

# 紫金矿业 (601899)

证券研究报告

2021年01月18日

## 龙头复盘系列 1: 目前怎么看空间?

### 2020 年公司铜金资源外延内生全面发力

2020 年公司外延并购持续发力, 大陆黄金、奎亚那金田、巨龙铜矿三大项目再入麾下。同时, 在项目建设年背景下铜矿项目规模化效益显著, 黄金项目不断挖潜, 公司自有资源不断通过技改、规模化效益、财务摊薄等优化成本。

### 黄金是公司 2021 年主要增量

伴随大陆黄金武里蒂卡金矿和奎亚那金田矿产黄金投产释放, 陇南紫金技改完成, 诺顿金田低品位矿山开发增量, 2021 年公司矿金产量增长有望超过 10 吨达到 52.8 吨。

### 三大建设中铜矿有望在 2022 年开始迎来充分放量

预计今年下半年, 公司三大建设矿山卡莫阿、Timok 铜矿、巨龙铜业 ( 巨龙铜矿 ) 有望依次投产, 因此 2022 年公司矿铜业务将迎来充分放量, 对比 2020 年有望增长 26 万吨达到 72 万吨, 远期规划有望超过 110 万吨。

### 成长型矿业龙头空间测算

**产量端:** 我们预计公司 2020-2022 年, 矿产铜分别达到 46.1、54、72 万吨; 矿产金分别达到 42.5、52.8、67 吨; 矿产锌分别达到 37、41、42 万吨。

**价格端:** 我们判断 2021 年, 主导金属价格的因素可能从仍然较为宽松的流动性转向全面增长的需求, 黄金的价格中枢可能提升至 1800 美元/盎司; 铜在供需错配下价格中枢有望继续上行。

**成本端:** 根据 2020 年三季报, 公司现有矿铜、矿金、矿锌平均成本分布为 1.94 万元/吨, 176 元/克, 6558 元/吨, 其中矿铜在全球成本分位 TOP 1/4, 预计伴随公司高品位金矿, 大规模铜矿投产, 综合成本优势有望延续。

**估值端:** 全球范围来看, 传统周期品资源有限性决定矿业公司内生禀赋。资源有限性和高品位资源的稀缺性, 给予矿业公司一定估值溢价空间。同时, 并购发展是矿业公司成长的必经之路, 公司是逆周期扩张进入成长收获阶段, 有望受益效益持续增长和资源稀缺的双重估值溢价。

**空间测算:** 按照分步估值法对应 2022 年有望达到 3652 亿元, 如果考虑已经公告项目的稳态利润, 三年有望达到 4500 亿元以上。

**盈利预测与评级:** 考虑全球范围铜、金、锌价格持续上行, 我们上调预计公司 2020-2022 年实现 EPS 为 0.26/0.43/0.58 元/股, ( 前值为 0.25/0.32/0.48 元/股 ) 对应当前动态 PE 为 41、25、18 倍, 维持买入评级。

**风险提示:** 奎亚那、大陆黄金产量释放不及预期, Timok/卡莫阿开发不及预期, 全球流动性收紧/需要不及预期带来金铜价格大幅下跌, 空间测算存在一定主观性仅供参考

### 投资评级

行业	有色金属/黄金
6 个月评级	买入 ( 维持评级 )
当前价格	10.56 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	19,640.32
流通 A 股股本(百万股)	19,640.32
A 股总市值(百万元)	207,401.78
流通 A 股市值(百万元)	207,401.78
每股净资产(元)	1.89
资产负债率(%)	59.54
一年内最高/最低(元)	11.56/3.27

### 作者

**杨诚笑** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517020002  
yangchengxiao@tfzq.com

**孙亮** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110516110003  
sunliang@tfzq.com

**田源** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517030003  
tianyuan@tfzq.com

**王小芃** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517060003  
wangxp@tfzq.com

**田庆争** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110518080005  
tianqingzheng@tfzq.com

### 股价走势



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

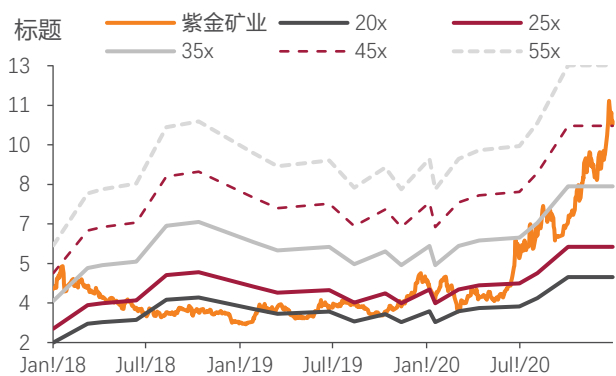
- 1 《紫金矿业-季报点评:业绩持续高增长, 彰显资源/运营/融资优势》2020-10-20
- 2 《紫金矿业-半年报点评:业绩逆势增长, 资源、运营、融资优势有望持续》2020-08-24
- 3 《紫金矿业-公司点评:乘胜出击, 金矿并购再发力, 转债优化财务结构》2020-06-15

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	105,994.25	136,097.98	174,205.41	205,562.39	222,007.38
增长率(%)	12.11	28.40	28.00	18.00	8.00
EBITDA(百万元)	11,540.69	15,124.75	17,869.36	25,698.79	29,936.10
净利润(百万元)	4,093.77	4,283.96	6,511.05	10,809.75	14,837.41
增长率(%)	16.71	4.65	51.99	66.02	37.26
EPS(元/股)	0.16	0.17	0.26	0.43	0.58
市盈率(P/E)	65.46	62.56	41.16	24.79	18.06
市净率(P/B)	6.62	5.24	0.54	0.50	0.45
市销率(P/S)	2.53	1.97	0.15	0.13	0.12
EV/EBITDA	3.24	2.40	3.28	1.93	1.26

资料来源: wind, 天风证券研究所

### PE-Band

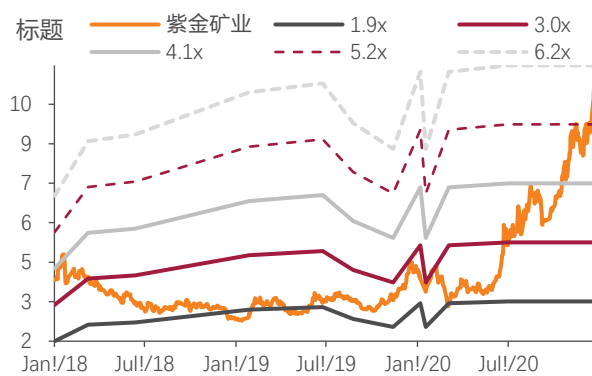
紫金矿业历史 PE Band



资料来源：贝格数据，天风证券研究所

### PB-Band

紫金矿业历史 PB Band



资料来源：贝格数据，天风证券研究所

## 内容目录

1. 2020 年，公司铜金资源外延内生全面发力 .....	4
1.1. 铜金资源并购：三个优质矿山再入麾下 .....	4
1.2. 自有资源发挥规模效益优化成本 .....	4
1.3. 矿产铜/矿产金利润贡献 .....	4
2. 黄金业务是 2021 年主要增长点：预计增量有望超过 10 吨 .....	5
3. 铜业务将在 2022 年充分放量 .....	5
4. 紫金矿业空间测算：成本有望持稳，充分实现量价齐升 .....	6
4.1. 产量端：资源持续放量是公司最核心竞争力 .....	6
4.2. 价格端：流动性宽松+需求复苏 .....	6
4.3. 成本端：伴随高品位矿山并表，成本优势有望延续 .....	6
4.4. 估值端：成长性矿业龙头有望享受合理溢价 .....	7
4.5. 空间测算：见证全球龙头矿企成长 .....	7
5. 盈利预测与评级 .....	8
6. 风险提示 .....	8

## 图表目录

图 1：2020H3 毛利占比 .....	5
图 4：全球铜成本曲线（不含副产品） 2019 .....	7
图 5：全球铜成本曲线（含副产品） 2019 .....	7
表 1：公司主要黄金矿山产持续爬坡（kg） .....	5
表 2：公司三大并购铜矿 2022 年开始充分放量（吨） .....	6
表 3：2020Q3 公司主要矿产铜、金、锌成本 .....	7
表 4：公司有望进一步享受 增长和资源稀缺性的双重估值空间(2020.1.15) .....	8

## 1. 2020 年，公司铜金资源外延内生全面发力

2020 年公司项目建设和资源并购双管齐下，尤其在铜金资源进一步扩大优势。

### 1.1. 铜金资源并购：三个优质矿山再入麾下

2020 年以来，公司在坚持原有项目建设年基础上，金铜业务持续发力。黄金资源储量超过 2100 吨，铜金属资源储量超过 6200 万吨，锌金属资源储量 856 万吨（2019 年），均在全球相应资源储量排名居前（10 左右）。

#### 1、大陆黄金——即投产高品位金矿

大陆黄金核心资产是位于哥伦比亚武里蒂卡金矿项目 100%权益，探明+控制级别的金资源量 165.47 吨、银 653.17 吨，平均品位分别为 10.32g/t, 40.76g/t；推断的资源量黄金 187.24 吨，银 815.53 吨，平均品位分别为 8.56g/t, 37.28 g/t。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）。此次收购完成后公司黄金资源储量将超过 2000 吨，增加矿山黄金产量约 20%（达产后），大幅提高公司黄金板块业务。

#### 2、公司现金出资 17 亿元完成收购圭亚那金田，充分发挥资源识别和运营实力

圭亚那金田核心资产是 Aurora 金矿 100%权益，采矿权颁发于 2011/11/18，期限 20 年，目前报告金矿服务年限 14 年(据圭亚那矿业法采矿权到期后可以申请延长不超过 7 年)，当地政治形势总体稳定，法律体系较为完备，为矿权持续稳定开发提供基础。Aurora 金矿拥有探明+控制的金资源量 118.69 吨，平均品位 3.15g/t，推断的金资源量 59.13 吨，平均品位 2.28g/t；2021 年中期预计从露采转为地采。选厂处理量为 7,500 吨/日，原矿品位 2.7g/t，金回收率 92.4%，年均产金约 4.57 吨，其中 2022-2026 年地采平均年产金约 5.27 吨。金矿开采条件较优，2019 年由于减值导致大幅亏损，完成收购后公司运营实力有望在 2021 年带来黄金资源/产量/效益的提升。

#### 3、收购超大型铜矿资源，铜矿版图持续扩张

公司以现金方式出资 38.8 亿元完成巨龙铜业 50.1%的股权(按巨龙铜业 100%股权作价为 77.5 亿元为基础)收购。巨龙铜业资源储量大，开发条件好，有形成世界级超大型铜矿的条件，但目前面临连续三年亏损，且部分建设受制于投资限制未能继续。公司接管有望继续发扬资源并购运营管理实力，知不拉铜矿有望率先贡献现金流，同时加快实现一期年产铜 16 万吨，二期工程年产铜 26 万吨的生产计划，目前驱龙采选工程后续仍需投资 72 亿元，预计 2021 年一期项目建成，将资源优势不断转换为现金流和利润增长。

### 1.2. 自有资源发挥规模效益优化成本

对于矿业公司自有资源来说，金属价格由市场供需本身决定，而成本优势就成为了核心竞争力。成本实质上只与资源状况、运营情况和财务成本相关，公司自有资源不断通过技改、规模化效益、财务成本摊薄等，优化成本。

#### 铜矿项目规模化效益显著

按照 2020 年 H1 线性推算，公司科卢伟奇和多宝山铜矿均超过 10 万吨体量，规模化效益有望进一步扩大成本优势，较 2019 年均实现大幅增长，紫金波尔经济效益伴随产量爬坡进一步释放。

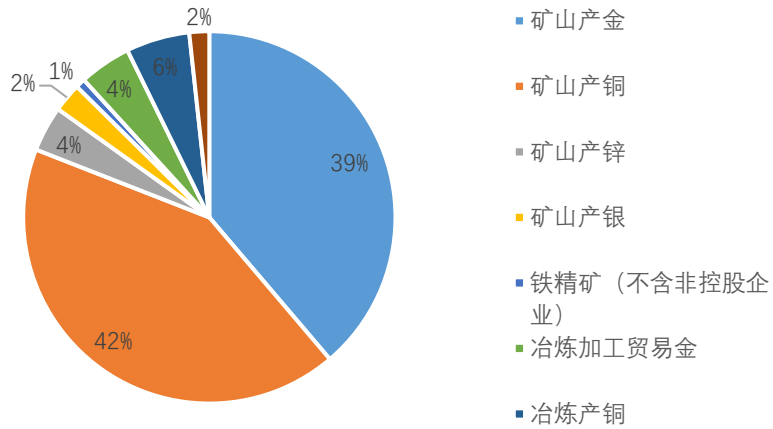
#### 黄金项目潜力不断挖掘

公司现有资源中陇南紫金加快李坝金矿 10,000 吨/天采选项目建设进度，预计 2021 年全面建成，诺顿金田 GS 难处理和 Binduli 低品位开发有望分别于 2021 年 7 月和 2022 年 3 月建成，山西紫金勘探，山西紫金发现斑岩型矿体为进一步扩产提供支持。

### 1.3. 矿产铜/矿产金利润贡献

截至 2020Q3，公司矿产铜金业务占比合集超过 80%，其中矿铜约在 42%，矿金约在 39%，预计 2021-2022 年公司铜业务占比可能进一步小幅提升。

图 1：2020H3 毛利占比



资料来源：WIND，天风证券研究所

## 2. 黄金业务是 2021 年主要增长点：预计增量有望超过 10 吨

2020 年 Q3 公司黄金产量 20.2 吨，预计 2020 年全年有望达到 42.5 吨，2021-2022 年分别实现 52.8、66.9 吨。主要增长来自大陆黄金武里蒂卡金矿、奎亚那金田、诺顿金田、陇南紫金、山西紫金、Timok 铜金矿等项目。

表 1：公司主要黄金矿产持续爬坡（kg）

主要企业 或矿山	名称	本集团持 有权益	2019	2020H1	2020E	2021E	2022E
	巴布亚新几内亚波格拉金矿	47.50%	8,827	2,675	2,675	0	0
	塔吉克斯坦泽拉夫尚公司	70%	5,723	3,152	5,723	5,723	5,723
	澳洲诺顿金田黄金公司	100%	5,748	3,022	6,044	7,500	9,500
	吉尔吉斯斯坦奥同克公司	60%	3,776	2,114	3,776	3,776	3,776
	吉林珲春曙光金铜矿	100%	3,138	1,628	3,138	3,138	3,138
	福建紫金山金铜矿	100%	2,251	1,069	2,138	2,138	2,138
	贵州紫金矿业	56%	2,040	-	2,040	2,040	4,000
	洛阳坤宇矿业	70%	1,895	-	1,895	1,895	1,895
	黑龙江多宝山铜矿	100%	1,380	1,001	2,002	2,002	2,002
	内蒙古金中矿业	100%	1,168	-	-	-	-
	陇南紫金	95%	-	-	1,500	4,500	5,500
	大陆黄金武里蒂卡金矿	100%	-	-	2,000	7,800	9,000
	奎亚那金田	100%	-	-	4,000	5,500	6,000
	紫金波尔 ZB	63%	-	-	-	1,200	2,230
集团其他黄金企业合计			4,885	5,576	5,576	5,576	11,976
总计			40,831	20,237	42,507	52,788	66,878

资料来源：WIND，天风证券研究所

## 3. 铜业务将在 2022 年充分放量

2020 年 Q3 公司矿铜产量 23 万吨，预计 2020 年全年有望达到 46 万吨，2021-2022 年分别实现 54、72 万吨。主要增长来自三大在建矿山卡莫阿、Timok 铜金矿和巨龙铜矿的投产爬坡。

表 2：公司三大并购铜矿 2022 年开始充分放量（吨）

主要企业或矿山	名称	本集团持有权益	2019	2020H1	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
山	刚果（金）科卢韦齐	72%	84,286	58,302	116,604	116,604	116,604	116,604	116,604
	黑龙江多宝山	100%	71,107	51,578	103,156	103,156	103,156	103,156	103,156
	福建紫金山金铜矿	100%	77,715	43,902	87,804	87,804	87,804	87,804	87,804
	紫金波尔铜业	63%	43,550	26,156	52,312	68,000	82,000	90,000	110,000
	新疆阿舍勒铜业	51%	43,611	22,787	45,574	45,574	45,574	45,574	45,574
	碧沙矿业	55%	16,008	10,174	20,348	20,348	20,348	20,348	20,348
	珲春曙光金铜矿	100%	16,525	8,452	16,904	16,904	16,904	16,904	16,904
	卡莫阿铜矿	39.60%	-	-	-	30,000	120,000	200,000	300,000
	Timok 铜矿	100.00%	-	-	-	20,000	60,000	80,000	120,000
	巨龙铜矿	51.00%	-	-	-	13,000	53,000	80,000	150,000
其他矿山合计			17,055	9,359	18,718	18,718	18,718	18,718	18,718
总计			369,857	230,710	461,420	540,108	724,108	859,108	1,089,108

资料来源：WIND，天风证券研究所

## 4. 紫金矿业空间测算：成本有望持稳，充分实现量价齐升

### 4.1. 产量端：资源持续放量是公司最核心竞争力

考虑上述建设项目情况，我们预计公司 2020-2022 年，

矿产铜分别达到 46.1、54、72 万吨

矿产金分别达到 42.5、52.8、64.8 吨

矿产锌分别达到 37、41、42 万吨。

### 4.2. 价格端：流动性宽松+需求复苏

我们判断 2021 年，主导金属价格的因素可能从仍然较为宽松的流动性转向全面增长的需求：

- 1，流动性有望继续维持宽松。
- 2，需求将接棒流动性成为驱动有色金属价格的最主导因素。

黄金：黄金的价格中枢可能提升至 1800 美元/盎司

2020 年以来美国不限量 QE，补充流动性，美联储资产规模大幅上升，政府债务规模太大，利率上行可能性较低。进入冬季，欧美疫情二次爆发。美元指数从 11 月的 92 左右一路下降至目前的 90 左右。如果欧美疫情继续加剧，避险情绪逐步发酵，可能带来金价进一步上涨我们认为，21 年金价中枢维持 1800 美元/盎司以上是大概率事件。金价中枢上升有望带来黄金企业利润基础上升至一个新台阶。

铜：供需错配下机会凸显

因疫情影响，2020 年供需双弱，铜仍维持紧平衡的状态，且这种状态将一直延续至 2021 年，尤其上半年没有新矿投产，需求端的恢复速度会超过供给端。随着价格的持续上行，矿企利润有望持续超预期。

### 4.3. 成本端：伴随高品位矿山并表，成本优势有望延续

根据 2020 年三季报，公司现有矿铜、矿金、矿锌平均成本分布为 1.94 万元/吨，176 元/克，6558 元/吨，其中矿铜较 2019 年下滑 1300 元/吨，矿金小幅上涨 4.3 元/克，矿锌上涨 680 元/吨。

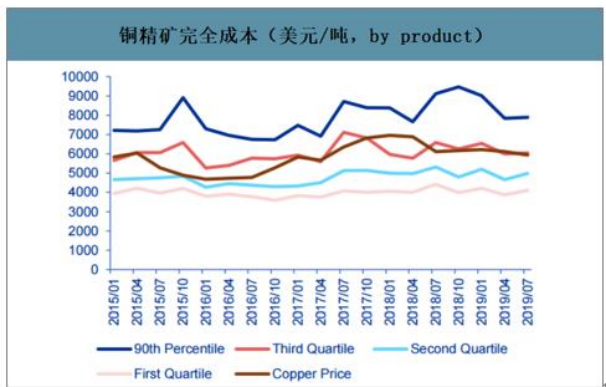
表 3：2020Q3 公司主要矿产铜、金、锌成本

	2020Q3	2019Q3	2019
矿产铜（万元/吨）	1.94	2.04	2.07
矿产金（元/克）	176	176.6	172.69
矿产锌（元/吨）	6558	6014	6478

资料来源：WIND，天风证券研究所

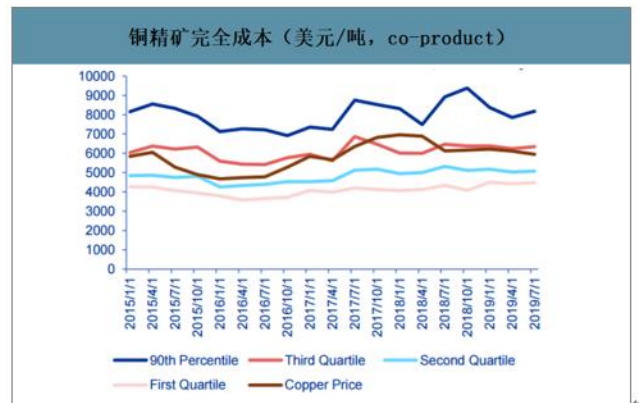
按照 2019 年全球铜成本曲线，资源综合位于成本曲线至少位于 TOP 1/4 分位，同时公司增量矿山中，卡莫阿 2019 年可研报告来看现金成本仅有 1.11 美元/磅（2445 美元/吨），巨龙铜矿是超大型矿山开发，黄金方面武里蒂卡金矿成本约在 604 美元/盎司，大陆黄金成本可能达到 160 元/克以下，整体成本端仍有进一步下行空间。

图 2：全球铜成本曲线（不含副产品）2019



资料来源：智研咨询，天风证券研究所

图 3：全球铜成本曲线（含副产品）2019



资料来源：智研咨询，天风证券研究所

#### 4.4. 估值端：成长性矿业龙头有望享受合理溢价

全球范围来看，传统周期品资源有限性决定矿业公司内生禀赋。大多数金属储采比均处于 15-40 区间较低水平，同时，经历 2002-2011 年需求增长带来的商品牛市后，2019 年相对于 2008 年基础储量来看，几乎只有锂资源勘探出现较大进展，基本金属大多出现较大下滑。资源有限性和高品位资源的稀缺性，给予矿业公司一定估值溢价空间。

由于优质资源稀缺性，并购发展是矿业公司成长的必经之路，尤其是公司逆周期扩张思路明确，从传统成矿带和现有资源勘探挖掘潜力，在多样化融资支持和项目运营管理优势不断凸显下，资源优势不断转为经济效益，向全球领先的矿业巨头迈进。

因此，公司有望享受效益持续增长和资源稀缺性的双重估值空间。

#### 4.5. 空间测算：见证全球龙头矿企成长

目前公司对应行业可比公司来看，2021-2022 年基本与平均估值持平，按照分步估值法（对应铜、金、锌均价格假设为 55000 元/吨，360 元/克，18500 元/吨）对应 2022 年有望达到 3652 亿元，如果考虑已经公告项目的稳态利润，三年空间有望达到 4500 亿元以上。

表 4: 公司有望进一步享受 增长和资源稀缺性的双重估值空间(2020.1.15)

证券代码	证券简称	2020PE	2021PE	2022PE	市值/亿元
601899.SH	紫金矿业	41.72	28.33	21.36	2477.24
600547.SH	山东黄金	36.33	26.25	23.56	924.19
600362.SH	江西铜业	38.94	29.82	23.77	620.17
600489.SH	中金黄金	31.23	23.76	22.60	405.24
601168.SH	西部矿业	28.08	19.49	15.45	327.90
600497.SH	驰宏锌锗	29.17	23.32	18.25	255.58
平均		41.72	28.33	21.36	2477.24

资料来源: WIND, 天风证券研究所

## 5. 盈利预测与评级

考虑全球范围铜、金、锌价格持续上行, 我们上调预计公司 2020-2022 年实现 EPS 为 0.26/0.43/0.58 元/股, (前值为 0.25/0.32/0.48 元/股) 对应当前动态 PE 为 41、25、18 倍, 维持“买入”评级。

## 6. 风险提示

- 1) 奎亚那、大陆黄金产量释放不及预期,
- 2) Timok/卡莫阿开发不及预期,
- 3) 全球流动性收紧/需要不及预期带来金铜价格大
- 4) 空间测算存在一定主观性, 仅供参考



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	10,089.89	6,225.14	14,097.80	34,400.52	46,031.58
应收票据及应收账款	1,009.87	944.12	2,056.09	1,189.68	1,893.75
预付账款	1,419.16	1,323.25	2,767.18	1,854.13	2,864.06
存货	12,669.67	14,886.55	17,587.27	14,521.57	17,671.96
其他	4,952.85	4,258.64	7,141.80	5,212.57	6,717.57
<b>流动资产合计</b>	<b>30,141.45</b>	<b>27,637.70</b>	<b>43,650.14</b>	<b>57,178.47</b>	<b>75,178.93</b>
长期股权投资	7,041.75	6,924.42	6,924.42	6,924.42	6,924.42
固定资产	34,144.46	38,624.77	41,010.38	41,686.38	38,520.64
在建工程	5,355.81	5,876.83	3,865.67	2,948.65	2,196.33
无形资产	22,510.28	24,162.51	23,281.05	22,399.60	21,518.14
其他	13,378.31	19,648.03	16,170.52	15,668.91	16,390.17
<b>非流动资产合计</b>	<b>82,430.62</b>	<b>95,236.55</b>	<b>91,252.05</b>	<b>89,627.95</b>	<b>85,549.70</b>
<b>资产总计</b>	<b>112,879.30</b>	<b>123,830.95</b>	<b>135,409.42</b>	<b>147,396.81</b>	<b>161,413.40</b>
短期借款	15,616.68	14,440.92	14,440.00	18,000.00	15,500.00
应付票据及应付账款	4,700.98	4,802.96	6,981.62	802.35	8,544.16
其他	16,905.44	14,118.77	16,686.93	19,560.69	18,216.07
<b>流动负债合计</b>	<b>37,223.10</b>	<b>33,362.66</b>	<b>38,108.55</b>	<b>38,363.03</b>	<b>42,260.24</b>
长期借款	12,917.92	13,826.22	23,826.22	28,826.22	29,626.22
应付债券	8,879.45	11,966.47	11,541.68	10,795.87	11,434.67
其他	6,585.12	7,596.00	5,560.60	6,580.57	6,579.06
<b>非流动负债合计</b>	<b>28,382.49</b>	<b>33,388.69</b>	<b>40,928.50</b>	<b>46,202.66</b>	<b>47,639.95</b>
<b>负债合计</b>	<b>65,605.59</b>	<b>66,751.35</b>	<b>79,037.04</b>	<b>84,565.70</b>	<b>89,900.19</b>
少数股东权益	6,818.28	5,893.63	7,097.10	9,004.70	11,520.99
股本	2,303.12	2,537.73	2,537.73	2,537.73	2,537.73
资本公积	11,094.77	18,690.34	18,690.34	18,690.34	18,690.34
留存收益	34,595.39	44,015.72	46,737.56	51,288.69	57,454.50
其他	(7,537.85)	(14,057.82)	(18,690.34)	(18,690.34)	(18,690.34)
<b>股东权益合计</b>	<b>47,273.71</b>	<b>57,079.60</b>	<b>56,372.38</b>	<b>62,831.11</b>	<b>71,513.22</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>112,879.30</b>	<b>123,830.95</b>	<b>135,409.42</b>	<b>147,396.81</b>	<b>161,413.40</b>

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	4,682.68	5,060.90	6,511.05	10,809.75	14,837.41
折旧摊销	4,449.17	5,755.44	5,317.24	6,533.51	5,511.41
财务费用	1,523.23	1,529.98	1,809.59	1,687.01	981.34
投资损失	(884.03)	(75.33)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
营运资金变动	(416.18)	(7,206.60)	(2,853.88)	4,340.67	39.24
其它	878.15	5,601.17	2,493.33	1,052.87	2,656.15
<b>经营活动现金流</b>	<b>10,233.01</b>	<b>10,665.56</b>	<b>13,177.33</b>	<b>24,323.80</b>	<b>23,925.56</b>
资本支出	18,909.64	10,929.60	6,845.65	4,391.05	713.42
长期投资	244.41	(117.34)	0.00	0.00	0.00
其他	(32,794.26)	(24,915.10)	(12,416.53)	(8,977.96)	(1,521.20)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(13,640.21)</b>	<b>(14,102.83)</b>	<b>(5,570.89)</b>	<b>(4,586.90)</b>	<b>(807.78)</b>
债权融资	47,121.14	46,002.45	56,499.99	65,011.43	63,177.65
股权融资	2,242.17	7,466.10	(6,414.95)	(1,659.84)	(954.17)
其他	(41,708.14)	(53,794.36)	(49,818.83)	(62,785.77)	(73,710.19)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>7,655.17</b>	<b>(325.81)</b>	<b>266.22</b>	<b>565.81</b>	<b>(11,486.72)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>4,247.97</b>	<b>(3,763.08)</b>	<b>7,872.66</b>	<b>20,302.71</b>	<b>11,631.07</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>105,994.25</b>	<b>136,097.98</b>	<b>174,205.41</b>	<b>205,562.39</b>	<b>222,007.38</b>
营业成本	92,651.37	120,582.63	153,823.38	175,139.15	186,930.21
营业税金及附加	1,599.00	1,874.14	2,543.40	2,988.88	3,219.11
营业费用	887.45	574.43	731.66	904.47	1,021.23
管理费用	2,994.07	3,689.33	4,755.81	5,344.62	5,439.18
研发费用	274.38	476.34	621.91	698.91	754.83
财务费用	1,254.24	1,466.85	1,809.59	1,687.01	981.34
资产减值损失	1,500.40	(368.38)	567.00	566.34	458.00
公允价值变动收益	(135.78)	(59.75)	1,289.87	(854.74)	139.87
投资净收益	1,060.52	34.41	100.00	100.00	100.00
其他	(2,272.78)	585.91	(2,779.74)	1,509.48	(479.74)
<b>营业利润</b>	<b>6,181.37</b>	<b>7,242.07</b>	<b>10,742.53</b>	<b>17,478.26</b>	<b>23,443.35</b>
营业外收入	365.95	50.08	50.00	50.04	50.02
营业外支出	417.14	317.88	367.51	342.69	355.10
<b>利润总额</b>	<b>6,130.18</b>	<b>6,974.28</b>	<b>10,425.02</b>	<b>17,185.61</b>	<b>23,138.27</b>
所得税	1,447.50	1,913.37	2,710.51	4,468.26	5,784.57
<b>净利润</b>	<b>4,682.68</b>	<b>5,060.90</b>	<b>7,714.52</b>	<b>12,717.35</b>	<b>17,353.70</b>
少数股东损益	588.90	776.95	1,203.46	1,907.60	2,516.29
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4,093.77</b>	<b>4,283.96</b>	<b>6,511.05</b>	<b>10,809.75</b>	<b>14,837.41</b>
每股收益(元)	0.16	0.17	0.26	0.43	0.58

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	12.11%	28.40%	28.00%	18.00%	8.00%
营业利润	22.97%	17.16%	48.34%	62.70%	34.13%
归属于母公司净利润	16.71%	4.65%	51.99%	66.02%	37.26%
<b>获利能力</b>					
毛利率	12.59%	11.40%	11.70%	14.80%	15.80%
净利率	3.86%	3.15%	3.74%	5.26%	6.68%
ROE	10.12%	8.37%	13.21%	20.08%	24.73%
ROIC	10.58%	9.01%	12.24%	17.49%	23.93%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	58.12%	53.91%	58.37%	57.37%	55.70%
净负债率	78.33%	69.69%	75.22%	48.72%	23.98%
流动比率	0.82	0.86	1.16	1.51	1.80
速动比率	0.48	0.41	0.70	1.13	1.38
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	55.46	139.30	116.13	126.66	144.00
存货周转率	8.92	9.88	10.73	12.80	13.79
总资产周转率	1.05	1.15	1.34	1.45	1.44
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.16	0.17	0.26	0.43	0.58
每股经营现金流	0.40	0.42	0.52	0.96	0.94
每股净资产	1.59	2.02	19.42	21.21	23.64
<b>估值比率</b>					
市盈率	65.46	62.56	41.16	24.79	18.06
市净率	6.62	5.24	0.54	0.50	0.45
EV/EBITDA	3.24	2.40	3.28	1.93	1.26
EV/EBIT	5.11	3.74	4.67	2.58	1.54

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com