

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	16.52
总股本/流通股本(亿股)	265.78 / 205.56
总市值/流通市值(亿元)	4,391 / 3,396
52周内最高/最低价	19.47 / 11.44
资产负债率(%)	59.7%
市盈率	20.65
第一大股东	闽西兴杭国有资产投资经营有限公司

研究所

分析师: 李帅华
SAC 登记编号: S1340522060001
Email: lishuaihua@cnpsec.com
研究助理: 杨丰源
SAC 登记编号: S1340124050015
Email: yangfengyuan@cnpsec.com

紫金矿业(601899)

全球领先的铜金矿石服务提供商，估值有望提升

● 投资要点

紫金矿业和南方铜业，同样作为世界级矿企，但二者在估值上存在明显差异。我们从 PE (TTM) 的角度观察二者的估值差异，发现紫金矿业估值显著低于南方铜业，2024 年以来，紫金矿业的 PE (TTM) 为 20 左右，而南方铜业却超过了 30 倍。从市值/铜储量、市值/铜资源量的角度出发，似乎紫金矿业与南方铜业棋逢对手。但考虑到紫金矿业庞大的黄金资源量和储量，我们从价值量出发，以 1 吨黄金约等于 8000 吨铜的比例折算过后，发现紫金矿业的估值依然相较于南方铜业较低，不论是市值/铜储量，还是市值/铜资源量。我们认为南方铜业的股权结构相对集中、矿山生命周期领先全球、全球最低的铜单位成本以及较高的分红率和可控的资产负债水平，以上因素共同构建了其较高的估值水平。

紫金矿业是一家国际领先的铜金矿石服务提供商，扩张阶段客观上会带来相对较高的资本开支。紫金矿业立足于铜金，是国际领先的铜金矿石供应商，未来产能增速依然较快。2024 年规划生产 111 万吨铜，73.5 吨黄金，铜金产量国内国际领先。紫金矿业与南方铜业不同，紫金矿业目前依然处在成长扩张阶段，高资本开支客观上会带来较高的负债率以及相对较低的分红率和股息率，同时目前相对较低的矿山生产寿命以及相对高的成本影响了其估值水平。

但我们认为拐点将至，随着紫金矿业成本控制能力得到市场验证、分红率的稳步提升以及增储不断提升矿山寿命，估值有望不断提升：

1、在通胀、地缘政治不稳的大背景下，2024 年 Q1 紫金矿业铜生产成本下降了超过 7%，对比南方铜业抵扣副产品后成本上升了 3.88%，此消彼长下紫金矿业的成本劣势在快速缩减，叠加产能扩张带来的规模效应有望在未来持续显现，等紫金矿业此轮资本扩张结束，铜 C1 成本与资本支出有望降低并维持稳定。

2、随着扩张、改建项目的建成投产，铜金价格维持高位的情况下，紫金矿业利润有望持续提升，资产负债率预计下降、分红率有望提升，总体均有望看齐南方铜业。

3、紫金矿业的核心竞争力在于其卓越的探矿、处理矿的技术能力。公司自主地质勘查具有行业竞争比较优势，单位勘查成本远低于全球行业平均水平。以既有矿山找矿为重点，积极布局绿地、棕地矿产战略选区，实施风险勘查投资业务，目前已经自主勘查获得超过 50% 的黄金、铜资源，超过 90% 的锌（铅）资源。紫金矿业的增储能力行业领先已经得到历史验证，未来继续不断增储有望提升其矿山生产寿命，最终带来估值水平的提升。

铜价有望高位盘整，提供充分现金流。铜受困于资源禀赋以及资本开支的下降，产量增速本就处于下行的区间，同时伴随着资源民族主义的抬头，铜的产量在最近两年内常常不及市场预期，未来的供需结构有望持续好转。尽管历史上，铜价在美联储降息的过程中，随着通胀预期的下行难有较为可观的表现，但是我们认为铜相对健康的供需平衡表有望使得铜价维持在较高的位置，从而支撑铜矿股估值趋于稳定。

黄金大时代来临，上行趋势可能延续。2024年黄金虽然已经录得较大的涨幅，但是我们认为本轮的上涨还未结束，影响黄金价格的本质是美国政府的赤字率，随着美国经济的逐渐转弱，以及全球地缘政治局面的紧张，我们认为美国赤字率的上行趋势可能带动黄金的继续上涨。详细行业观点见我们之前发布的《贵金属八问八答：黄金牛市或还将继续》。

盈利预测和财务指标：我们预计2024-2026年，随着金铜价格持续强势，紫金矿业各个项目继续稳定投产，预计紫金矿业营业收入为3458.69/3582.82/3721.43亿元，YOY为17.88%/3.59%/3.87%，归母净利润为311.34/392.44/460.46亿元，YOY 47.42%/26.05%/17.33%，对应PE为14.10/11.19/9.54，维持“买入”评级。

● **风险提示：**

公司项目进度不及预期，公司生产成本超预期上行，铜金价格大幅下跌，地缘政治风险，汇率风险等

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	293403	345869	358282	372143
增长率(%)	8.54	17.88	3.59	3.87
EBITDA(百万元)	42250.91	59893.46	71442.35	82486.19
归属母公司净利润(百万元)	21119.42	31134.15	39244.17	46046.44
增长率(%)	5.38	47.42	26.05	17.33
EPS(元/股)	0.79	1.17	1.48	1.73
市盈率(P/E)	20.79	14.10	11.19	9.54
市净率(P/B)	4.08	3.17	2.52	2.03
EV/EBITDA	10.69	9.68	7.73	6.30

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

目录

1 同样作为世界级矿企，紫金矿业和南方铜业存在估值差异.....	6
1.1 南方铜业估值偏高原因分析.....	7
1.2 紫金矿业基本情况简析.....	10
2 紫金矿业，探矿处理矿能力全球领先.....	13
2.1 亮点一：历史印证，发家于卓越的探矿、处理矿的技术能力.....	13
2.2 亮点二：逆周期并购头部剥离资产，成长空间大.....	14
2.3 亮点三：财务表现维持稳定，成本控制能力得到验证.....	17
2.4 紫金矿业估值有望提升，对标南方铜业.....	18
3 铜金大时代来临，价格持续高位有望稳定估值.....	19
3.1 铜：资源壁垒造就中枢价格逐渐提升.....	19
3.2 金：上行趋势不改，黄金大时代来临.....	22
4 盈利预测与投资建议.....	26
5 风险提示.....	26

图表目录

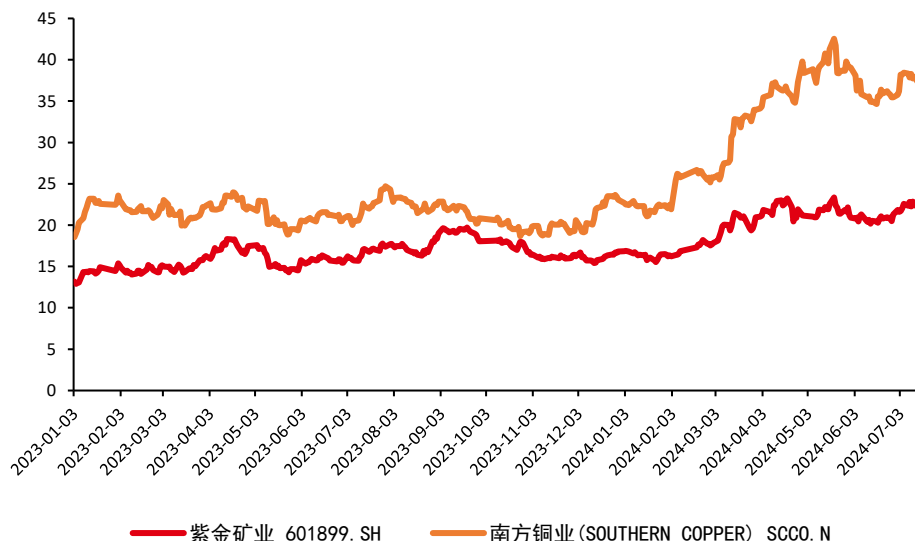
图表 1: 紫金矿业和南方铜业 PE (TTM) 比较, 紫金矿业偏低	6
图表 2: 三大矿企市值储量资源量比 (市值换为美元)	6
图表 3: 三大矿企市值储量资源量比 (折算黄金)	6
图表 4: 南方铜业的股权结构	7
图表 5: 每磅铜的运营现金成本 (截至 24 年 Q1)	8
图表 6: 抵扣副产品每磅铜现金成本 (截至 24 年 Q1)	8
图表 7: 南方铜业成本优势显著	8
图表 8: 南方铜业的铜储量遥遥领先 (单位: 百万吨)	9
图表 9: 南方铜业的矿山寿命领先 (单位: 年)	9
图表 10: 紫金矿业股权结构, 实控人为上杭县财政局	10
图表 11: 紫金矿业矿产规划	10
图表 12: 紫金矿业资源量与储量 (截至 23 年年底)	11
图表 13: 紫金矿业和南方铜业主力矿山情况对比 (资源量中包含储量)	11
图表 14: 紫金矿业的资产负债率偏高	12
图表 15: 紫金和南铜的企业股息率 (%) 对比	12
图表 16: 紫金和南铜的分红率对比	12
图表 17: 紫金矿业的核心竞争优势	13
图表 18: 紫金矿业主营矿种历年自主勘察新增资源量 (截至 23 年年底)	14
图表 19: 铜价低位时积极收购海内外优质资源	15
图表 20: 金价低位时积极收购海内外优质资源	15
图表 21: 紫金矿业未来各种矿产增长规划	16
图表 22: 紫金矿业的营收情况	17
图表 23: 紫金矿业的归母净利润情况	17
图表 24: 紫金矿业期间费用率 (%) 震荡降低	17
图表 25: 紫金矿业铜精矿成本在 2024 年得到有效控制 (单位: 元/吨)	18
图表 26: 铜矿从发现到投产平均经历 16 年以上	19
图表 27: 资源禀赋下滑, 新发现铜矿数量大幅下降	19
图表 28: 铜资本开支在 2015 年以后没有明显提升	20
图表 29: 铜企业勘探资本开始有所提高, 但短期内效果有限	20
图表 30: 国内铜需求结构, 建筑占比 15% 左右	21
图表 31: 新能源汽车中铜用量提升较大	21
图表 32: 铜供需情况	21
图表 33: 中国央行黄金储备占比相对依然较低 (数据更新时间为 2024 年 4 月)	22
图表 34: 央行停止购金后, 伦敦金价格存在不同程度的走高	22
图表 35: 央行停止购金后, 伦敦金价格存在不同程度的走高	23

图表 36: 60 年代末的高赤字率击溃了布雷顿森林体系.....	23
图表 37: 黄金与赤字率长期的同向关系.....	23
图表 38: 美国财政支出预算估计 (单位: 十亿美元).....	24
图表 39: 央行购金持续.....	24
图表 40: 美元指数在高位, 但是美元占全球外汇储备的比重降低至 25 年以来的最低水平.....	24
图表 41: 本轮上涨交易资金未入局, 降息后或加速涨势.....	25
图表 43: 非农服务业临时工就业同比连续为负, 或隐含经济在衰退.....	25

1 同样作为世界级矿企，紫金矿业和南方铜业存在估值差异

紫金矿业和南方铜业，同样作为世界级矿企，但二者在估值上存在明显差异。我们从 PE (TTM) 的角度观察二者的估值差异，发现紫金矿业估值显著低于南方铜业，2024 年以来，紫金矿业的 PE (TTM) 为 20 左右，而南方铜业却超过了 30 倍。

图表1：紫金矿业和南方铜业 PE (TTM) 比较，紫金矿业偏低

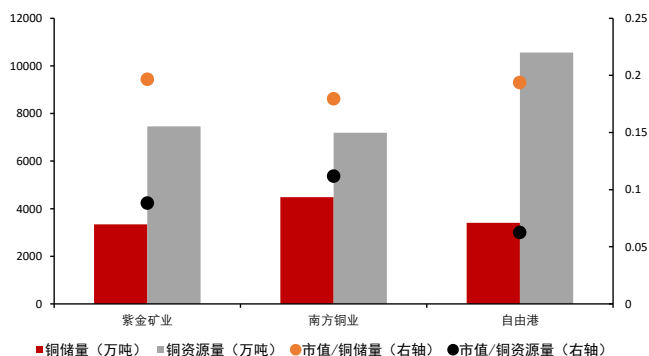


资料来源：Wind，中邮证券研究所

从市值/铜储量、市值/铜资源量的角度出发（见图表 2），似乎紫金矿业与南方铜业棋逢对手。但考虑到紫金矿业庞大的黄金资源量和储量，我们从价值量出发，以 1 吨黄金约等于 8000 吨铜的比例折算过后（见图表 3），发现紫金矿业的估值依然相较于南方铜业较低，不论是市值/铜储量，还是市值/铜资源量。

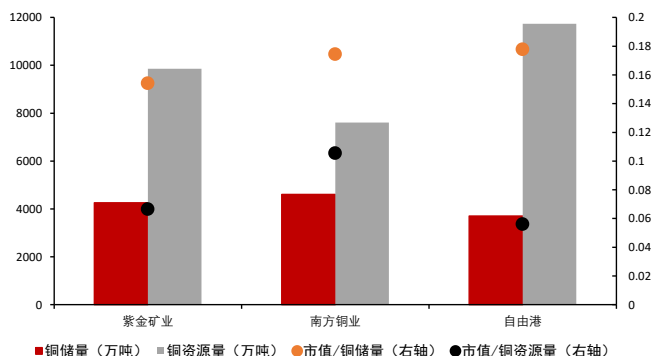
本章节我们将从股权结构、生产成本以及矿山寿命等角度对二者的估值差距问题进行探讨。

图表2：三大矿企市值储量资源量比（市值换为美元）



资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所

图表3：三大矿企市值储量资源量比（折算黄金）



资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所

1.1 南方铜业估值偏高原因分析

1、南方铜业股权集中，墨西哥集团控股 88.9%

南方铜业股权结构集中而稳定。南方铜业成立于 2005 年，由南秘鲁铜业与墨西哥矿业合并而成。公司的大股东是墨西哥集团 (Grupo Mexico)，持有公司 88.9% 的股权，其余股权为公众持股，股权比率集中以及公众持股较少可能是南方铜业估值偏高的原因之一。

墨西哥集团是全球领先的铜生产商。墨西哥集团是墨西哥最大的矿业公司。此外，公司还具有强大的铁路运输和基础设施、有利的政策和地理条件（墨西哥政府鼓励外国投资、提供税收优惠等激励措施），以及广泛的国际贸易网络，共同促进了南方铜业作为龙头矿企的竞争力之一。

图表4：南方铜业的股权结构



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

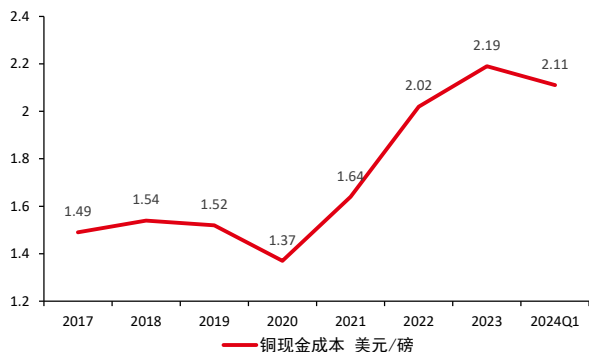
2、南方铜业是全球成本最低的大型铜企

南方铜业极具竞争力的成本运营带来持续的竞争优势。南方铜业副产品收益高，吨铜成本较低，位于全球铜成本曲线的最左侧，是成本最低的大型铜企。2023 年南方铜业成本有一定提升，不计副产品的铜成本为 2.19 美元/磅（以 7.2 的汇率估计为 34750 人民币/吨），同比 2022 年提升 8.4%，扣除副产品后的每磅铜的现金成本为 1.03 美元/磅（折合 16344 人民币/吨），同比提升了 32%，除了本来的生产成本提升外，副产品抵扣成本的下降也影响了最终的成本。24 年 Q1 扣除掉副产品的铜现金成本为 1.07 美元/磅（折合 16978 人民币/吨），仍然是全球成本最低的铜矿企业。相比之下，23 年紫金矿业铜精矿现金成本约为 19998 人民币/吨左右，虽然绝对数值依然较低，但相比南方铜业依然有一定差距。

南方铜业主要采用火法与湿法冶炼相结合的技术。对于品位偏低的矿石，公司采用湿法工艺进行处理。尽管湿法工艺的效率较低，且回收率不高，但其过程简单，所需投资较少，能耗和材料消耗也较低，因此生产成本相对较低，这一特点构成了公司成本竞争力的重要组成部分。同时南方铜业凭借其优质的钼等副产品的价值对铜成本进行相应的抵扣，使得铜的总体成本进一步降低。

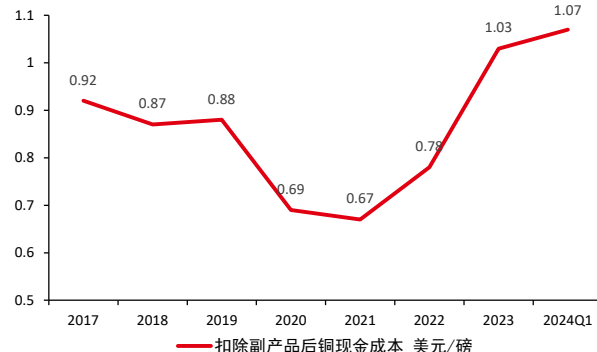
较低的生产成本给予了矿企应对商品价格波动的能力，相应给予更高的估值水平我们认为较为合理，因此控制成本能力对于矿企至关重要。

图表5：每磅铜的运营现金成本（截至 24 年 Q1）



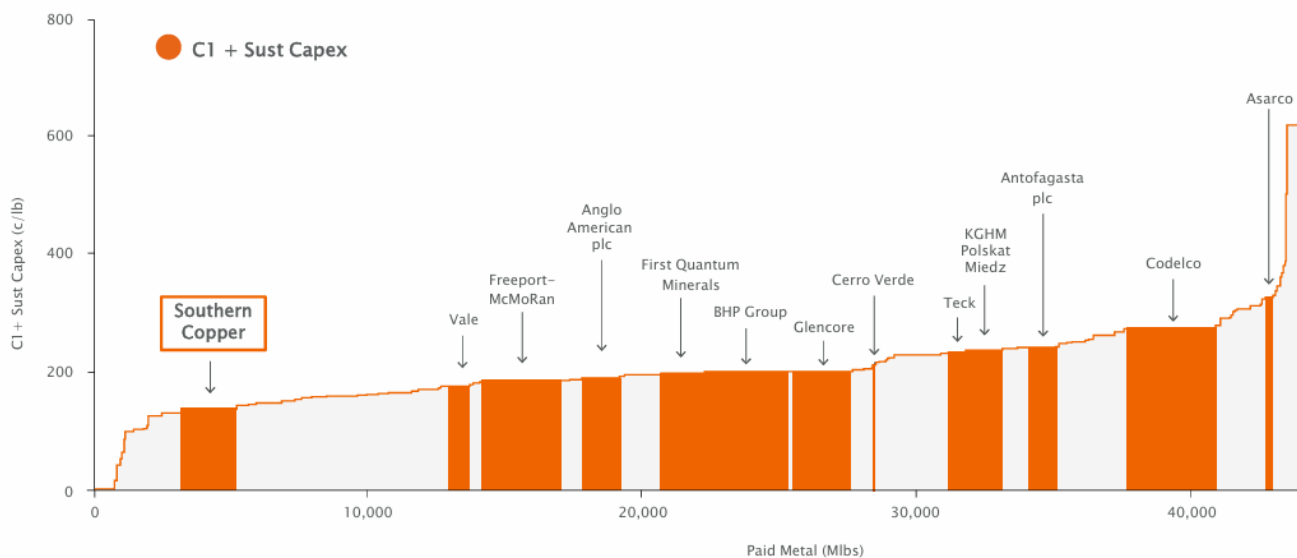
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表6：抵扣副产品每磅铜现金成本（截至 24 年 Q1）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

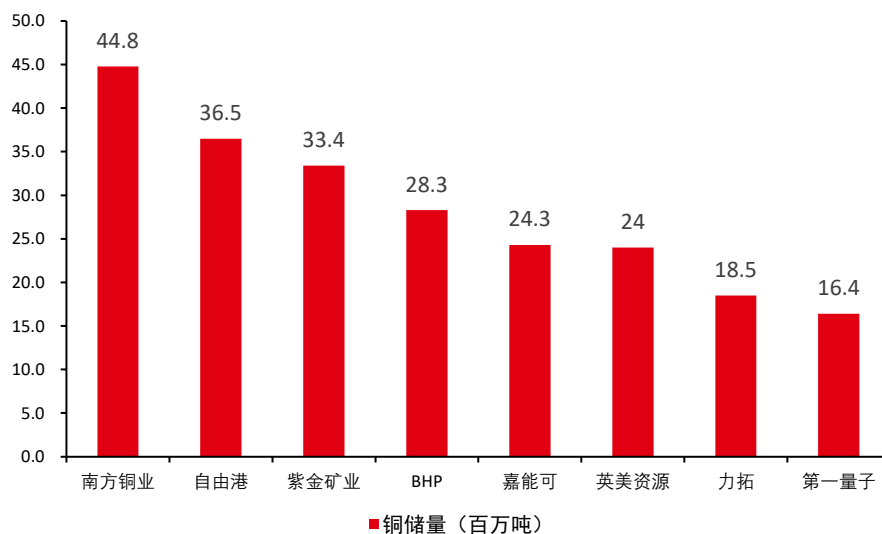
图表7：南方铜业成本优势显著



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

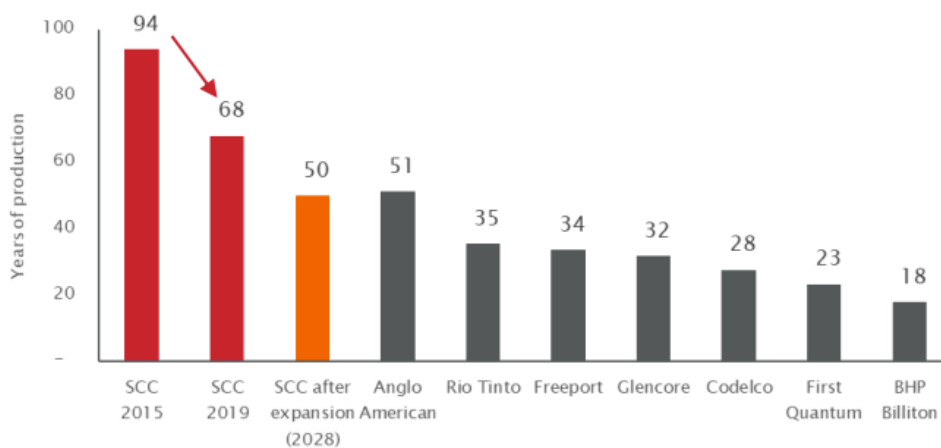
3、铜储量和剩余开采年限高

南方铜业是具有全球最大储量的铜矿企业，显著高于其他主流铜矿公司。虽然每家铜矿公司遵循的储量认定标准、口径有一定差异，但南方铜业仍然是全球铜储量最大的公司，主要得益于公司 5 座在产主力矿山丰富的资源储备。**储量的绝对值来看**，南方铜业的铜储量依然领先，达到 4480 万吨，领先于其他世界著名矿业公司如自由港（3650 万吨）、必和必拓（2830 万吨）等。根据 2023 年年报，紫金矿业铜储量为 3340 万吨，低于南方铜业和自由港。南方铜业铜资源量达到 7190 万吨，同样处在世界铜矿企业的前列。

图表8：南方铜业的铜储量遥遥领先（单位：百万吨）


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

南方铜业的矿山寿命在所有铜生产商中遥遥领先，拥有 4 个大型露天矿。由于资源储备丰富，虽然公司矿山均已服役超过 40 年，但可采年限还有 70 年左右，即使考虑到 2028 年后公司扩产，可采年限仍有 50 年，领先于同类的其他知名矿企。

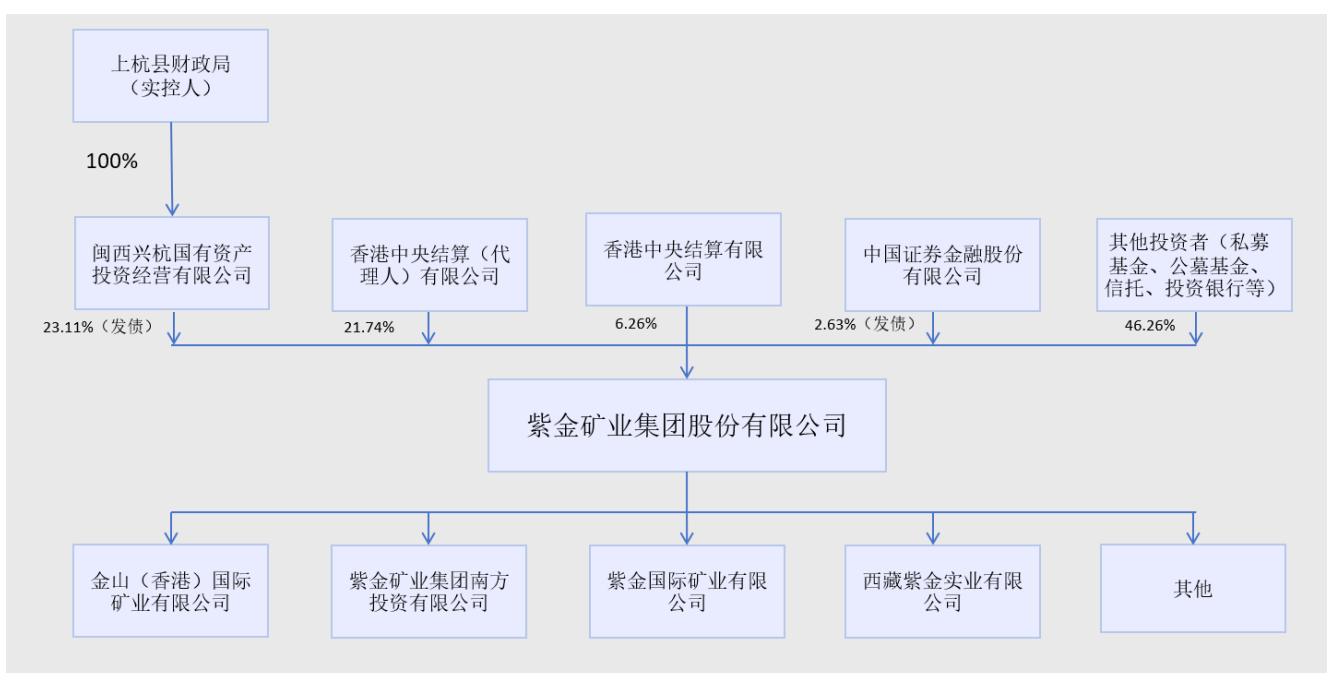
图表9：南方铜业的矿山寿命领先（单位：年）


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1.2 紫金矿业基本情况简析

紫金矿业是一家国际领先的铜金矿石供应商。公司在全球范围内从事金、铜、锌、锂等矿产资源的勘探与开发，并适度延伸至冶炼加工和贸易业务，拥有较完整的产业链。公司于2000年9月6日成立，总部位于福建省上杭县，是一家上市且国有控股的股份有限公司。公司实控人为上杭县财政局，整体股权结构稳定。截至2024年3月31日，闽西兴杭国有资产投资经营有限公司为公司控股股东并持有公司23.11%的股权，实际控制人为福建省上杭县财政局。股权相对分散，相较南方铜业差别较大。

图表10：紫金矿业股权结构，实控人为上杭县财政局



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

紫金矿业立足于铜金，是国际领先的铜金矿石供应商，未来产能增速依然较快。2024年规划生产111万吨铜，73.5吨黄金，铜金产量国内国际领先。

图表11：紫金矿业矿产规划

主营矿产品	单位	2023	2024E	2025E	2028E
矿产铜	万吨	101	111	122	150-160
矿产金	吨	68	73.5	85	100-110
矿产锌/铅	万吨	47	47	50	55-60
矿产银	吨	412	420	500	600-700
锂（LCE）	万吨	0.3	2.5	10	25-30
矿产钼	万吨	0.8	0.9	1	2.5-3.5

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

截至 2023 年底，紫金矿业铜储量为 3340 万吨，黄金储量为 1148 吨，锌（铅）储量为 470 万吨，白银储量为 1864 吨，钼储量为 160 万吨，多种矿石储量国内领先，是中国矿业的领头羊公司。

图表12：紫金矿业资源量与储量（截至 23 年年底）

	铜/万吨	金/吨	锌(铅)/万吨	碳酸锂/万吨	银/吨	钼/万吨
储量	3340	1148	470	443	1864	160
资源量	7456	2998	1068	1347	14739	306
权益储量/中国储量	0.82	0.37	0.07	0.28	0.03	0.27

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

在矿山剩余开采年限、分红以及负债率角度，南方铜业领先，可能是其估值相对高的原因。

1、矿山剩余开采年限低于南铜

从主力矿山情况来看，南方铜业仍具备优势。从主力矿山剩余开采年限来看，南方铜业由于资源储量较大，公司在产 4 座主力矿山都是老矿山，除 Buenavista 外，其余主力矿山在不进行增储的情况下都至少还有 35 年的开采年限，Cuajone 和 Toquepala 矿山的可开采剩余年份更是达到了 47 年和 49 年。与国内迅速成长的铜矿企业不同，南方铜业旗下的矿山投运时间大都在 20 世纪 60-70 年代，主力矿山 Buenavista 矿山甚至从十九世纪末就开始运营。得益于优异的资源禀赋和良好的维护保养，这些矿山至今仍在稳定运营。

而紫金矿业最为核心的卡莫阿铜矿、巨龙铜矿和 TIMOK 下带矿的剩余可开采年限为 41、43、36 年，虽然也较为优异，但是其余矿山剩余开采年限相对较低，这也导致了市场对于其估值偏低。

图表13：紫金矿业和南方铜业主力矿山情况对比（资源量中包含储量）

	矿山	资源量/万吨	储量/万吨	品位(%)	剩余开采年限
紫金矿业	卡莫阿铜矿	4266	1816	3.91	41
	巨龙铜矿	1927	1568	0.26	43
	TIMOK铜金矿上带矿	1114	670	2.63	14
	TIMOK铜金矿下带矿	1855	747	0.69	36
	博尔铜矿	1114	670	0.46	16
南方铜业	Cuajone	1024	634	0.48	47
	Toquepala	3113	1379	0.47	49
	Buenavista	4425	1072	0.41	25
	La Caridad	1562	445	0.21	40
	El Arco	1885	609	0.41	35

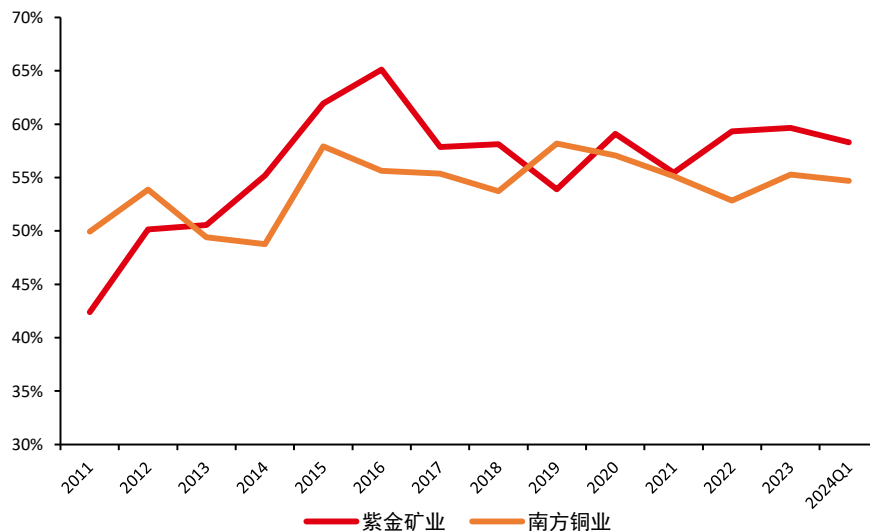
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2、周期成长的必然——目前紫金矿业负债率偏高，分红偏低

相较南方铜业，紫金矿业的资产负债率偏高。2016 年以来紫金矿业并购、投资较为频繁，长期借款增多的同时资产规模大幅扩张，16 年一度来到 65.1%。近 3 年，随着铜价在疫情后大涨并维持在历史高位，公司盈利大增，资产负债率总体呈现下降趋势。而南方铜业的资产负债

率处于中等水平，截至 24 年 Q1 为 54.7%；而紫金矿业收并购项目较多，资产负债率虽较高位有所降低，2024 年 Q1 为 58.30%左右。

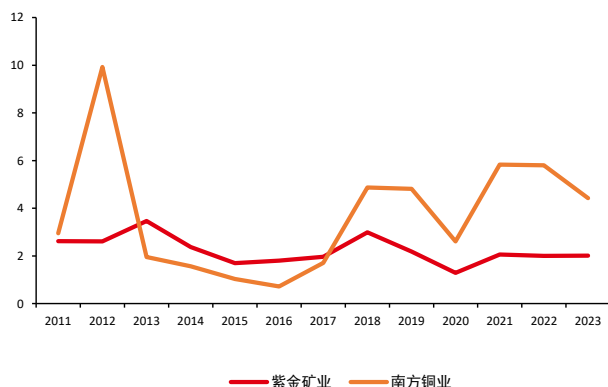
图表14：紫金矿业的资产负债率偏高



资料来源：WIND，中邮证券研究所

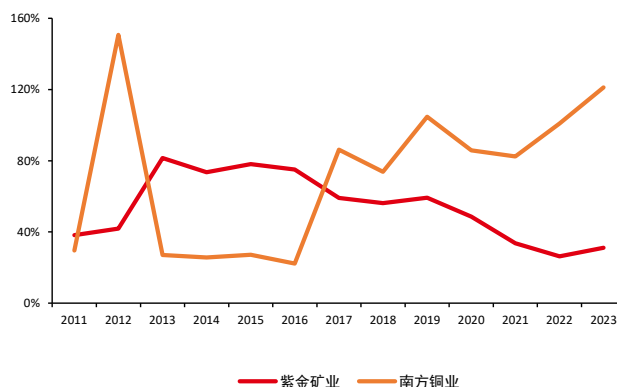
从分红率来看，南方铜业的分红率稳中有升，2017 年分红率维持在 70%以上，2022 年和 2023 年股息率分别为 5.8%和 4.42%，而紫金矿业股息率在 2%左右波动，这主要因为南方铜业创立时间较早，其高速并购发展期集中在 2010 年以前，2012 年以来以稳步扩建为主，对流动性资金的需求相对较小，而紫金矿业 2016 年以后进入扩张周期，先后收购了多宝山铜矿、博尔铜矿、Timok 铜矿、巨龙铜矿、海域金矿、武里蒂卡金矿、圭亚那奥罗拉金矿以及罗斯贝尔金矿等，同时铜金矿新建、扩建项目较多占用了较多的现金流。因此客观上紫金矿业的分红率和股息率相较于南方铜业较低。

图表15：紫金和南铜的企业股息率(%)对比



资料来源：WIND，中邮证券研究所

图表16：紫金和南铜的分红率对比



资料来源：WIND，中邮证券研究所

2 紫金矿业，探矿处理矿能力全球领先

2.1 亮点一：历史印证，发家于卓越的探矿、处理矿的技术能力

紫金矿业崛起于强大的找矿和处理低品位矿产资源的能力。紫金矿业起源于福建省龙岩市上杭县的紫金山，由福州大学地质专业毕业生陈景河领导地质队进行勘查，提出并验证了“上金下铜”的成矿预测。1993年，上杭县矿产公司转型为紫金矿业总公司，专注于开发紫金山金矿。紫金矿业决定冒险采用“堆浸”工艺，即用氰化钠溶液喷淋破碎后的金矿石，再收集含金溶液提炼黄金，开创了南方多雨坡地大规模堆浸成功工业生产的先例。堆浸工艺不仅操作简单、投资小，而且大幅降低了生产成本，使原先不具备开采价值的低品位矿具有了开采价值，紫金矿业就此崛起。从1994年紫金山金铜矿开始大规模开发起，紫金矿业依靠紫金山起家，通过持续不断地技术优化、降低入选品位、扩大生产规模，实现了紫金山的长期持续增长。

复刻“紫金山模式”，低成本并购处理难开采矿山。随后，紫金矿业开始走向全国，实现了紫金山发展历程的多次复制。紫金矿业相继收购了贵州水银洞金矿、吉林珲春曙光金铜矿，开发这两个矿山与紫金山的发展异曲同工。在贵州水银洞金矿，紫金矿业通过应用自己研发的加压预氧化技术实现了难选冶矿石的经济化回收。在吉林珲春的小西南岔曙光金铜矿，紫金矿业在国企改制中将这家老国企整合，实现了低品位资源、低综合成本管理的成功之路，成为国内入选金品位最低的矿山企业。

紫金矿业在地质勘探、湿法冶金、低品位资源综合利用、大规模工程化开发方面拥有核心技术，居行业领先地位，主要如下：

- (1) 紫金矿业从低品位难选冶矿山开发起步，培育形成自主技术和管理创新能力；
- (2) 在地质勘查评价、开采技术、低品位难选冶资源综合利用及环保等方面，具有行业领先技术优势和丰富实践经验；
- (3) 独创“矿石流五环归一”矿业工程管理模式，拥有地勘、采矿、选矿、冶金、环保全流程自主技术与工程研发能力；
- (4) 公司技术输出能力强，能针对项目公司的实际开展系统的技术攻关和方案输出，解决权属企业的技术问题，如原长期亏损的塞尔维亚博尔铜矿、苏里南罗斯贝尔金矿等大型项目，公司主导运营后不到1年均扭亏为盈。

图表17：紫金矿业的核心竞争优势

地质勘探	就矿找矿	紫金矿业拥有丰富的自主勘探经验，能够有效利用现有矿山资源进行增储扩产，提高资源利用效率
	储量承包	通过内部“储量承包”机制，激发地勘人员积极性，提高勘探效率和质量
	成果分享	通过成果分享机制，将地勘收益与地勘人员挂钩，进一步激励地勘人员
湿法冶金	堆浸工艺	紫金矿业成功应用于南方多雨坡地，实现大规模堆浸，降低生产成本，提高资源利用率
	加压浸出	应用加压浸出技术处理硫化矿，实现低品位矿的经济回收，提高资源利用效率
	生物氧化浸出	应用生物氧化浸出技术处理硫化矿，实现低成本、高效环保的选冶

低品位资源 综合回收利用	难选冶金矿	通过技术创新，如加压预氧化技术，实现难选冶矿石的经济回收，提高资源利用效率
	共伴生矿	通过综合回收利用技术，如硫精矿制酸、废石充填等，提高资源利用率，降低环境影响
大规模工程化 开发	露天开采	应用硐室爆破、大型机械设备等技术，实现大规模露天开采，提高生产效率，降低成本
	智能化采选	推进智能化采选，提高生产效率，降低生产成本，提升安全管理水平

资料来源：《紫金山金矿资源裂变与创新开发工程实践》陈景河，中邮证券研究所

公司自主地质勘查具有行业竞争比较优势，单位勘查成本远低于全球行业平均水平。以既有矿山就矿找矿为重点，积极布局绿地、棕地矿产战略选区，实施风险勘查投资业务，自主勘查获得超过 50% 的黄金、铜资源，超过 90% 的锌（铅）资源。

图表18：紫金矿业主营矿种历年自主勘察新增资源量（截至 23 年年底）

矿种	自主勘查探获资源量	公司总资源量	占比%
铜/万吨	3740	7456	50
金/吨	1540	2998	51
锌（铅）/万吨	969	1068	91

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

此外，根据紫金矿业的最近公司公告，其巨龙铜矿及铜山铜矿找矿增储取得了重大突破：获得自然资源主管部门出具的矿产资源储量评审意见，合计新增备案铜金属资源量 1837.7 万吨、铜金属储量 577.7 万吨，其中新增储量约占中国 2022 年末铜储量的 14.2%。具体来看：其资源量新增合计 1837.7 万吨，其中巨龙 1472.6 万吨，多宝山 365.1 万吨；而储量新增合计 577.7 万吨，全部为巨龙所增。

紫金最新找矿增储的突破充分体现了其强大自主研究和找矿勘查能力。此次新增，能够增加公司矿山可采年限与开采规模，有助于公司未来充分提升其估值。

紫金矿业的核心竞争力在于其卓越的探矿、处理矿的技术能力。不断增储有望提升其矿山生产寿命，最终带来估值水平的提升。

2.2 亮点二：逆周期并购头部剥离资产，成长空间大

紫金矿业在大宗商品低谷期时加快企业并购步伐，具备一定成长能力。在全球经济增长放缓、矿产需求下降、资源勘探和开采费用增加的背景下，许多矿业企业承受资金链即将断裂的压力，亟待出售，而紫金矿业在金、铜资源周期底部（价格下滑或低位阶段）果断出手并购，在行业重大调整和洗牌的过程中用低成本取得高效率，实现跨越式发展。

由下图表可以看出，紫金在铜价低位或下跌时期收购科卢韦齐铜矿、卡莫阿铜矿、Timok 铜金矿上下矿带以及金价下跌时收购新疆乌恰县萨瓦亚尔顿金矿、山东海域金矿 30% 权益、苏里南 Rosebel 金矿、招金矿业等，公司对金属价格把握准确，不但以价格持续强势的金铜为基进行扩张，而且精准把握周期底部，果断进行大规模并购，快速控股行业优质资产。

图表19：铜价低位时积极收购海内外优质资源


资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所

图表20：金价低位时积极收购海内外优质资源


资料来源：公司公告，Wind，中邮证券研究所

紫金矿业不断加快扩张节奏。23年紫金矿业矿山产铜超过100万吨、产金约68吨，从2020年以来矿产品年均复合增速铜约30%、金超15%，为全球15家顶级矿业中唯一连

续三年铜矿实际产量达成产量指引的公司。面向未来，顶级资源及产能配置将助力公司产量快速爬坡，高位再进阶。

图表21：紫金矿业未来各种矿产增长规划

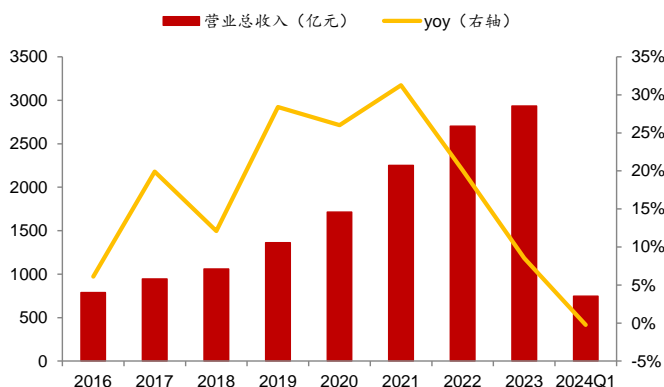
铜/Cu
塞尔维亚丘卡卢-佩吉铜（金）矿下部矿带及博尔铜矿技改扩建项目，23年联合晋升为欧洲第二大矿山产铜企业；25年总体有望形成矿产铜30万吨/年产能
刚果（金）卡莫阿铜矿三期采选工程预计24年第二季度建成投产，届时年产能将提升至60万吨铜以上；年产50万吨阳极铜冶炼厂计划24年第四季度建成投产；项目将继续研究推进新扩产方案
西藏巨龙二期改扩建工程已获有关部门核准，建成达产后总体年采选矿石量将超过1亿吨，年矿产铜将达30-35万吨，预期成为国内采选规模最大、全球本世纪投产的采选规模最大的单体铜矿山
西藏朱诺铜矿规划建成年矿产铜9.9万吨矿山
多宝山铜山铜矿II号矿体采矿工程建成达产后整体年产能有望提升至12万吨
金/Au
苏里南罗斯贝尔金矿改扩建工程建成达产后有望形成年矿产金10吨产能
巴新波格拉金矿复产达产后年平均矿产金将达到21吨，归属公司权益年黄金产量约5吨
陇南紫金金山金矿2,000吨/日采选工程进入试生产阶段
萨瓦亚尔顿金矿设计先露采后地采，露采建成达产后年均产金约3.3吨、地采建成达产后年均产金约2.4吨
海域金矿建成达产后预期产金约15-20吨/年，有望晋升为中国最大黄金矿山，公司持有海域金矿实际权益约44%（含招金矿业20%权益）
钼/Mo
安徽金寨钼矿前期筹备加速推进，有建成全球最大钼矿山潜力
锂/Li
西藏拉果错盐湖全面建成达产后预期形成4-5万吨/年氢氧化锂产能
湖南湘源硬岩锂多金属矿500万吨采选项目建成达产后预期形成约3万吨/年当量碳酸锂产能
阿根廷3Q锂盐湖全面建成达产后预期形成4-6万吨/年碳酸锂产能
受邀主导世界级锂矿刚果（金）马诺诺锂矿东北部勘探开发
银/Ag
矿产银产量中国领先，随着巨龙铜矿、多宝山铜山铜矿等加速扩能投产，伴生矿产银产量将全面提升

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2.3 亮点三：财务表现维持稳定，成本控制能力得到验证

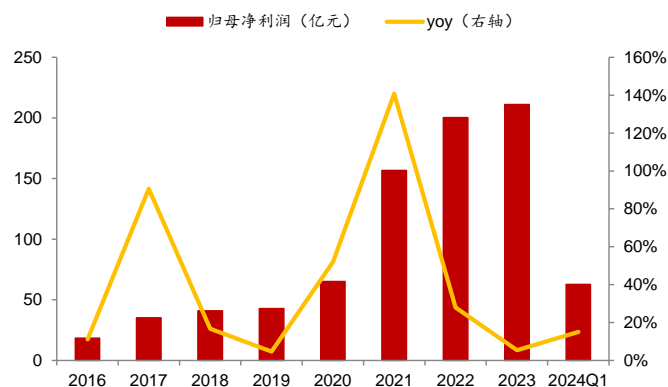
紫金矿业的财务表现亮眼，营业总收入与归母净利润逐年提高。2023 年实现营业收入 2934.03 亿元，同比增长 8.54%；实现归母净利润 211.19 亿元，同比增长 5.38%，24 年 Q1 营业收入基本维持不变，同比减少 0.22%，但受益于优良的成本控制能力以及金价上行，归母净利润同比增长 15.05%，增长趋势向好。

图表22：紫金矿业的营收情况



资料来源：Wind，中邮证券研究所

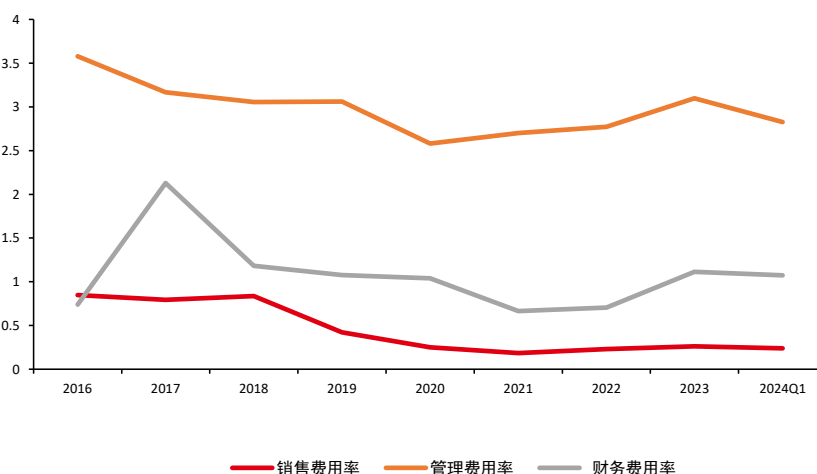
图表23：紫金矿业的归母净利润情况



资料来源：Wind，中邮证券研究所

从期间费用来看，24 年 Q1 紫金矿业销售费用、管理费用、财务费用分别为 1.79 亿元、17.87 亿元、8.03 亿元、3.26 亿元，其期间费用率稳中有降，分别为 0.24%/2.83%/1.07%。

图表24：紫金矿业期间费用率 (%) 震荡降低



资料来源：Wind，中邮证券研究所

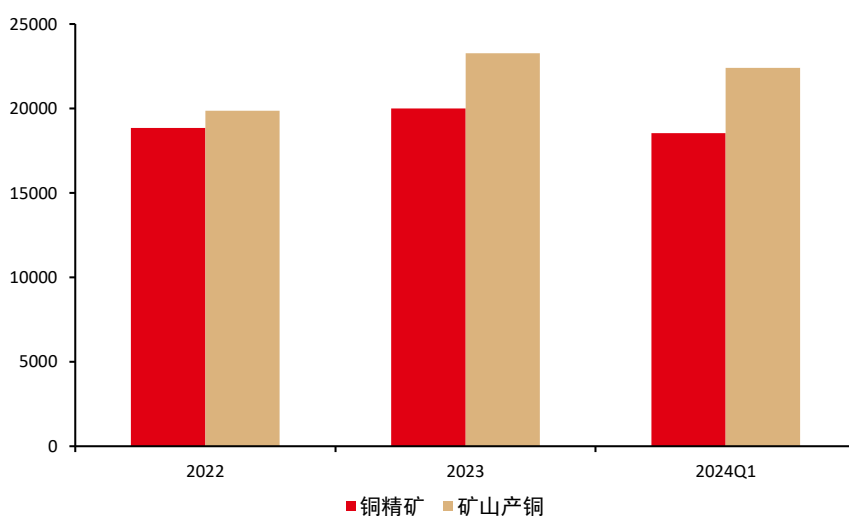
紫金矿业铜业务位于全球铜企成本曲线左侧。2023 年铜企平均成本同比上涨超 15%，而紫金矿业的铜 C1 成本受人民币汇率贬值因素、入选品位下降、燃料、电力成本及生产辅料等价格上涨、采剥运输距离增加，以及低品位矿山产量提升拉高平均成本等影响有所波动，但较

为稳定，始终位于全球前 20% 分位，其中铜精矿 22 年单位销售成本为 18852 元/吨，23 年为 19998 元/吨，同比仅提升 6.08%，低于全球平均水平。

成本控制优良，通胀背景下 24 年 Q1 成本环比下降实属不易。2024 年初，紫金矿业董事长陈景河在 2023 年度业绩说明会上表示：从 2023 年起，公司高度重视海外的运营管理；2024 年开始，公司的海外成本上升趋势将会得到有效地遏制。

最终在 2024 年 Q1，紫金矿业铜精矿成本为 18546 元/吨，环比 2023 年均值下降 7.26%，成本快速下降提升公司盈利能力。

图表25：紫金矿业铜精矿成本在 2024 年得到有效控制（单位：元/吨）



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2.4 紫金矿业估值有望提升，对标南方铜业

我们认为紫金矿业目前估值低于南方铜业的原因主要有三点：一是南方铜业更低的成本带来了更优质的盈利能力，减小了盈利的波动率。二是南方铜业拥有更高的分红率和更低的资产负债率。三是南方铜业目前的储量水平带来了更长的矿山生产寿命。

但我们认为随着紫金矿业成本控制能力得到市场验证、分红率的不断提升以及增储不断提升矿山寿命，估值有望不断提升：

1、在通胀、地缘政治不稳的大背景下，2024 年 Q1 紫金矿业铜生产成本下降了超过 7%，对比南方铜业抵扣副产品后成本上升了 3.88%，此消彼长下紫金矿业的成本劣势在快速缩减，叠加产能扩张带来的规模效应有望在未来持续显现，等紫金矿业本轮资本扩张结束，铜 C1 成本与资本支出有望降低并维持稳定。

2、随着扩张、改建项目的建成投产，铜金价格维持高位的情况下，紫金矿业利润有望持续提升，资产负债率预计下降、分红率有望提升，总体均有望看齐南方铜业。

3、紫金矿业的核心竞争力在于其卓越的探矿、处理矿的技术能力。不断增储有望提升其矿山生产寿命，最终带来估值水平的提升。

3 铜金大时代来临，价格持续高位有望稳定估值

紫金矿业眼光独到，专注铜金，未来有望量价齐飞。紫金矿业拥有世界级铜、金、锂、钼等多元资产组合，赋能公司形成较强应对宏观经济风险能力，助力企业财务表现持续稳健增长。主力矿种铜、金资源量及产能位居中国领先、全球前十。在铜金价格稳定上行的大时代下，紫金矿业有望脱颖而出。

3.1 铜：资源壁垒造就中枢价格逐渐提升

铜受困于资源禀赋以及资本开支的下降，产量增速本就处于下行的区间，同时伴随着资源民族主义的抬头，铜的产量在最近两年内常常不及市场预期，未来的供需结构有望持续好转。尽管历史上，铜价在美联储降息的过程中，随着通胀预期的下行难有较为可观的表现，但是我们认为铜相对健康的供需平衡表有望使得铜价维持在较高的位置，从而支撑铜矿股估值趋于稳定。

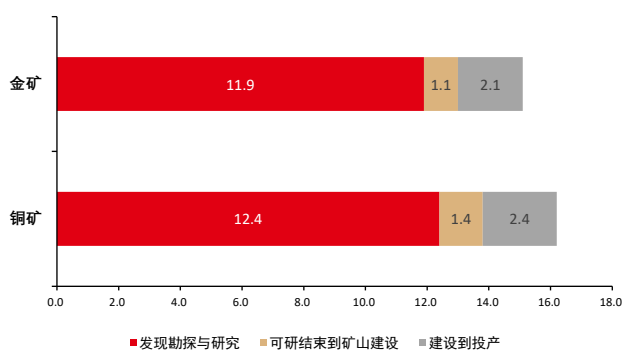
1、长期的资本开支不足、资源禀赋下滑以及资源民族主义使得铜供给边际放缓

矿山开采周期较长，根据 S&P Global Market Intelligence，铜矿从发现到投产需要 16 年以上的周期，其中勘探平均需要 12.4 年、可研到建设需要 1.4 年，建设到投产需要 2.4 年，总体周期相较于金矿更长。短期内即使铜价提升，供应端依然存在一定刚性，铜矿短期内难以有较为可观的释放量。

铜企业的资本开支来看，2021 年的铜牛阶段并未出现明显的提升，对应 2.4 年的建设投产时间，目前的产量增速可能已经位于高位。从铜企业的勘探资本来看，尽管 2020 年开始见底，2023 年提升至 3.12 亿美金，但是由于勘探到投产的长达 16 年的周期，资源禀赋下降使得未来的铜矿勘探难度增大，从 2017 年开始，全球没有新发现大规模的铜矿资源，体现出资源禀赋的制约已经开始逐渐显现。虽然短期内的影响较为有限，但是长期来看，铜的供给增速下滑的逻辑确定性在不断增强。

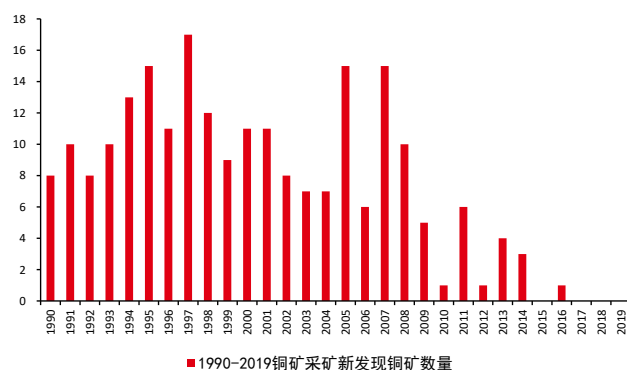
世界大变局，资源民族主义抬头。2023 年 11 月第一量子旗下的巴拿马 Cobre Panama 铜矿因为违宪而停产（该矿年产量达 35 万吨，占全球铜产量的 1.5% 左右）。截至目前仍未复产。

图表26：铜矿从发现到投产平均经历 16 年以上



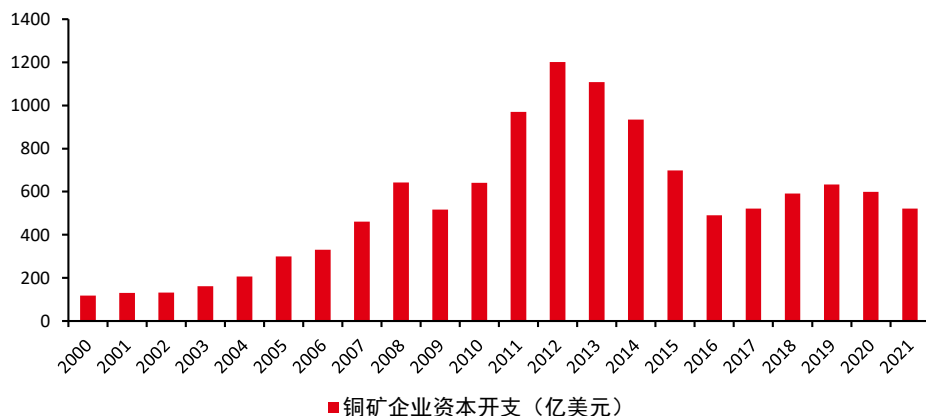
资料来源：S&P Global，中邮证券研究所

图表27：资源禀赋下滑，新发现铜矿数量大幅下降



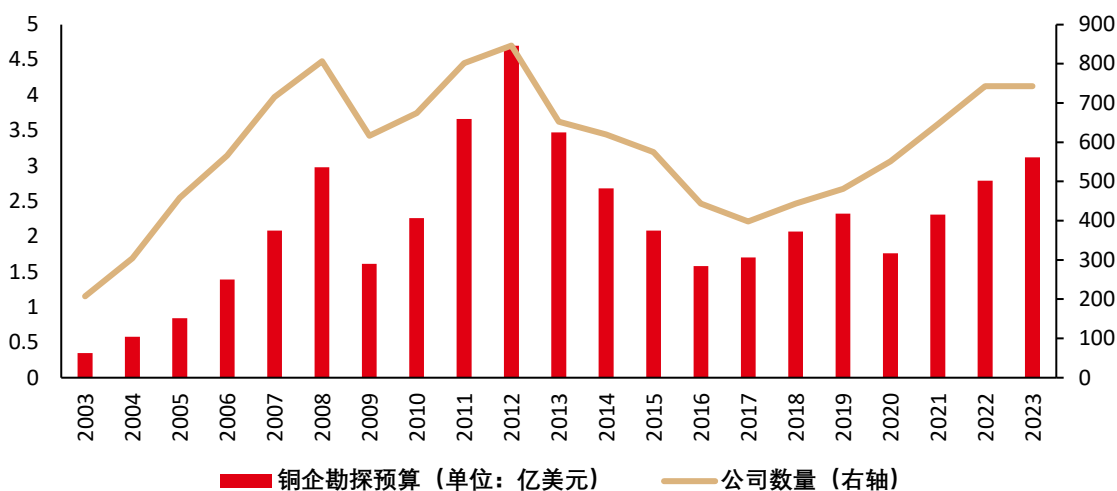
资料来源：S&P Global，中邮证券研究所

图表28：铜资本开支在 2015 年以后没有明显提升



资料来源：彭博，中邮证券研究所

图表29：铜企业勘探资本开始有所提高，但短期内效果有限



资料来源：S&P Global，中邮证券研究所

2、供需情况转好，2024 年后铜供给增速下行

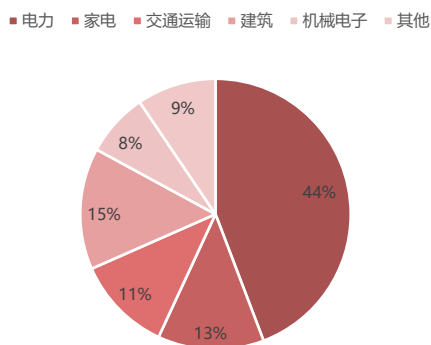
铜的需求结构中，中国占比超过 60%，同时房地产占比相对较小，中国需求中的建筑占比仅有 15%，相关性相对较小，而与电力以及制造业的相关性更大，因此无需担忧地产下行压力给铜价带来过大的影响。

铜供给受到第一量子旗下矿山违宪影响，截至目前仍未复产。2023 年 11 月第一量子旗下的巴拿马 Cobre Panama 铜矿因为违宪而停产（该矿年产量达 35 万吨，占全球铜产量的 1.5% 左右）。

需求方面，随着新能源大趋势下铜用量大增，预计 2024 年-2026 年铜都会保持相对的紧平衡状态。铜价高位得到了充分的基本面支撑。

铜的需求结构中，中国占比超过 60%，同时房地产占比相对较小，中国需求中的建筑占比仅有 15%，相关性相对较小，而与电力以及制造业的相关性更大，因此无需担忧地产下行压力给铜价带来过大的影响。

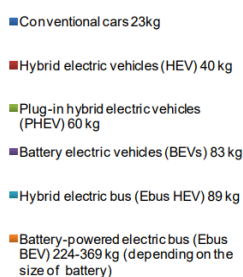
图表30：国内铜需求结构，建筑占比 15%左右



资料来源：SMM，中邮证券研究所

图表31：新能源汽车中铜用量提升较大

Copper Use in EVs



Source: ICA

资料来源：ICSG，中邮证券研究所

图表32：铜供需情况

	单位	2020年	2021年	2022年	2023年E	2024年E	2025年E	2026年E	2027年E
中国需求	万吨	1476	1568	1591	1668	1696	1738	1772	1808
中国YoY	%		6.27%	1.43%	4.89%	1.63%	2.50%	1.96%	2.04%
中国占比	%	59.15%	62.20%	61.58%	62.70%	62.62%	62.66%	62.58%	62.52%
海外需求	万吨	1019.1	952.9	992.6	992.6	1012.4	1035.7	1059.5	1083.9
海外YOY	%		-6.50%	4.17%	0.00%	2.00%	2.30%	2.30%	2.30%
全球需求	万吨	2495	2521	2583	2661	2708	2774	2832	2892
全球YOY	%		1.05%	2.46%	3.01%	1.77%	2.42%	2.09%	2.14%
全球原生铜供给	万吨	2081	2079	2115	2192	2236	2280	2324	2368
全球原生铜YOY	%		-0.12%	1.72%	3.68%	2.01%	1.97%	1.93%	1.89%
全球再生铜供给	万吨	384	415	415	449	470	480	490	500
全球再生铜YOY	%		7.96%	0.10%	8.09%	4.70%	2.13%	2.08%	2.04%
总供给	万吨	2466	2494	2530	2641	2706	2760	2814	2868
总供给YoY	%		1.14%	1.45%	4.40%	2.46%	2.00%	1.96%	1.92%
供需平衡	万吨	-29	-28	-53	-20	-2	-13	-17	-24

资料来源：SMM，ICSG，Wind，中邮证券研究所

3.2 金：上行趋势不改，黄金大时代来临

黄金大时代来临，上行趋势可能延续。2024 年黄金虽然已经录得较大的涨幅，但是我们认为本轮的上涨还未结束，影响黄金价格的本质是美国政府的赤字率，随着美国经济的逐渐转弱，以及全球地缘政治局面的紧张，我们认为美国赤字率的上行趋势可能带动黄金的继续上涨。详细行业观点见我们之前发布的《贵金属八问八答：黄金牛市或还将继续》。

1、央行购金预计长期持续，中国央行暂停购金为暂时扰动

2024 年 5 月和 6 月，中国央行停止购金引发了黄金市场的波动，我们认为该因素为短期扰动。

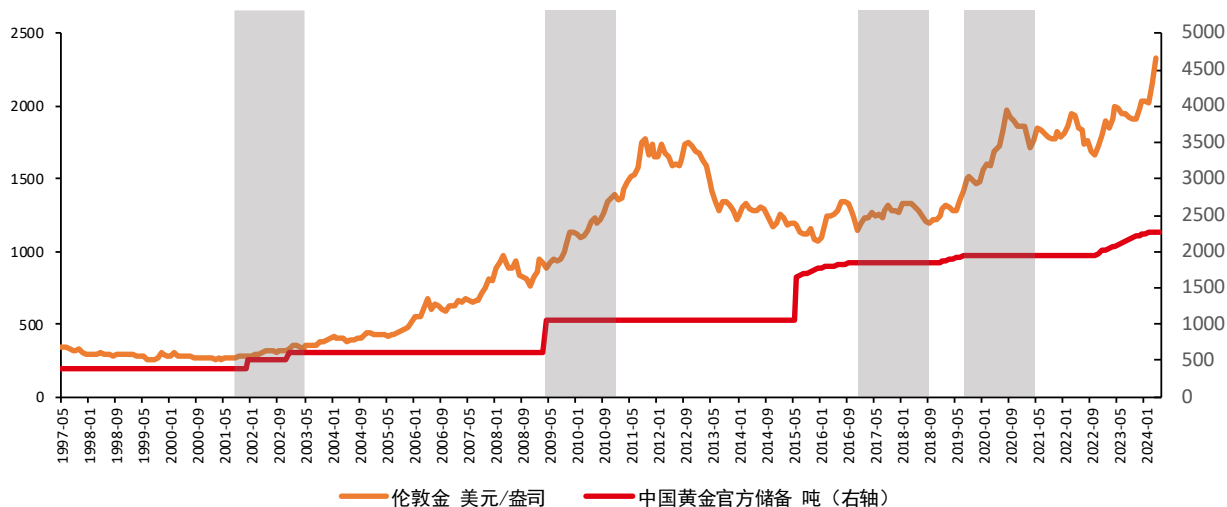
从长期来看，中国目前的外汇储备中，黄金占比为 5%左右，相比美国、德国以及其他欧洲国家依然有较大的差距，未来继续购入黄金的空间依然较大。

图表33：中国央行黄金储备占比相对依然较低（数据更新时间为 2024 年 4 月）

国家	黄金储备（吨）	外汇储备占比
美国	8,133.5	72.3%
德国	3,351.9	71.6%
IMF	2,814.0	-
意大利	2,451.8	68.6%
法国	2,437.0	69.8%
俄罗斯	2,335.9	29.1%
中国大陆	2,264.3	4.9%
瑞士	1,040.0	8.7%
日本	846.0	4.9%
印度	827.7	9.5%

资料来源：世界黄金协会，中邮证券研究所

图表34：央行停止购金后，伦敦金价格存在不同程度的走高



资料来源：Wind，中邮证券研究所

历史上来看，中国央行停止购金后往往伴随黄金价格的趋势性上涨，而并非市场担忧的行情转向。从历史上来看，中国央行对于黄金的择时胜率非常高，在2002年、2009年、2019年以及2022年，在中国央行停止增持黄金之后，金价都有不同程度的趋势性上涨行情，因此可以在一定程度上把中国央行的增持黄金看作是“抄底”。

央行暂停购金的原因在于价格敏感性。央行在购入黄金时在一定程度上会考虑黄金的价格，2024年黄金价格上涨幅度较大，创出历史新高。在金价连创新高后，买盘会存在一定的价格敏感性，从而央行购金出现了阶段性的减弱。

图表35：央行停止购金后，伦敦金价格存在不同程度的走高

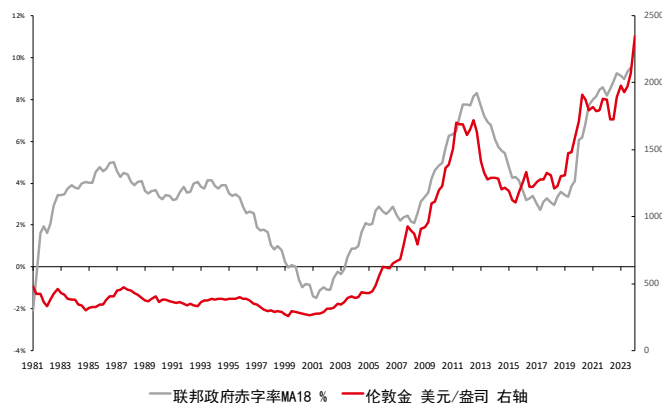
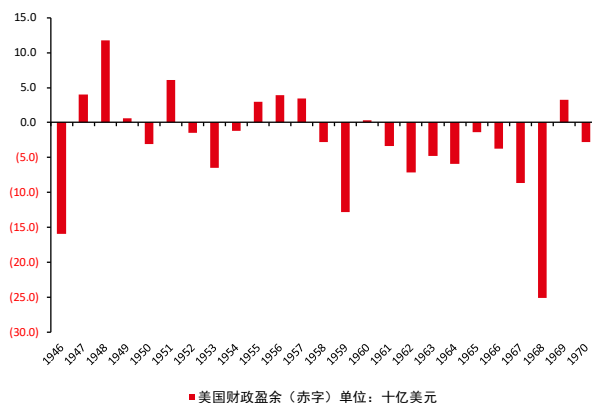
央行停止购金月	本次累计购金量(吨)	停止购金后六个月伦敦金价格涨跌幅
2019-10	106	16.76%
2016-11	788	9.51%
2009-05	454	19.68%
2003-01	100	0.22%
2002-01	106	4.99%
2024-05	316	?

资料来源：Wind，中邮证券研究所

2、美国信用货币体系式微，赤字率上行

黄金从长期来看，与美国的赤字率强相关。尽管黄金早已不作为法币存在，但是其特有的货币属性可以认为是信用货币的一面“照妖镜”，信用货币背后的支撑即为政府信用，政府信用的可视形式即为赤字率。赤字率越高隐含其信用越弱，例如60年代美国在越南战争和“伟大社会”的进程下赤字率飙升，1968年美国联邦政府赤字达到了251亿美元，较1年前上涨了2倍，引发了各国开始挤兑黄金，而尼克松总统于1971年单方面宣布放弃金本位，不予兑换黄金，最终布雷顿森林体系崩溃。现如今虽然已不再是布雷顿森林体系，但是各国在储备资产方面依然考虑信用因素，抬升的美国赤字率会使得央行减少美元资产储备，转而使得黄金需求提升，最终造成黄金和赤字率的同向关系。黄金和赤字率的关系较为稳固，在实际利率大幅下行的80和90年代，黄金的下跌可以用赤字率的下行来解释，而实际利率的传统框架似乎曾经就不存在。

图表36：60年代末的高赤字率击溃了布雷顿森林体系 **图表37：黄金与赤字率长期的同向关系**

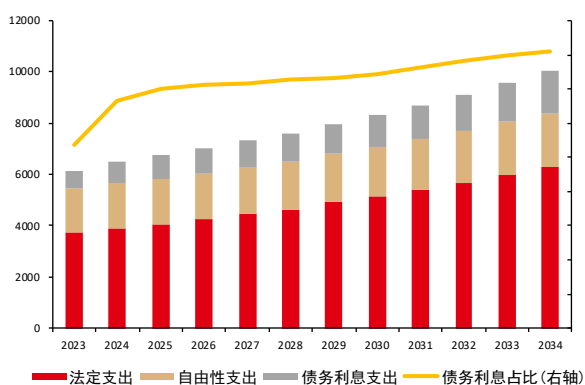


资料来源：美国财政部，中邮证券研究所

资料来源：IFIND，中邮证券研究所

诚然，目前巴以冲突为黄金带来了避险属性端的利好，但从更深远的层次来说，美国在中东控制力的减弱削弱了美国信用货币体系。近年来，随着俄乌战争、巴以冲突等事件的影响，以及美国长期高赤字和逆全球化的倒行逆施，美元占全球外汇储备的比重降低至 25 年以来的最低水平。而这也解释了为何各国央行持续不断的购入黄金。

图表38：美国财政支出预算估计（单位：十亿美元） 图表39：央行购金持续

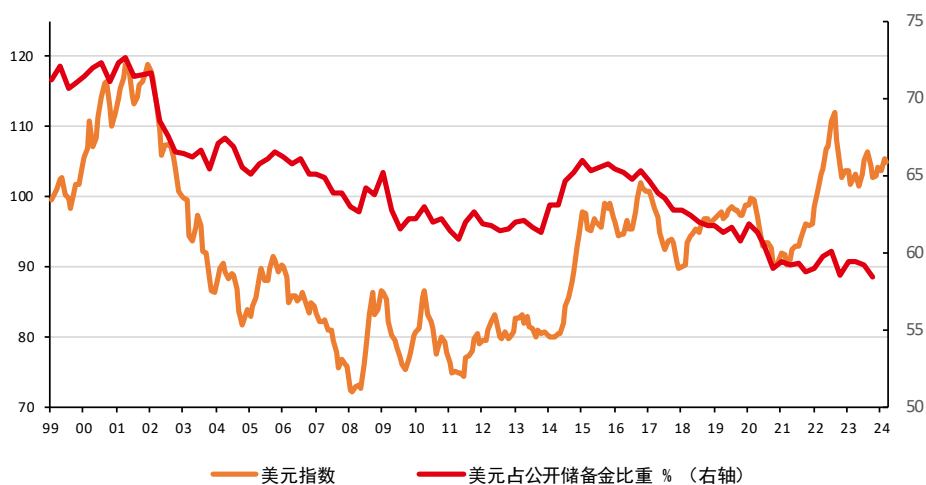


资料来源：CBO, 中邮证券研究所

资料来源：IFIND, 中邮证券研究所

而目前美元资产的吸引力逐渐降低，对应美元占全球外汇储备的比重降低，这意味着美国财政部必须依靠更高的利率从而吸引国际投资者。而高利率无疑是一把双刃剑，一方面较高的利率可以加大美债的吸引力，从而帮助其获得外部融资，但是另一方面高成本的国债也无疑加大了财政支出的压力，从而造成赤字率的不断提升，最终侵蚀美债和美元资产的信用。根据美国财政预算办公室的预测，美国财政中债务利息占比在未来十年会不断提升，预计 2034 年超过总体预算支出的 16%，如果考虑美国由于二次通胀的担忧从而使得降息节奏低于预期，这一比重可能还会继续提升，在法定支出刚性，自由性支出（国防支出为主）由于地缘政治不稳而难以下行的局面下，我们预计美国整体的赤字率水平会高于预期。

图表40：美元指数在高位，但是美元占全球外汇储备的比重降低至 25 年以来的最低水平



资料来源：IFIND, 中邮证券研究所

3、降息周期有望开启，交易盘入场有望加速黄金涨势

美国经济的复苏程度难以确认，根据美国非农临时工这一数据来看（由于裁员先裁临时工，这一数据在过去以较为敏感的捕捉美国经济的下行趋势），临时工就业同比目前连续十九个月为负，且绝对数值也在不断下降，2024年6月为266.65万人，是2020年12月以来的最低值，因此我们认为美国经济的风险可能在酝酿，美国实质性降息的行为出现可能会使得交易资金快速入场，从而加速黄金涨幅。

交易盘入场实际需要等待降息的确认，目前对实际利率敏感的交易型资金还未入场，甚至为负贡献。24年黄金大涨的局面下，全球最大的黄金ETF基金——SPDR的持仓量并未有上涨的情况发生，反而相比2024年初（大涨前）的持仓量却有所下降，说明利率敏感型资金在本轮黄金上涨中参与和贡献为负。从历史上看，SPDR的入场一般在实际利率出现确定性下移之后，因此我们认为若后续美国货币政策出现转向，SPDR为代表的交易盘入场，可能会加速本轮黄金的上涨势能。

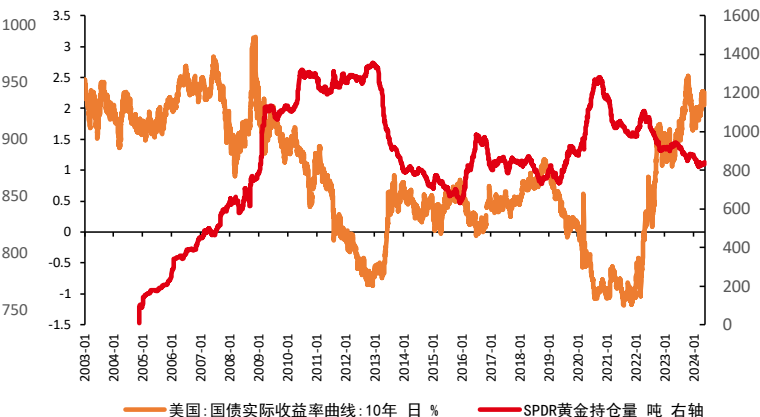
图表41：本轮上涨交易资金未入局，降息后或加速涨势



— 伦敦金价格 美元/盎司 — SPDR黄金持仓量 吨 右轴

资料来源：IFIND, 中邮证券研究所

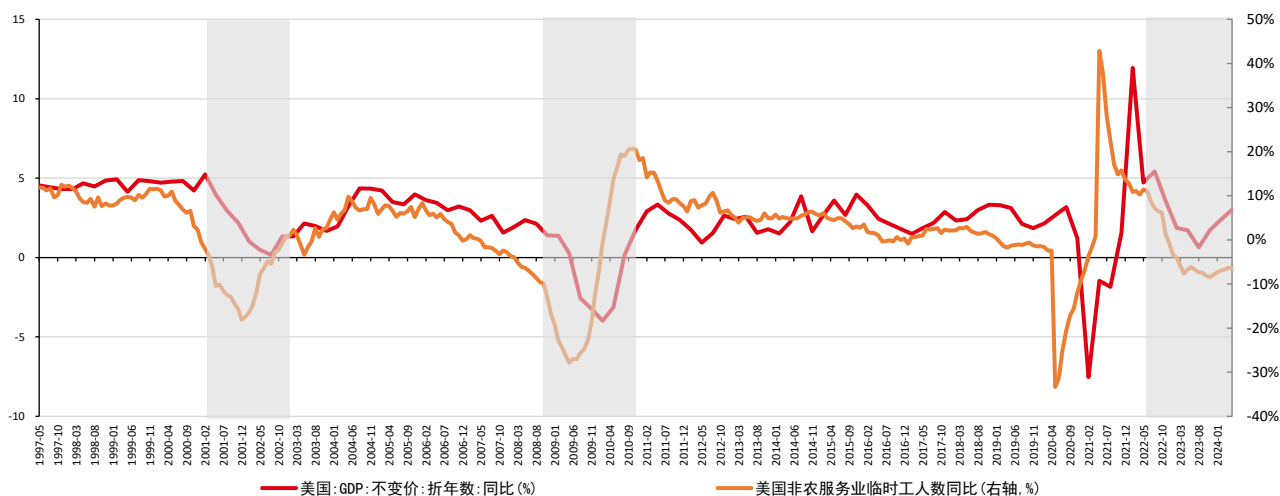
图表42：长期来看交易盘会在降息开始后入场



— 美国：国债实际收益率曲线：10年 日 % — SPDR黄金持仓量 吨 右轴

资料来源：IFIND, 中邮证券研究所

图表43：非农服务业临时工就业同比连续为负，或隐含经济在衰退



— 美国：GDP：不变价：折年数：同比(%) — 美国非农服务业临时工人数同比(右轴, %)

资料来源：Wind, 中邮证券研究所

4 盈利预测与投资建议

我们预计 2024-2026 年，随着金铜价格持续强势，紫金矿业各个项目继续稳定投产，预计紫金矿业营业收入为 3458.69/3582.82/3721.43 亿元，YOY 为 17.88%/3.59%/3.87%，归母净利润 311.34/392.44/460.46 亿元，YOY 47.42%/26.05%/17.33%，对应 PE 为 14.10/11.19/9.54，维持“买入”评级。

2023 年产量：2023 年铜金产量创历史新高，其中矿产铜 101 万吨，同比增长 11%，成为中国及亚洲唯一矿产铜产量破百万吨大关矿企，居全球前五；矿产金 67.7 吨，同比增长 20%；矿产锌（铅）46.7 万吨，同比增长 3%；矿产银 412 吨，同比增长 4%。

集团规划：根据《紫金矿业集团股份有限公司关于未来五年（至 2028 年）主要矿产品产量规划的公告》，2024-2025 年公司矿产铜产量 111（+10%）/122（+10%）万吨，2028 年矿产铜达到 150-160 万吨；2024-2025 年矿产金产量 73.5（+9%）/85（+16%）吨，2028 年矿产金达到 100-110 吨；2024-2025 年矿产铅锌产量 47（0%）/50（+6%）万吨，2028 年矿产铅锌达到 55-60 万吨；2024-2025 年矿产银产量 420（+2%）/500（+19%）吨，2028 年矿产银达到 600-700 吨；2024-2025 年碳酸锂产量 2.5/10 万吨，2028 年碳酸锂达到 25-30 万吨；2024-2025 年矿产钼产量 0.9/1 万吨，2028 年矿产钼达到 2.5-3.5 万吨。

产量预计：按公司规划，2024-2025 年矿产铜产量 111/122 万吨，矿产金 73.5/85 吨，矿产铅锌 47/50 万吨，矿产银 420/500 吨，碳酸锂 2.5/10 万吨，矿产钼 0.9/1 万吨。由于公司未对 2026 年目标给出规划，我们合理预计 2026 年铜产量进一步提升至 125 万吨以上，矿产金产量进一步提升至 92 吨左右。

5 风险提示

公司项目进度不及预期，公司生产成本超预期上行，铜金价格大幅下跌，地缘政治风险，汇率风险等。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	293403	345869	358282	372143	营业收入	8.5%	17.9%	3.6%	3.9%
营业成本	247024	285033	289999	294825	营业利润	3.2%	42.2%	23.8%	18.1%
税金及附加	4850	5707	5912	6140	归属于母公司净利润	5.4%	47.4%	26.0%	17.3%
销售费用	766	899	932	968	获利能力				
管理费用	7523	8301	7882	8187	毛利率	15.8%	17.6%	19.1%	20.8%
研发费用	1567	1729	1791	1861	净利率	7.2%	9.0%	11.0%	12.4%
财务费用	3268	5150	4713	4168	ROE	19.6%	22.5%	22.5%	21.2%
资产减值损失	-385	-50	-50	-50	ROIC	9.7%	13.0%	13.8%	14.1%
营业利润	31937	45425	56231	66409	偿债能力				
营业外收入	120	120	120	120	资产负债率	59.7%	54.4%	49.2%	44.2%
营业外支出	769	800	800	800	流动比率	0.92	1.18	1.48	1.82
利润总额	31287	44745	55551	65729	营运能力				
所得税	4748	7607	9444	11174	应收账款周转率	37.39	40.92	38.56	38.61
净利润	26540	37139	46107	54555	存货周转率	10.22	11.35	11.22	11.45
归母净利润	21119	31134	39244	46046	总资产周转率	0.90	0.95	0.88	0.82
每股收益(元)	0.79	1.17	1.48	1.73	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.79	1.17	1.48	1.73
货币资金	18449	40296	67569	100094	每股净资产	4.04	5.22	6.57	8.15
交易性金融资产	5307	5407	5507	5607	估值比率				
应收票据及应收账款	8331	9752	10102	10492	PE	20.79	14.10	11.19	9.54
预付款项	2677	2850	2900	2948	PB	4.08	3.17	2.52	2.03
存货	29290	31670	32222	32758	现金流量表				
流动资产合计	77629	104910	134337	169070	净利润	26540	37139	46107	54555
固定资产	81466	92061	104116	118437	折旧和摊销	10263	9998	11178	12589
在建工程	35927	32334	29101	26191	营运资本变动	505	-2021	-583	-608
无形资产	67892	68842	69792	70742	其他	-447	-43	-2548	-3769
非流动资产合计	265377	279792	295094	312985	经营活动现金流净额	36860	45073	54154	62768
资产总计	343006	384703	429430	482054	资本开支	-30329	-18675	-21674	-25673
短期借款	20989	20989	20989	20989	其他	-3636	-668	3162	4381
应付票据及应付账款	16284	17815	18125	18427	投资活动现金流净额	-33965	-19344	-18512	-21292
其他流动负债	46909	50241	51902	53600	股权融资	235	-97	0	0
流动负债合计	84182	89045	91016	93016	债务融资	12223	1645	500	500
其他	120460	120114	120114	120114	其他	-18276	-5354	-8869	-9450
非流动负债合计	120460	120114	120114	120114	筹资活动现金流净额	-5817	-3806	-8369	-8950
负债合计	204643	209159	211130	213130	现金及现金等价物净增加额	-1974	21848	27272	32526
股本	2633	2632	2632	2632					
资本公积金	25866	25770	25770	25770					
未分配利润	69270	93001	123008	158217					
少数股东权益	30857	36861	43724	52233					
其他	9737	17279	23166	30073					
所有者权益合计	138363	175543	218300	268925					
负债和所有者权益总计	343006	384703	429430	482054					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048