

# 规模和效益双重引领的全球矿产金铜巨头

## ——紫金矿业 (601899.SH, 2899.HK) 首次覆盖报告

### 要点

**紫金矿业是大型跨国矿业集团：**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，投资项目分布在国内 24 个省和加拿大、澳大利亚、秘鲁等 9 个国家。

**2020 年公司业绩大幅增长，创历史新高；2015~2020E，公司业绩增长复合增速为 32.3%。**公司预计 2020 年度归属于上市公司股东的净利润为 64.5-66.5 亿元，同比增加 50.6%-55.2%。**业绩增长原因：金价上涨和铜矿产量增长共同推动业绩大增。**公司的收入和利润主要来自铜和金，2020 年公司矿产金产量同比下降 1.07%至 40 吨，矿产铜产量同比增长 23.3%至 45.6 万吨；2020 年全国铜、金均价同比上涨 2.3%、23.9%，而商品价格上涨的绝大部分会带来公司盈利的增加。

**规模和效益排名全国前列。**公司 ROIC（资本投入回报率）：十年（2010~2019）平均为 8.8%，三年平均为 6.1%，均位列国内黄金企业前列；公司 FCF（自由现金流）：十年（2010~2019）加总为 120 亿元，三年加总为 59 亿元，均位列国内黄金企业第一名。2020 年，公司黄金储量 2300 吨，国内排名第一，全球排名第九，黄金产量 40 吨，国内排名第一，全球排名第十；2020 年，公司铜储量 6200 万吨，国内排名第一，全球排名第九，铜产量 46 万吨，国内排名第一，全球排名第十一。

**规模将持续扩张：2020-2025 年铜、金产量复合增长有望达 18%左右。**2020 年 1 月 30 日，公司发布《关于五年（2+3）规划和 2030 年发展目标纲要》。公司力求在 2030 年，建成高技术效益型特大国际矿业集团。2020~2025 年，金、铜产量分别由 40 吨、46 万吨增长至 90 吨、110 万吨，年均复合增速 17%、19%。

**铜、金价格在 21 年上半年也值得继续看好。**（1）流动性利好基本金属价格：中国 M1 与 M2 增速差在 2020 年 12 月达到 -0.6%，是自 2018 年 3 月以来的次高值，目前仍处于上升通道中，从这个角度而言，对金属价格构成利多。（2）流动性利好贵金属价格：马歇尔 K 值同比增速高点对黄金价格高点的预测有帮助，基本是领先两年；K 值同比增速在 2020 年再次达到 10%，按照历史经验，这意味着黄金年度均价高点将在 2021 年达到。

**盈利预测：**鉴于铜、金价格有望继续维持高位，且公司调高铜、金未来产量，我们预计公司（A 股）2020E~2022E，EPS 分别为 0.26、0.43、0.58 元。我们选取 A 股有色资源型公司江西铜业、洛阳钼业等作为紫金矿业（A）的可比公司，可比公司 2021 年的 PE 估值为 31 倍。我们给予紫金矿业（A）2021 年 31 倍 PE 估值，目标价 13.3 元。我们选取 H 股有色资源型公司江西铜业股份等作为紫金矿业（H）的可比公司，可比公司 2021 年 PE 估值为 25 倍。综合考虑，我们给予紫金矿业（H）2021 年 25 倍 PE 估值，目标价 13.0 港元。我们看好后续铜价、金价上涨，首次覆盖给予紫金矿业（A+H）“增持”评级。

**风险提示：**下游不及预期，铜、金价格下滑

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	105,994	136,098	162,221	175,214	184,102
营业收入增长率	12.11%	28.40%	19.19%	8.01%	5.07%
净利润（百万元）	4,094	4,284	6,620	11,010	14,595
净利润增长率	16.71%	4.65%	54.54%	66.31%	32.55%
EPS（元）	0.18	0.17	0.26	0.43	0.58
EPS（港元）	0.22	0.20	0.31	0.52	0.70
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.12%	8.37%	11.98%	17.50%	20.28%
P/E（A）	68	72	46	28	21
P/E（H）	53	56	37	22	16
P/B（A）	6.9	6.0	5.5	4.9	4.3
P/B（H）	5.4	4.7	4.3	3.9	3.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-02-10，汇率为 1 元=1.2 港元

### A 股：增持（首次）

当前价/目标价：12.08/13.30 元

### H 股：增持（首次）

当前价/目标价：11.40/13.00 港元

### 作者

分析师：刘慨昂

执业证书编号：S0930518050001

021-52523821

liuka@ebsecn.com

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

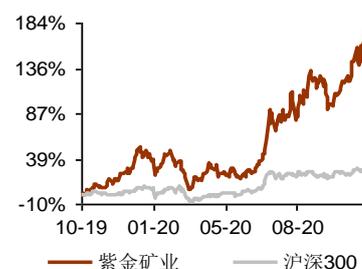
021-52523811

wangzhh@ebsecn.com

### 市场数据

总股本(亿股)	254.73
总市值(亿元):	3077.17
一年最低/最高(元):	3.27/12.51
近 3 月换手率:	76.75%

### 股价相对走势



### 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	8.21	29.05	121.36
绝对	14.37	47.48	167.00

资料来源：Wind

# 目录

<b>1、紫金矿业是大型跨国矿业集团</b>	<b>3</b>
1.1、公司是大型跨国矿业集团，铜、金产量、储量均位列国内第一	3
1.2、2020 年业绩大幅增长，创历史新高；2015~2020 年归母净利年均复合增速达 32%	4
<b>2、“三阶段” 跻身全球矿企前 3-5 位</b>	<b>6</b>
2.1、第一阶段（2021~2022）	6
2.1.1、铜矿—主要增量项目	7
2.1.2、金矿—主要增量项目	9
2.2、第二阶段（2023~2025）	9
2.3、第三阶段（2025~2030）	9
<b>3、公司 ROIC、FOF 指标均排名前列</b>	<b>10</b>
3.1、重要财务指标之一：资本投入回报率（ROIC）	10
3.2、重要财务指标之二：自由现金流（FCF）	11
3.3、价格弹性测算-铜	11
3.4、价格弹性测算-黄金	12
<b>4、国内外流动性集体利好周期品价格</b>	<b>12</b>
4.1、流动性利好基本金属价格	12
4.2、流动性利好贵金属价格	13
<b>5、盈利预测与投资评级</b>	<b>14</b>
5.1、盈利预测	14
5.2、估值评级	15
5.3、投资评级	16
<b>6、风险提示</b>	<b>16</b>

# 1、紫金矿业是大型跨国矿业集团

## 1.1、公司是大型跨国矿业集团，铜、金产量、储量均位列国内第一

公司是大型跨国矿业集团，主要在全球范围内从事金、铜、锌等矿产资源勘探与开发，适度延伸冶炼加工和贸易业务等，拥有较为完整的产业链。公司在国内 14 个省（区）和海外 11 个国家拥有重要矿业投资项目，主要项目包括紫金山金铜矿、黑龙江多宝山铜矿等国内 14 个主力在产矿山，巴布亚新几内亚波格拉金矿、刚果（金）科卢韦齐铜钴矿等海外 8 个大型在产矿山，进入试生产的哥伦比亚武里蒂卡金矿以及 2021 年投产的刚果（金）卡莫阿铜矿、塞尔维亚 Timok 铜金矿均为世界级超大型高品位在建矿山，境外项目基本位于“一带一路”沿线国家。

图 1：紫金矿业国内矿山项目



资料来源：公司公告，2019 年

图 2：紫金矿业国外矿山项目



资料来源：公司公告，2019 年

公司矿产金、铜、锌产量和利润水平在同类境内上市公司中均位居领先地位；行业地位持续提升，位居《福布斯》2019 全球上市企业 2000 强第 889 位，名列上榜的中国有色金属企业第 1 位、全球黄金企业第 1 位、全球有色金属企业第 10 位。

公司是中国矿业行业效益最好、控制金属资源储量和产量最多、最具竞争力的大型矿业公司之一。2020 年，公司黄金储量 2300 吨，国内排名第一，全球排名第九，黄金产量 40 吨，国内排名第一，全球排名第十；2019 年，公司铜储量 6200 万吨，国内排名第一，全球排名第九，铜产量 46 万吨，国内排名第一，全球排名第十一。

图 3：全球铜产量情况（万吨）



资料来源：公司公告，2020 年

图 4：全球金产量情况（吨）



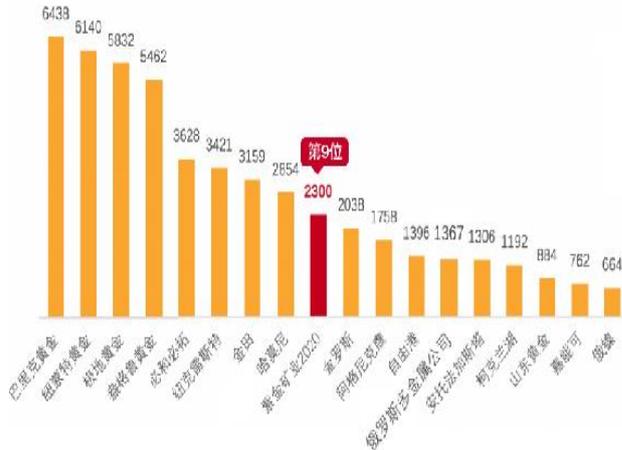
资料来源：公司公告，2020 年

图 5：铜资源储量情况（万吨）



资料来源：公司公告，2020 年

图 6：金资源储量情况（吨）



资料来源：公司公告，2020 年

## 1.2、2020 年业绩大幅增长，创历史新高；2015~2020 年归母净利年均复合增速达 32%

2015~2020 年，公司业绩稳步增长，年均复合增速达 32.3%

随着项目的不断投产放量，公司业绩不断增长，公司归母净利润由 2015 年的 16.6 亿元增长至 2020 年的约 65 亿元，年均复合增速达 32.3%。

公司公布 2020 年业绩预增公告，业绩大幅增长，创历史新高

公司预计 2020 年度实现归属于上市公司股东的净利润为 64.5 亿元到 66.5 亿元，与上年同期 42.84 亿元相比，将增加 21.66 亿元到 23.66 亿元，同比增加 50.56% 到 55.23%。

公司预计 2020 年度实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 62.5 亿元到 65.5 亿元，与上年同期 39.97 亿元相比，将增加 22.53 亿元到 25.53 亿元，同比增加 56.37% 到 63.87%。

业绩影响原因：矿产铜产量大幅增长，矿产金银价格大幅上涨

(一) 2020 年度主要矿产品产量为：矿产金 40394 公斤，同比下降 1.07% (2019 年度：40831 公斤)；矿产铜 456004 吨，同比增长 23.29% (2019 年度：369857 吨)；矿产锌 (铅) 378203 吨，同比下降 7.38% (2019 年度：408326 吨)；矿

产银 298683 公斤，同比增长 13.49%（2019 年度：263178 公斤）；铁精矿 386 万吨（含马坑铁矿权益产量），同比增长 9.35%（2019 年度：353 万吨）。

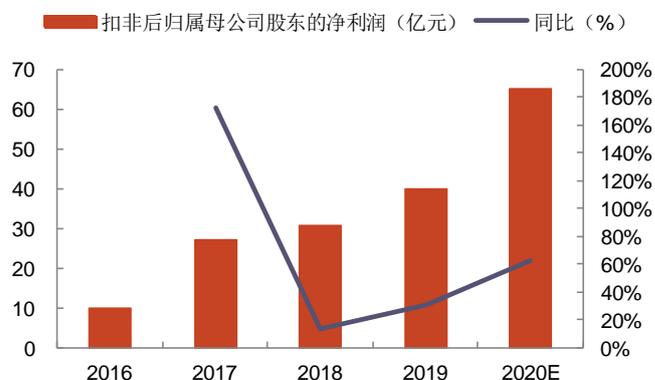
（二）2020 年，矿产金、矿产铜、矿产银、铁精矿销售价格同比上升，矿产锌、矿产铅销售价格同比下降。

图 7：紫金矿业 2016~2020 年归母净利润及增速



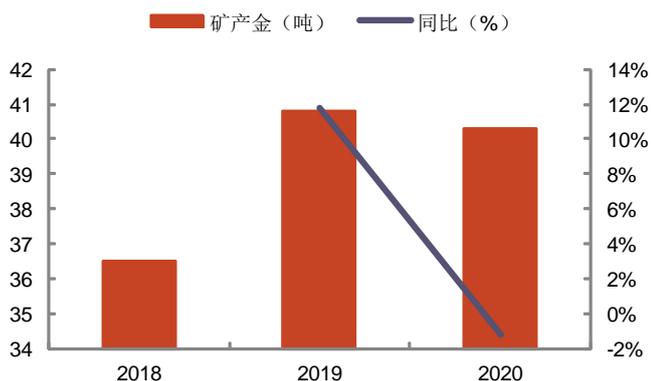
资料来源：Wind，2020 年为光大证券研究所预估值

图 8：紫金矿业 2016~2020 年扣非归母净利润及增速



资料来源：Wind，2020 年为光大证券研究所预估值

图 9：2018~2020 年矿产金产量



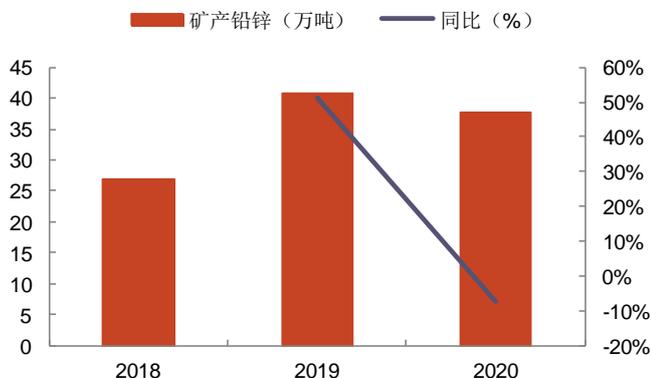
资料来源：公司公告

图 10：2018~2020 年矿产铜产量



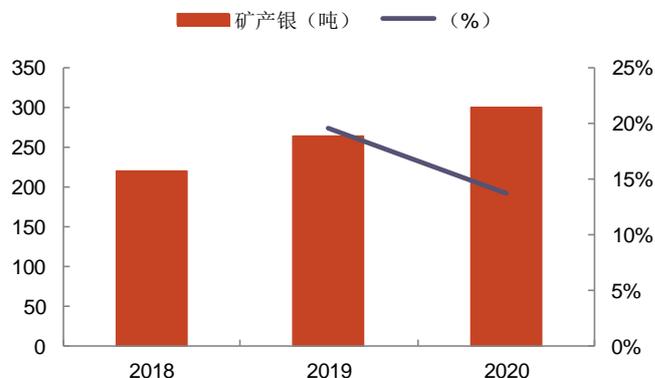
资料来源：公司公告

图 11：2018~2020 年矿产铅锌产量



资料来源：Wind

图 12：2018~2020 年矿产银产量



资料来源：Wind，截至 2020 年 12 月

图 13：上期所金价（元/克）



资料来源：Wind，截至 2021 年 2 月 1 日

图 14：上期所铜价（元/吨）



资料来源：Wind，截至 2021 年 2 月 1 日

图 15：SHFE 银价（元/千克）



资料来源：Wind，截至 2021 年 2 月 1 日

图 16：SHFE 锌价（元/吨）



资料来源：Wind，截至 2021 年 2 月 1 日

## 2、“三阶段”跻身全球矿企前 3-5 位

2020 年 1 月 30 日，公司发布《关于五年（2+3）规划和 2030 年发展目标纲要》。公司力求在 2030 年，建成高技术效益型特大国际矿业集团。公司主要经济指标接近或基本达到全球一流矿业公司水平，控制资源储量、主要产品产量、销售收入、资产规模、利润等综合指标争取进入全球前 3-5 位。

### 2.1、第一阶段（2021~2022）

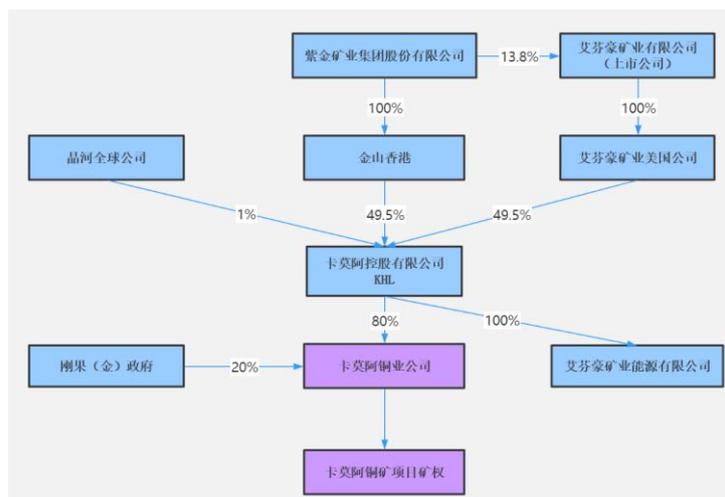
发展目标：主要矿产品产量和主要经济指标跨越增长，经济实力和公司规模显著提升。陇南紫金、山西紫金和哥伦比亚武里蒂卡金矿、澳大利亚诺顿金田、圭亚那奥罗拉金矿等黄金矿山通过技改扩能产量大幅增加；刚果（金）卡莫阿铜矿、塞尔维亚佩吉铜金矿上带矿、西藏驱龙铜矿等一批世界级铜（金）矿床建成投产；争取多个地下斑岩铜矿大规模高效低成本自然崩落法采矿项目开工建设；新项目并购和地质勘查取得进展，初步建成全球化运营管理体系，流程化组织和信息平台建设初见成效。

## 2.1.1、铜矿—主要增量项目

### (1) 刚果（金）卡莫阿控股有限公司 Kamoakakula 铜矿项目

**股权关系：**卡莫阿控股有限公司由公司之全资子公司金山香港和艾芬豪矿业美国公司共同控制，双方均按各自 49.50% 持股比例对卡莫阿控股有限公司净资产享有权利。

图 17：股权架构



资料来源：公司公告，截至 2020 年 12 月

**总投资：**卡库拉项目由矿山、选矿厂及生产辅助设施等部分组成。项目总投资 147158.30 万美元，公司按照持股比例 49.50% 进行投入。

**规模：**项目建成达产年处理矿石量 600 万吨，预计达产年平均产铜精矿 59.59 万吨，折合铜金属量约 30.70 万吨。本次设计首采区为一采区、二采区，矿山基建完毕投产后第一年生产能力达到近 300 吨/年，第二年达到 540 吨/年，其中第二年后半年（第 18 个月）达产，第三年起为 600 吨/年。

表 1：卡库拉项目投资规划（万美元）

项目	第一年	第二年	第三年	第四年	合计
拟投资金额	39390.90	45869.20	55947.80	5950.40	147158.3
其中：使用募集资金	17177.29	20846.99	6285.33		44309.61

资料来源：公司公告

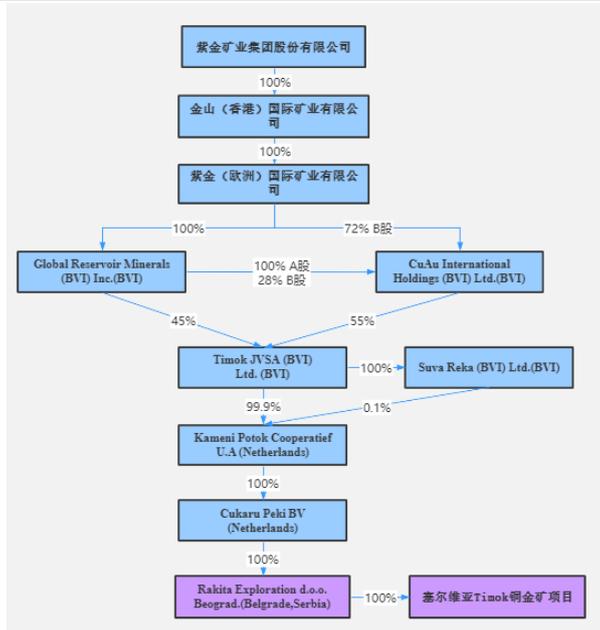
**最新进度：**卡库拉选厂计划于 2021 年第三季度生产首批铜精矿，预期成为全球品位最高的大型铜矿，初始年处理矿量 380 万吨，投产后前 5 年平均给矿铜品位约 6.0% 以上。卡库拉是卡莫阿-卡库拉项目 400 平方公里开采许可范围内，规划的多个高品位矿区中的首产矿山。卡库拉矿山将全面使用清洁、可再生水电，力争成为全球每单位铜的温室气体排放量最低的矿山之一。

**项目投资收益：**项目建成投产后，实施主体卡莫阿铜业公司预计达产年平均可实现销售收入 141362.60 万美元，年均创造税后净利润 61862.30 万美元，内部收益率（税后）为 40.61%，投资回收期为 4.96 年（税后含建设期）。

### (2) 塞尔维亚 Rakita 勘探有限公司 Timok 铜金矿项目

**股权关系：**本募投项目实施主体为公司全资子公司 Rakita 公司。紫金矿业控股 100%。

图 18：股权架构



资料来源：公司公告，截至 2020 年 12 月

**总投资：**Timok 项目为采、选联合新建项目，项目总投资 47441.80 万美元。

**规模：**产品方案为混合铜精矿，其中金在铜精矿中富集回收。根据 Timok 可行性研究报告，项目建成达产后年处理矿石量 330 万吨，预计投产后年产铜精矿 50.78 万吨，折合铜金属量约 9.14 万吨、金金属量约 2503.22 千克。

表 2：Timok 项目投资规划（万美元）

项目	第一年	第二年	第三年	第四年	第五年	合计
拟投资金额	16768.60	21715.30	6425.10	2159.50	373.30	47441.80
其中：使用募集资金	10700	18000	2062.72			30762.72

资料来源：公司公告

**最新进度：**2020 年 11 月 17 日，紫金矿业旗下塞尔维亚 Timok 铜金矿斜坡道与竖井贯通，打通矿石开采通风运输“大动脉”，成为项目开发建设的重要里程碑，预计 2021 年 6 月份投产。

**项目投资收益：**项目建成投产后，达产年平均可实现销售收入 54350.60 万美元，年均创造税后净利润 27148.60 万美元，内部收益率（税后）为 75.26%，投资回收期为 3.37 年（税后含建设期），具有较好的经济效益及抗风险能力。

### （3）巨龙铜业铜矿项目

**股权关系：**2020 年 7 月 9 日，全资子公司西藏紫金实业有限公司已完成巨龙铜业 50.1% 股权收购，实现对项目控股并主导开发国内已探明最大斑岩型铜矿。

**后续处理及规模：**巨龙铜业持有驱龙铜多金属矿、荣木错拉铜矿和知不拉铜多金属矿三个矿权。项目整体铜金属量达到 1040 万吨，平均品位 0.41%，远景铜资源量可望突破 2000 万吨。

按照矿山规划，驱龙铜矿区将运用大规模露天开采技术，分两期进行建设，一期项目整体投资 146 亿元，已完成投资 74 亿元，计划 2021 年年底建成投产，建

成后年产铜 16.5 万吨，产钼 0.62 万吨。二期将于一期投产后第 7-8 年开始按日处理 30 万吨建设，建成后年产铜 26.3 万吨，产钼 1.3 万吨。项目整体建成投产后将成为国内最大的单体铜矿山，预计 2021 年底投产。

## 2.1.2、金矿—主要增量项目

### (1) 哥伦比亚武里蒂卡金矿项目

**股权关系：**2020 年 3 月 5 日，紫金矿业公告完成并购大陆黄金 100% 股权交割（以现金出资方式 13.3 亿加元）。

**总投资：**建设总投资为 6.1 亿美元，拥有黄金资源量 353 吨、平均品位 9.3 克/吨

**后续处理及规模：**2020 年 10 月 23 日，哥伦比亚武里蒂卡金矿竣工投产仪式在矿区隆重举行，项目将于 2021 技改完成后达到年产 9 吨黄金的生产能力（选矿产能由 3000 吨/天提升至 4000 吨/天）该项目采用地下开采，设计日处理矿石量 3000 吨，达产后年均产金约 7.8 吨；2020 年计划产金约 4-5 吨。技改后，设计日处理矿石量 4000 吨，达产后年均产金约 9 吨。

### (2) 圭亚那金田（奥罗拉）金矿项目

**股权关系：**2020 年 8 月 25 日，紫金矿业完成圭亚那金田 100% 股权收购（3.23 亿加元）。圭亚那金田是一家在加拿大注册的矿业公司，主要从事矿业领域的投资、收购、勘探、开发和运营，旗下的主要资产为拥有 100% 权益的 Aurora 奥罗拉金矿（在产）以及通过全资子公司 Aranka Gold Inc.

**后续处理及规模：**圭亚那金田 Aurora 金矿拥有探明+控制的金资源量 118.69 吨，平均品位 3.15 克/吨，推断的金资源量 59.13 吨，平均品位 2.28 克/吨。选厂已形成 7500 吨/日处理能力，具备年均产金超过 4 吨的能力。距离交割 90 天后，2020 年 11 月 23 日，紫金矿业旗下圭亚那金田实现全面复工复产。

## 2.2、第二阶段（2023~2025）

在第一阶段高增长的背景下，继续全面开发已有矿产资源，加大地质勘查力度，关注中大型金铜生产型矿业公司并购机会，显著提升主要矿产品资源储量和产量，主要经济指标及效益迈上新台阶，基本达到全球一流金属矿业公司水平。公司基本建成全球化运营管理体系，基本解决国际化人才紧缺问题。

## 2.3、第三阶段（2025~2030）

到 2030 年全面建成高技术效益型特大国际矿业集团，公司进入全新阶段。主要经济指标接近或基本达到全球一流矿业公司水平，控制资源储量、主要产品产量、销售收入、资产规模、利润等综合指标争取进入全球前 3-5 位，同时建成先进的全球运营管理体系，形成全球竞争力和比较竞争优势。

图 19：主要矿产品产量指标

	2020 年	原规划数		本次修订后		
		2021 年	2022 年	2021 年	2022 年	2025 年
矿产金 (吨)	40	42-47	49-54	53-56	67-72	80-90
矿产铜 (万吨)	46	50-56	67-74	54-58	80-85	100-110
矿产铅锌 (万吨)	38	-	-	45-48	47-50	-
铁精矿 (万吨)	386	-	-	350-380	290-330	-
矿产银 (吨)	299	-	-	240-300	270-310	-

资料来源：公司公告

### 3、公司 ROIC、FOF 指标均排名前列

#### 3.1、重要财务指标之一：资本投入回报率 (ROIC)

一方面，ROIC（资本投入回报率）是 PE 的核心影响指标；另一方面 ROIC 综合考虑了股权和债券的投入因素，更利于企业之间进行比较，ROE 中包含了财务杠杆，不能真实反映出企业投入资产的收益率。

紫金矿业 (ROIC)：2010~2019 年年均为 8.8%，三年平均为 6.1%，均位列国内黄金企业前列。

图 20：主要上市公司的年度 ROIC 情况

ROIC	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	十年平均	三年平均
山东黄金	21.1%	23.6%	20.0%	8.4%	6.5%	4.7%	7.3%	5.2%	3.9%	4.7%	10.5%	4.6%
紫金矿业	20.0%	18.7%	13.2%	5.9%	5.2%	2.9%	3.6%	5.5%	6.6%	6.1%	8.8%	6.1%
中金黄金	17.5%	21.4%	14.5%	4.5%	2.2%	1.4%	2.9%	3.2%	2.4%	3.0%	7.3%	2.9%
湖南黄金	8.9%	20.9%	15.5%	5.6%	3.8%	1.4%	3.1%	5.6%	4.9%	3.3%	7.3%	4.6%
恒邦股份	7.6%	7.4%	6.6%	4.9%	4.9%	3.7%	3.5%	5.5%	5.0%	4.9%	5.4%	5.1%
刚泰控股	-0.2%	25.1%	15.9%	9.2%	11.0%	7.3%	6.8%	6.7%	-8.5%	-37.6%	3.6%	-13.1%
西部黄金		32.6%	26.6%	8.3%	6.0%	4.1%	6.2%	1.5%	1.0%	2.8%	9.9%	1.8%
赤峰黄金			138.6%	34.0%	21.1%	12.0%	10.7%	8.6%	-0.1%	7.6%		5.4%
银泰黄金	-2.8%	2.5%	1.2%	19.9%	7.6%	7.0%	6.1%	8.4%	10.7%	9.6%	7.0%	9.6%
园城黄金	-49.1%	-0.1%	67.3%	8.3%	22.4%	23.3%	8.1%	7.8%	-1.2%	19.0%	10.6%	8.5%
招金矿业	17.1%	19.5%	16.0%	4.6%	2.5%	1.5%	1.5%	2.5%	1.7%	1.5%	6.9%	1.9%
中国黄金国际	3.4%	5.4%	4.6%	3.1%	1.7%	-0.3%	-0.5%	2.3%	-0.2%	-1.2%	1.8%	0.3%
恒兴黄金		-5.5%	-15.8%	-16.8%	-4.5%	6.2%	23.8%	26.4%	27.1%	21.0%	6.9%	24.8%
中国黄金集团	9.3%	10.7%	8.2%	4.2%	-4.1%	-0.6%	-0.4%	1.3%	0.4%		3.2%	0.8%
山东黄金集团	8.5%	9.7%	7.0%	11.2%	0.6%	1.0%	1.7%	2.1%	2.9%	3.0%	4.8%	2.7%
湖南黄金集团	5.3%	12.8%	11.7%	1.2%	1.0%	0.3%	1.1%	4.0%	3.7%		4.6%	3.9%
灵宝黄金集团	6.9%	8.1%	5.5%	-10.1%	1.6%	-2.7%						
云南黄金集团	26.2%	36.9%	0.0%	4.0%	5.9%	4.1%	3.7%	3.9%	4.5%		9.9%	4.2%
巴里克黄金	22.0%	14.4%	-1.8%	-33.2%	-11.6%	-14.0%	4.0%	9.1%	-10.6%	19.7%	-0.2%	6.1%
纽蒙特矿业	13.7%	2.1%	9.7%	-13.3%	3.0%	1.3%	-3.8%	-0.7%	2.3%	13.0%	2.7%	4.9%
盎格鲁黄金	2.9%	21.6%	2.4%	-27.8%	-0.9%	-1.4%	1.3%	-3.9%	2.8%	-0.3%	-0.3%	-0.5%
金罗斯黄金	5.1%	-14.3%	-18.9%	-36.3%	-15.5%	-15.4%	-1.8%	0.0%	-0.4%	10.7%	-8.7%	3.4%
加拿大黄金	13.1%	8.8%	7.7%	-11.9%	-10.2%	-22.9%	1.0%	4.0%	-27.8%		-4.2%	-11.9%
纽克罗斯特矿业	11.0%	9.1%	7.0%	-36.6%	-17.2%	4.4%	3.5%	3.3%	1.8%	7.0%	-0.7%	4.0%
俄罗斯极地黄金	0.9%	32.7%	22.9%	2.7%	-13.3%	24.7%	33.1%	0.7%	9.9%	0.0%	11.4%	3.5%
金田	-0.1%	12.2%	1.9%	-3.5%	-0.5%	-7.0%	0.2%	-0.4%	-7.2%	3.5%	-0.1%	-1.4%
伊格尔矿业	7.7%	-13.4%	7.4%	-9.9%	1.8%	0.5%	2.9%	4.1%	-5.2%	7.2%	0.3%	2.0%
YamanaGOLD	6.0%	7.0%	5.4%	-5.3%	-16.2%	-27.7%	-4.9%	-3.2%	-4.8%	4.1%	-4.0%	-1.3%
ACACIA	8.7%	10.4%	2.2%	-32.4%	4.3%	-9.7%	4.9%	-44.9%	4.9%		-5.7%	-20.0%
弗雷斯尼洛	46.0%	50.4%	35.9%	9.0%	3.5%	2.3%	12.9%	15.4%	9.1%	5.2%	19.0%	9.9%

资料来源：wind

### 3.2、重要财务指标之二：自由现金流 (FCF)

按照经典的估值理论，企业价值是自由现金流的折现，这对于股债而言均是非常重要的指标。如果一家企业的自由现金流常年为负，无疑是需要谨慎对待的。

由于预测未来的自由现金流是一件非常困难的事情，尤其对周期行业而言。我们在预测未来自由现金流时，会在一定程度上参考企业过去的自由现金流表现，如果企业过去的自由现金流表现欠佳，其未来改善的概率会低一些，但是也不是绝对的，需要具体公司具体分析。

2012 年以来自由现金流一直为负的只有刚泰控股。国外的大型黄金上市公司巴里克黄金、纽蒙特矿业、盎格鲁黄金、加拿大黄金、纽克羅斯特矿业等最近十年、五年、三年的自由现金流一直为正，总体要好于 A 股同行。

紫金矿业 (FCF)：十年加总为 120 亿元，三年加总为 59 亿元，均位列国内黄金企业第一名。

图 21：黄金行业主要上市公司的自由现金流情况

FCF (亿元)	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	十年加总	三年加总
山东黄金	10	0.1	(3)	4	6	7	8	(1)	(7)	0.1	24	(8)
紫金矿业	10	(11)	(26)	2	1	54	31	47	24	(12)	120	59
中金黄金	5	7	8	(19)	(25)	(44)	(5)	(8)	11	6	(64)	10
湖南黄金	2	(2)	(3)	1	(1)	0.01	0.02	(1)	2	2	0	2
恒邦股份	(20)	(10)	(14)	(11)	12	3	(3)	3	3	(1)	(38)	6
刚泰控股	2	1	(1)	(9)	(15)	(5)	(16)	(17)	(2)	(0)	(62)	(19)
西部黄金		2	(1)	(2)	0.2	(1)	1	2	(1)	(0)	0	1
赤峰黄金	0.1	(0.03)	1	3	(0)	(1)	(3)	(6)	2	(0)	(3)	(5)
银泰黄金	1	1	5	2	0.2	0.3	1	7	5	5	26	16
园城黄金	(0.04)	0.44	0.43	0.16	0.29	0.18	0.06	0.06	0.02	(0.04)	2	0
招金矿业	(1)	3	(8)	(18)	(11)	(5)	1	(5)	(2)	(0)	(46)	(7)
中国黄金国际	1	3	(8)	(23)	(16)	(14)	(9)	(10)	1	2	(72)	(7)
恒兴黄金	0	(1)	(2)	(2)	(1)	0.3	2	2	3	1	3	7
中国黄金集团	(3)	3	(35)	(55)	(54)	(69)	(18)	1	26		(204)	27
山东黄金集团	1	(13)	(25)	(22)	(8)	29	32	17	7	13	31	36
湖南黄金集团	(0)	(3)	(4)	(3)	(4)	(1)	(0.2)	(2)	(0.1)		(19)	(2)
灵宝黄金集团	(2)	(4)	(8)	8	(2)	0.04					(8)	0
云南黄金集团	(2)	5	0	(16)	(5)	(0)	4	4	(5)		(16)	(1)
巴里克黄金	(3)	22	(58)	(77)	(8)	70	105	44	25	79	198	148
纽蒙特矿业	58	50	(53)	(22)	20	48	115	96	55	98	465	248
盎格鲁黄金			27	(7)	22	74	82	65	59	73	395	197
金罗斯黄金	9	(15)	(42)	(30)	13	86	32		(17)	8	45	(9)
加拿大黄金	104	149	132	58	62	95	7	79	54		741	133
纽克羅斯特矿业	26	95	79	12	48	64	69	80	47	86	607	214
俄罗斯极地黄金	(2)	27	21	(52)	18	38	60	30	45		184	75
金田			(11)			9	19	(5)	(18)	16	11	(6)
伊格尔矿业	(12)	11	16	(9)	12	11	18	(7)	(33)	(0)	7	(40)
YamanaGOLD	3	25	(24)	(24)	(9)	5	11	(10)	(3)	13	(13)	(0)
ACACIA	(0)	14	(3)	(11)	3	(2)	9	(12)	2		(1)	(9)
弗雷斯尼洛	22	49	14	(8)	(19)	4	32	10	(6)	(9)	91	(4)

资料来源：wind

### 3.3、价格弹性测算-铜

对于大宗商品板块的选股策略，主要有两种：(1) 市值对涨价弹性大的；(2) 中长期具备核心竞争优势的。

市值弹性：我们假设商品价格涨价 1%（铜参考铜精矿）、原材料价格不变，增厚的利润给予 15 倍 PE（铜行业历史均值），弹性即为增加的市值/当期市值。

我们发现：A股铜业弹性居前的为云南铜业和江西铜业。紫金矿业铜价格弹性为0.7%。

表3：上市铜企市值对商品涨价的弹性测算（PE取15倍，截至2020年12月31日）

铜	铜精矿产量 (万吨)	冶炼铜产量 (万吨)	自给率	铜精矿价格 (元/吨)	总市值 (亿元)	铜精矿价格 上涨1%增加市值
江西铜业	20.92	155.63	13%	38500	694	1.3%
云南铜业	8.50	111.51	8%	38500	248	1.5%
铜陵有色	5.52	140.06	4%	38500	273	0.9%
紫金矿业	36.99	50.13	74%	38500	2586	0.7%
西部矿业	4.91	16.12	30%	38500	297	0.7%
洛阳钼业	20.65	-	-	38500	1320	0.7%

资料来源：WIND、光大证券研究所测算，备注：弹性测算：（铜精矿产量\*铜精矿价格\*上涨幅度1%）\*（1-税率）\*PE/总市值

### 3.4、价格弹性测算-黄金

假设在380元/克的基础上，金价每上涨1%，在不考虑成本增加以及扩产的情况下，若按20倍PE、所得税率25%计算，A股黄金公司市值增厚幅度的排序：湖南黄金4.2%、中金黄金3.5%；山东黄金3.2%。紫金矿业金价弹性为1.2%。

表4：上市黄金企业市值对商品涨价的弹性测算（PE取20倍，截至2020年12月31日）

	权益矿产金 产量 (吨)	总市值 亿元	黄金价格 上涨1%弹性 幅度
山东黄金	40	951	3.20%
紫金矿业	40	2586	1.20%
中金黄金	17	381	3.50%
湖南黄金	4	88	4.20%
恒邦股份	2	139	1.10%
西部黄金	3	81	2.90%
赤峰黄金	2	253	0.60%
银泰黄金	5	224	1.80%

资料来源：公司年报，光大证券研究所测算，备注弹性测算：（黄金产量\*黄金价格\*上涨幅度1%）\*（1-税率）\*PE/总市值

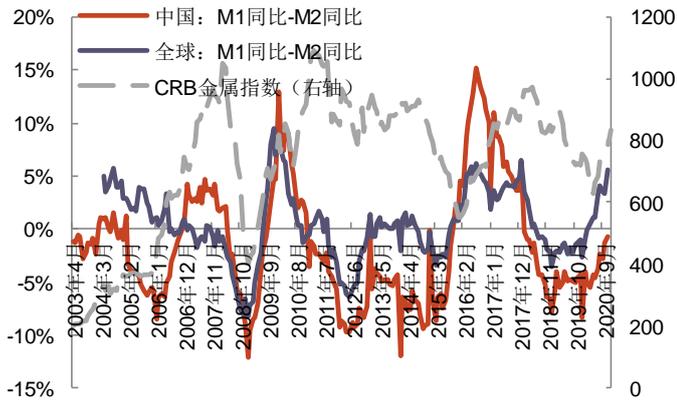
## 4、国内外流动性集体利好周期品价格

### 4.1、流动性利好基本金属价格

从2003~2020年以来的M1和M2增速差与金属价格的相关性来看：（1）二者总体存在一定的相关性；（2）中国的M1与M2增速差与金属价格的关系强于全球五大经济体（美、日、欧、中、英）的合计值；（3）中国M1与M2的增速差在下降过程中经过0附近时，往往是金属价格的高点，这在2010年底、2018年初体现得均非常明显。

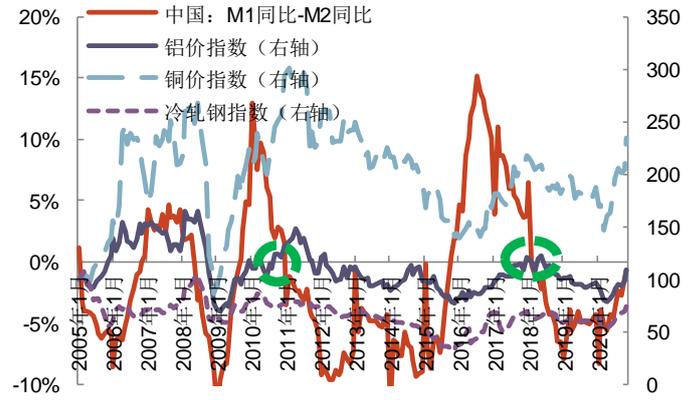
中国M1与M2增速差在2020年12月达到-0.6%，是自2018年3月以来的次高值，目前仍处于上升通道中，从这个角度而言，也对金属价格构成利多。

图 22：中国及全球 M1 与 M2 增速差与金属价格走势



资料来源：WIND、全球货币数据取美欧日英中合计值，更新至 2020 年 12 月

图 23：中国 M1 与 M2 增速差与主要工业材价格



资料来源：WIND、光大证券研究所，更新至 2020 年 12 月，价格指数初值取 100

## 4.2、流动性利好贵金属价格

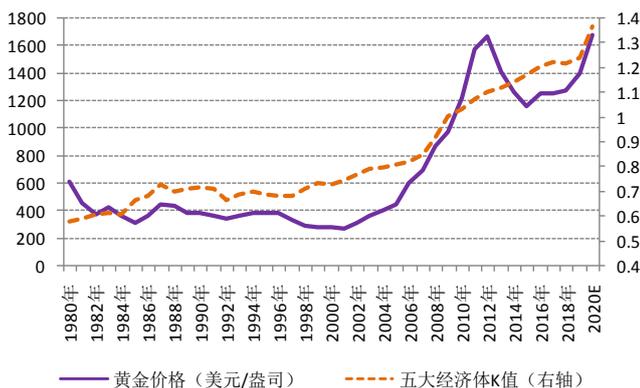
马歇尔 K 值= $M2/GDP$ ，即社会的货币化程度，是指一定经济范围内通过货币进行商品与服务交换的价值占国民生产总值的比重。我们发现，马歇尔 K 值同比增速高点对黄金价格高点的预测有帮助，基本是领先两年：

1985 年，K 值同比增速达阶段性的高点（9.34%，1981 年以来的新高），黄金价格则在 1987 年达到阶段性的高点（447 美元/盎司，直到 2006 年黄金的年度均价才超过该值），K 值增速高点领先黄金价格高点约 2 年；

2009 年，K 值同比增速达到阶段性的高点（9.18%，1986 年以来的新高），黄金价格则在三年后的 2012 年达到阶段性的高点（1669 美元/盎司，直到 2019 年黄金的年度均价仍未超过此值），K 值增速高点领先黄金价格高点约 3 年。

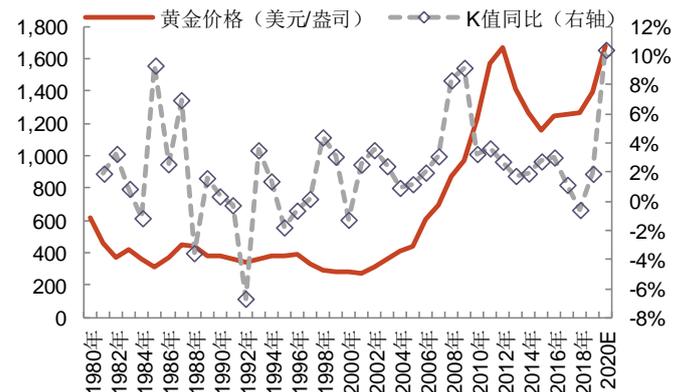
我们预计 K 值同比增速将在 2020 年再次达到 10%，按照历史经验，这意味着黄金年度均价高点将在 2021 年达到。

图 24：黄金价格与全球五大经济体加权马歇尔 K 值



资料来源：世界黄金协会、世界银行、光大证券研究所预测

图 25：黄金价格与全球五大经济体 K 值同比增速



资料来源：世界黄金协会、世界银行、光大证券研究所预测

## 5、盈利预测与投资评级

### 5.1、盈利预测

根据公司“2+3”规划，公司主要关键假设如下（2020年产销量已公布）：

- 1) 2020~2022年矿产金产销量分别为40、55、70吨
- 2) 2020~2022年矿产铜产销量分别为46、56、82万吨
- 3) 2020~2022年矿产锌产销量分别为38、46、48万吨
- 4) 2020~2022年矿产银产销量分别为299、270、290吨

鉴于国内外宏观经济持续复苏，铜、锌价格高点有望出现在2021年；鉴于美联储货币宽松政策持续宽松，我们判断金、银价格高点出现在2021年：

- 1) 2020~2022年公司矿产金价格分别为358.64、362.94、354.71元/克
- 2) 2020~2022年公司矿产铜价格分别为3.49、3.94、3.83万元/吨
- 3) 2020~2022年公司矿产锌价格分别为0.97、1.06、0.95万元/吨
- 4) 2020~2022年公司矿产银价格分别为2.92、3.25、3.12元/克

图 26：紫金矿业主营业务拆分

	项目名称	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
矿产金 (吨/亿元)	收入	91.08	116.35	144.87	193.02	239.20
	成本	62.51	67.69	78.77	106.15	133.00
	毛利率	31.37%	41.82%	45.63%	45.01%	44.40%
	产量	36	41	40	55	70
	销量	36	39	40	55	70
矿产银 (吨/亿元)	收入	5.05	6.59	8.73	8.77	9.06
	成本	3.82	3.77	4.93	4.73	5.02
	毛利率	24.36%	42.72%	43.54%	46.14%	44.63%
	产量	221	263	299	270	290
	销量	221	265	299	270	290
矿产铜 (万吨/亿元)	收入	88.20	131.43	159.29	220.68	314.32
	成本	44.14	77.00	91.66	106.40	158.26
	毛利率	49.95%	41.42%	42.46%	51.78%	49.65%
	产量	25	37	46	56	82
	销量	25	37	46	56	82
矿产锌 (万吨/亿元)	收入	40.12	38.89	36.69	48.73	45.76
	成本	13.91	24.11	24.20	27.37	29.76
	毛利率	65.33%	37.99%	34.03%	43.83%	34.97%
	产量	28	37	38	46	48
	销量	28	37	38	46	48
主营收入 (亿元)	1021.49	1369.42	1606.16	1736.79	1833.37	
主营成本 (亿元)	901.80	1221.04	1424.71	1476.76	1522.94	
毛利率 (%)	11.72%	10.83%	11.30%	14.97%	16.93%	

资料来源：wind，光大证券研究所预测

鉴于铜、金价格有望继续维持高位，且公司调高铜、金未来产量，我们预计公司2020E~2022E的净利润为66.2、110.1、145.9亿元，EPS分别为0.26、0.43、0.58元。

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	105,994	136,098	162,221	175,214	184,102
营业收入增长率	12.11%	28.40%	19.19%	8.01%	5.07%
净利润 (百万元)	4,094	4,284	6,620	11,010	14,595
净利润增长率	16.71%	4.65%	54.54%	66.31%	32.55%
EPS (元)	0.18	0.17	0.26	0.43	0.58
EPS (港元)	0.22	0.20	0.31	0.52	0.70
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.12%	8.37%	11.98%	17.50%	20.28%
P/E (A)	68	72	46	28	21
P/E (H)	53	56	37	22	16
P/B (A)	6.9	6.0	5.5	4.9	4.3
P/B (H)	5.4	4.7	4.3	3.9	3.4

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-02-10, 汇率为 1 元=1.2 港元

## 5.2、估值评级

我们选取 A 股有色资源型公司作为紫金矿业 (A) 的可比公司, 可比公司 2021 年的 PE 估值为 31 倍。我们给予紫金矿业 (A) 2021 年 31 倍 PE 估值, 目标价 13.3 元/股。

图 27: 紫金矿业 (A) 可比公司估值表

	股价(元)	EPS(元)			PE(x)		
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
江西铜业	22.92	0.71	0.6	0.78	32	38	29
洛阳钼业	6.58	0.09	0.11	0.15	73	60	44
铜陵有色	2.44	0.08	0.09	0.1	31	27	24
云南铜业	14.08	0.39	0.41	0.54	36	34	26
平均值					<b>43</b>	<b>40</b>	<b>31</b>
紫金矿业	12.08	0.17	0.26	0.43	71	46	28

资料来源: 紫金矿业为光大证券研究所预测, 其他为 wind 一致预期, 股价时间为 2021 年 02 月 10 日

我们选取 H 股有色资源型公司江西铜业股份、洛阳钼业、招金矿业作为紫金矿业 (H) 的可比公司, 可比公司 2021 年的 PE 估值为 25 倍。我们给予紫金矿业 (H) 2021 年行业 25 倍 PE 估值, 目标价 13.0 港元/股。

图 28: 紫金矿业 (H) 可比公司估值表

	股价(HKD)	EPS(HKD)			PE(x)		
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
江西铜业	15.3	0.84	0.48	0.53	18	32	29
洛阳钼业	5.68	-	0.13	0.18	-	44	32
招金矿业	8.45	0.18	0.42	0.54	47	20	16
平均值					<b>33</b>	<b>32</b>	<b>25</b>
紫金矿业	11.4	0.20	0.31	0.52	56	37	22

资料来源: 紫金矿业为光大证券研究所预测, 其他为 wind 一致预期, 股价时间为 2021 年 02 月 10 日

### 5.3、投资评级

国内外宏观经济持续复苏，铜、锌价格高点有望出现在 2021 年；同时，2020 年 1 月 30 日，公司发布《关于五年(2+3)规划和 2030 年发展目标纲要》。2020~2025 年，公司金、铜产量将逐年提升，分别由 40 吨、46 万吨增长至 90 吨、110 万吨，年均复合增速 17%、19%。基于公司量价齐升，业绩增长确定性高，我们首次给予紫金矿业 (A) 和紫金矿业 (H) “增持”评级，目标价 13.3 元/股、13.0 港元/股

## 6、风险提示

全球经济下行，导致大宗商品价格下跌。铜矿行业供应超预期，导致铜价承压。公司矿山投产低于预期。公司矿产品单吨成本上升，拖累业绩。

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	105,994	136,098	162,221	175,214	184,102
营业成本	92,651	120,583	143,037	148,181	152,143
折旧和摊销	4,225	5,404	4,541	4,614	4,669
税金及附加	1,599	1,874	2,433	2,628	2,762
销售费用	887	574	973	1,051	1,105
管理费用	2,965	3,689	4,867	5,256	5,523
研发费用	274	476	568	613	644
财务费用	1,254	1,467	1,173	904	452
投资收益	1,061	34	34	34	34
营业利润	6,181	7,242	9,542	16,987	21,900
利润总额	6,130	6,974	10,193	16,347	21,420
所得税	1,448	1,913	2,796	4,485	5,877
净利润	4,683	5,061	7,397	11,862	15,543
少数股东损益	589	777	776	850	950
归属母公司净利润	4,094	4,284	6,621	11,012	14,593
EPS(按最新股本计)	0.18	0.17	0.26	0.43	0.58

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	10,233	10,666	7,321	24,895	18,365
净利润	4,094	4,284	6,621	11,012	14,593
折旧摊销	4,225	5,404	4,541	4,614	4,669
净营运资金增加	30	2,563	3,323	-9,557	892
其他	1,884	-1,586	-7,164	18,827	-1,789
投资活动产生现金流	-13,640	-14,103	-2,086	-291	-266
净资本支出	-7,445	-11,687	-250	-250	-250
长期投资变化	7,042	6,924	0	0	0
其他资产变化	-13,237	-9,340	-1,836	-41	-16
融资活动现金流	7,655	-326	-4,040	-23,042	-6,400
股本变化	0	235	0	0	0
债务净变化	12,287	-1,119	-1,681	-18,428	0
无息负债变化	1,646	2,264	-4,098	46,753	1,816
净现金流	4,178	-3,847	1,195	1,562	11,700

## 主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	12.6%	11.4%	11.8%	15.4%	17.4%
EBITDA 率	10.2%	11.3%	9.4%	12.8%	14.7%
EBIT 率	6.0%	7.0%	6.6%	10.2%	12.1%
税前净利润率	5.8%	5.1%	6.3%	9.3%	11.6%
归母净利润率	3.9%	3.1%	4.1%	6.3%	7.9%
ROA	4.1%	4.1%	6.0%	7.4%	9.1%
ROE (摊薄)	10.1%	8.4%	12.0%	17.6%	20.5%
经营性 ROIC	6.0%	7.4%	8.2%	15.5%	19.8%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	58%	54%	50%	56%	53%
流动比率	0.82	0.86	1.00	1.16	1.35
速动比率	0.48	0.41	0.44	0.67	0.86
归母权益/有息债务	0.86	1.11	1.25	2.42	2.75
有形资产/有息债务	1.87	2.12	2.23	5.24	5.70

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	112,879	123,831	122,910	159,388	170,799
货币资金	10,090	6,225	7,420	8,982	20,682
交易性金融资产	787	688	10	10	10
应收帐款	1,010	944	1,125	1,215	1,277
应收票据	0	0	0	17,521	18,410
其他应收款 (合计)	1,416	900	1,050	3,504	3,682
存货	12,670	14,887	17,678	29,531	30,324
其他流动资产	2,504	2,671	2,816	3,140	3,363
流动资产合计	30,449	28,594	31,729	69,892	83,894
其他权益工具	1,984	4,410	4,410	4,410	4,410
长期股权投资	7,042	6,924	6,924	6,924	6,924
固定资产	34,144	38,625	35,963	32,920	29,586
在建工程	4,807	5,279	4,064	3,153	2,470
无形资产	22,510	24,163	23,729	23,304	22,887
商誉	314	314	309	309	309
其他非流动资产	8,199	11,799	14,923	14,923	14,923
非流动资产合计	82,431	95,237	91,181	89,495	86,906
总负债	65,606	66,751	60,972	89,296	91,112
短期借款	15,617	14,441	18,428	15,528	14,127
应付账款	4,540	4,382	5,198	37,045	38,036
应付票据	161	421	499	1,482	1,521
预收账款	0	0	0	8,761	9,205
其他流动负债	0	500	934	934	934
流动负债合计	37,223	33,363	31,845	60,169	61,985
长期借款	12,918	13,826	13,826	13,826	13,826
应付债券	8,879	11,966	11,966	11,966	11,966
其他非流动负债	423	1,980	3,332	3,332	3,332
非流动负债合计	28,382	33,389	29,127	29,127	29,127
股东权益	47,274	57,080	61,939	70,092	79,687
股本	2,303	2,538	2,538	2,538	2,538
公积金	12,414	20,010	20,010	20,010	20,010
未分配利润	22,181	24,006	28,089	35,392	44,037
归属母公司权益	40,455	51,186	55,269	62,572	71,217
少数股东权益	6,818	5,894	6,670	7,520	8,470

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	0.84%	0.42%	0.60%	0.60%	0.60%
管理费用率	2.80%	2.71%	3.00%	3.00%	3.00%
财务费用率	1.18%	1.08%	0.72%	0.52%	0.25%
研发费用率	0.26%	0.35%	0.35%	0.35%	0.35%
所得税率	24%	27%	27%	27%	27%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.10	0.10	0.15	0.23	0.31
每股经营现金流	0.44	0.42	0.29	0.98	0.72
每股净资产	1.76	2.02	2.18	2.47	2.81
每股销售收入	4.60	5.36	6.39	6.90	7.25

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	68	72	46	28	21
PB	6.9	6.0	5.5	4.9	4.3
EV/EBITDA	7.1	5.4	5.3	2.8	2.0
股息率	0.8%	0.8%	1.2%	1.9%	2.5%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场  
1 期写字楼 48 层

上海



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东  
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大  
大厦 17 层

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景  
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳