

黄金周期有望上行，投资布局正当时 ——紫金矿业（601899.SH）首次覆盖报告

核心观点

公司正在崛起为国际一流的金属矿业集团。在海外12个国家拥有重要矿业投资项目；在国内拥有17座矿山。2020年公司铜矿产量45.3万吨、金矿产量40.5吨，均位列全国第一。2021年前三季度实现营业收入1689.8亿元，同比增长29.6%；归母净利润113.0亿元，同比增长147.2%。毛利贡献最大的是金铜业务，2021年上半年毛利润铜矿业务占比为58.21%，金矿业务占比为23.32%。

通胀预期下黄金上行，公司业绩有望再次提升。当前美国等发达国家表现出了明显的通货膨胀，2021年10月美国CPI更是创出了6.2%的新高。通胀压力下，实际利率持续创出新低。根据历史规律，黄金价格与实际利率呈现密切的负相关，预期黄金价格将进一步上行。基于2021年前三季的金价和生产成本，我们测算黄金价格每上涨1%，黄金毛利润将增加2.03%。公司业绩将在黄金价格的带动下出现快速增长。

需求复苏下铜价有望高位，巩固公司业绩基本面。截至2021年11月24日，COMEX铜期货结算价报4.46美元/磅，同比上涨35.1%，相比年初上涨25.4%。铜的价格上涨主要源于包括电网、新能源汽车等在内的需求端拉动。其中，2021年中国新能源汽车月产量同比增速在127.9%-237.7%。

手握稀缺优质资源，金铜业务不断夯实。公司通过海外投资在全球范围内布局了多个品位优质、储量靠前的铜矿、金矿。其中卡莫阿-卡库拉铜矿是近20年新发现的规模和价值最大的铜矿，产量有望排到全球第二；Timok的金矿品位达到6.2克/吨，跻身金矿品位第一梯队。

布局新能源将成为新的增长点。公司收购了3Q锂盐湖。该盐湖是南美“锂三角”的优质盐湖，碳酸锂储量为756.5万吨。新能源需求的强势拉动下，碳酸锂行业高度景气，未来将成为公司业绩的新增长点。

投资建议

在行业持续景气的背景下，我们预计公司未来几年业绩仍然表现优秀。预期2021/2022/2023年公司归母净利润分别为153.08/216.58/247.84亿元，对应的EPS分别为0.60/0.85/0.97元。以2021年11月29日收盘价10.25元为基准，对应PE为17.06/12.05/10.53。结合行业景气度，我们看好公司发展。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

风险提示

国际地缘政治变化，新冠疫情反复，去碳化政策变化，汇率波动。

盈利预测

项目(单位:百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	171501.34	212260.26	242937.03	263153.63
增长率(%)	26.01	23.77	14.45	8.32
归母净利润	6508.55	15308.22	21658.40	24784.94
增长率(%)	51.93	135.20	41.48	14.44
EPS(元/股)	0.25	0.60	0.85	0.97
市盈率(P/E)	37.16	17.06	12.05	10.53
市净率(P/B)	4.17	3.71	2.83	2.23

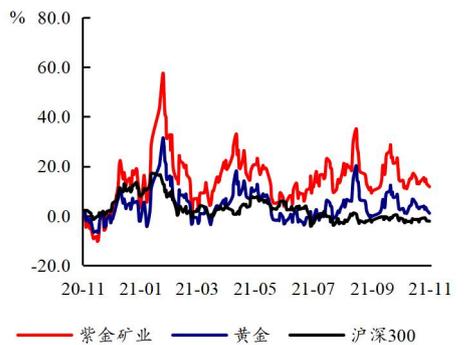
资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所预测, 股价为2021年11月29日收盘价10.25元

评级 强烈推荐(首次覆盖)

报告作者

作者姓名 李子卓
 资格证书 S1710521020003
 电子邮箱 lizz@easec.com.cn
 联系人 丁俊波
 电子邮箱 dingjb@easec.com.cn

股价走势



基础数据

总股本(百万股)	26327.60
流通A股/B股(百万股)	20590.66/0.00
资产负债率(%)	54.78
每股净资产(元)	2.37
市净率(倍)	4.32
净资产收益率(加权)	11.04
12个月内最高/最低价	14.63/8.33

相关研究

正文目录

1. 公司：业绩持续增长，国际一流矿业集团正崛起.....	4
1.1. 成立近30年，矿产遍布全球.....	4
1.2. 业绩连创新高，毛利率大幅增长.....	6
1.3. 金铜业务为主，开矿环节毛利高.....	7
2. 行业：通胀预期加剧，黄金有望上行.....	9
2.1. 宏观：货币财政双扩张，通胀预期加剧.....	9
2.2. 黄金：通胀预期下黄金有望上行，拉动业绩增长.....	14
2.3. 铜：需求拉动下铜价有望高位，巩固业绩基本面.....	16
3. 亮点：成长属性增强，投资布局正当时.....	18
3.1. 手握稀缺优质资源，传统业务不断夯实.....	18
3.2. 布局新能源材料，迎来成长新机遇.....	22
3.3. 利润弹性高，黄金龙头潜力大.....	24
4. 盈利预测及估值.....	24
5. 风险提示.....	25

图表目录

图表 1. 紫金矿业发展历程.....	4
图表 2. 紫金矿业股权结构示意图.....	5
图表 3. 紫金矿业国内矿产资源分布.....	6
图表 4. 紫金矿业海外矿产资源分布.....	6
图表 5. 2021 年前三季度营业收入同比增长 29.6%.....	6
图表 6. 2021 年前三季度归母净利润同比增长 147.2%.....	6
图表 7. 2021 年前三季度毛利率为 14.78%.....	7
图表 8. 2021 年前三季度销售费用为 3.29 亿元.....	7
图表 9. 2020 年公司主要矿产储量.....	7
图表 10. 2020 年公司主要矿产产量.....	7
图表 11. 2021 年上半年金矿业务营收占比为 59.13%，铜矿业务营收占比为 33.10%.....	8
图表 12. 2021 年上半年铜矿业务毛利润占比为 58.21%，金矿业务毛利润占比为 23.32%.....	8
图表 13. 2021 年上半年冶炼加工金营收占比为 86.57%，矿山金营收占比 13.43%.....	8
图表 14. 2021 年上半年矿山金毛利润占比 99.93%，冶炼加工金毛利润占比 0.07%.....	8
图表 15. 2021 年上半年冶炼铜营收占比 59.39%.....	9
图表 16. 2021 年上半年铜精矿毛利润占比 60.23%.....	9
图表 17. 近 3 年主要国家和地区的 CPI 当月同比增长率.....	9
图表 18. 近 3 年主要国家和地区的 PPI 当月同比增长率.....	9
图表 19. 2018 年以来美国联邦基准利率.....	10
图表 20. 2018 年以来美联储资产负债表规模变化.....	11
图表 21. 美国政府主要财政政策和刺激规模.....	12
图表 22. 国债占 GDP 的比率和美债总额.....	13
图表 23. 2021 年以来各大经济体 GDP 增速情况.....	13
图表 24. 布伦特原油期货价格上涨 69.2%和 WIT 原油期货价格上涨 70.9%.....	14
图表 25. IPE 英国天然气期货结算价上涨 491.8%.....	14
图表 26. 国内和 CBOT 大豆期货交易价格分别上涨 35.88%、22.72%.....	14
图表 27. 黄金价格近期有上涨迹象.....	15
图表 28. 美国国债长期评价实际利率和 COMEX 黄金期货结算价高度负相关性.....	15
图表 29. 美国国债收益率和通货膨胀增速.....	16
图表 30. 2020 年以来铜价格持续上涨.....	16

图表 31. 2017-2020 年全球风力发电装机容量持续增长.....	17
图表 32. 2017-2020 年全球水力发电装机容量持续增长.....	17
图表 33. 2017-2020 年全球太阳能光伏装机容量大幅增长.....	18
图表 34. 中国新能源汽车月度产量持续增长.....	18
图表 35. 2018 年-2021 年前三季铜矿业产品销量逐步递增.....	18
图表 36. 2020 年国内主要矿业公司铜矿储量.....	19
图表 37. 2020 年国内主要矿业公司金矿储量.....	19
图表 38. 2020 年国内主要矿业公司铜矿产量.....	19
图表 39. 2020 年国内主要矿业公司金矿产量.....	19
图表 40. 紫金矿业 2020 年主要金矿/子公司产量和品位.....	20
图表 41. 紫金矿业 2020 年主要铜矿/子公司产量和品位.....	20
图表 42. 卡莫阿-卡库拉铜矿股权结构.....	21
图表 43. 卡莫阿-卡库拉铜矿有望成为全球第二大铜矿.....	21
图表 44. Timook 金矿石品位达到 6.23 克/吨.....	21
图表 45. 紫金矿业五年 (2+3) 规划和 2030 年发展目标纲要.....	22
图表 46. 公司主要矿产品产量指标规划情况.....	22
图表 47. 3Q 锂盐湖项目进程.....	23
图表 48. 3Q 锂盐湖碳酸锂储量为 756.5 万吨、镁锂比为 1.66.....	23
图表 49. 中国动力电池月装机量.....	24
图表 50. 毛利润对黄金价格的敏感度分析.....	24
图表 51. 主要业务板块营业收入预测.....	25

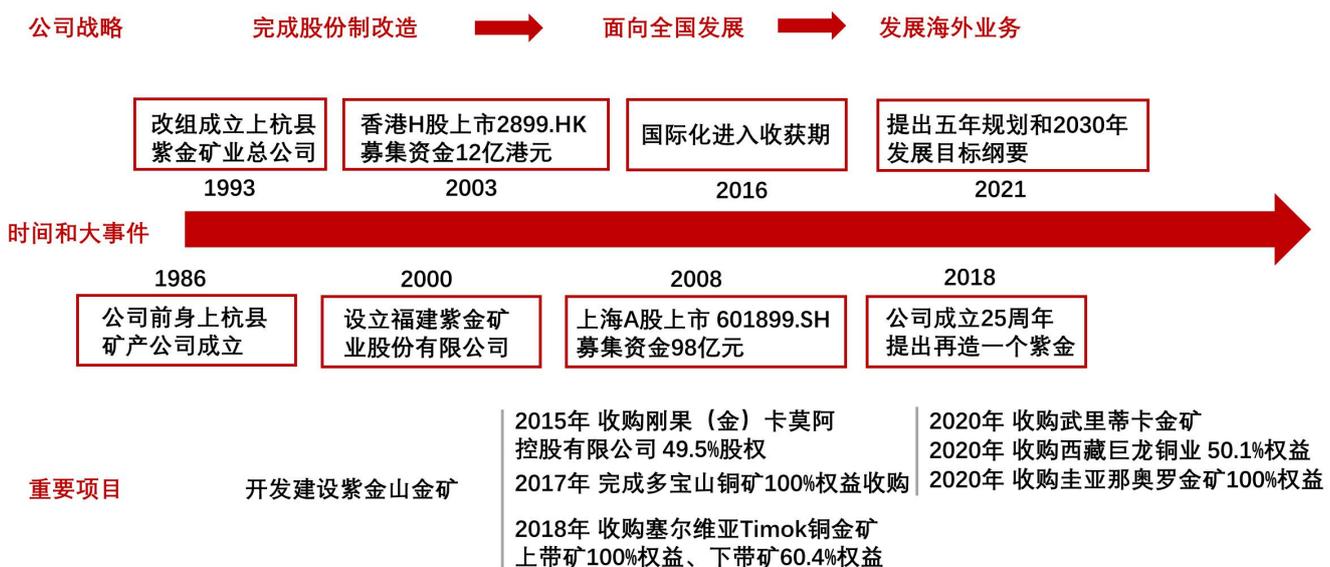
1. 公司：业绩持续增长，国际一流矿业集团正崛起

1.1. 成立近30年，矿产遍布全球

起源于上杭县矿产公司，快速完成股份制改革，公司实力不断壮大。紫金矿业的前身是成立于1986年的上杭县矿产公司。1993年公司完成股份制改造，改组成立上杭县紫金矿业总公司，开发建设紫金山金矿。紫金矿业总公司于2000年完成股份制改革，成立福建紫金矿业股份有限公司。2003年，公司登录港交所上市，募集资金12亿港元，并开始面向全国发展。2008年，公司在上交所完成A股上市，募集资金98亿人民币，用于海外矿山和业务投资。

与此同时，公司积极扩张布局全球优质资源。上市后，公司完成了新几内亚巴理克矿山50%股权、50%债券，刚果（金）卡莫阿矿山49.5%股权、宝山铜矿100%权益等优质海内外矿山资源的收并购。2018年，公司成立25周年之际，公司提出再造一个紫金的战略目标。在之后的三年内，陆续展开了塞尔维亚BOR铜业、Timok铜矿、武里蒂卡金矿、西藏巨龙铜业和圭那奥罗金矿优质矿山资源的收购。2021年开年之际，公司提出了《未来五年规划和2030年发展目标纲要》，开启建设国际化一流矿业集团的新纪元。

图表 1. 紫金矿业发展历程



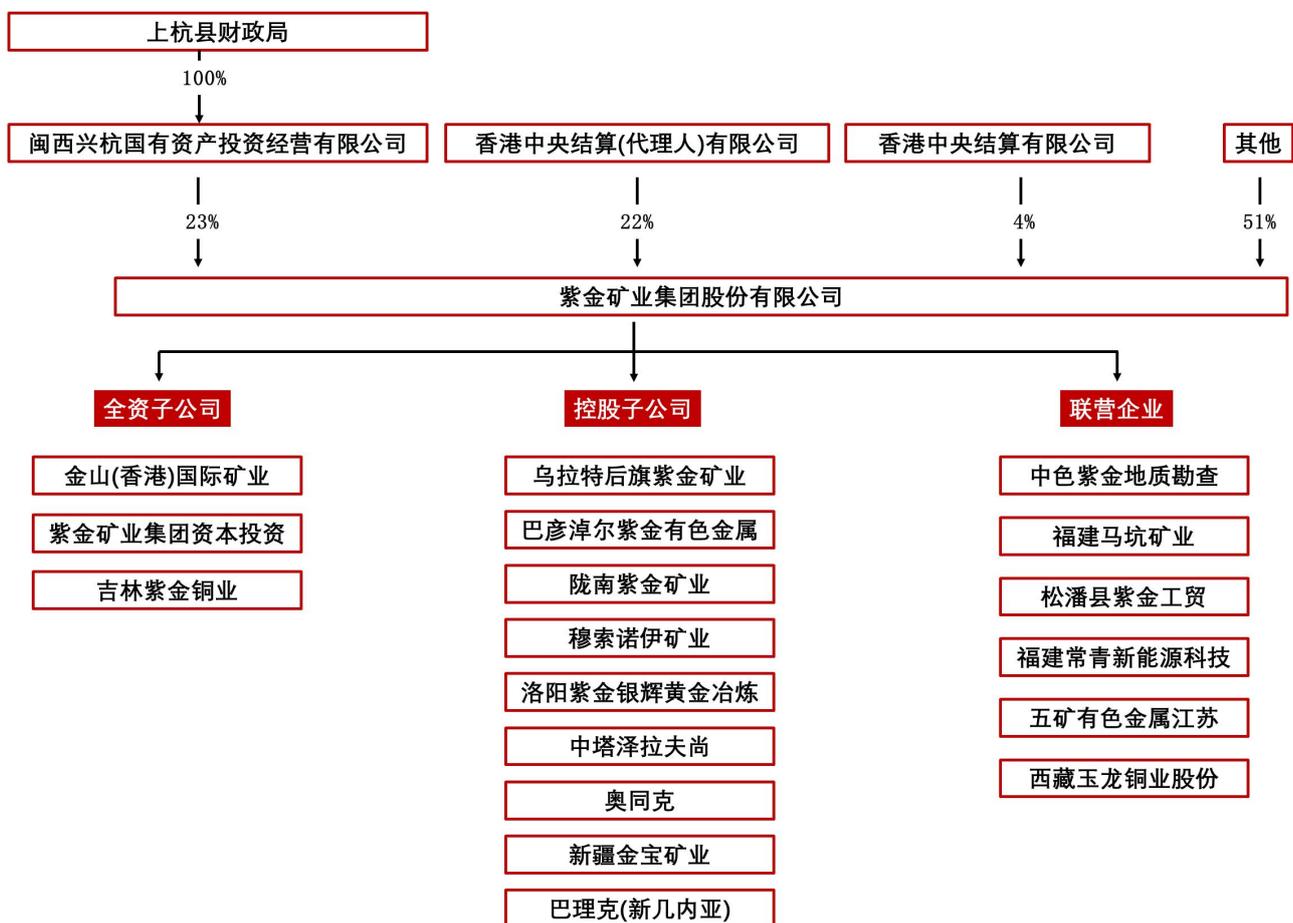
资料来源：紫金矿业官网，东亚前海证券研究所

紫金矿业第一大股东为闽西兴杭国有资产投资经营有限公司，公司的最终实际控制人为上杭县财政局。公司股东中占股 5% 以上的有闽西兴杭

国有资产投资经营有限公司和香港中央结算（代理人）有限公司，他们分别占股 23%和 22%。其中，第一大股东闽西兴杭国有资产投资经营有限公司由上杭县财政局 100%控股。因此，上杭县财政局是紫金矿业的实际控制人。

目前，紫金矿业的全资子公司有三家：金山（香港）国际矿业、紫金矿业集团资本投资、吉林紫金铜业。控股子公司有 10 家，包括乌拉特后旗紫金矿业、巴彦淖尔紫金有色金属、陇南紫金矿业等。另外，还有 34 家联营企业和合营企业，以及 17 家间接控股子公司，这些控股、参股公司组成了国际化的紫金矿业集团。

图表 2. 紫金矿业股权结构示意图



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

成立近 30 年，目前紫金矿业的矿产资源已遍布全球。根据公司年报，截至 2020 年，公司主要矿产金、铜、银、锌资源储量分别为 2334 吨、6206 万吨、2924 吨以及 1033 万吨；2020 年公司金、铜、银、锌矿产产量分别为，40.5 吨、45.3 万吨、298.7 吨以及 34.2 万吨。其中，金、铜储量和产量排名均位于国内上市公司首位。

国内方面，紫金矿业在 13 个省和直辖市拥有 17 座矿山，包括金矿 6 座，铜矿 7 座，铅锌矿 2 座，以及钨矿和铁矿各 1 座。海外方面，紫金矿业在海外 12 个国家拥有重要矿业投资项目，包括包括金矿 6 座，铜矿 6 座，金铜矿 1 座、铜钼矿 1 座以及 2 座多金属矿(三种金属以上)。

图表 3. 紫金矿业国内矿产资源分布



资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

图表 4. 紫金矿业海外矿产资源分布

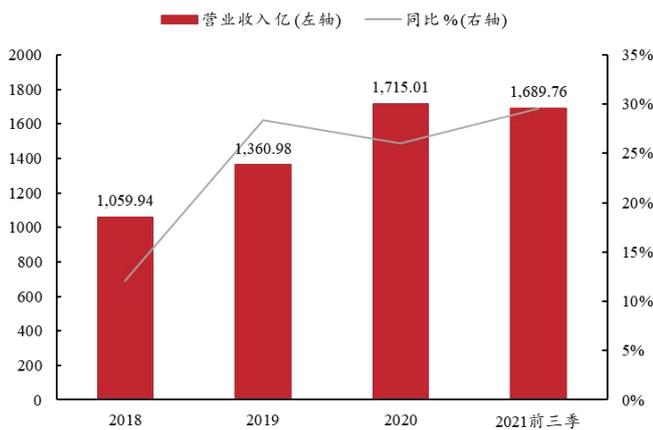


资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

1.2. 业绩连创新高，毛利率大幅增长

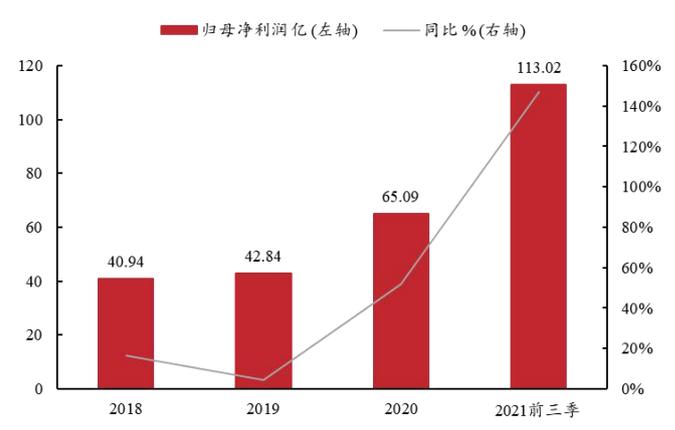
公司营业收入和归母净利润逐年增长。营业收入方面，2021 年前三季度公司实现营业收入 1689.76 亿元，同比增长 29.6%。2018-2020 年的营业收入分别为 1059.94 亿、1360.98 亿和 1715.01 亿，同比增长分别为 12.1%、28.4%和 26.0%。净利润方面，2021 年前三季度公司实现归属于上市公司股东的净利润 113.02 亿元，同比增长 147.2%。2018-2020 年的归母净利润分别为 40.94 亿、42.84 亿和 65.09 亿，同比增长分别为 16.7%、4.7%和 51.9%。

图表 5. 2021 年前三季度营业收入同比增长 29.6%



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 6. 2021 年前三季度归母净利润同比增长 147.2%

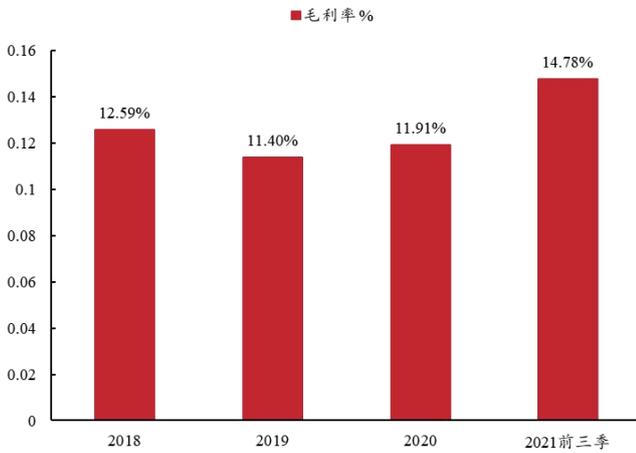


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

毛利率逐步提高，销售费用逐年下降。毛利率方面，2021 年前三季度实现毛利率 14.78%，同比提高了 3.3pct。2019 年以来，毛利率呈现了逐步提高的趋势，其中 2019 年和 2020 年毛利率分别为 11.40%和 11.91%。毛利率的提高源于行业景气度的提升。销售费用方面，2021 年前三季度销售费

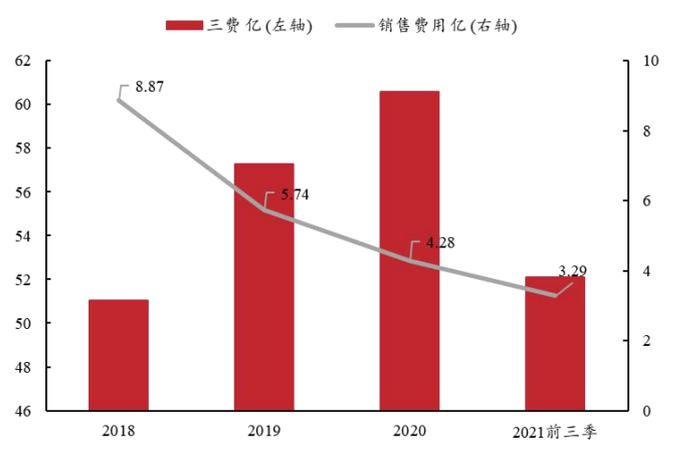
用为3.29亿，同比下降了45%。2018年以来，销售费用呈逐年下降趋势，其中2018-2020年销售费用分别为8.87亿、5.74亿、4.28亿，占营收比重分别为0.84%、0.42%、0.25%。销售费用占比逐渐下降。销售费用在营收中占比的下降源自于公司经营效率的提升。

图表 7. 2021 年前三季度毛利率为 14.78%



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 8. 2021 年前三季度销售费用为 3.29 亿元

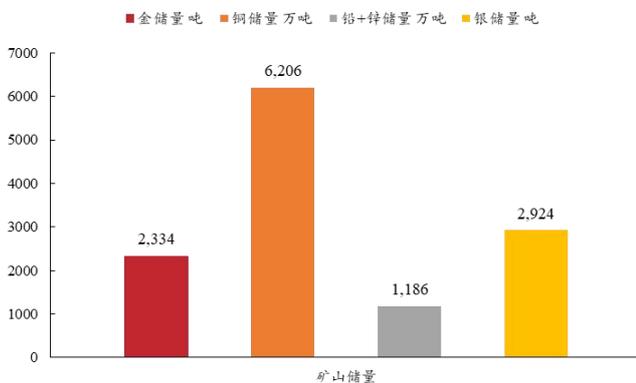


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

1.3. 金铜业务为主，开矿环节毛利高

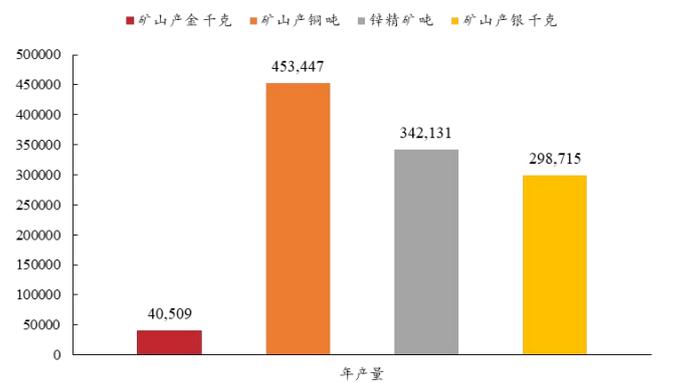
紫金矿业的产品包含金、铜、铅、锌、银等。根据2020年公司年报，矿产储量方面，紫金矿业拥有铜矿储量6206万吨、金矿储量2334吨、银矿储量2924吨、和铅锌矿储量1186万吨。矿山产量方面，2020年紫金共生产矿山铜45.3万吨、矿山银298.7吨、矿山金40.6吨、以及锌精矿34万吨。

图表 9. 2020 年公司主要矿产储量



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 10. 2020 年公司主要矿产产量

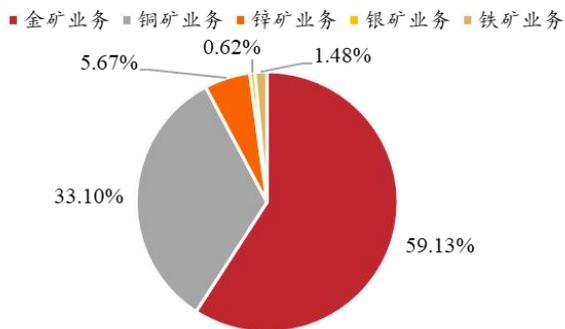


资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

主营业务收入和毛利以金铜业务为主。根据2021年半年报数据，金、铜矿业务营收占比最高，其中金矿业务营收占比为59.13%，铜矿业务营收占比为33.10%，其次是锌矿业务，营收占比5.67%。毛利润方面，也是金

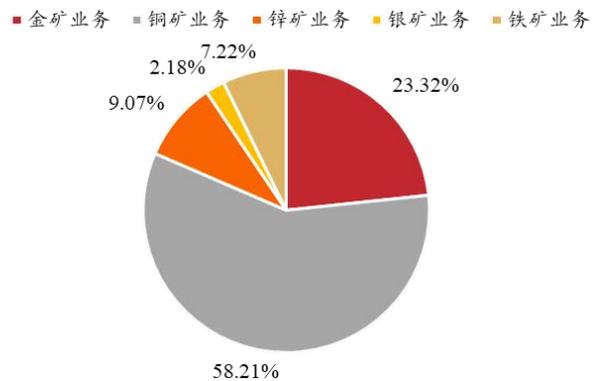
矿业和铜矿业务毛利润最高，其中铜矿业务毛利润占比为 58.21%，金矿业务毛利润占比为 23.32%，其次是锌矿业务，毛利润占比为 9.07%。

图表 11. 2021 年上半年金矿业务营收占比为 59.13%，铜矿业务营收占比为 33.10%



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

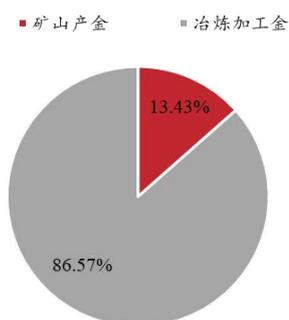
图表 12. 2021 年上半年铜矿业务毛利润占比为 58.21%，金矿业务毛利润占比为 23.32%



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

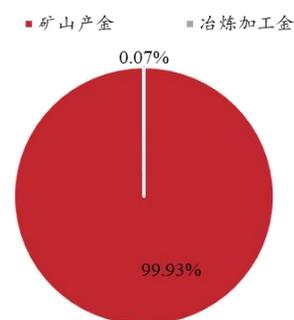
金矿业务包括冶炼加工金和矿山产金，其中冶炼加工金营收占比高，矿山金毛利润占比高。营收方面，根据 2021 年上半年报数据，在金矿业务中，冶炼加工金营收占比为 86.57%、矿山金占比 13.43%，冶炼加工金的营收约是矿山金的 6.4 倍；毛利润方面，矿山金占比 99.93%，冶炼加工金占比 0.07%。可以看出，冶炼加工金的营收体量大，但毛利润不高；矿山金营收体量小，但毛利润较高。

图表 13. 2021 年上半年冶炼加工金营收占比为 86.57%，矿山金营收占比 13.43%



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

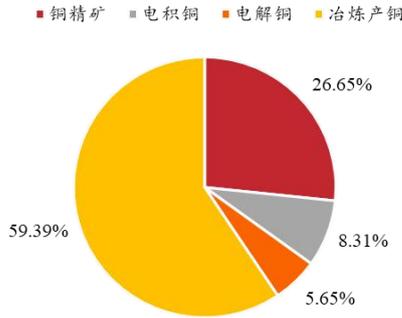
图表 14. 2021 年上半年矿山金毛利润占比 99.93%，冶炼加工金毛利润占比 0.07%



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

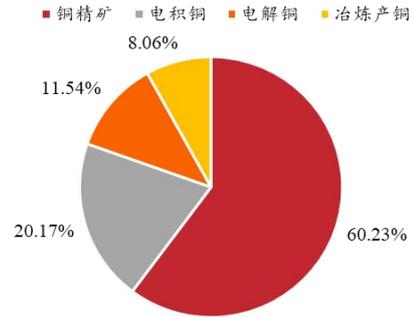
铜矿业务下包括冶炼产铜、矿山产铜、铜精矿和阴极铜四种产品，其中冶炼产铜营收占比最高、铜精矿毛利占比最高。营业收入方面，根据 2021 半年报数据，铜矿业务下营收占比由高到低依次为，冶炼产铜、铜精矿、电积铜和电解铜，占比依次分别为 59.39%、26.65%、8.31%和 5.65%。毛利润方面，四种产品的毛利润占比由高到低依次为，铜精矿、电积铜、电解铜和冶炼产铜，占比依次分别为 60.23%、20.17%、11.54%和 8.06%。

图表 15. 2021 年上半年冶炼铜营收占比 59.39%



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

图表 16. 2021 年上半年铜精矿毛利润占比 60.23%



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

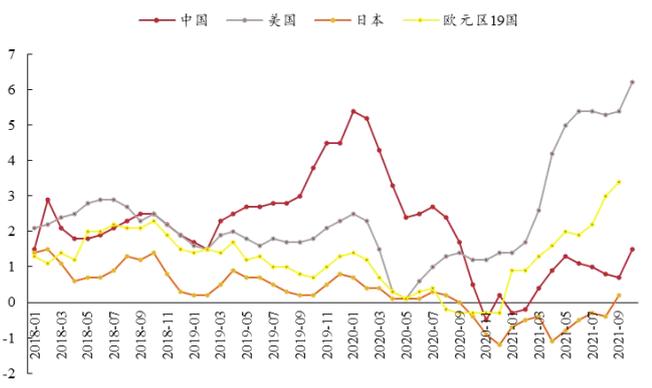
2. 行业：通胀预期加剧，黄金有望上行

2.1. 宏观：货币财政双扩张，通胀预期加剧

2.1.1. 当前全球主要经济体通胀水平上升

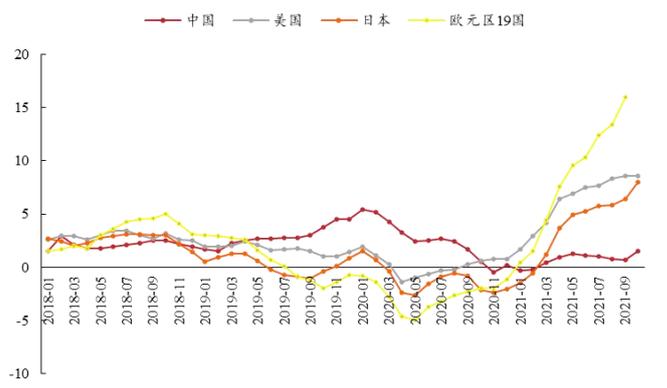
2021 年以来世界主要国家和地区 CPI 和 PPI 呈上涨趋势。CPI 方面，2021 年 9 月，美国、欧元区同比增长 5.4% 和 3.4%，明显高于近三年来的平均增长水平。2021 年 10 月美国 CPI 更是创出了 6.2% 的新高。中国和日本 CPI 虽然还处在低位，但上行趋势已十分明显。PPI 方面，2021 年 9 月，中国、美国、日本和欧元区 19 国的 PPI 增长率分别达到 6.3%、10.7%、8.6% 和 16.0%，纷纷进入历史高位。PPI 的上涨，往往会带动 CPI 的进一步上涨，因此预期未来 CPI 会进一步走高，通胀压力加大。

图表 17. 近 3 年主要国家和地区的 CPI 当月同比增长率



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 18. 近 3 年主要国家和地区的 PPI 当月同比增长率



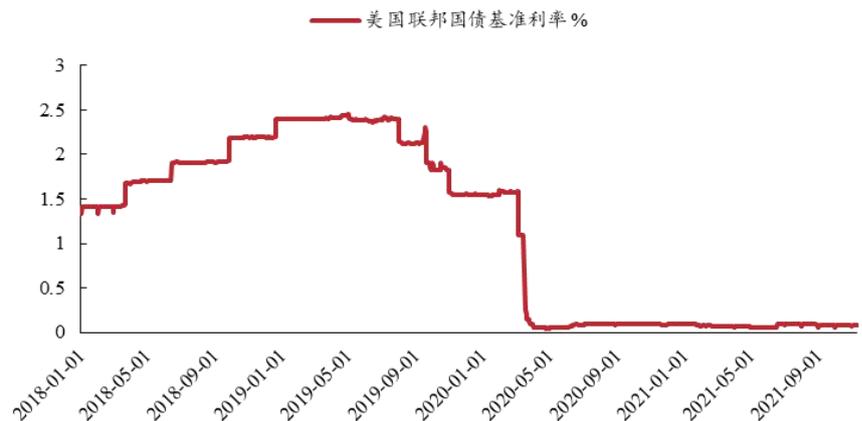
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2.1.2. 宽松的货币政策，为通胀水平上升创造了条件

美国的货币政策是衡量全球货币宽松水平的重要指标。2019 年 8 月至今，美联储的货币政策主要以降息为主，维持了较为宽松的货币政策。目前共经历了 5 次降息，第一次在 2019 年 8 月 1 日，美联储宣布降息，并结

束缩表计划，基准利率下调至 2.00%-2.25%。第二次降息发生在同年 9 月 19 日，基准利率下调至 1.75%-2%。第三次降息发生在同年 10 月 31 日，基准利率下调至 1.50-1.75%，此次降息是为寻求促进就业最大化和物价稳定。第四、第五次降息是全球疫情大规模爆发后，2020 年 3 月 3 日，为了应对疫情冲击，美联储宣布下调基准利率至 1.00%-1.25%。3 月 16 日，随着疫情的进一步恶化，美联储进一步降息，基准利率下调至 0-0.25%。此次降息使得基准利率下降到近 3 年以来的最低水平。

图表 19. 2018 年以来美国联邦基准利率



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

基准利率持续低位运行，货币政策持续宽松，通胀预期加剧。美联储维持当前的低利率水平已经超过 8 个月，虽然通货膨胀加剧，但美联储并没有明确的加息计划，在未来半年内，市场预测美联储加息概率很低。因为预计基准利率低位运行的状态仍会持续一段时间，货币宽松状态仍然持续，通胀预期加剧。

Taper 开启后，QE 规模将逐渐缩量，但联储资产负债表规模仍在扩张，货币宽松趋势未有本质变化。今年 11 月美联储议息会议纪要显示，美联储将于 11 月开始 Taper。但 Taper 的开启并不意味着缩表，而是 QE 规划的缩减，而资产负债表仍会继续扩张。截至 2021 年 11 月 10 日，资产负债已达到 86232.08 万亿，同比上涨 20.84%。

图表 20. 2018 年以来美联储资产负债表规模变化



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2.1.3. 积极的财政政策，催化了通胀水平的进一步上升

新冠疫情发生之后，全球实施了积极的财政政策，财政赤字大幅扩张。以美国为例，为了应对疫情，促进经济复苏，美国通过财政手段向社会释放大量的现金流。

2020 年美国财政部为应对新冠疫情共拨款 5 次。其中 3 月 6 日，财政部颁布《冠状病毒准备和响应补充拨款法》，拨款 83 亿美元，用于疫苗研发和帮助州和地方政府应对疫情。3 月 18 日，颁布了《家庭优先冠状病毒应对法》，拨款 1920 亿美元，用于援助新冠疫情给个人带来的经济损失。3 月 27 日颁布《冠状病毒援助、救济和经济安全法案》，拨款 2.2 万亿美元。4 月 13 日，颁布《薪资保护计划和医疗保健增强法》，拨款 4840 亿，为小企业和医疗防疫增加支出。12 月 27 日，颁布《新冠肺炎疫情救助法案》，拨款规模为 2.3 万亿美元。

2021 年美国继续实施积极的财政政策。2021 年 3 月、4 月，美国政府又针对失业救济、促进就业、和减免家庭税收等方面，分别颁布了《美国救援计划》、《美国就业计划》、《美国家庭计划》，经济刺激规模分别为 1.9 万亿、2.3 万亿和 1.8 万亿美元。2021 年 8 月，美国众议院通过了基建法案。该法案中财政支出的增幅是美国几十年来公共工程支出的最大增幅，总额约 1 万亿美元。

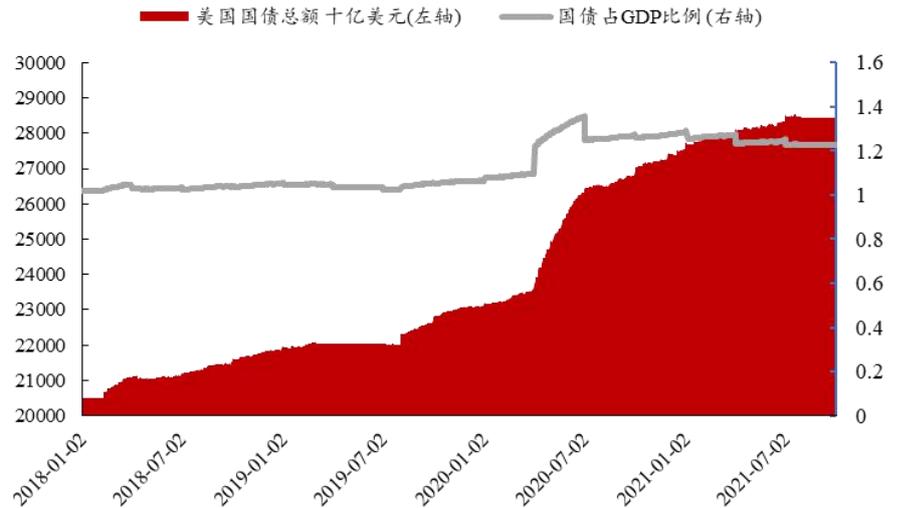
图表 21. 美国政府主要财政政策和刺激规模

时间	刺激规模	美国财政政策
2020/3/6	83 亿美元	《冠状病毒准备和响应补充拨款法》，用于疫苗研发和帮助州和地方政府应对疫情。
2020/3/18	1920 亿美元	《家庭优先冠状病毒应对法》，用于援助新冠疫情给个人带来的经济损失。
2020/3/27	2.2 万亿美元	《冠状病毒援助、救济和经济安全法案》
2020/4/23	4840 亿	《薪资保护计划和医疗保健增强法》，主要为小企业和医疗防疫增加支出
2020/12/27	2.3 万亿美元	《新冠肺炎疫情救助法案》，其中包括 9000 亿美元的第二轮经济纾困计划和 1.4 万亿美元的政府支出预算案。
2021/3/11	1.9 万亿美元	《美国救援计划》，包括将每周失业救济金增加 300 美元，扩大失业救济的对应范围。
2021/3/31	2.3 万亿	《美国就业计划》，该项计划主要包括了大约 1.36 万亿美元的基建项目、5800 亿美元的制造业支持以及 4000 亿美元的护理服务。
2021/4/28	1.8 万亿美元	针对儿童、学生和家庭等方面的《美国家庭计划》。将有约 1.5 万亿将通过提高额外税收而抵免，另有 3030 亿美元由国家财政收入抵消。
2021/8/10	1 万亿美元	基建法案，该法案财政支出的增幅是美国几十年来公共工程支出的最大增幅，包含了在 5 年内新增约 5500 亿美元投资。
2021/10/17		“亿万富翁税”（billionaires tax）和对大公司征收 15% 最低税率

资料来源：美联储官网，东亚前海证券研究所

赤字扩大、国债比重上升，通胀压力加大。一方面，在财政刺激下，美国财政赤字不断扩大。美国财政政策通过直接向居民和企业分发补助和救济金的形式，增加财务支出从而增加了政府的财政赤字。目前赤字水平处于 20 年以来的高位水平。另一方面，在赤字扩大的背景下，国债占 GDP 的比率上升到一个新台阶。自 2020 年 3 月首批财政拨款以来，国债总额迅速提升。截至 2021 年 9 月 30 日，美国国债总额已提升至 28.43 万亿美元。国债占 GDP 的比率也上升至 123% 左右，相比 2019 年同期上升了 17 个百分点。随着一系列财政刺激的落地，财政赤字不断扩大，国债占 GDP 比率上升，通胀预期加剧。

图表 22. 国债占 GDP 的比率和美债总额

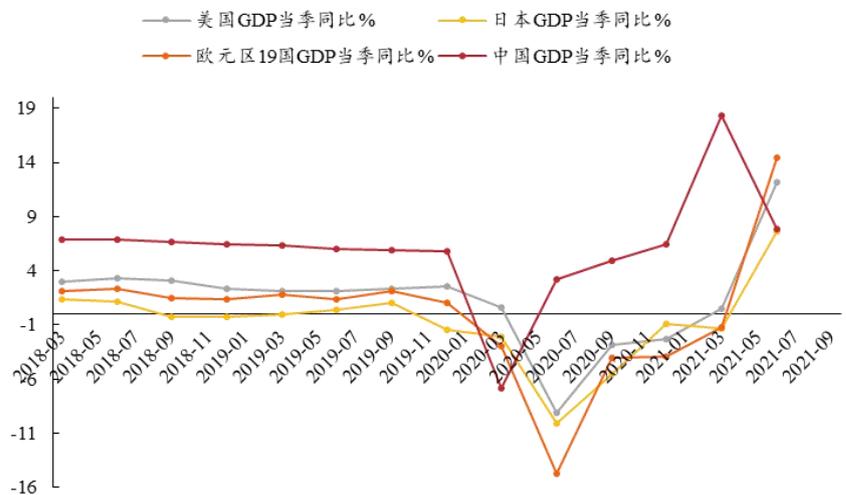


资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

2.1.4. 供不应求加剧，大宗商品上涨助推通胀水平提升

在货币政策和财政政策的刺激下，全球主要经济体恢复增长。2021 年第二季度，中国、美国、欧元区 19 国、和日本 GDP 同比增长分别为 7.9%、12.2%、14.5%、7.6%。

图表 23. 2021 年以来各大经济体 GDP 增速情况



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

GDP 增长，经济需求复苏，但仍供应不足，大宗产品上涨明显。能源产品方面，截至 2021 年 11 月 25 日，布伦特原油期货结算价报 82.22 美元/桶，同比上涨 69.2%。WIT 原油期货结算价今年持续上涨，目前报 78.10 美元/桶，同比上涨 70.9%。国际天然气价格持续攀升，其中 IPE 英国天然气期货结算价格已突破 233.66 便士/色姆，相比去年同期涨幅达到 491.8%。

图表 24. 布伦特原油期货价格上涨 69.2% 和 WIT 原油期货价格上涨 70.9%



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 25. IPE 英国天然气期货结算价上涨 491.8%



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

另外, 农产品价格的快速上涨, 也增加了通胀预期。年初以来, 大豆等农产品期货交易价格持续上涨, 目前仍处于价格高位。截至 9 月 30 日, 黄大豆 1 号期货结算价和 CBOT 大豆期货结算价分别报 4370 美元/吨、1,023.5 美分/蒲式耳, 分别上涨 35.88%、22.72%。

图表 26. 国内和 CBOT 大豆期货交易价格分别上涨 35.88%、22.72%



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

全球经济复苏仍在进行时, 各主要经济体 GDP 增长势头良好, 包括能源、农产品在内的大宗商品供不应求、价格上涨, 通货膨胀仍将继续。

2.2. 黄金: 通胀预期下黄金有望上行, 拉动业绩增长

黄金价格近期再现上涨迹象。COMEX 黄金期货于 2020 年 8 月 7 日达到近些年的最高点, 报 2089.2 美元/盎司。随后进入缓慢的震荡下行。截至 2021 年 11 月 24 日, COMEX 黄金期货报价为 1784.30 美元/盎司, 下跌幅度为 17.1%。整个震荡下行时间维持了近 16 个月。近期期货价格突破了近 2 个月来的高点, 有望开启新一轮新的上涨周期。与此同时, 国内沪金加权也

表现出了相同走势，黄金市场景气度上升。

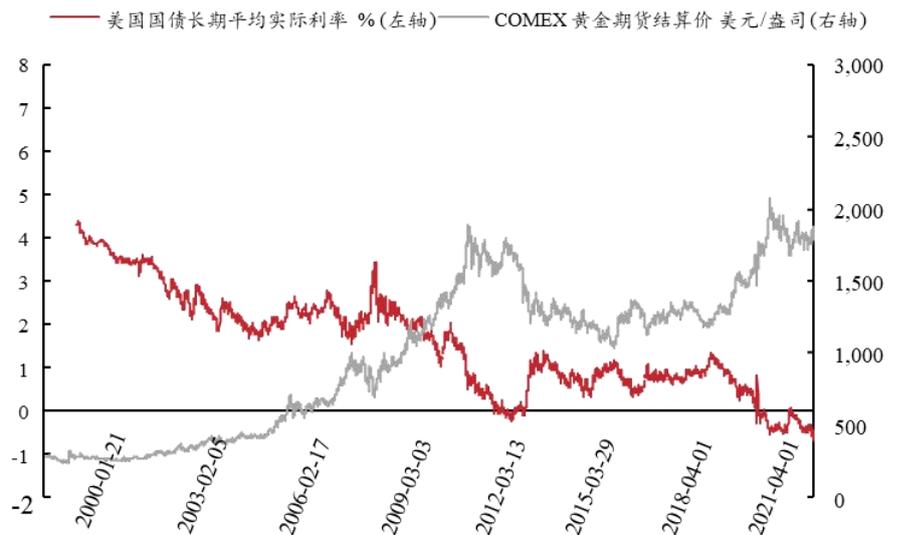
图表 27. 黄金价格近期有上涨迹象



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

实际利率的持续下行为黄金价格上涨提供了条件。长周期下，黄金价格与美元利率呈现负相关性。2020 年以来，由于美国货币政策一再降息导致利率下行。美国国债长期平均实际利率从 2018 年 10 月以来持续下降。截至 2021 年 11 月 24 日，实际利率为-0.46%，维持下行。实际利率的持续下降，通货膨胀预期加剧，黄金的保值需求增强，将会推动黄金价格的上涨。

图表 28. 美国国债长期评价实际利率和 COMEX 黄金期货结算价高度负相关性

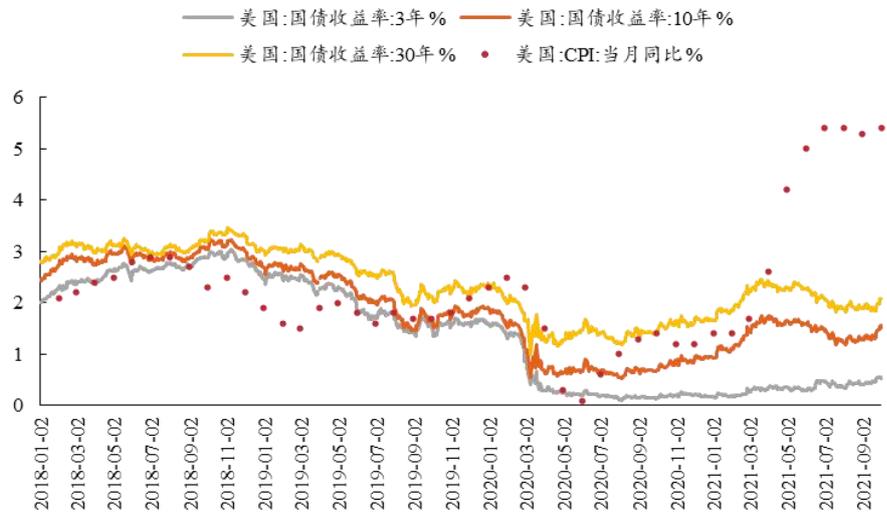


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

国债收益率处于上行通道，但上行增速不及通货膨胀，导致实际利率未来可能进一步下降，刺激黄金价格上涨。今年 7 月以来美国通货膨胀处于上行阶段。2021 年 3 月至今，美国 CPI 增速先经历了一段快速上涨，而

后维持高位运行。国债收益率上行增速远不及 CPI 增速，实际利率未来可能进一步下降。实际利率下降将会刺激黄金价格进一步上涨。

图表 29. 美国国债收益率和通货膨胀增速



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

黄金价格上涨，将会拉动公司业绩增长。黄金是公司的主营业务之一。当黄金价格在合理范围内上涨，不会对销量和成本造成很大影响，可以认为成本和销量不变。随着黄金价格的上涨，黄金矿业务的利润会持续放大，从而拉动公司业绩增长。

2.3. 铜：需求拉动下铜价有望高位，巩固业绩基本面

2020 年以来 COMEX 铜期货结算价持续增长，目前正处于高位运行阶段。截至 2021 年 11 月 24 日，COMEX 铜期货结算价报 4.46 美元/磅，同比上涨 35.1%，相比年初上涨 25.4%。目前价格已达到近 5 年最高点，有望持续高位运行。

图表 30. 2020 年以来铜价格持续上涨

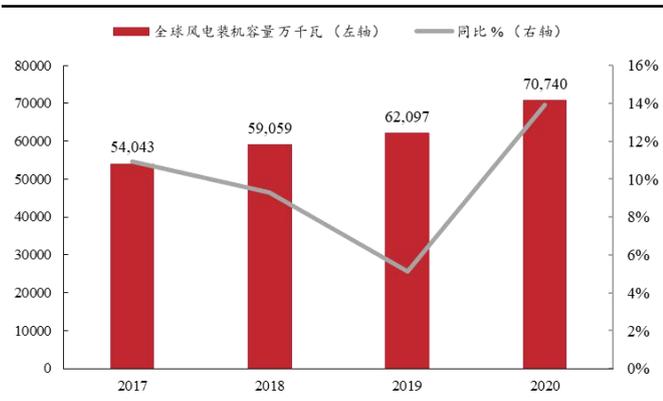


资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

铜的价格上涨主要源于需求端的拉动。铜下游主要需求端为电网、电源、汽车等工业领域。一方面，2020年以来铜的景气上行得益于光伏、风能、水力等可再生能源发电的增长。2017-2020年，全球光伏、风力、水力发电装机容量逐年增长，期间铜的需求持续增长。另一方面，碳中和背景下，2021年以来新能源汽车产量大幅增长，打开了铜未来需求的上升空间。

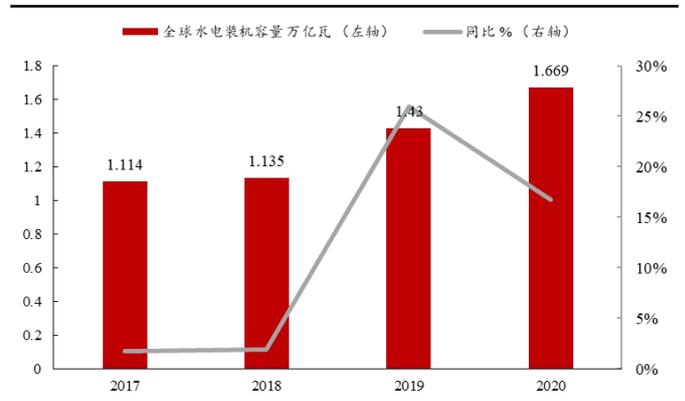
风力发电方面，2017-2020年全球风电装机容量保持持续增长，截至2020年装机容量为70740万千瓦，涨幅由2019年的5.1%提高到13.9%，提高了8.8pct。水力发电方面，2017-2020年全球水电装机容量保持持续增长，截至2020年装机容量为1.669万亿瓦。涨幅在2019年有大幅提高，从2018年的1.9%提高到26.0%，提高了24.1pct。虽然2020年涨幅有所下降，但2019年和2020年都保持着10%以上的高增长。

图表 31. 2017-2020 年全球风力发电装机容量持续增长



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表 32. 2017-2020 年全球水力发电装机容量持续增长

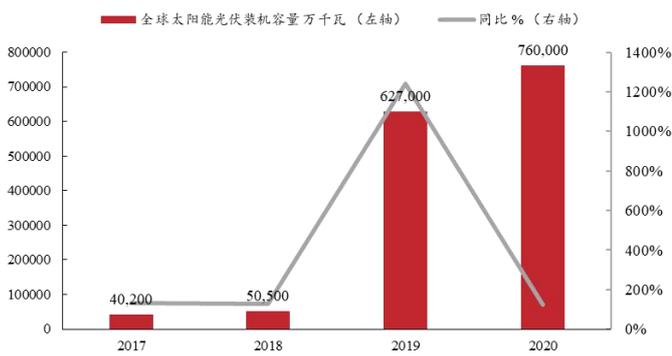


资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

光伏发电方面，2017-2020年全球太阳能光伏装机容量经历了一轮大幅增长，截至2020年装机容量为760000万千瓦。其中，2018至2019年装机容量从50500万千瓦上涨至627600万千瓦，涨幅达到1241.6%。

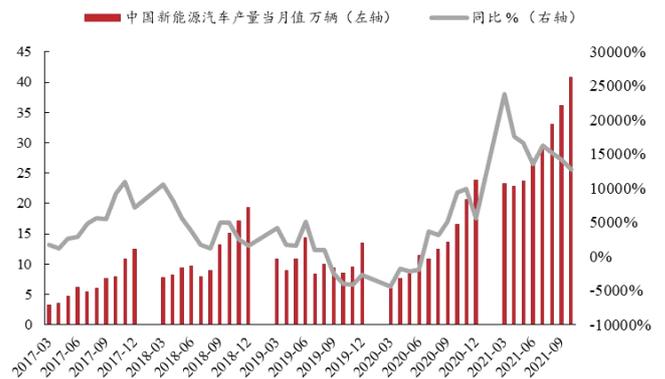
新能源汽车方面，中国是新能源汽车生产和销售大国，2021年以来中国新能源汽车产量大幅增长。2021年全国新能源汽车月度产量同比增速在127.9%-237.7%。碳中和背景下，新能源汽车产量的大幅增长为铜的需求提供了新的增长点。

图表 33. 2017-2020 年全球太阳能光伏装机容量大幅增长



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

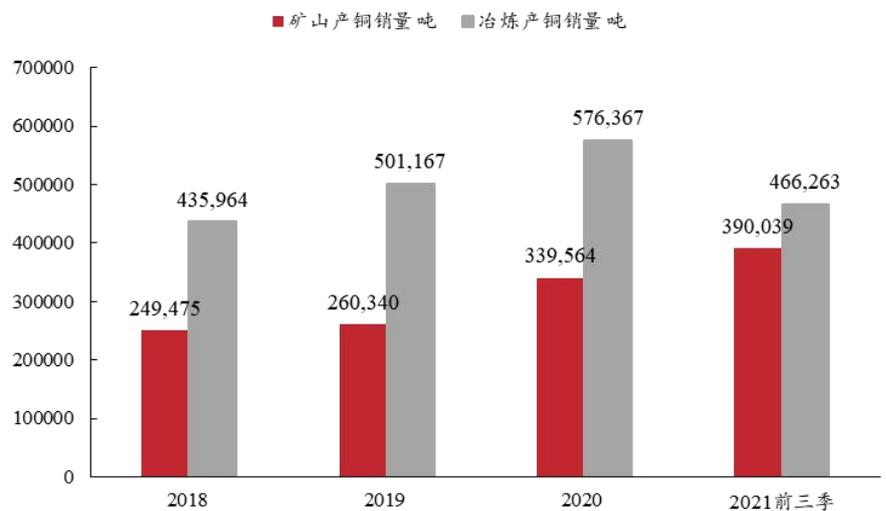
图表 34. 中国新能源汽车月度产量持续增长



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

在 GDP 增长、需求复苏的背景下，公司铜业务量价齐升，业绩基本面进一步巩固。2021 年前三季度，矿产铜和冶炼铜累计销量分别为 39.03 万吨、46.63 万吨，同比增长 14.8%、5.8%。铜矿业务是公司的第一大利润来源。在今年铜价上涨的背景下，公司铜矿业务量价齐升，带动公司利润持续上升。伴随着行业的高景气，公司业绩基本面有望得到强化和巩固。

图表 35. 2018 年-2021 年前三季度铜矿业务产品销量逐步递增



资料来源: 公司公告, 东亚前海证券研究所

3. 亮点：成长属性增强，投资布局正当时

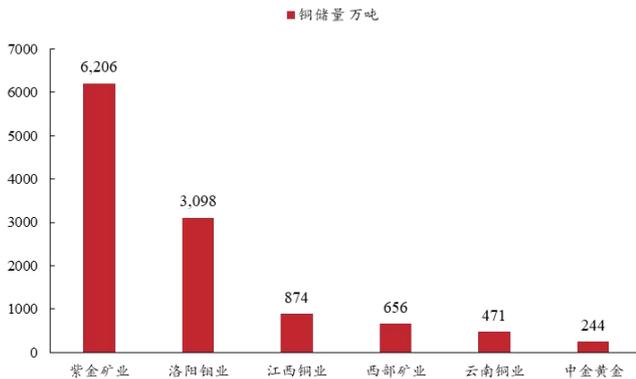
3.1. 手握稀缺优质资源，传统业务不断夯实

储量方面，紫金矿业黄金储量和铜储量均位居国内第一。根据 2020 年各公司年报，黄金方面，紫金矿业以 2334 吨保有储量占据绝对优势。国内金矿储量较高的企业还有中金黄金、江西铜业、山东黄金、恒邦股份，储量分别为 509 吨、270 吨、262 吨、157 吨。铜方面，紫金矿业保有储量为 6206 万吨排名第一，洛阳钼业以 3098 万吨，位居第二。铜矿储量较高的企业还有江西铜业、西部矿业、云南铜业，储量分别为 874 万吨、656 万吨、

471 万吨。

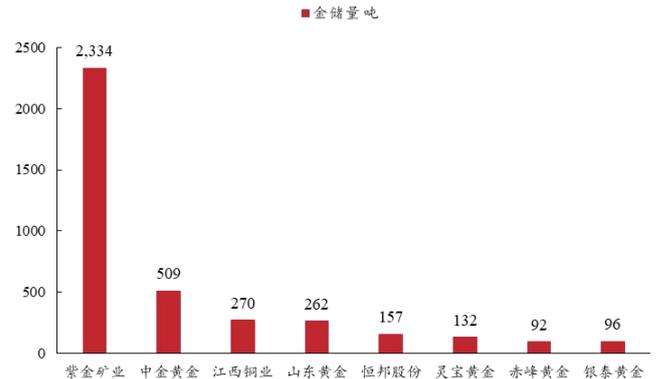
产量方面，2020 年紫金矿业矿山铜、矿山金产量均居于国内首位。黄金方面，2020 年紫金矿业、江西铜业、山东黄金、湖南黄金、中金黄金矿山金产量分别为 40.5 吨、38.6 吨、37.8 吨、36.2 吨和 32.3 吨。可见紫金矿业在产量和储量方面都具有相对的优势。铜方面，紫金矿业、江西铜业、洛阳钼业、中金黄金等公司 2020 年矿山铜/铜精矿产量分别为 45.3 万吨、31.3 万吨、20.4 万吨和 8.1 万吨。

图表 36. 2020 年国内主要矿业公司铜矿储量



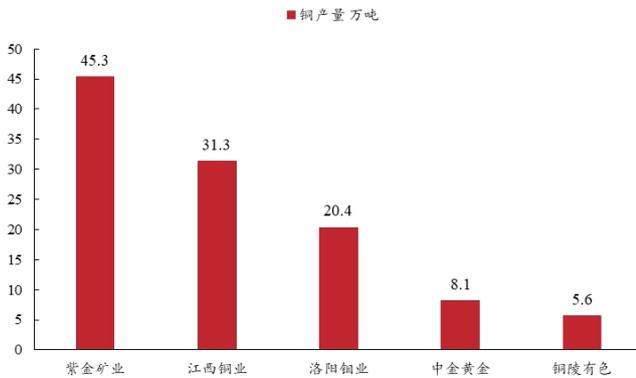
资料来源：各公司年报，东亚前海证券研究所

图表 37. 2020 年国内主要矿业公司金矿储量



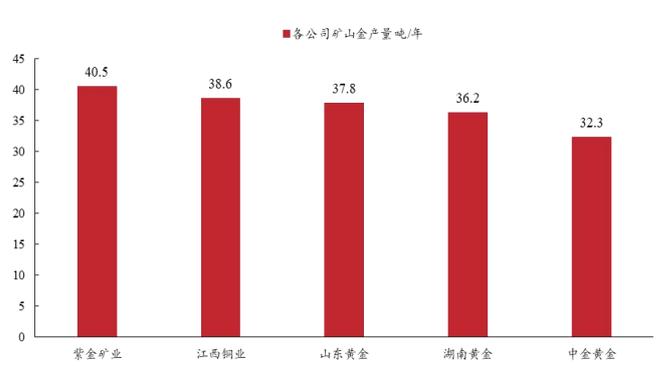
资料来源：各公司年报，东亚前海证券研究所

图表 38. 2020 年国内主要矿业公司铜矿产量



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表 39. 2020 年国内主要矿业公司金矿产量



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

全球布局，坐拥优质铜矿和金矿。国内方面，公司独创“矿石流五环归一”矿业工程管理模式，对低品位矿产进行改造升级。2020 年已有陇南紫金 10000 吨/日技改扩建工程联动试车，贵州紫金、山西紫金增量项目技改工程全面开工。

海外方面，近年来，紫金矿业通过投资在海外布局了多个品位优质、储量靠前的金矿、铜矿。其中包括一批具有国际影响力的矿山，如塔吉克斯坦泽拉夫尚的吉劳/塔罗金矿、澳大利亚诺顿金田、刚果（金）科卢韦齐金矿、刚果（金）科卢韦齐铜矿等。其中，武里蒂卡金矿品位高达 8.53 克/吨，2020 年产量约为 2.2 吨；科卢韦齐铜矿品位为 4.17%，2020 年产量约为 11.4 万吨。

图表 40. 紫金矿业 2020 年主要金矿/子公司产量和品位

海外主要金矿或企业	持有权益	2020 年产量 (吨)	品位 (克/吨)	国内主要金矿或企业	持有权益	2020 年产量 (吨)	品位 (克/吨)
塔吉克斯坦泽拉夫尚	70%	6.3	1.62	贵州紫金	56%	2.2	5.2
澳大利亚诺顿金田	100%	5.8	1.16	福建紫金山金铜矿	100%	2.1	0.33
吉尔吉斯斯坦奥同克	60%	4.2	2.8	洛阳坤宇	70%	2.0	3.98
巴布亚新几内亚波格拉	48%	2.7	4.02	黑龙江多宝山	100%	1.9	-
哥伦比亚武里蒂卡	69%	2.2	8.53	山西紫金	100%	1.5	2.28
塞尔维亚紫金铜业	63%	1.6	1.91	内蒙金中	100%	1.2	-
				吉林珲春紫金	100%	2.8	0.44

资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

图表 41. 紫金矿业 2020 年主要铜矿/子公司产量和品位

海外主要铜矿或企业	持有权益	2020 年产量 (万吨)	品位 (%)	国内主要铜矿或企业	持有权益	2020 年产量 (万吨)	品位 (%)
刚果(金)科卢韦齐	72%	11.4	4.17	黑龙江多宝山	100%	10.1	0.4
塞尔维亚紫金铜业	63%	5.2	3	福建紫金山金铜矿	100%	8.1	0.42
厄立特里亚碧沙矿业	55%	2.1	1.01	新疆阿舍勒	51%	4.5	2.82
				吉林珲春紫金	100%	1.4	0.158

资料来源：公司年报，东亚前海证券研究所

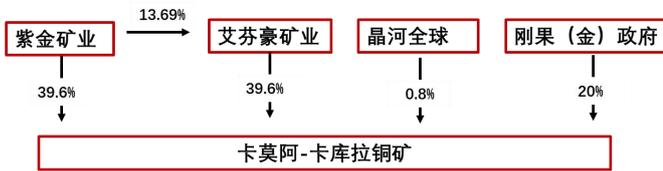
另外，公司还拥有在开发建设中的高品质铜矿卡莫阿-卡库拉和高品质铜金矿 Timok。目前卡莫阿-卡库拉铜矿一期一序列已投产，二序列预计于 2022 年第三季度建成投产。两个序列达产后项目年产铜金属约 40 万吨。Timok 铜金矿于 2021 年 6 月进入试生产阶段，现已通过塞尔维亚有关部门组织的验收，实现了项目建设向生产运营的顺利过渡。

卡莫阿-卡库拉铜矿方面，2015 年紫金矿业收购刚果(金)卡莫阿控股有限公司，成为卡莫阿-卡库拉铜矿的最大权益持有者，合计权益约 45%。卡莫阿-卡库拉铜矿项目紫金矿业持有 39.6% 的股份、艾芬豪矿业持有 39.6% 的股份、晶河全球及刚果(金)政府分别持有 0.8%、20%。此外，紫金矿业还持有艾芬豪矿业 13.69% 的股权，是其第二大股东。

卡莫阿-卡库拉铜矿位于刚果(金)卢阿拉巴省，是近 20 年新发现的规模和价值最大的铜矿。根据 Ivanhoe Mines 官网的可行性报告，卡莫阿-

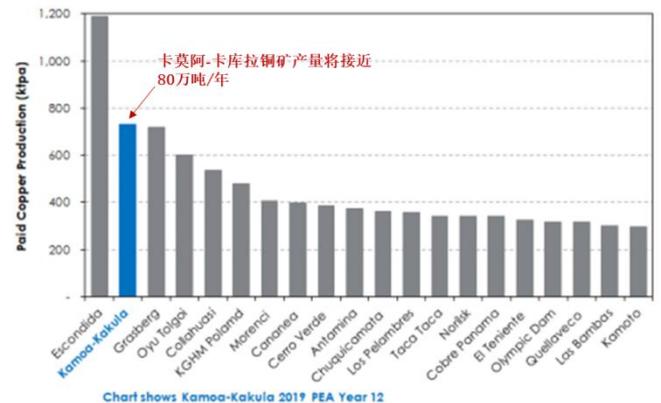
卡库拉的年产铜金属量接近 80 万吨，有望排到全球第二。

图表 42. 卡莫阿-卡库拉铜矿股权结构



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

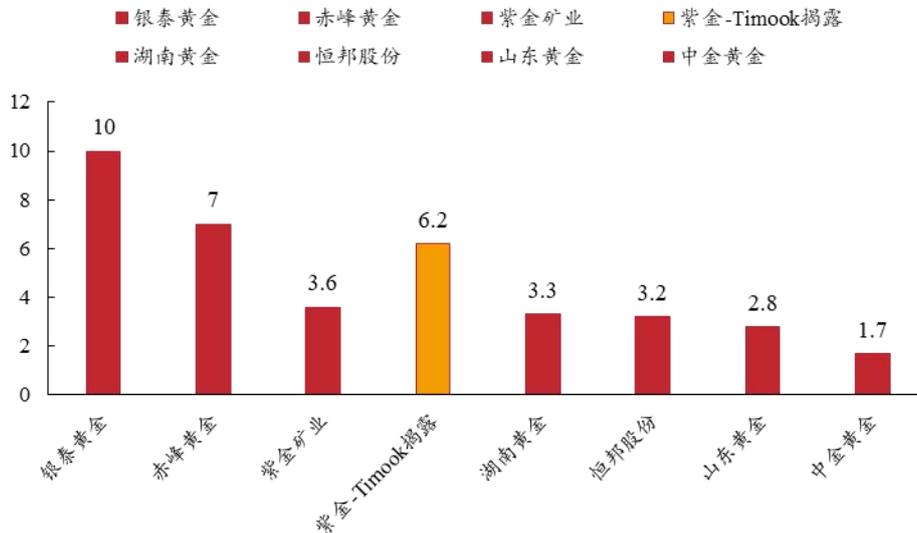
图表 43. 卡莫阿-卡库拉铜矿有望成为全球第二大铜矿



资料来源：Ivanhoe Mines 官网，东亚前海证券研究所

Timok 铜金矿方面，2019 年紫金矿业全面收购塞尔维亚 Timok 铜金矿上、下带矿 100%权益。根据当地化验机构出具的数据显示，Timok 铜金矿中金矿石品位达到 6.2 克/吨。Timok 铜金矿揭露的高品位矿体，提高了紫金矿业整体金矿品位。国内金矿公司中，紫金矿业原金矿品位为 3.6 克/吨，位居第二梯队。拥有 Timok 和武里蒂卡等高位金矿后，紫金的金矿品位在原来的基础上有了大幅提高，顺利跻身第一梯队。

图表 44. Timook 金矿石品位达到 6.23 克/吨



资料来源：各公司公告，东亚前海证券研究所

未来业务方向清晰、传统金铜业务不断夯实。2021 年 1 月 29 日，紫金矿业公告公布了《公司五年（2+3）规划和 2030 年发展目标纲要》（以下简称《纲要》）。《纲要》提出了紫金矿业未来三个阶段的业务方向和指标规划。**2021-2022 年为第一阶段**，主要目标是达成产品产量和主要经济指标的跨越式增长。项目开发方面，着重发展改技增产、铜金矿床、自然崩落法采矿等项目。**2023-2025 年为第二阶段**，主要目标为建成全球一流金属矿业公司。这一阶段，公司计划加大已有矿产资源的地质勘探力度，关注

中大型金矿生产型矿业公司并购机会。2025-2030年为第三阶段，目标为建成高技术效益型特大国际矿业集团公司。

图表 45. 紫金矿业五年（2+3）规划和 2030 年发展目标纲要

阶段	时间	达成目标	项目开发方面
第 1 阶段	2021-2022 年	1、主要矿产品产量和主要经济指标跨越增长 2、经济实力和公司规模显著提升 3、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	1、技改增产：陇南紫金，山西紫金和哥伦比亚五里地卡金矿，澳大利亚诺顿金田瓦纳，瓦亚纳奥罗拉金矿等； 2、铜金矿床建成投产：刚果金卡，莫阿铜矿，塞尔维亚佩吉铜金矿上代矿西藏驱龙铜矿等； 3、自然崩落法采矿项目开工建设：地下斑岩铜矿
第 2 阶段	2023-2025 年	1、基本达到全球一流金属矿业公司水平 2、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 2、公司基本建成全球化运营管理体系 3、基本解决国际化人才紧缺问题	1、已有矿产资源，加大地质勘探力度； 2、关注中大型金矿生产型矿业公司并购机会；
第 3 阶段	2025-2030 年	1、全面建成高技术效益型特大国际矿业集团公司 2、主要经济指标接近或基本达到全球一流矿业公司水平 3、综合指标争取进入全球前 3~5 位 4、建成先进的全球运营管理体系	

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

目标明确，龙头地位不断巩固。针对主要产品产量和经济指标，公司做出了明确的规划。矿产金方面，到 2025 年，年产量达到 80-90 吨，年复合增长率为 14.58~17.3%。矿产铜方面，到 2025 年，年产量达到 100-110 万吨，年复合增长率为 17.16~19.42%。

图表 46. 公司主要矿产品产量指标规划情况

产品	2020 年	2021 年	2022 年	2025 年	未来 5 年 CAGR
矿产金 (吨)	40.5	53~56	67~72	80~90	14.58~17.3 %
矿产铜 (万吨)	45.3	54~58	80~85	100~110	17.16~19.42%
矿产锌 (铅)万 (吨)	37.8	45~48	47~50		
铁精矿 (万吨)	387	50~380	290~330		
矿产银 (吨)	299	240~300	270~310		

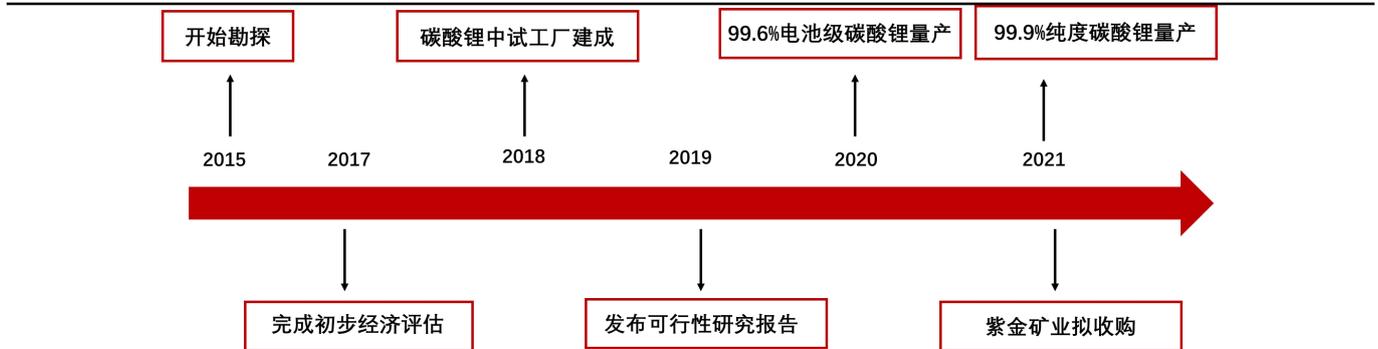
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

3.2. 布局新能源材料，迎来成长新机遇

2021 年紫金矿业开始布局新能源赛道。2021 年 10 月紫金矿业宣布收

购阿根廷 3Q 锂盐湖，这是紫金矿业布局的第一个锂矿资源。公告称，公司拟以 6.5 加元/股，合计 9.6 亿加元(49.6 亿人民币)收购加拿大锂业公司 NeoLithium 所有流通股。NeoLithium 的核心资产是位于阿根廷“锂三角”的 TresQuebradas 盐湖(3Q 锂盐湖)。收购后紫金矿业将持有 3Q 锂盐湖 100% 股权。

图表 47. 3Q 锂盐湖项目进程



资料来源：Neo Lithium 公司公告，东亚前海证券研究所

3Q 锂盐湖的项目开发历经 6 年时间。项目勘探起始于 2015 年，并于 2017 年发布了 3Q 锂盐湖项目初步经济评估结果。2018 年建成碳酸锂中试工厂，次年发布可行性研究报告。根据报告显示，3Q 锂盐湖锂离子浓度为 1177mg/L，镁锂比为 1.66，属于低镁锂比盐湖；碳酸锂当量储量约为 756.5 万吨。在储量上高于我国西藏高原的扎布耶锂盐湖，品位与扎布耶锂盐湖相当。目前，3Q 锂盐湖的工厂已具备了 99.6% 电池级碳酸锂和 99.9% 纯度碳酸锂的生产能力。

图表 48. 3Q 锂盐湖碳酸锂储量为 756.5 万吨、镁锂比为 1.66

	地理位置	锂离子浓度 (mg/L)	锂金属量 (万吨)	碳酸锂当量 (万吨)	镁锂比
3Q 锂盐湖	南美阿根廷 安第斯高原" 锂三角"地区	1177	142.4	756.5	1.66
扎布耶锂盐湖	西藏高原	1260	34.66	184.1	0.0053

资料来源：公司公告，3Q 盐湖可行性研究报告，东亚前海证券研究所

新能源材料需求强势增长，公司发展迎来新的成长机遇。2021 年 10 月，我国动力电池产量合计 25.1GWh，同比增长 191.6%。电化学储能方面，国家发改委、国家能源局明确了储能“十四五”发展目标，即到 2025 年实现电化学储能的规模化发展，装机规模达 30GW 以上。相当于，年复合增长率需要达到约 50% 以上。由于动力电池和电化学储能需求大幅上涨，行业需求持续增长，未来碳酸锂的市场需求将进一步扩大，公司新能源赛道业务将会给公司发展创造新的利润来源。

图表 49. 中国动力电池月装机量



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

3.3. 利润弹性高，黄金龙头潜力大

金价上扬将会推动公司业绩大幅上升，公司作为黄金龙头企业将会持续受益。黄金作为一种矿产资源，其开采成本一般由资源费、折旧、人工费用等构成，在短期内不会发生太大的变化。因此，黄金价格的上涨将会给公司带来巨大的利润。根据公司三季报，前三季度矿产金的平均价格为350.7元/克，毛利润为172.68元/克。基于此，我们假设金价上涨1%，在单位成本不变的情况下，矿产金毛利润上涨2.03%，以此类推可以预测金价上涨2%、5%、10%、50%时，矿产金毛利润分别上涨4.06%、10.15%、20.31%、101.55%。因此，随着黄金价格的上扬，公司业绩会快速提升。

图表 50. 毛利润对黄金价格的敏感度分析

金价上涨 (%)	金矿业务毛利上涨 (%)
1	2.03
2	4.06
5	10.15
10	20.31
20	40.62
50	101.55

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

4. 盈利预测及估值

2021年以来，全球经济全面复苏，公司产品价格均迎来上涨周期，公司业绩大幅提升。公司利润收入主要来自矿产金、矿产铜。我们假设：(1) 矿产金方面，由于美元实际利率持续下行，通胀预期加剧，黄金价格或将

迎来新一轮上涨，同时参考黄金近5年的复合增长率，我们对公司矿产金业务未来的业绩贡献进行了测算；（2）其他矿产方面，我们也基于过去五年价格的复核增长率对营业收入和毛利贡献进行测算；同时结合价格走势，基于谨慎性原则进行合理的调整（3）以公司发布的发展规划测算未来三年各主要产品的销量，从而计算对应的营业收入和毛利。

图表 51. 主要业务板块营业收入预测

产品	营业收入 (亿)			
	2020A	2021E	2022E	2023E
1、矿产品				
矿产金	136.61	155.19	250.45	311.93
矿产铜	19.98	289.18	364.37	376.01
矿产锌	33.44	63.24	68.40	70.93
矿产银	9.05	9.53	10.98	11.79
精铁矿	116.27	29.97	24.87	25.54
2、冶炼产品				
冶炼加工金	1062.63	956.77	1210.86	1352.42
其他冶炼产品	1345.91	1126.33	1182.65	1241.78

资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所预测

由于行业持续景气、公司发展规划明确，我们预计公司未来几年业绩仍然表现优秀。预期 2021/2022/2023 年公司归母净利润分别为 153.08/216.58/247.84 亿元，对应的 EPS 分别为 0.60/0.85/0.97 元。以 2021 年 11 月 29 日收盘价 10.25 元为基准，对应 PE 为 17.06/12.05/10.53。结合行业景气度，我们看好公司发展。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

国际地缘政治变化，新冠疫情反复，去碳化政策变化，汇率波动。

- 1、国际地缘政治变化：公司境外投资项目国家发展差异较大，个别国家或地区可能存在一定的地缘政治风险。
- 2、新冠疫情反复：新冠疫情防控及病毒变异，全球经济复苏不确定性加剧，或将孕育金融和经济风险，主营金属价格有潜在波动风险。
- 3、去碳化政策变化：全球及国内去碳化政策落地进程加快，相关环境、社会及管治政策约束可能增加。
- 4、汇率波动：公司持有的以外币计价的资产或者负债，由于汇率波动引起的价值涨跌，会影响公司的经营业绩。

利润表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	171501	212260	242937	263154
%同比增速	26%	24%	14%	8%
营业成本	151071	178364	197523	212631
毛利	20430	33896	45414	50522
%营业收入	12%	16%	19%	19%
税金及附加	2499	3073	3467	3800
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	428	531	607	658
%营业收入	0%	0%	0%	0%
管理费用	3846	5484	6103	6437
%营业收入	2%	3%	3%	2%
研发费用	583	671	815	869
%营业收入	0%	0%	0%	0%
财务费用	1784	1253	1128	588
%营业收入	1%	1%	0%	0%
资产减值损失	-357	-295	-247	-266
信用减值损失	131	-6	177	212
其他收益	342	444	504	541
投资收益	-522	1486	1701	1842
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	342	0	0	0
资产处置收益	12	49	11	31
营业利润	11240	24563	35439	40530
%营业收入	7%	12%	15%	15%
营业外收支	-394	-183	-208	-199
利润总额	10846	24380	35231	40331
%营业收入	6%	11%	15%	15%
所得税费用	2388	5938	8668	9542
净利润	8458	18442	26563	30789
%营业收入	5%	9%	11%	12%
归属于母公司的净利润	6509	15308	21658	24785
%同比增速	52%	135%	41%	14%
少数股东损益	1949	3134	4905	6005
EPS (元/股)	0.25	0.60	0.85	0.97

基本指标

	2020A	2021E	2022E	2023E
EPS	0.25	0.60	0.85	0.97
BVPS	2.23	2.76	3.62	4.59
PE	37.16	17.06	12.05	10.53
PEG	0.72	0.13	0.29	0.73
PB	4.17	3.71	2.83	2.23
EV/EBITDA	14.37	10.67	7.88	6.96
ROE	12%	22%	23%	21%
ROIC	7%	10%	11%	10%

资产负债表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	11955	20748	36670	77410
交易性金融资产	1930	3430	4930	6430
应收账款及应收票据	1141	1529	1875	2058
存货	18064	22069	24157	26009
预付账款	1410	1940	2050	2205
其他流动资产	4761	5722	6306	6458
流动资产合计	39262	55438	75988	120570
可供出售金融资产				
持有至到期投资				
长期股权投资	7100	7189	7272	7373
投资性房地产	124	119	121	122
固定资产合计	48546	54239	59856	65093
无形资产	46760	60711	75494	91302
商誉	314	314	314	314
递延所得税资产	1183	968	996	1049
其他非流动资产	39024	43408	47898	52313
资产总计	182313	222386	267940	338138
短期借款	20719	17000	10000	23000
应付票据及应付账款	6499	7713	8414	9118
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	1317	1431	1599	1739
应交税费	1880	1977	2313	2551
其他流动负债	16620	17747	18014	19321
流动负债合计	47036	45868	40340	55729
长期借款	29083	49083	69083	89083
应付债券	16110	21110	25110	29110
递延所得税负债	6544	6544	6544	6544
其他非流动负债	8945	8292	8572	8603
负债合计	107717	130897	149649	189068
归属于母公司的所有者权益	56539	70298	92196	116969
少数股东权益	18058	21192	26096	32101
股东权益	74596	91490	118292	149070
负债及股东权益	182313	222386	267940	338138

现金流量表 (百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	14268	24053	34862	40787
投资	-13154	-1656	-1650	-1667
资本性支出	-13786	-31256	-33490	-35055
其他	-2234	665	1637	2158
投资活动现金流净额	-29174	-32247	-33502	-34564
债权融资	11040	5000	4000	4000
股权融资	6632	95	0	0
银行贷款增加(减少)	38074	16281	13000	33000
筹资成本	-5671	-1935	-2327	-2975
其他	-29147	-2297	77	714
筹资活动现金流净额	20928	17144	14750	34739
现金净流量	5701	8793	15922	40740

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

分析师介绍

李子卓，东亚前海证券研究所高端制造首席分析师。北京航空航天大学，材料科学与工程专业硕士。2021年加入东亚前海证券，曾任新财富第一团队成员，五年高端制造行研经验。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300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。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>