚那金田的收购，公司将新增 13 吨矿产金的在产产能，有效弥补波格拉金矿的矿权延期问题带来的产量下滑，未来公司矿产金产量将稳中有进，保持在 40 吨以上水平。

2、铜：掌握优势资源，产能突飞猛进

铜板块是公司具有高增长潜力且具备爆发式增长条件的业务。公司铜金属资源储量超过 6200 万吨，是中国铜资源储量及产量最大的企业之一，核心在产铜矿主要有境内的福建紫金山金铜矿、黑龙江多宝山铜矿、新疆阿舍勒铜矿、吉林曙光金铜矿，境外的刚果（金）科卢韦齐铜矿、塞尔维亚波尔铜矿等。公司正在加快资源优势快速变现，未来一批世界级超大型铜矿将建成投产，其中 2021 年，西藏巨龙铜业、刚果（金）卡莫阿铜矿、塞尔维亚 Timok 铜金矿均可有望实现首期建成投产，届时公司铜产量大幅提升。

表格 6. 公司各矿山铜产量（吨）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
矿产铜/吨	13.8	15.0	15.5	20.8	24.9	37.0
紫金山铜金矿	3.8	4.9	5.6	7.6	7.7	7.8
阿舍勒铜业	3.3	3.5	4.0	4.4	4.5	4.4
多宝山铜业	2.7	2.9	2.5	3.4	4.0	7.1
珲春紫金	0.9	1.2	1.2	1.2	1.5	1.7
刚果金科卢韦齐				2.2	5.3	8.4
紫金波尔铜业						4.4
碧沙矿业						1.6
其他	3.1	2.6	2.2	2.1	1.9	1.7

资料来源：Wind 资讯，川财证券研究所

1、科卢韦齐铜矿，最成功的海外投资之一

公司 2014 年 11 月以 7791 万美元的价格从华友钴业手中购买了科卢韦齐穆索诺伊矿业公司 51% 股权，2016 年又以 3400 万美元收购了 21% 股权，持股 72%。科卢韦齐铜矿拥有矿石资源量 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。

表格 7. 科卢韦齐铜矿储量及品位

级别	矿石量(千吨)	Cu(%)	Cu 金属量(吨)
控制	23,248	4.21	977,685
推断	15,893	3.53	560,680
合计	39,141	3.93	1,538,365

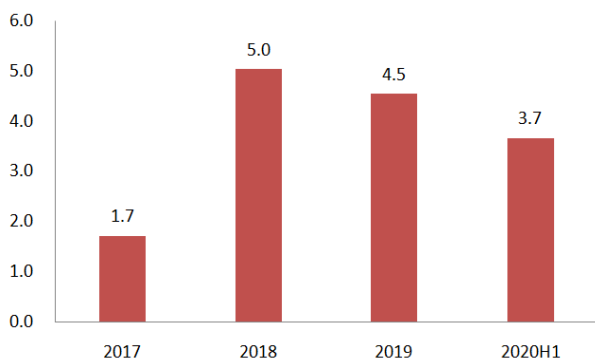
资料来源：公司公告，川财证券研究所

该项目于 2017 年 7 月建成投产，规划产能为每年产铜 5.8 万吨，2017 年投产当期实现铜精矿产量 2.2 万吨，同时开始二期扩产项目建设，并于 2018 年建

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明

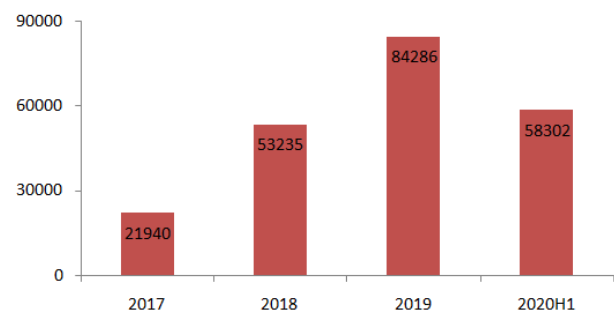
成达产，2019 年实现铜精矿产量 8.4 万吨。2020 年上半年，科卢韦齐铜矿产量进一步提升，上半年生产铜精矿 5.8 万吨。科卢韦齐铜矿从建成开始就持续为公司创造利润，2017 年达产当期贡献净利润 1.7 亿元，2018 年达到 5 亿元，2020 年上半年贡献净利润达到 3.7 亿元。公司购买该矿总共花费 1.12 亿美元左右，一期建设成本约 2 亿美元左右，目前来看短短 5 年左右时间已经实现年产铜精矿 10 万吨，今年净利润水平有望达到 8 亿元以上，是公司最为成功的海外投资项目之一。

图 25: 科卢韦齐铜矿净利润 (亿元)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 26: 科卢韦齐铜矿产量 (吨)



资料来源: Wind, 川财证券研究所

2、收购 NEVSUN 公司

2018 年 9 月 5 日，公司与加拿大上市公司 Nevsun Resources 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）。Nevsun 拥有塞尔维亚 Timok 铜金矿（上带矿 100%；下带矿 46%）及厄立特里亚 Bisha 铜锌矿（60%）两大核心资产，公司后续继续购买了 Timok 下带矿 54% 股权，100% 持有 Timok 矿。

Bisha 铜锌矿：该矿为在产矿山，于 2011 年开始商业化生产，项目 2013 年中期以前以产金为主，2013 年中期到 2016 年中期以产铜为主，2016 年中期至今以产锌为主，伴生部分铜。目前 Bisha 铜锌矿项目拥有锌资源量 149 万吨、平均品位达到 4.3%，铜资源量 34.7 万吨、平均品位 1.03%；具备采剥能力为 2,000 万吨/年；选矿设计产能为 240 万吨/年，Bisha 铜锌矿 2020 年上半年生产锌 12 万吨左右，铜 1.6 万吨。

表格 8. BISHA 矿储量及品位

类别	品位			金属量		
	Zn (%)	Cu (%)	Au (克/吨)	Zn (千吨)	Cu (千吨)	Au (吨)
储量合计	6.25	1.07	0.72	530	85	6
资源量	4.34	1.03	0.6	1,494	347	21

资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制请参阅尾页的重要声明

Timok 铜金矿：该矿为待开发矿山，项目为上下部两个成因相关联而矿石类型不同的铜金矿体，上部矿为高品位金铜矿。Timok 铜金矿项目总资源储量为，铜金属量约 1,558 万吨，平均品位 0.916%；金金属量 380 吨，平均品位 0.224 克/吨。Timok 上带矿上部存在超高品位矿体，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，平均品位 12.3%，伴生金 25 吨，平均品位 8.67 克/吨。

表格 9. Timok 矿储量及品位

类别	品位		金属量	
	Cu(%)	Au(克/吨)	Cu(百万吨)	Au(百万盎司)
推断	0.86	0.18	14.3	9.6
合计	0.86	0.18	14.3	9.6

资料来源：公司公告，川财证券研究所

Timok 铜金矿上带矿可行性研究报告已经完成。根据可研，Timok 上带矿服务年限为 13 年，年均产铜 7.73 万吨，产金 2.12 吨，其中投产前三年分别产铜 5.15 万吨、13.54 万吨、14.49 万吨，分别产金 2.46 吨、6.08 吨、5.03 吨；由于 Timok 铜金矿上带矿的上部存在超高品位矿体，开发早期效益将显著好于矿山平均值。Timok 铜金矿上带矿目前前期工作进展顺利，预期将于 2021 年投产，Timok 铜金矿下带矿尚未开发。

3、收购国内巨龙铜矿

巨龙铜矿为国内在建的最大铜矿山，2020 年 6 月公司以现金方式出资 38.8 亿元向藏格集团收购巨龙铜业 50.1% 的股权，巨龙铜矿拥有驱龙铜多金属矿、荣木错拉铜多金属矿和知不拉铜多金属矿。三个矿区合计拥有铜金属量为 795.76 万吨，伴生钼金属量合计为 37.06 万吨。

表格 10. 巨龙铜矿储量及品位

资源类型	Cu (%)	Cu 金属 (万吨)	Mo (%)	Mo 金属 (万吨)	DCu (%)	DCu 金属 (万吨)
331	0.44	350	0.027	22	0.52	417
332	0.4	542	0.027	37	0.48	653
333	0.36	149	0.033	14	0.46	190
小计	0.41	1,041	0.028	72	0.49	1,260

资料来源：公司公告，川财证券研究所

驱龙铜矿与荣木错拉铜多金属矿：该项目一期建设总投资 146 亿元，已投资 74 亿元，后续建设仍需投资约 72 亿元，预计 2021 年底一期建成投产。一期按日处理 10+5 万吨建设，争取在原已经批准的 10 万吨规模基础上扩建到 15 万吨规模，运行 8 年，首期开采利用矿石量 8.47 亿吨，Cu0.42%，Mo0.022%，剥采比 0.26t/t，一期建成后年产铜 16.5 万吨，产钼 0.62 万吨。二期按日处理

30万吨建设，需增建二系列15万吨规模选矿厂及尾矿库等设施，于一期项目投产后第7、8年开始建设，生产期第9~41年，建成后年产铜26.3万吨，产钼1.3万吨。

知不拉铜多金属矿：该项目采选工程已基本建成并进行试生产，尾矿库建成后即可投产。经公司研究调整，项目投产后上部露采规模6000t/d，前8年为露采，年产铜2.35万吨；下部地采规模3000t/d，服务期为第9~15年。

巨龙铜矿建成后将超过江铜的德兴铜矿成为国内最大的铜矿山，驱龙铜矿一期预计2021年底投产，产能16.5万吨，知不拉铜矿已进入试生产，年产铜2.35万吨，随着巨龙铜矿的逐步投产，公司铜产量将大幅提升。

4、全球第四大矿山-卡莫阿铜矿

2016年7月公司以4.12亿美元的价格从艾芬豪手中购买了卡莫阿控股公司49.5%股权，卡莫阿控股持有卡莫阿项目80%股权，另外20%由刚果金政府持有，此外紫金矿业持有艾芬豪13.88%的股权。

图 27：卡莫阿铜矿

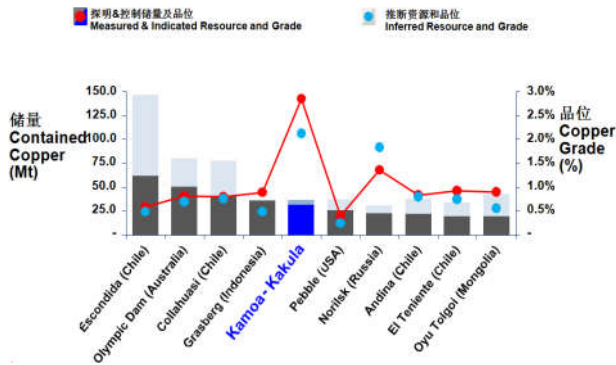


资料来源：公司官网，川财证券研究所

卡莫阿为非洲第一大铜矿，其资源量和品位都非常高，基于最新的钻探结果表明，卡莫阿-卡库拉铜矿控制级别的铜金属资源量为3800万吨（13.87亿吨矿石，Cu2.74%），推断级别的铜金属资源量为569万吨（3.39亿吨矿石，Cu1.68%），铜金属资源量合计为4369万吨，约占我国铜资源量（9,910万吨）的50%；平均品位达到2.8%，最高品位可以达到12%，而国内矿山的平均品位仅仅0.5%左右。

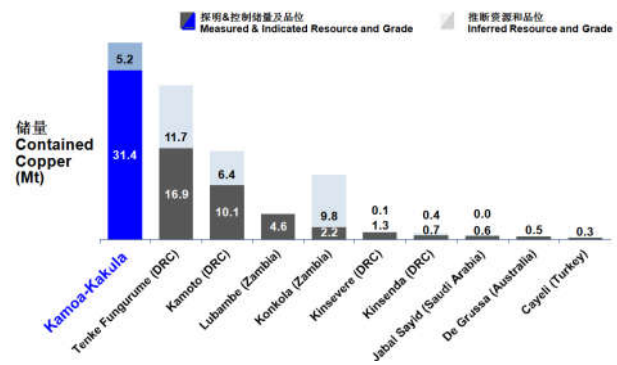
卡莫阿同时是全球第四大的未开发高品位矿山，全球最大在产矿山Escondida储量约6000多万吨，平均品位不到0.5%，远低于卡莫阿平均品位2.8%，全球前三大矿山品位也均处于0.5%-1%左右，卡莫阿资源禀赋极好。

图 28: 卡莫阿属于高品位大型矿山



资料来源: Wind, 川财证券研究所

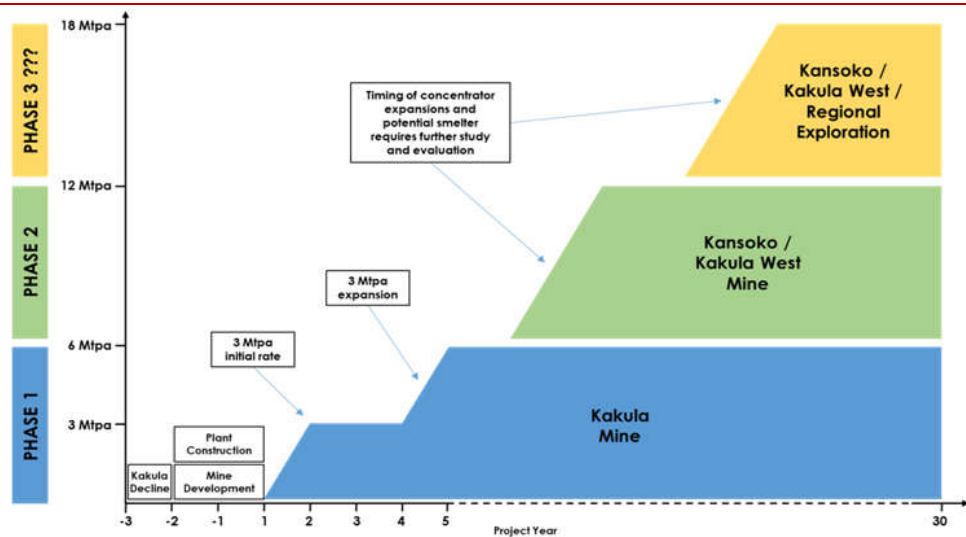
图 29: 卡莫阿为全球最大未开发矿山



资料来源: Wind, 川财证券研究所

根据可研报告, 卡莫阿选厂将按每期年处理 300 万吨矿石量的规模分两期进行建设, 根据采矿能力的提升最后达到年处理矿石量 600 万吨的能力。矿山服务年限 25 年, 服务年限内将采出约 1.2 亿吨平均品位 5.48% 的铜矿石, 生产约 980 万吨高品位铜精矿, 其中含铜约 560 万吨。生产首期的矿石品位非常高, 第二年的铜品位高达约 7.1%, 前 10 年的平均品位为 6.4%, 该方案前 10 年预期平均年产铜 29.1 万吨。

图 30: 卡莫阿铜矿开采计划



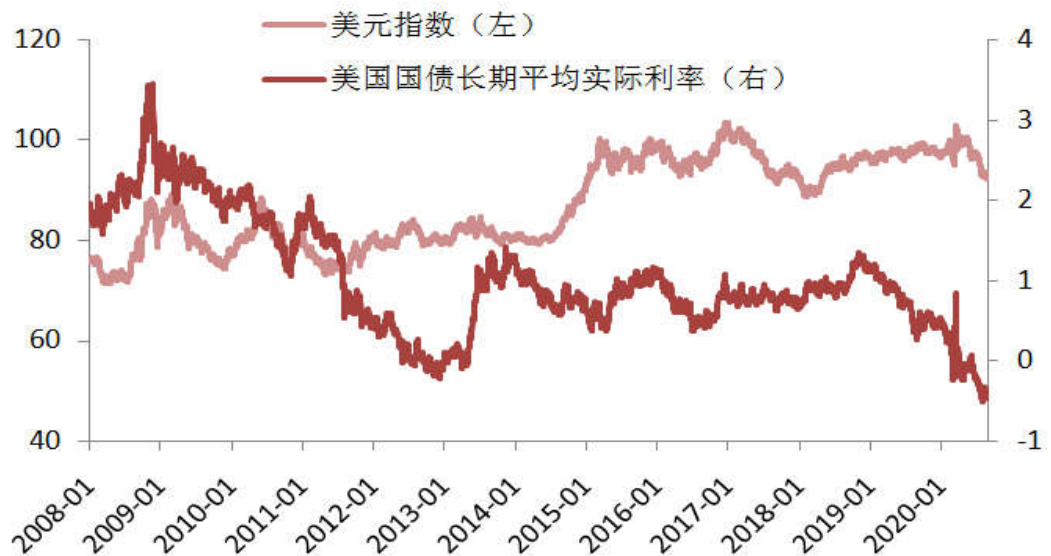
资料来源: 公司官网, 川财证券研究所

卡莫阿矿山预计于 2021 年下半年投产, 一期投产后年产铜精矿约在 25 万吨左右, 投产后公司铜产量将大幅提升。2021 年紫金三大铜矿项目, 卡莫阿铜矿、巨龙铜矿、Timok 铜金矿将相继投产, 合计增加铜产能近 50 万吨, 届时公司铜产能将有望接近 100 万吨左右水平, 跻身全球前几大铜矿生产企业之一。

三、铜金价格上行，公司迎量价起升

弱美元环境，大宗商品具备上涨基础。2019 年开始美国由于国内经济承压结束了近 4 年的加息周期，开始转向降低基准利率，美国实际利率也开始下行，引发黄金价格上涨。进入 2020 年由于受新冠疫情的影响，美联储直接降低基准利率至接近零利率水平，促使美国实际利率进一步下探，美元指数也相应走弱，以美元计价的大宗商品纷纷上行，黄金价格相应创历史新高。

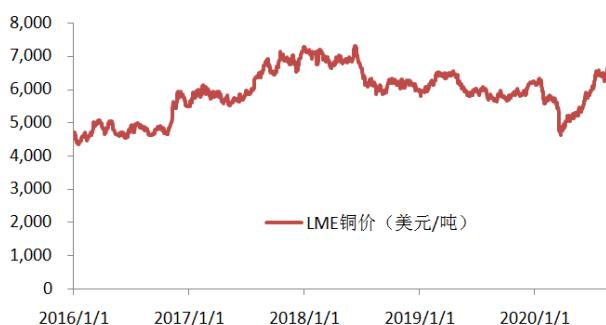
图 31：美国实际利率下行，美元指数走弱



资料来源：公司官网，川财证券研究所

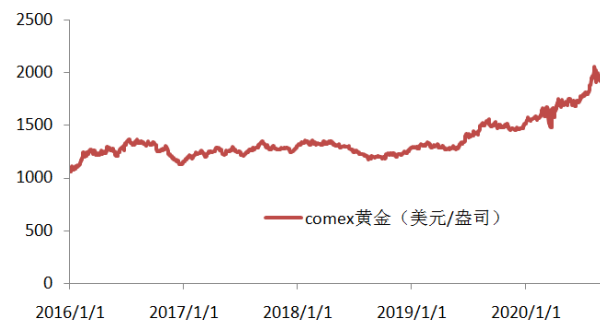
受全球宽松货币政策和美元走弱影响，今年以来铜和黄金价格均大幅上行，黄金价格更是突破 2000 美元/盎司创历史新高，铜价今年则走出 V 型反转趋势涨至目前 6700 美元/吨左右水平。

图 32：铜价二季度以来大幅上行



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 33：黄金价格创历史新高



资料来源：Wind，川财证券研究所

目前来看，由于疫情影响的反复，美国的货币政策预计中长期仍将维持宽松，美元指数或将中长期走弱，以美元计价的大宗商品都具备上涨基础，公司主营产品黄金、铜都将直接受益。同时，未来两年公司铜将进入爆发式增长阶段，公司产品将迎来量价齐升，业绩也将大幅提升。

表格 11. 紫金矿业主要矿产品产量及价格预测（2020、2021 为预测值）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	
产量						
矿山产金(千克)	37,377	36,133	40,831	44,000	45,000	
矿山产铜(吨)	208,183	249,475	369,857	410,000	550,000	
矿山产锌(吨)	279,562	282,805	408,326	400,000	400,000	
单价						
矿山产金(元/克)	249	252	296	370	375	
矿山产铜(元/吨)	34,406	35,353	33,665	33,000	34,000	
矿山产锌(元/吨)	14,547	14,186	10,447	8,000	9,000	
成本						
矿山产金(元/克)	165	173	173	170	170	
矿山产铜(元/吨)	16992	17694	18,333	18,092	18,000	
矿山产锌(元/吨)	4838	4917	6,378	6,523	6,500	
毛利	(亿元)	94.8	98.8	123.5	155.1	190.3
增速		61.58%	4.24%	25.03%	25.49%	22.7%

资料来源：公司公告、川财证券研究所

根据公司年报指引以及即将投产项目测算，2020 年公司矿产金、矿产铜产量分别为 44 吨、41 万吨、40 万吨，2021 年产量分别为 45 吨、55 万吨、40 万吨；同时按目前商品价格及各商品价格趋势、公司矿产品成本变化趋势，预计公司未来毛利水平将维持 20% 以上的增速。

表格 12. 紫金矿业可比公司估值对比

	公司名称	股价	市值	PE	PB
黄金板块	紫金矿业	6.73	1,586	35.2	3.8
	中金黄金	10.58	513	82.6	2.3
	山东黄金	27.04	1,112	66.0	4.9
	赤峰黄金	17.10	285	95.1	7.7
铜板块	紫金矿业	6.73	1,586	35.2	3.8
	云南铜业	14.41	245	42.6	2.9
	江西铜业	15.41	438	27.9	1.0
	铜陵有色	2.39	252	30.8	1.4

资料来源：wind、川财证券研究所

盈利预测：预计公司 2020-2022 年净利润分别为 52.7、69.9、88.8 亿元；对应 EPS 分别为 0.21、0.27、0.35 元；参考有色行业可比公司估值情况，紫金矿业目前估值 35 倍，低于黄金板块公司平均估值 57 倍；略高于铜板块平均估值 34 倍，故给予增持评级。

❖ **风险提示：**

- 1、铜矿产能达产不及预期。公司目前具有数个在建铜矿项目，如果项目建设进度不达预期，公司存在盈利水平不及预期风险。
- 2、地方政府政策性风险。公司目前海外项目较多，海外地方政府政策变动，可能对公司经营生产造成影响。
- 3、美国货币政策收紧，大宗商品价格大幅下跌。公司主营黄金、铜、铅锌等大宗商品，大宗商品价格下跌将对公司盈利产生较大影响。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	23043	36010	35382	53554	营业收入	136098	168734	210133	265560
现金	2011	1687	2101	2655	营业成本	120583	148340	185230	235244
应收账款	944	3326	1992	4729	营业税金及附加	1874	2427	3023	3820
其他应收款	881	2598	1734	3741	营业费用	574	1153	1437	1816
预付账款	88	76	76	76	管理费用	3689	4879	6076	7678
存货	14886	22829	24266	35546	财务费用	1467	2626	2589	2522
其他流动资产	2309	2309	2309	2309	资产减值损失	-368	1117	1117	1118
非流动资产	88683	85964	82165	76070	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	6924	6924	6924	6924	投资净收益	34.4	0	0	0
固定资产	38624	36461	28421	28463	营业利润	7242	7699	10169	12870
无形资产	24162	21124	18086	15049	营业外收入	-268	-259	-259	-259
其他非流动资产	11444	11444	11444	11444	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	111726	121974	117547	129624	利润总额	6974	7440	9910	12611
流动负债	31119	38325	29861	36811	所得税	1913	1785	2402	3077
短期借款	14440	17474	10001	11204	净利润	5060	5655	7508	9534
应付账款	4801	9301	8310	14057	少数股东损益	777	386	512	650
其他流动负债	6268	6268	6268	6268	归属母公司净利润	4283	5270	6996	8883
非流动负债	28720	28720	28720	28720	EBITDA	14011	20313	22664	25483
长期借款	25792	25792	25792	25792	EPS (元)	0.16	0.21	0.28	0.35
其他非流动负债	2927	2927	2927	2927					
负债合计	59839	67045	58581	65531	主要财务比率				
少数股东权益	5893	6279	6791	7441	会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	2537	2537	2537	2537	成长能力				
资本公积	18690	18690	18690	18690	营业收入	28.4%	23.9%	24.5%	26.4%
留存收益	29957	32613	36139	40616	营业利润	18.8%	10.4%	32.1%	26.6%
归属母公司股东权益	51185	53841	57367	61844	归属于母公司净利润	9.3%	14.4%	32.8%	26.9%
负债和股东权益	116919	127166	122739	134817	获利能力				
					毛利率(%)	11.40%	12.09%	11.85%	11.42%
					净利率(%)	3.63%	3.35%	3.57%	3.59%
					ROE(%)	8.13%	9.79%	12.19%	14.36%
					ROIC(%)	8.00%	7.86%	9.09%	11.31%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	53.56%	54.97%	49.84%	50.55%
					净负债比率(%)	116.9%	124.5%	102.1%	106.0%
					流动比率	0.74	0.94	1.18	1.45
					速动比率	0.19	0.28	0.29	0.43
					营运能力				
					总资产周转率	1.22	1.38	1.79	2.05
					应收账款周转率	144.15	50.72	105.49	56.15
					固定资产周转率	3.52	4.63	7.39	9.33
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.16	0.21	0.28	0.35
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	0.43	0.85	0.46
					每股净资产(最新摊薄)	2.02	2.12	2.26	2.44
					估值比率				
					P/E	41.02	32.41	24.41	19.23
					P/B	3.34	3.17	2.98	2.76
					EV/EBITDA	4.44	3.25	2.60	2.39

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	10486	10972	21548	11771
净利润	5161	5774	7626	9652
折旧摊销	5755	10581	10581	10876
财务费用	1529	2291	2172	1995
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	0	0
其他经营现金流	175	0	0	0
投资活动现金流	-14102	-9425	-8019	-6019
资本支出	-11896	-8980	-7900	-5900
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-1518	-119	-119	-119
筹资活动现金流	-325	-1871	-13115	-5198
短期借款		3033	-7473	1203
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	9382	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	-4026	-324	414	554

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明

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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务协议关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议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客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：000000029399

本报告由川财证券有限责任公司编制谨请参阅尾页的重要声明 C0004