

高速成长中的黄金为主综合性矿业巨头

报告关键点：

- 公司在资源储量和生产成本上具有明显的行业优势；
- 现金流充裕和资产负债率很低，资源进一步扩张的潜力突出；
- 估值具有吸引力。

报告摘要：

- 紫金矿业是以黄金为主导，集铜、锌、铁等金属为一体的综合性矿业生产商。公司是中国矿产金产量最大的企业，2008年矿产金产量28.48吨，占当年全国总产量的10.5%；矿产铜产量6.14万吨，排在江西铜业和云南铜业之后，居国内第三位。我们预计2009年公司矿产金产量31.75吨，矿产铜8.35万吨，同比分别增长11.5%和36.0%。至2012年，公司矿产金和矿产铜产量将分别达40吨和14万吨，巩固其国际一流综合性矿业生产商的地位。
- 至2008年末，紫金矿业保有资源储量为黄金701.5吨、铜964万吨、铅+锌528万吨。黄金储量远大于其它几家黄金上市企业，铜储量则约为江西铜业的70%，资源优势明显。由于现金流充裕（账面现金54亿元），加上资产负债率仅26.1%，公司进一步资源扩张的潜力突出。
- 2008年，紫金矿业矿产金的现金生产成本仅58元/克，比行业平均水平低40%以上，处于行业领先。同时，公司在人才引进、绩效考评、和薪酬等方面的竞争机制完善；管理团队拥有丰富行业背景和经验，在低成本矿山开发领域拥有明显技术优势。更为重要的是，以上这些优势已转化为紫金矿业的核心竞争力，从而保证了公司在开发新矿山时能够顺利复制过去的成功经验，更好地为股东创造价值。因此，投资者给予了管理层一定估值溢价。
- 我们认为，随着对美元贬值和通货膨胀预期的加剧，金价有望进一步走高。同时，铜在基本金属中具有最好的供需基本面，因此随着全球经济出现复苏，铜有望再度成为领涨的品种。受益于金价高企和铜、锌等基本金属价格走出低谷，预计未来几年紫金矿业的盈利将继续保持快速增长。
- 我们的三阶段DCF模型显示，按照2011~2015年均15%的增长率，2016年以后3%的长期增长率（WACC：7.8%），紫金矿业每股公允价值为13.42元；相当于2010年37x的动态市盈率。公司目前估值水平在国内黄金和铜行业上市公司中具有较好的吸引力，我们给予公司“买入-A”的投资评级。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	15,047	16,984	17,980	21,416	23,065
Growth(%)	39.6%	12.9%	5.9%	19.1%	7.7%
净利润	2,548	3,066	3,935	5,216	5,957
Growth(%)	50.0%	20.3%	28.3%	32.6%	14.2%
毛利率(%)	39.4%	39.2%	37.4%	40.3%	41.6%
净利润率(%)	16.9%	18.1%	21.9%	24.4%	25.8%
每股收益(元)	0.18	0.21	0.27	0.36	0.41
每股净资产(元)	0.49	1.32	1.35	1.56	1.77
市盈率	56.6	47.0	36.7	27.7	24.2
市净率	20.3	7.5	7.3	6.4	5.6
净资产收益率(%)	49.4%	20.3%	23.5%	26.6%	26.5%
ROIC(%)	64.8%	45.4%	33.5%	29.9%	30.3%
EV/EBITDA	3.0	2.3	3.0	2.3	2.1
股息收益率	0.9%	0.9%	1.2%	1.5%	2.0%

评级：

买入-A

上次评级：

目标价格：13.42 元

期限：12 个月 上次预测：

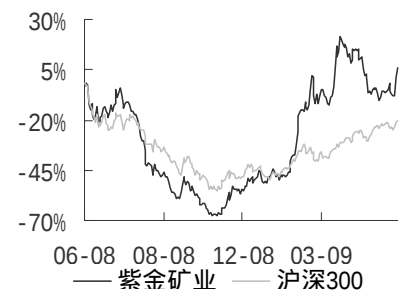
现价：9.92 元

报告日期：2009-06-03

市场数据

总市值(百万元)	144,249.79
流通市值(百万元)	62,743.67
总股本(百万股)	14,541.31
流通股本(百万股)	6,324.97
12 个月最高/最低	2.97/11.55 元
十大流通股东(%)	39.81%
股东户数	421,355

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	4.88	(13.20)	26.97
绝对收益	14.11	20.55	6.25

研究员

衡昆

021-68766182

首席行业分析师

hengkun@essence.com.cn

前期研究成果

有色金属行业周报：美元贬值带动商品价格上
(2009-6-1)
有色金属行业周报：金价表现突出
(2009-5-25)

目 录

1. 投资概要.....	3
2. 紫金矿业 ---- 锐意进取的黄金为主综合性矿业生产商.....	4
2.1. 国内最大矿产金和第三大矿产铜生产商.....	4
2.2. 黄金和其它金属产量稳步增加.....	5
2.3. 实施资源扩张战略，储量遥遥领先于国内同行.....	7
2.4. 管理团队拥有丰富的行业背景和经验.....	9
2.5. 成本结构行业领先.....	9
2.6. 低成本矿山开发技术优势明显.....	10
2.7. 为国内环境友好型企业的典范.....	10
2.8. 注重股东回报，分红比例高.....	11
3. 未来产量将继续保持快速增长.....	12
4. 黄金：牛市仍将持续.....	14
4.1. 金价正处于历史高点.....	14
4.2. 对通货膨胀的担忧也推高了金价.....	15
4.3. 供应增长缓慢.....	16
4.4. 生产商对冲下降.....	17
4.5. 金价仍有望进一步走高.....	18
5. 铜：已率先走出低谷.....	19
5.1. 中国进口带动库存下降.....	19
5.2. 冶炼加工费持续走低.....	21
附录 1：紫金矿业主要下属公司.....	23

1. 投资概要

紫金矿业是以黄金为主导产业，集铜、锌、铁等金属为一体的综合性矿业生产商。公司是中国矿产金产量最大的企业，2008 年矿产金产量 28.48 吨，占当年全国矿产金总量的 10.50%。公司旗下的紫金山金铜矿是国内采选规模最大、产量最高的黄金单体矿山。该矿 2008 年矿产金产量 17.43 吨，阴极铜产量 1 万吨。另外，紫金矿业 2008 年矿产铜产量 6.14 万吨，产量仅排在江西铜业和云南铜业之后，居国内第三位。公司旗下的阿舍勒铜业和德尔尼铜钴矿铜精矿产量均已超过 1 万吨，为特大型铜矿。在建的多宝山铜矿和拟建的秘鲁白河铜钼矿也属特大型铜矿。我们预计 2009 年公司将生产矿产金 31.75 吨，矿产铜 8.35 万吨，同比分别增长 11.5% 和 36.0%。

近年来，紫金矿业积极实施黄金为主、多种金属并举的资源扩张战略，不仅实现盈利持续高速增长，而且盈利增速也屡超市场预期。2000～2008 年间，紫金矿业的矿产金产量由 4 吨增加到 28.5 吨，年均复合增长率达 28%。同期，归属于母公司所有者的净利润年均复合增长率更是高达 68%，由 2000 年的 0.48 亿元增加到 2008 年的 30.66 亿元。

至 2008 年末，紫金矿业保有资源储量为：黄金 701.5 吨、铜 964 万吨、铅+锌 528 万吨、钨 10 万吨、锡 10 万吨、镍 66.75 万吨、铂+钯 151 吨、硫铁矿（标矿）1.35 亿吨、铁 1.68 亿吨、铝土矿 4,397 万吨和煤 3 亿吨。公司的黄金储量远大于其它几家黄金上市企业，铜储量则约为江西铜业储量的 70%，资源优势明显。由于现金流充裕（2009 年 1 季度末账面现金超过 54 亿元），加上资产负债率仅为 26.1%，紫金矿业资源扩张的潜力十分突出。

2008 年，紫金矿业矿产金的现金生产成本仅 58 元/克，比行业平均水平低 40% 以上，处于行业领先。同时，公司在人才引进、绩效考评、和薪酬等方面的竞争机制完善；管理团队拥有丰富行业背景和经验，在低成本矿山开发领域拥有明显技术优势。更为重要的是，以上这些优势已转化为紫金矿业的核心竞争力，从而保证了公司在开发新矿山时能够顺利复制过去的成功经验，更好地为股东创造价值。因此，投资者给予了管理层一定估值溢价。

我们认为，随着对美元贬值和通货膨胀预期的加剧，金价有望进一步走高。同时，铜在基本金属中具有最好的供需基本面，因此随着全球经济出现复苏，铜有望再度成为领涨的品种。受益于金价高企和铜、锌等基本金属价格走出低谷，紫金矿业盈利将继续保持较快增长。我们对公司 2009 年和 2010 年的每股盈利预测分别为 0.27 元和 0.36 元。

我们的三阶段 DCF 模型显示，按照 2011～2015 年均 15% 的增长率，2016 年以后 3% 的长期增长率（WACC：7.8%），紫金矿业每股公允价值为 13.42 元；这相当于 2010 年 37x 的动态市盈率。我们给予公司“买入-A”的投资评级。

公司未来面临的主要风险包括：

- 1) 如果全球经济继续恶化，复苏前景不明，则将会抑制黄金、铜、锌等价格的走势。敏感性分析表明，金价每回落 10%，紫金矿业 2009 年业绩将下降 10.2%；铜价每回落 10%，紫金矿业 2009 年业绩将下降 4.3%；
- 2) 开发海外矿山，将面临更多政治、文化、环保和管理等方面不确定性；
- 3) 4 月 27 日起，公司有 49.2 亿股小非解禁。由于持股成本很低，面临抛售的可能，这可能会对短期股价造成打压。

2. 紫金矿业 ---- 锐意进取的黄金为主综合性矿业生产商

2.1. 国内最大矿产金和第三大矿产铜生产商

紫金矿业集团股份有限公司是以黄金为主导产业，集矿产资源勘探、采矿、选矿、冶炼及矿产品销售为一体的综合性矿业生产商；也是中国黄金行业的领军企业之一，代表了国内黄金行业勘探、采矿和选矿的最高水平。

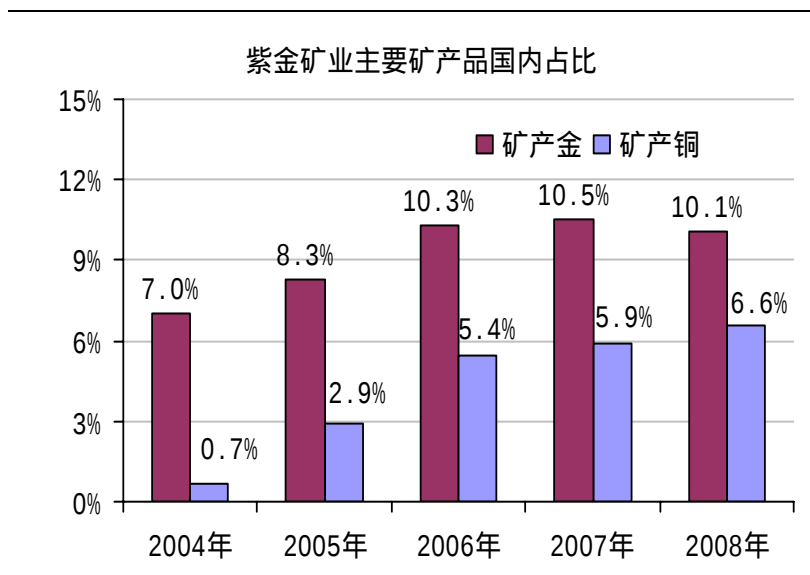
紫金矿业是中国矿产金产量最大的企业，2008 年矿产金产量 28.48 吨，占当年全国矿产金总量的 10.50%。公司旗下的紫金山金铜矿是国内采选规模最大、产量最高的黄金单体矿山。该矿 2008 年矿产金产量 17.43 吨，阴极铜产量 10,006 吨；矿产金和矿产铜产量均创历史新高。

除黄金外，紫金矿业的业务还拓展至铜、锌等其他有色金属领域。公司 2008 年矿产铜产量 6.14 万吨，产量仅排在江西铜业和云南铜业之后，居国内第三位。公司旗下的紫金山金铜矿、阿舍勒铜业和德尔尼铜钴矿铜精矿产量均已超过 1 万吨，为特大型铜矿。在建的多宝山铜矿和拟建的秘鲁白河铜钼矿也属特大型铜矿。

另外，公司还拥有乌拉特后旗铅锌矿、俄罗斯图瓦铅锌矿、蒙库铁矿和云南麻栗坡钨矿等优质矿产资源。

紫金矿业于 2003 年 12 月在香港联交所主板上市。2004 年 12 月，公司被列入由英国金融时报及伦敦证券交易所共同设立的 --- 富时指数集团 FTSE 矿山指数(FTSE mine index)，这是中国第一家企业入选该指数。2006 年 3 月，公司被列入道琼斯中国海外 50 指数 (Dow Jones Offshore 50 Index)。

图 1：紫金矿业主要矿产品国内占比



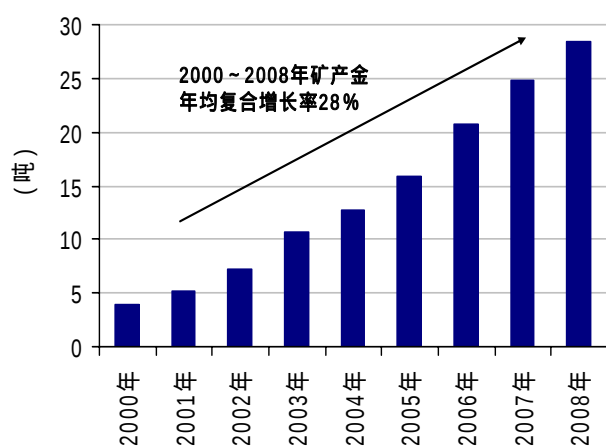
数据来源：有色金属工业协会，公司公告，安信证券研究中心

2.2. 黄金和其它金属产量稳步增加

自 2000 年成立以来,紫金矿业积极扩大矿山生产规模,并完成了对国内外多家矿山的收购。旗下的紫金山金铜矿 2000 年时矿产金产量为 4 吨,至 2008 年产量已达 17.43 吨。加上珙春曙光金铜矿和贵州水银洞金矿等的投产,2008 年公司矿产金产量达 28.48 吨,为 2000 年成立之初时 3.96 吨的 7.2 倍,年均复合增长率达 28%。

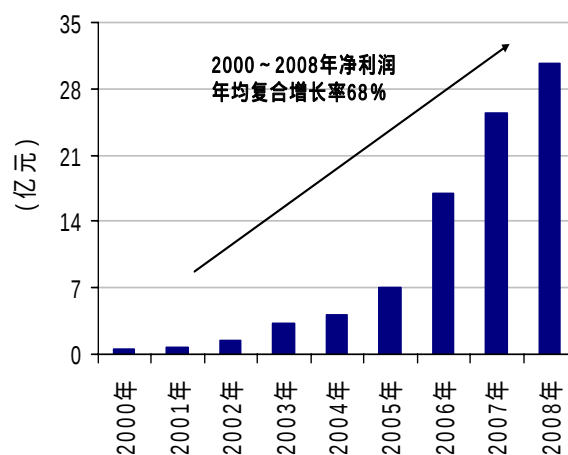
在矿产铜方面,紫金矿业控股的新疆阿舍勒铜锌矿于 2004 年 10 月建成投产。加上公司先后并购或参股了青海德尔尼铜矿、西藏玉龙铜矿、黑龙江多宝山铜矿和秘鲁白河(Rio Blanco)铜钼矿等多家矿山,所控制铜矿资源和铜精矿产量也迅速增长。至 2008 年,紫金矿业矿产铜产量已达 6.14 万吨,是 2005 年的 3.1 倍。

图 2：紫金矿业矿产黄金产量变化



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

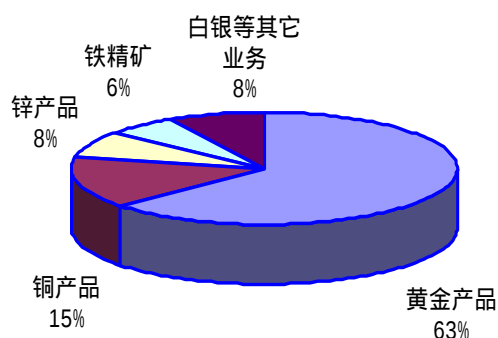
图 3：紫金矿业净利润变化



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

随着向铜、锌、铁等多种金属领域的延伸,紫金矿业的收入构成已由成立之初时的几乎全部来自于黄金演变为以黄金为主,铜、锌和铁等其它金属并举的格局,这大大降低了公司盈利的波动。紫金矿业的发展目标是成为国际一流的黄金为主综合性矿业生产商。

图 4：紫金矿业主营业务收入构成(2008 年)



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 5：紫金矿业主营业务利润构成(2008 年)

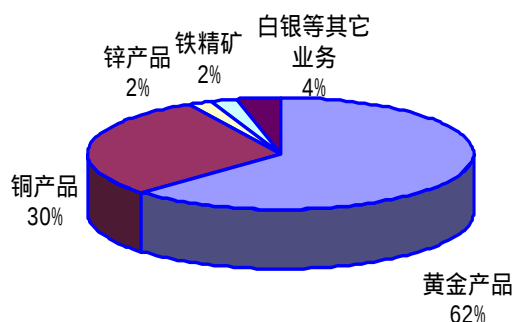


表 1：紫金矿业主要矿产品产量

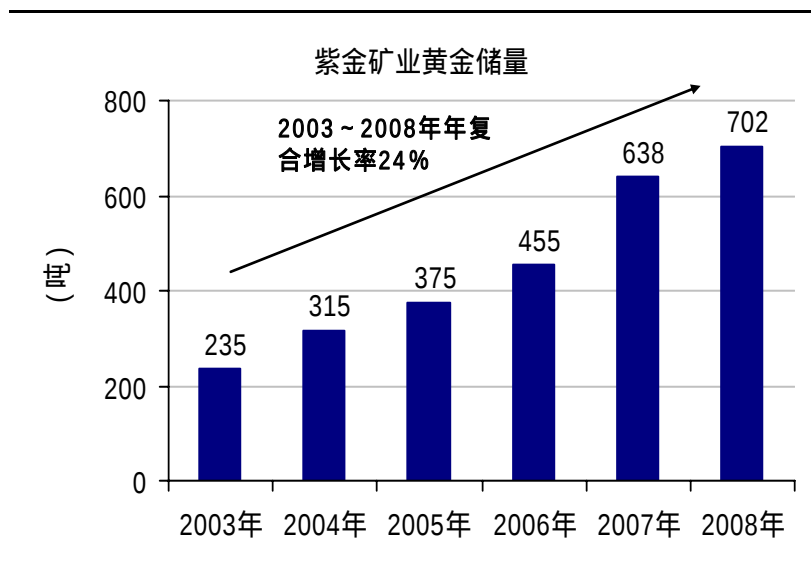
	2006 年	2007 年	2008 年
黄金(公斤)			
紫金山金铜矿	13,503	15,893	17,428
水银洞金矿	3,244	2,354	2,431
洛阳紫金(冶炼金)	27,659	26,051	26,121
曙光金铜矿	1,104	1,422	1,786
崇礼东坪金矿			1,003
山西义兴寨金矿			908
其他矿山、冶炼企业	3,701	6,574	7,641
合 计	49,210	52,294	57,318
铜(吨)			
紫金山金铜矿	6,781	8,032	10,006
阿舍勒铜锌矿	30,018	28,495	27,103
曙光金铜矿	3,169	4,027	5,170
德尔尼铜矿		5,000	15,047
其他矿山、冶炼企业		3,522	4,083
合 计	39,968	49,076	61,409
锌(吨)			
巴彦淖尔紫金(冶炼锌)	41,400	114,205	110,000
阿舍勒铜锌矿	9,439	9,803	5,983
乌拉特后旗锌矿	17,017	28,748	21,259
其他矿山	3,864	6,411	6,437
合 计	71,720	159,167	143,680
铁精矿(吨)			
合 计	601,858	874,952	1,182,400

数据来源：公司公告

2.3. 实施资源扩张战略，储量遥遥领先于国内同行

对矿业类公司而言，拥有的矿产资源是企业发展的基础。紫金矿业把扩大矿产资源占有作为公司长期的发展战略目标和首要任务。特别是 2003 年以来，公司充分利用金价大幅上涨的有利时机和发行 H 股募集的资金优势，在国内中西部地区大规模实施收购兼并黄金矿产资源。同时，采用先进技术加大对矿山中深部和外围矿区的补充勘查力度，扩大了黄金资源占有量，不但抵消了正常生产的资源消耗，而且黄金资源/储量得以稳步增长，为企业进一步可持续发展提供了资源保证。

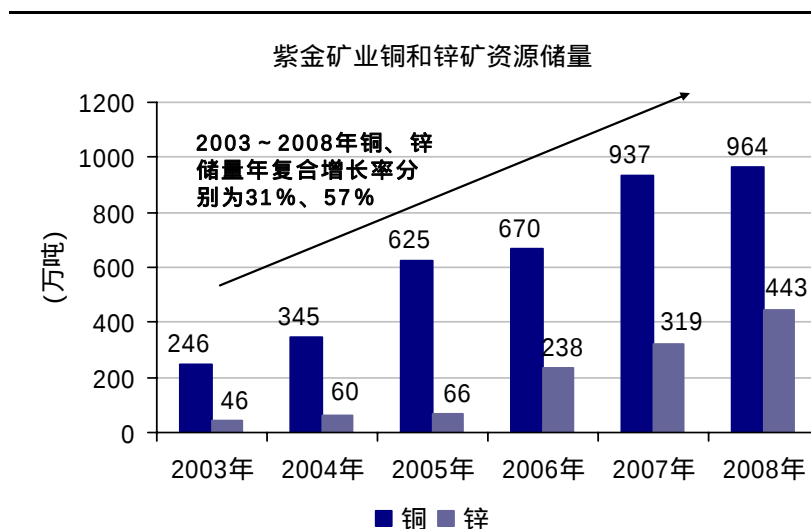
图 6：紫金矿业黄金储量快速增长



数据来源：公司公告，安信证券研究中心
 注：非控股公司储量按权益折算

为实现成为国际一流矿业集团的战略目标，紫金矿业在保持黄金产业绝对优势的同时，有选择地向铜、锌、铁等领域延伸。近年来，公司先后并购或参股了青海德尔尼铜矿、西藏玉龙铜矿、黑龙江多宝山铜矿、新疆蒙库铁矿等一批矿山，所控制矿产资源迅速增加。

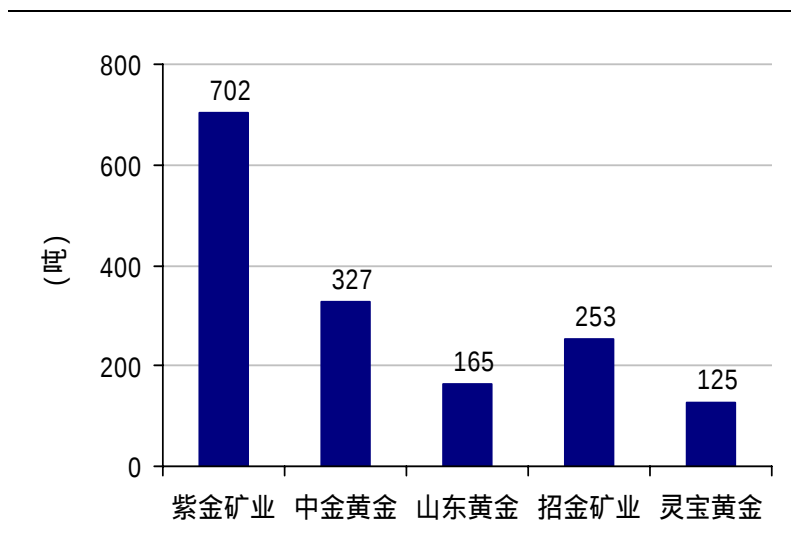
图 7：紫金矿业铜和锌矿储量增长更快



数据来源：公司公告，安信证券研究中心
 注：非控股公司储量按权益折算

目前,紫金矿业保有的金金属资源/储量在国内黄金行业上市公司中位居第一。以 2008 年底时的储量计算,紫金矿业的黄金储量远大于其它四家黄金上市企业。

图 8：国内主要黄金上市公司黄金储量比较

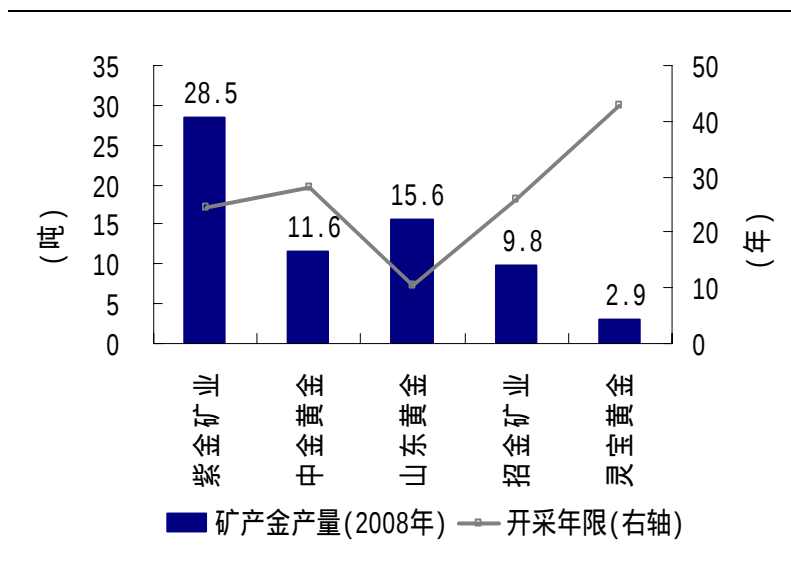


数据来源：公司公告，安信证券研究中心预测

注：1) 数据截至 2008 年底；2) 非控股公司储量按权益折算。

另外,2008 年紫金矿业的矿产金产量为 29.8 吨,即公司的黄金资源/储量可供开采年限为 28 年,采储比处于国内行业较高水平。这给公司矿产金产能的继续扩张提供了有效资源保证。

图 9：国内主要黄金上市公司矿产资源可开采年限



数据来源：公司公告，安信证券研究中心预测

至 2008 年底，紫金矿业集团拥有探矿权 280 个，面积平 6,732 方公里，同比增加 28.9%；采矿权 37 个，面积 102.99 平方公里，同比增加 98.6%，是国内控制黄金及有色金属资源最多的企业之一。拥有的矿产资源为公司未来持续快速发展提供了保障。

表 2：紫金矿业资源/储量（截至 2008 年底）

矿 种	单 位	储 量
黄金（含伴生金）	吨	701.50
铂钯	吨	151.36
铜	万吨	964.00
锌	万吨	443.15
钼（含伴生钼）	万吨	39.00
铁	亿吨	1.68
铅	万吨	85.19
镍	万吨	66.75
锡	万吨	9.93
钨	万吨	6.36
煤	亿吨	3.01

数据来源：公司公告

2.4. 管理团队拥有丰富的行业背景和经验

紫金矿业在矿山建设管理和技术方面积累了丰富的经验，并在优化矿山建设方案领域有很多成功的案例，这成为公司发展的核心竞争力之一。公司主要高级管理层人员均在黄金、有色金属等矿业领域（包括地质和冶金）拥有多年丰富管理经验。主要管理团队始终保持稳定，紧密合作。

公司董事长、总裁兼总工程师陈景河先生 1986 年至 1992 年任职于闽西地质大队，是紫金山金铜矿的主要发现者和勘查组织者；在地质勘探（找矿）方面有深厚的学术造诣、实践经验和独到眼光，对矿业企业的运营经验丰富。由于在地质勘探、采选技术方面取得重大突破，陈景河先生曾荣获国家科技进步一等奖，并与公司总地质师曾宪辉先生等 7 人先后获得国务院政府特殊津贴；紫金矿业也先后获得原国家地矿部找矿一等奖、原国家经贸委黄金科技进步特等奖、中国黄金协会科技进步一等奖等奖项。

目前，公司拥有一大批高素质的管理人员、地质专家、工程师和技术人员队伍，其中享受政府特殊津贴专家 7 人，高级工程及经济专业人才 265 人。凭借这些人力资源以及管理的经验与能力，公司可以长期保持较强的核心竞争力，不断提高盈利能力，并为公司的快速扩张提供了人才保证。

另一方面，紫金矿业的股权较为分散，股东包括国内、民营和个人等多种成份；这增强了管理层的决策能力。同时，公司建立了较为完善的人才引进、绩效考评、薪酬等各项人力资源管理制度。加上企业文化包容，因此紫金矿业吸引了国内外大批专业技术人才的加盟。

2.5. 成本结构行业领先

紫金矿业是我国黄金行业中生产成本最低的生产商之一，也是世界同类企业生产成本最低的生产商之一。这主要得益于：1）公司涵盖了从地质勘探、采矿、选矿、冶炼和精炼等一体化生产经营模式；2）公司具有行业内领先的金矿石自给率，以及优越的资源优势和露天开采方式；3）采、剥等工程采用了市场化的外包方式。

公司严格的成本控制和在降低成本方面的努力使公司黄金生产成本低于国际和国内同行平均水平，保持了低成本的竞争优势，可以使紫金矿业在金价上升时能比同类公司受益更大，在金价下跌时仍具有较强的抗风险能力。

紫金矿业与世界前五大黄金生产商的综合成本比较如下：

表 3：紫金矿业矿产金生产成本大大低于国际同行

公司名称	所在国家	矿产金产量(2008 年)		矿产金现金成本	
		(百万盎司)	(吨)	美元/盎司	元/克
Barrick Gold	加拿大	7.66	238.2	443	98.99
Newmont Mining	美国	6.24	194.1	440	98.32
Anglogold Ashanti	南非	4.98	155.0	444	99.21
Gold Fields	南非	3.88	120.7	476	106.36
Harmony Gold	南非	1.55	48.2	592	132.28
紫金矿业	中国	0.92	28.5	260	58.00

数据来源：各公司年报，安信证券研究中心

2.6. 低成本矿山开发技术优势明显

紫金矿业是国家火炬计划重点高新技术企业，并被中国黄金协会评为“十五”期间全国黄金行业科技先进集体。2001 年，公司经国家人事部批准设立了黄金行业的首家博士后科研工作站；2006 年 9 月，公司技术中心获得科技部、国家发改委、海关总署、税务总局联合认定的“国家级企业研究开发中心”。

紫金矿业拥有 460 人的技术团队，卓有成效地从事生产技术研发，并承担了多项国家级科技攻关项目，在矿产资源开发方面拥有实用新型专利和发明专利共 9 项。这些专利及专有技术也给公司带来了巨大经济效益。如“低品位氧化金矿选矿方法”专利技术成功在紫金山金矿得以运用，独创了“破碎、筛分、洗矿，细粒重选、炭浸，粗粒堆浸”联合提金工艺。该工艺集堆浸、重选、炭浸等选矿方法的优点于一身，解决了矿堆渗透性及矿石中含粗粒金的回收问题，在降低入选品位的同时提高了选矿回收率，降低了生产成本，使紫金山大量的低品位资源得到开发利用，使这个曾被认为开发价值不大的金矿成为国内采选规模最大的黄金单体矿山。

紫金矿业在低品位氧化金矿、低品位铜矿、微细浸染型难处理金矿、复杂硫化铜金矿选冶技术方面的突破，使许多原不能开发或没有开发效益的呆矿资源得到成功开发利用，不仅填补行业技术空白，支撑了公司各矿山的开发，同时为公司未来控制和开发其他低品位、难处理矿山提供了可靠的技术准备，已成为公司的核心竞争力。

2.7. 为国内环境友好型企业的典范

紫金矿业自成立以来，非常重视对环境的保护。公司提出的发展口号为“要金山银山，更要绿水青山”。紫金山金铜矿自开发以来，投入了大量资金建立完善生态环保措施，确保了矿山及下游水体的环境安全，当地上杭城区生活饮用水源水质稳定达到国家 II 类水质标准。公司黄金生产的废水、废气零排放技术，还列入 2000 年国家科技成果推广项目。

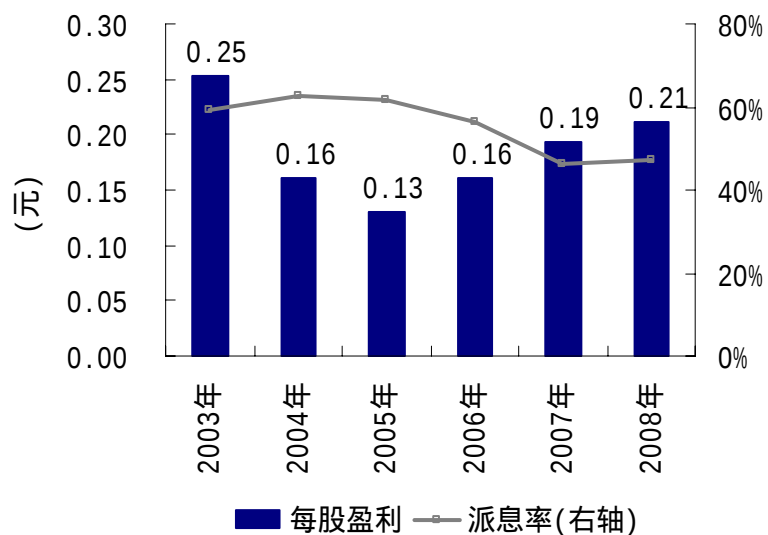
另外，紫金山矿区已成为全国第一批“国家级工业旅游示范点”，矿区开发与环保协调发展的格局初步形成。紫金山金铜矿在 2006 年福建省百家企业环境行为评价试点中，被评定为最高等级 --- “很好”级，是绿色企业。

为实现矿山开采区生态环境重建和自然景观恢复，紫金矿业应用了高陡松散边坡的植被恢复技术。通过截短边坡、固坡、草皮固土、逆进式种植技术取得了松散边坡治理的成效，美化了矿区环境，减少了水土流失。

2.8. 注重股东回报，分红比例高

自 2003 年在香港上市以来，紫金矿业一直实行较高的分红政策。2003 ~ 2008 年六年间，公司年均派息率为 55.6%。这给股东提供了更好回报。另外，公司还在 2004 年、2005 年、2006 年期间每年实施了一次每 10 股普通股转增 10 股新股派送给股东（公积金转增股本）；2007 年上半年又实施了每 10 股普通股转增 2.5 股新股派送给股东。

图 10：紫金矿业一直保持较高的派息率



数据来源：公司公告，安信证券研究中心
 注：每股盈利按当年底时的股本计算。

3. 未来产量将继续保持快速增长

2008 年 4 月，通过回归 A 股，紫金矿业共募集资金 98 亿元，用于扩建现有矿山产能（包括紫金山金铜矿和曙光金铜矿扩建两个项目）和收购矿山资产（共四个项目），以及进行金精矿提纯和矿产资源勘探等多个项目。另外，至 2009 年 1 季度末，公司资产负债率仅 26.1%；而且账面现金高达 54.4 亿元，给公司的下一步收购扩张提供了较好的资金保证。

表 4：紫金矿业 2008 年 A 股上市募集资金项目

	项目名称	预计投资 (万元)	备注
1	紫金山金铜矿联合露天开采项目	152,104.08	达产后年产黄金将增至 16t；铜矿 2009 年前坑采维持矿石 5,000t/d 生产能力；2010 年铜矿过渡到露天开采，采、选生产能力达到 10,000t/d，2011 年铜矿达产，即采、选生产达到 20,000t/d 生产能力。
2	珲春紫金曙光金铜矿改扩建工程	46,150.00	目前矿山产能 5,500t/d，项目实施后扩大到 15,000t/d。达产后主要产品生产能力：年产金铜精矿含金属量 1,940.40 公斤，含铜金属量 7,524 吨；砂金 138.60 公斤。
3	日处理 200 吨难选冶金精矿冶炼提金工程	19,838.00	可彻底解决含砷金精矿资源的回收难题，充分利用我国难处理金矿资源，符合黄金工业发展方向，并增加企业经济效益。
4	矿产资源勘探项目	35,700.00	
5	收购中寮铜矿区五子骑龙—浸铜湖矿段地质详查勘查区探矿权项目	19,800.00	可增加铜金属储量 12.07 万吨，平均品位 1.71%。
6	增资紫金铜冠，用于收购英国蒙特瑞科公司股权项目	60,300.00	增加铜金属储量
7	收购塔吉克斯坦 ZGC 金矿及开发项目	130,534.50	增加黄金储量
8	收购紫金龙兴（拥有图瓦克兹尔—塔什特克铅锌多金属矿矿权）70%股权项目	27,160.00	增加锌、铅金属储量
	合 计：	491,586.58	

数据来源：公司公告，安信证券研究中心整理

在矿产金方面，我们预计，随着紫金山金铜矿、曙光金铜矿、崇礼东坪金矿和塔吉克斯坦 ZGC 金矿等项目的开发，至 2010 年紫金矿业矿产金产量有望达到 35 吨，比 2007 年增加 63%。

在矿产铜和矿产锌方面，我们预计，随着德尔尼铜钴矿的达产和多宝山铜矿的建成投产，阿舍勒铜锌矿、乌拉特后旗铅锌矿、紫金山金铜矿和曙光金铜矿等矿山项目扩建的完成，加上拟收购的俄罗斯图瓦铅锌矿的建成投产，至 2010 年，紫金矿业的矿产铜产量有望达 9.5 万吨，至 2012 年进一步增加到 14 万吨。同时，至 2012 年，公司矿产锌产量亦可超过 10 万吨。

表 5：紫金矿业矿产品产量预测

	2006 年	2007 年	2008 年	2009E	2010E	2011E
黄金(千克)						
紫金山金铜矿	13,503	15,893	17,428	17,500	17,500	17,500
贵州水银洞金矿	3,244	2,354	2,431	3,000	3,000	3,000
珙春曙光金铜矿	1,104	1,422	1,786	2,000	2,000	2,000
崇礼东坪金矿	900	1,012	1,003	2,000	2,200	2,500
山西义兴寨金矿	1,000	1,028	908	700	1,000	1,000
东坑金矿		0	0	500	1,000	1,000
洛宁华泰		346	500	900	1,000	1,000
塔吉克斯坦 ZGC		410	900	1,500	2,500	3,000
其它	949	2,366	3,522	3,650	4,650	5,650
合计	20,700	24,830	28,479	31,750	34,850	36,650
铜精矿(吨)						
阿舍勒铜锌矿	30,018	28,495	27,103	29,500	32,000	32,000
紫金山金铜矿	6,781	8,032	10,006	17,000	23,000	30,000
珙春曙光金铜矿	3,169	4,027	5,170	7,000	8,000	8,000
德尔尼铜钴矿		5,000	15,047	20,000	20,000	20,000
多宝山铜矿					0	3,000
上杭县中寮铜矿					1,500	3,800
其它		3,522	4,083	10,000	10,000	10,000
合计	39,968	49,076	61,409	83,500	94,500	106,800
锌精矿(吨)						
阿舍勒铜锌矿	9,439	9,803	5,983	10,000	10,000	10,000
乌拉特后旗铅锌矿	17,017	28,748	21,259	20,000	25,000	28,500
云南华西云冶锦源			3,040	5,000	8,000	8,000
俄罗斯图瓦铅锌矿			0	0	0	30,000
其它	3,864	6,411	3,398	3,000	7,000	10,000
合计	30,320	44,962	33,680	38,000	50,000	86,500
铁精矿(吨)						
新疆紫金	n/a	824,409	904,800	1,200,000	1,200,000	1,200,000
富蕴金山	n/a		215,200	250,000	250,000	250,000
其它		50,543	62,400	200,000	400,000	600,000
合计	601,858	874,952	1,182,400	1,650,000	1,850,000	2,050,000

数据来源：公司公告，安信证券研究中心预测

表 6：紫金矿业冶炼产品产量预测

	2006 年	2007 年	2008 年	2009E	2010E	2011E
黄金(千克)						
洛阳紫金	27,659	26,051	26,121	26,000	26,000	26,000
厦门紫金科技	851	1,416	2,718	2,850	2,850	2,850
合计	28,510	27,467	28,839	28,850	28,850	28,850
精铜(吨)						
紫金山金铜矿	6,781	8,032	10,006	10,006	17,000	23,000
精锌(吨)						
巴彦淖尔紫金	41,400	114,205	110,000	100,000	150,000	210,000

数据来源：公司公告，安信证券研究中心预测

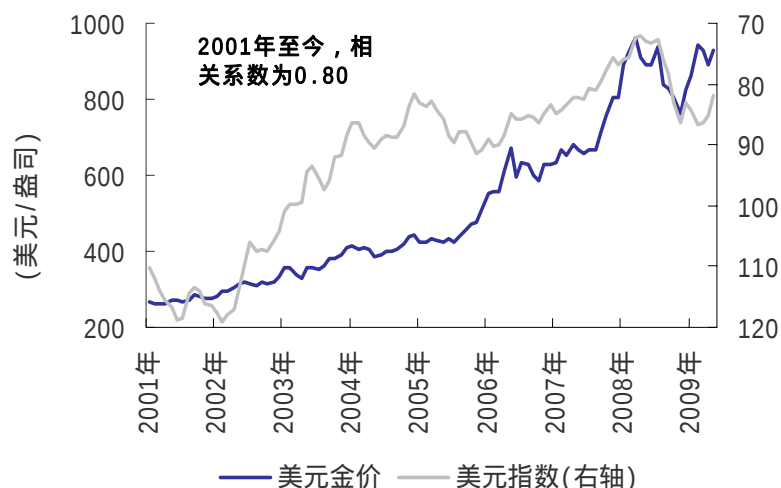
4. 黄金：牛市仍将持续

由于黄金所特有的货币以及保值功能，黄金价格走势除了受黄金供需基本面的作用外，还受到其它金融资产(如股票、债券、外汇等)价格、通货膨胀、官方售金和地缘政治等因素的影响。

4.1. 金价正处于历史高点

自 2001 年“9.11”恐怖事件以来，由于对美元贬值以及地缘政治变化等的担忧，黄金价格从 270 美元/盎司的低点稳步上涨。其中，美元汇率一直是决定黄金价格走势的重要因素。研究数据表明，2001 年以来的金价上涨同美元贬值有较为紧密的关系。2008 年 1 月份时的美元加速贬值，更是推动以美元计价的黄金价格一度突破 1,000 美元/盎司，连创历史新高。

图 11：本轮金价上涨和美元贬值关系密切



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

自今年 3 月 4 日触及 89.62 点三年高点以来，近期美元指数已累计下跌超过 11%。随着美元的走弱，其它国际主要货币都相对美元出现不同程度的升值。上周五，美元指数更是触及了年内最低点，成为推动大宗商品价格上涨的重要因素。实际上，同时由于这一期间人民币相对美元保持平稳，因此相当于其跟随美元对一揽子主要货币也贬值超过 10%。

对于未来美元汇率的走势，我们的宏观部门认为，一方面，目前美国庞大的财政和经常账户赤字已超过了可以长期维持的水平。同时，受次贷危机进一步蔓延和信贷条件收紧的影响，再加上美国房地产市场的持续调整，美国经济下滑的风险仍在。为刺激经济复苏，美联储仍可能继续投放货币，这也将降低美元的吸引力。因此，中、长期来看，美元继续贬值的趋势仍将延续。

4.2. 对通货膨胀的担忧也推高了金价

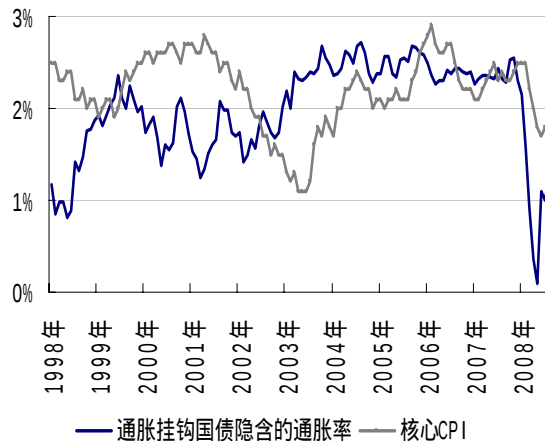
由于黄金所具有的保值功能，因此历史上金价通常会对通货膨胀做出反应。而且，对通货膨胀的担心还往往提前反映在金价上。比较著名的例子包括 1974~1975 年期间和 1979~1980 年期间。这两次期间为过去 30 年美国通货膨胀最高的时期。随着通货膨胀率的走高，金价均出现大幅上涨。

图 12：金价经常会对通货膨胀提前做出反应



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 13：通货膨胀预期有上升趋势

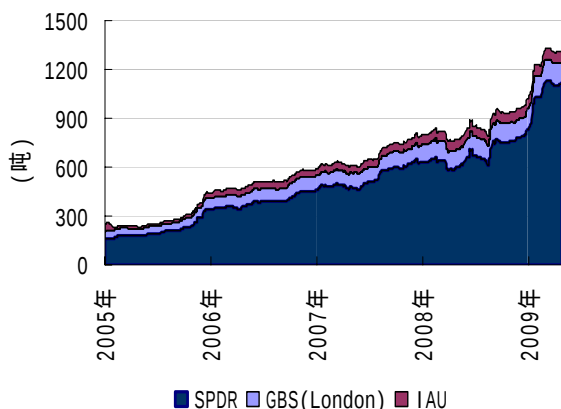


数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

2008 年 4 季度以来，全球主要经济体的通货膨胀率均大幅回落，短期内再度出现通货膨胀的概率并不大。但值得注意的是，2009 年初开始，代表对未来通货膨胀预期的“通胀挂钩国债隐含的通胀率”（计算通胀挂钩的国债收益率和美国国债收益率的差）呈持续上升之势。这表明市场参与者担心，随着经济走出低谷，通货膨胀可能很快会卷土重来。

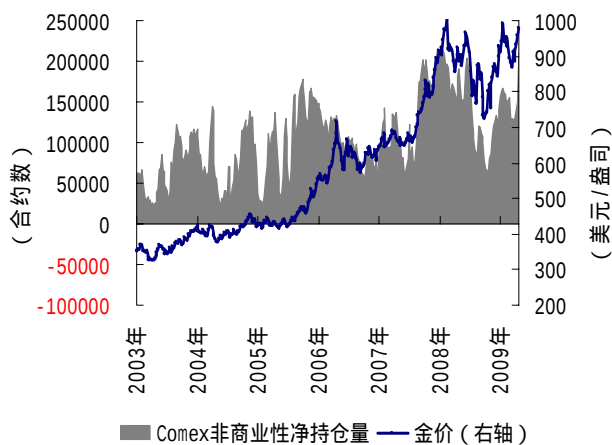
随着通货膨胀预期的加强，投资者对黄金的追捧仍十分高涨。全球最大的黄金 ETF 基金 SPDR 今年来持仓量已增加 8.7%，目前为 1,118.8 吨。另外，5 月下旬以来，纽约商品交易所的黄金交非商业性持仓量也稳步上升，再度突破了 20 万手。世界黄金协会的最新报告也显示，2009 年 1 季度全球 ETF 对黄金的投资高达 465 吨，比去年同期上升 540%。

图 14：全球主要 ETF 黄金持仓量 持续增加



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

图 15：Comex 非商业性净持仓量 vs 金价



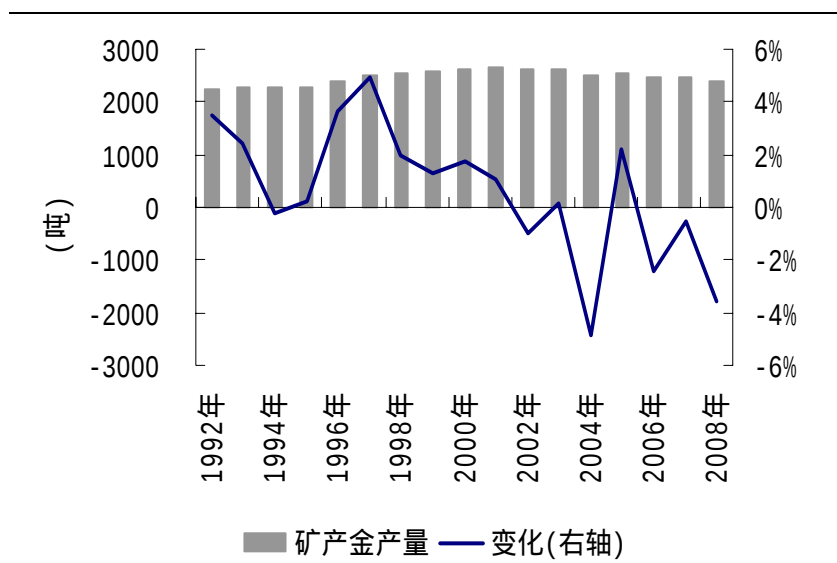
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

4.3. 供应增长缓慢

世界黄金供应主要来自于新开采的矿产金（约占 60%）、官方售金（约占 10%）、再生金（约占 20%）和净投资减持等。自 1997 年以来，世界黄金供应量一直在 4,000 吨上下徘徊。这主要是由于黄金供应中最主要部分的矿产金产量增长缓慢。尤其是 2001 年以来，虽然金价稳步上涨，但矿产金产量仍持续低迷。数据显示，由于矿石品位下降或部分矿山关闭，包括南非、美国、澳大利亚和加拿大等在内的西方主要生产国的黄金产量近年来均呈下降趋势。

2008 年，虽然黄金价格再创历史新高，但全球矿产金产量仍继续减少至 2,385 吨，比 2007 年下降 3.6%。

图 16：全球矿产金产量增长缓慢



数据来源：GFMS，安信证券研究中心

历史上，各国央行手中一直持有大量黄金储备，目前总量约占地球上全部黄金存量的 20%。过去 30 年来，央行一直在减持手中持有的黄金，这已成为黄金供应的重要组成部分之一。根据世界黄金协会的统计，至 2008 年第三季度全球央行和国际货币基金组织共持有黄金储备 29,697 吨，比 2000 年减少 3,332 吨。

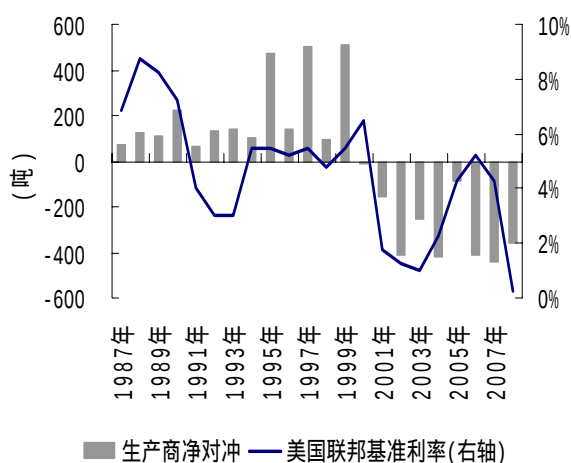
但近年来，随着金价不断上涨，各国央行对出售黄金的行为也更加审慎，销售量呈下降趋势。而且部分新兴工业国家还在增加黄金储备。例如，今年 4 月底，中国国家外汇管理局就宣布黄金储备目前已达到 1,054 吨，中国一举成为世界第五大黄金储备国。本世纪以来，中国调整过两次黄金储备，即 2001 年和 2003 年，分别从 394 吨调整到 500 吨和 600 吨。自 2003 年以来，逐步通过国内杂金提纯以及国内市场交易等方式，增加了 454 吨。

4.4. 生产商对冲下降

历史上，黄金生产商通过套期保值（hedging）方式获得未来新项目的融资，并规避金价波动的风险。但如果套保数量过大，则将大幅增加黄金供应，从而对金价形成打压。

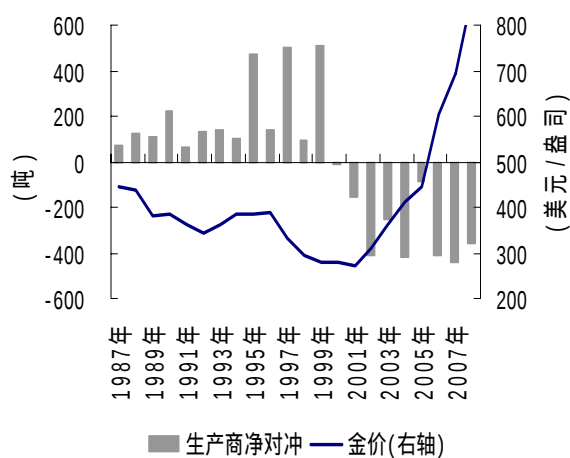
我们注意到，自 2000 年以来，全球净生产商对冲已由供应方变为需求方。这主要是由于：1）2001~2004 年间，为刺激经济，美联储连续降息，将联邦基准利率由 6% 降至 1% 的历史低点。这使得金价长期曲线趋于平缓，降低了生产商和投资者卖出黄金的积极性；2）2001 年以来，随着美元贬值，金价稳步上升，主要黄金生产商对金价走势普遍看好。

图 17：利率走低使卖出黄金吸引力大减



数据来源：GFMS，Bloomberg，安信证券研究中心预测

图 18：金价上涨降低了生产商卖出黄金的积极性



数据来源：GFMS，Bloomberg，安信证券研究中心预测

4.5. 金价仍有望进一步走高

综合以上分析，我们认为以下因素均有利于金价进一步走高：

- 1) 全球经济何时走出低谷。经济持续低迷的时间越长，黄金的避险功能将越发突出；
- 2) 通货膨胀预期。历史数据显示，在通货膨胀上升周期中，黄金的回报高于其它投资品；
- 3) 美元进一步贬值；
- 4) 官方黄金储备变化。如果包括中国在内的发展中国家继续增持黄金，这则将会推动黄金价格上涨。
- 5) 全球矿产金产量增长缓慢，生产商对冲保持下降。

目前，金价已稳定在 900 美元/盎司的上方，并有望再创新高。我们对 2009 年和 2010 年黄金价格预测分别为 920 美元/盎司和 950 美元/盎司；对应的国内金价预测分别为 201.2 元/克和 204.7 元/克。

表 7：全球黄金供需平衡表

(单位：吨)

	2000 年	2001 年	2002 年	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
供应：									
矿产金	2,591	2,621	2,588	2,592	2,469	2,550	2,486	2,478	2,416
再生金	616	713	840	939	849	886	1,129	958	1,215
净生产商对冲	-15	-151	-412	-270	-427	-86	-410	-444	-358
官方售金	479	520	547	617	470	662	370	484	246
合计	3,671	3,703	3,563	3,879	3,361	4,012	3,574	3,476	3,519
需求：									
首饰	3,196	3,001	2,653	2,477	2,611	2,707	2,284	2,404	2,186
工业和牙科	451	363	357	380	411	431	459	462	436
可确认投资	166	357	343	331	473	594	662	686	1,183
合计	3,813	3,721	3,353	3,189	3,495	3,731	3,405	3,552	3,805
推断净投资	-142	-18	210	690	-134	281	169	-76	-286

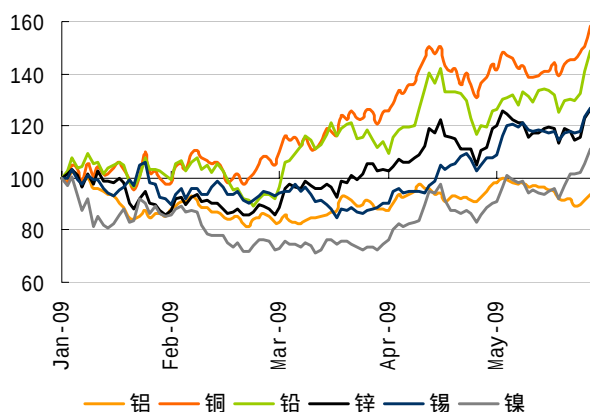
数据来源：世界黄金协会，安信证券研究中心

5. 铜：已率先走出低谷

5.1. 中国进口带动库存下降

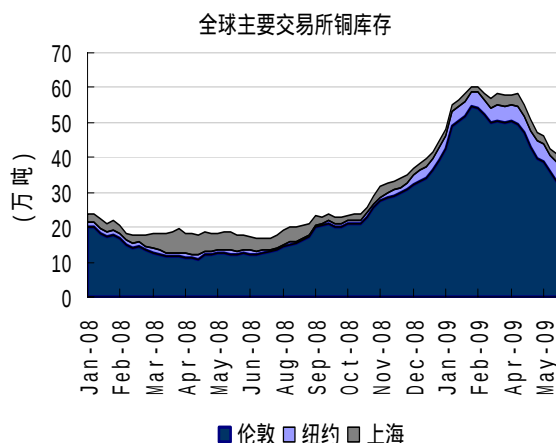
在经历了 2008 年 4 季度的大幅下跌后，今年来铜价表现突出。至 5 月底，LME3 月期铜价为 4,816 美元/吨，比年初时上涨 50.5%；涨幅在主要基本金属中排名第一。同时，与铝、镍等有色金属库存继续增加不同，全球主要交易所的铜库存自今年 2 月下旬以来持续回落。至 5 月底，包括伦敦、上海和纽约在内的三大交易所铜库存合计仅为 38.3 万吨；比 2 月下旬时下降 22.1 万吨，降幅达 36.6%。我们认为，今年来铜库存下降以及铜价表现突出，与中国消费出现复苏联系紧密。

图 19：主要有色金属价格变化（2009 ~ ）



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心
 注：以 2009 年 1 月 2 日为 100

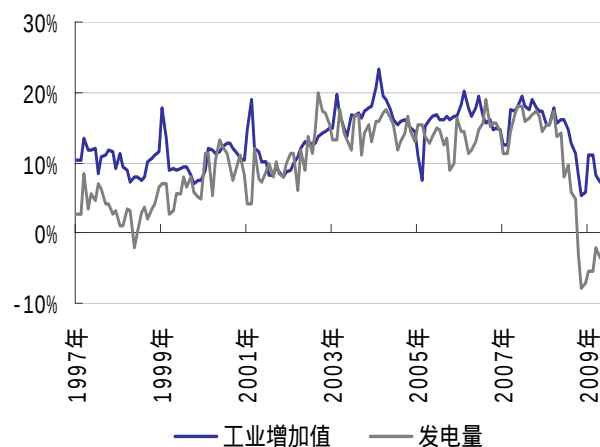
图 20：主要交易所铜库存



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

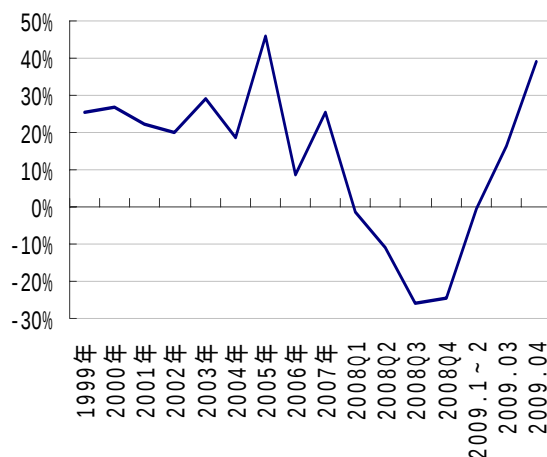
与西方铜消费主要用于建筑领域不同，中国铜消费约一半用于电力、家电和交通运输等行业。随着中国政府经济刺激政策的逐步出台，对电力、铁路、高速公路等基础设施的投资成为重点。加上汽车和商品房销售的回升，中国经济已经率先回暖。

图 21：中国工业生产和发电量变化



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

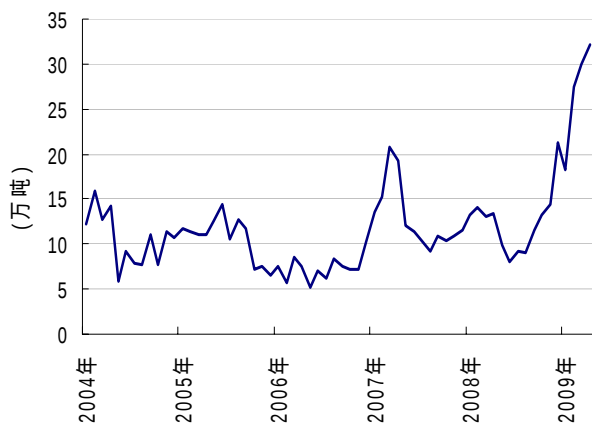
图 22：中国商品房销售面积变化



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

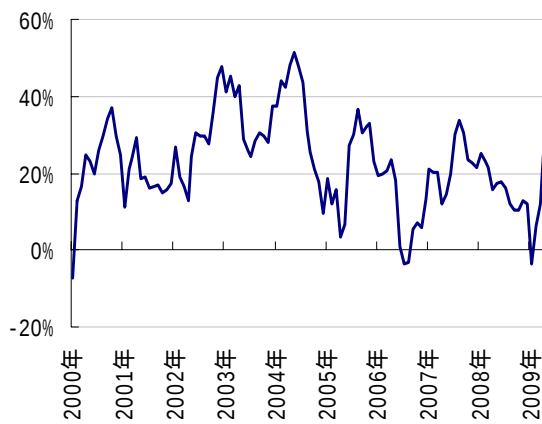
今年来，在国储收购以及废铜进口下降的带动下，中国精铜进口大幅增加，单月进口量屡创历史新高。1~4月中国共进口精铜 107.7 万吨，而去年同期为 53.8 万吨，增长超过一倍。同时，中国铜材产量也恢复增长，前 4 个月产量 271.6 万吨，同比增加 11.4%；表明国内消费已在复苏。

图 23：中国精铜进口量屡创新高



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

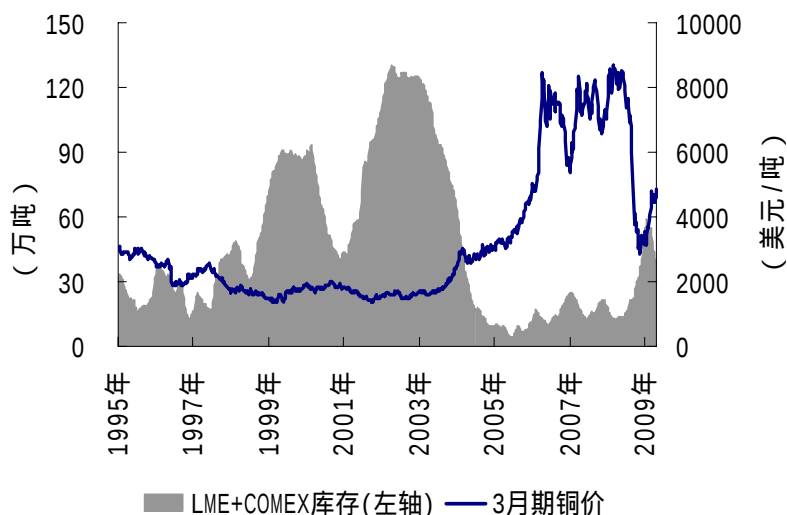
图 24：中国铜材产量变化（3 个月移动平均）



数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

目前，伦敦和纽约交易所的铜库存加总仅为 36.8 万吨；这低于 1994 年以来 46.4 万吨的平均水平。2001~2002 年时的行业低点时，两大交易所的铜库存曾一度逼近 130 万吨。

图 25：交易所库存 vs 铜价

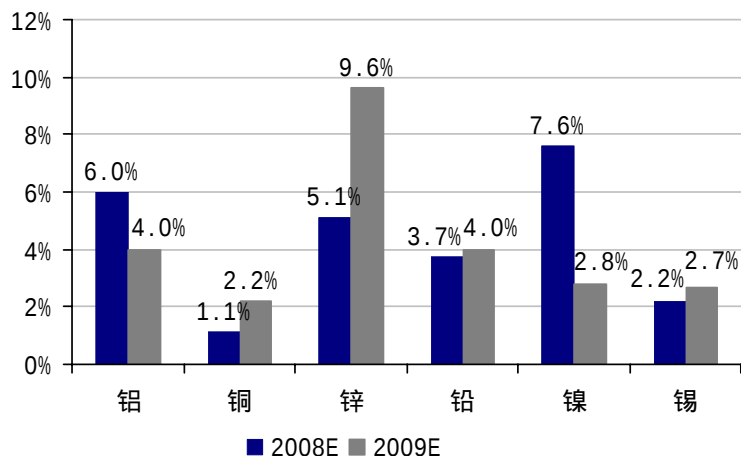


数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心

5.2. 冶炼加工费持续走低

我们的统计数据表明，主要有色金属中，铜矿山的减产幅度最小；表明目前铜矿的产能利用率仍然维持较高水平。加上当前铜价早已脱离了行业平均成本，矿山减产的意愿并不强烈。

图 26：主要有色金属减产产能占总产能的比例

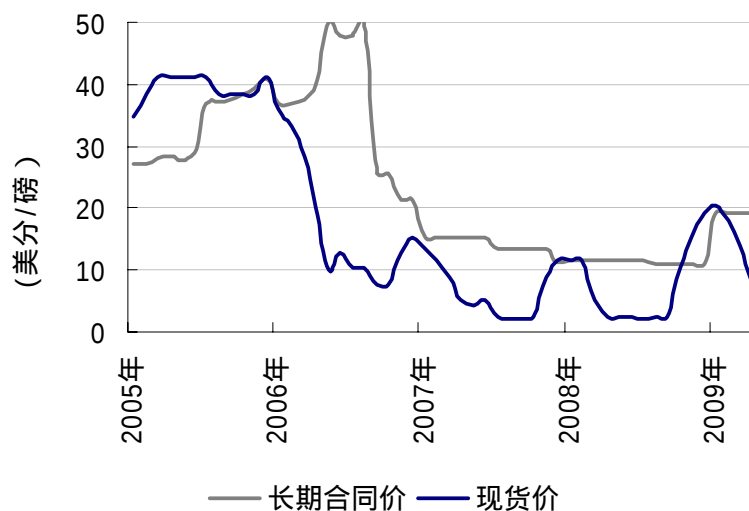


数据来源：CRU，Bloomberg，安信证券研究中心预测

另一方面，由于废铜供应减少，2 月份以来铜冶炼加工费持续走低。4 月份，现货市场综合冶炼加工费仅为 7.69 美分/磅（相当于 TC/RC30 美元/吨和 3 美分/磅）；比年初时的 20.52 美分/磅减少了近三分之二。

今年初，全球铜矿山企业和冶炼企业达成的 2009 年度加工费协议为 75 美元/吨和 7 美分/磅，比 2008 年高出近 60%。年度协议通常可提供铜冶炼企业所需一半以上的铜精矿供应；而另外部分需要从现货市场采购。

图 27：铜冶炼加工费走势



数据来源：CRU，安信证券研究中心

由于铜冶炼现货加工费下降明显，加上废铜紧张导致的开工率不足，冶炼企业正面临成本上升和盈利下降的风险。

考虑到全球铜矿山依然保持较高的产能利用率，因此一旦消费出现复苏，当铜市场出现供需缺口时，新增的供应将会较为有限。由于交易所铜库存也低于历史平均水平，则可能会很快推动铜价的上升。我们较为看好未来铜价的走势。

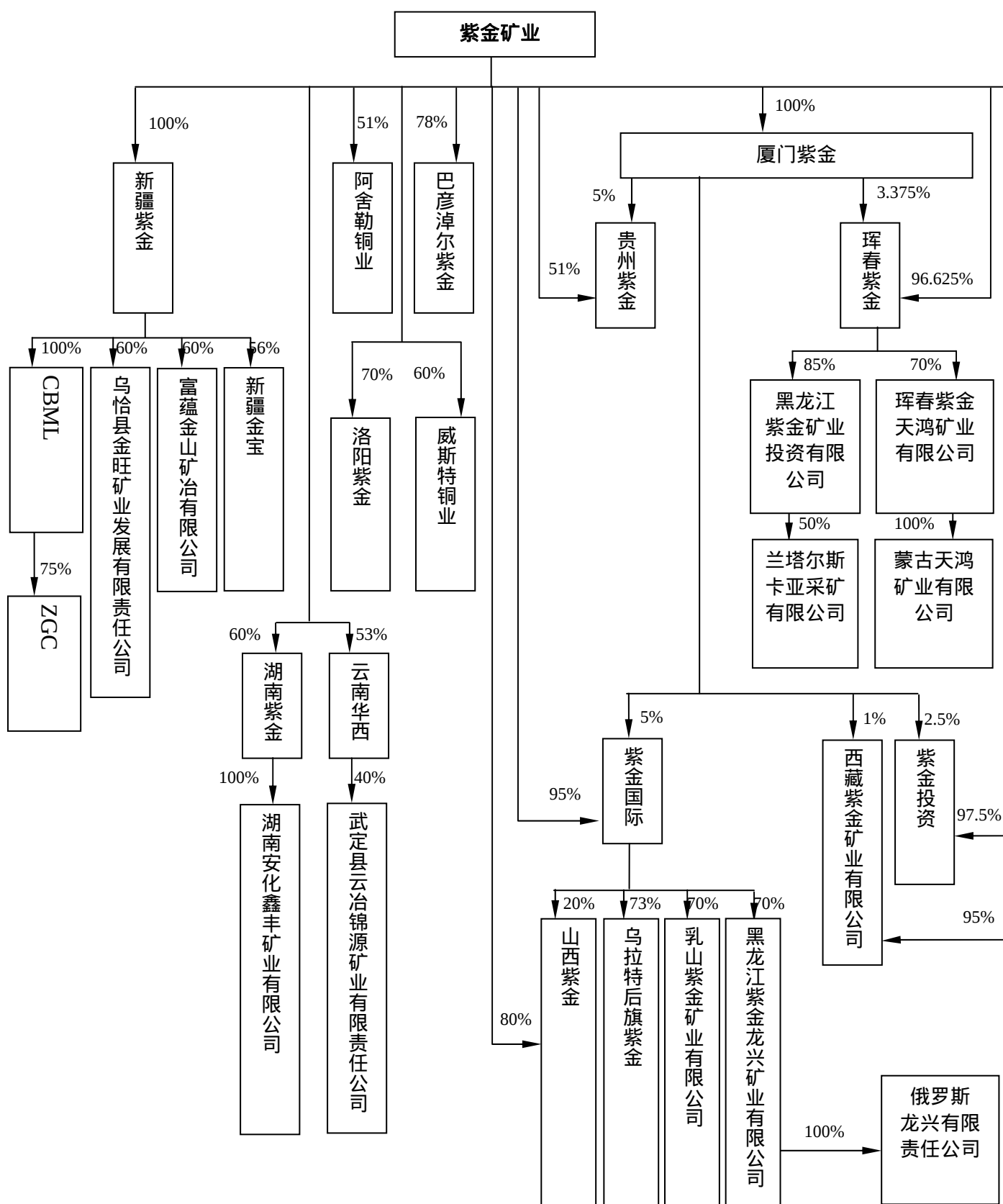
表 8：主要有色金属价格及其预测

	单位	2007 年	2008 年	2009E	2010E	2011E
国内(含税价)						
铜	元/吨	61,998	54,777	36,000	45,000	50,000
铅	元/吨	20,000	16,977	12,000	13,500	13,500
锌	元/吨	27,890	15,300	12,500	14,500	16,000
镍	元/吨	327,883	174,332	120,000	140,000	150,000
锡	元/吨	121,812	143,269	115,000	135,000	135,000
黄金	元/克	170.5	195.5	201.2	204.7	183.9
白银	元/公斤	3,587	3,357	2,952	3,232	2,508
国际						
铜	美元/吨	7,112	6,959	4,350	5,300	6,000
铅	美元/吨	2,585	2,088	1,250	1,450	1,350
锌	美元/吨	3,273	1,880	1,500	1,680	1,850
镍	美元/吨	37,205	21,058	13,800	16,500	18,000
锡	美元/吨	14,472	18,455	13,000	15,500	15,500
黄金	美元/盎司	695	872	920	950	880
白银	美元/盎司	13.4	15.0	13.5	15.0	12.0

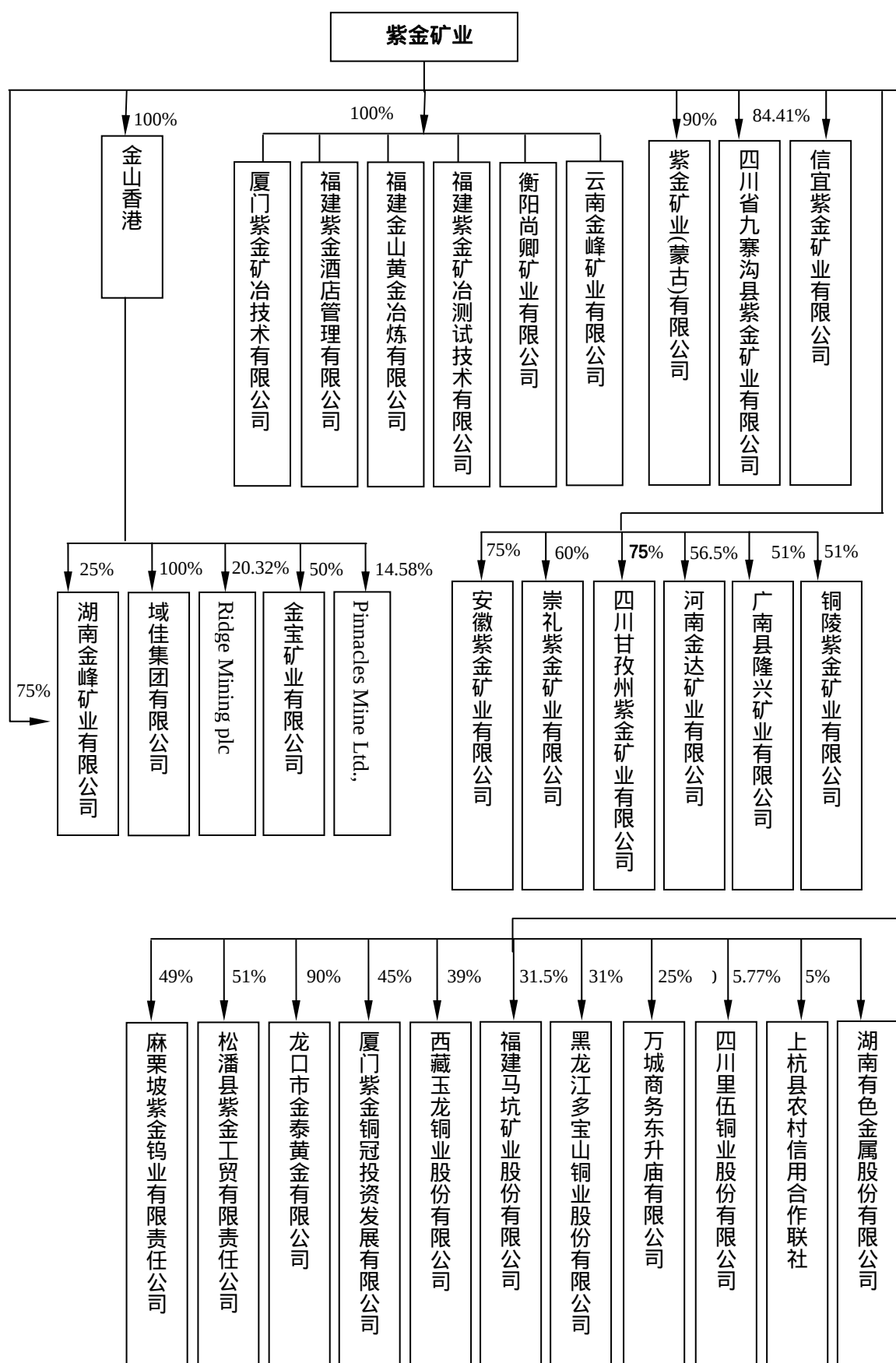
数据来源：Bloomberg，安信证券研究中心预测

附录 1：

紫金矿业主要下属公司框架图



紫金矿业主要下属公司框架图（续）



财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2009-6-3		
利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	15,047	16,984	17,980	21,416	23,065	成长性					
减: 营业成本	9,113	10,327	11,250	12,793	13,476	营业收入增长率	39.6%	12.9%	5.9%	19.1%	7.7%
营业税费	176	239	252	300	323	营业利润增长率	54.0%	3.3%	11.2%	30.9%	12.5%
销售费用	255	317	324	385	415	净利润增长率	50.0%	20.3%	28.3%	32.6%	14.2%
管理费用	777	1,001	935	1,114	1,199	EBITDA 增长率	49.8%	-0.7%	11.1%	27.3%	11.5%
财务费用	252	98	93	74	72	EBIT 增长率	49.2%	-3.2%	10.9%	30.0%	12.4%
资产减值损失	0	326	-	-	-	NOPLAT 增长率	53.5%	5.9%	17.3%	29.6%	13.2%
加: 公允价值变动收益	160	-37	-	-	-	投资资本增长率	51.0%	59.0%	45.2%	11.8%	12.1%
投资和汇兑收益	163	151	200	220	264	净资产增长率	40.8%	169.4%	2.6%	15.1%	13.5%
营业利润	4,639	4,791	5,326	6,970	7,843	利润率					
加: 营业外净收支	-210	-258	-230	-230	-230	毛利率	39.4%	39.2%	37.4%	40.3%	41.6%
利润总额	4,429	4,533	5,096	6,740	7,613	营业利润率	30.8%	28.2%	29.6%	32.5%	34.0%
减: 所得税	912	639	482	724	793	净利率	16.9%	18.1%	21.9%	24.4%	25.8%
净利润	2,548	3,066	3,935	5,216	5,957	EBITDA/营业收入	36.3%	32.0%	33.5%	35.8%	37.1%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	33.6%	28.8%	30.1%	32.9%	34.3%
货币资金	2,237	5,039	3,598	3,240	5,900	运营效率					
交易性金融资产	107	29	40	80	80	固定资产周转天数	83	103	125	137	154
应收帐款	589	705	360	428	461	流动营业资本周转天数	-15	-10	17	26	36
应收票据	52	267	200	200	200	流动资产周转天数	97	132	144	107	123
预付帐款	340	324	338	448	472	应收帐款周转天数	6	7	3		
存货	1,044	1,594	1,350	1,535	1,617	存货周转天数	24	29	31	24	25
其他流动资产	56	94	445	513	546	总资产周转天数	337	456	534	478	492
可供出售金融资产	302	63	100	150	150	投资资本周转天数	175	241	343	361	375
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	1,781	1,727	2,500	2,800	3,000	ROE	49.4%	20.3%	23.5%	26.6%	26.5%
投资性房地产	58	57	50	50	50	ROA	20.9%	14.9%	17.0%	20.2%	20.5%
固定资产	4,103	5,611	6,912	9,441	10,319	ROIC	64.8%	45.4%	33.5%	29.9%	30.3%
在建工程	1,752	2,500	3,000	2,500	1,800	费用率					
无形资产	1,772	4,112	5,312	5,805	6,178	销售费用率	1.7%	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%
其他非流动资产	2,606	4,095	2,950	2,550	2,500	管理费用率	5.2%	5.9%	5.2%	5.2%	5.2%
资产总额	16,799	26,218	27,154	29,740	33,273	财务费用率	1.7%	0.6%	0.5%	0.3%	0.3%
短期债务	3,290	2,354	2,000	1,000	1,000	三费/营业收入	8.5%	8.3%	7.5%	7.3%	7.3%
应付帐款	1,909	2,110	619	768	809	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	57.6%	26.8%	27.5%	23.8%	22.8%
其他流动负债	1,004	901	644	671	685	负债权益比	136.0%	36.7%	38.0%	31.3%	29.5%
长期借款	2,760	969	800	800	500	流动比率	0.67	1.42	0.98	1.06	1.35
其他非流动负债	282	410	220	220	220	速动比率	0.51	1.12	0.77	0.81	1.12
负债总额	9,681	7,038	7,478	7,090	7,571	利息保障倍数	20.03	49.82	58.27	95.84	109.94
少数股东权益	1,782	3,045	3,000	3,200	3,500	分红指标					
股本	1,314	1,454	1,454	1,454	1,454	DPS(元)	-	0.09	0.12	0.15	0.20
留存收益	4,063	14,783	15,322	18,096	20,847	分红比率	0.0%	42.7%	44.3%	41.8%	48.8%
股东权益	7,119	19,179	19,676	22,650	25,701	股息收益率	0.0%	0.9%	1.2%	1.5%	2.0%
现金流量表	2,007	2,008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	3,516	3,894	3,935	5,216	5,957	EPS(元)	0.18	0.21	0.27	0.36	0.41
加: 折旧和摊销	537	701	709	972	1,122	BVPS(元)	0.49	1.32	1.35	1.56	1.77
资产减值准备	0	326	-	-	-	PE(X)	56.6	47.0	36.7	27.7	24.2
公允价值变动损失	-160	37	-	-	-	PB(X)	20.3	7.5	7.3	6.4	5.6
财务费用	115	291	241	93	74	P/FCF	73.4	-28.6	-4.6	7.9	5.0
投资收益	-163	-14	-200	-220	-264	P/S	9.6	8.5	0.8	0.7	0.6
少数股东损益	968	828	680	801	863	EV/EBITDA	3.0	2.3	3.0	2.3	2.1
营运资金的变动	-384	-2,442	3,452	748	642	CAGR(%)	19.6%	20.5%	18.7%		
经营活动产生现金流量	4,556	4,025	8,669	7,590	8,392	PEG	2.9	2.3	2.0	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	-4,765	-8,651	1,877	128	262	ROIC/WACC	6.6	4.6	3.4	3.0	3.1
融资活动产生现金流量	428	5,207	-2,566	-3,255	-3,280	REP	0.3	0.2	0.3	0.3	0.2

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

衡昆,有色金属行业首席分析师,工商管理硕士。曾分别在 2005 年和 2006 年《新财富》杂志“有色金属行业分析师”评选中获第三名。2007.4.加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易,并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布,需注明出处为安信证券研究中心,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险,未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险,未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤

021-67865293

梁涛

021-68766067

张勤

021-68763879

周蓉

010-66581676

李昕

010-66581689

张茜萍

0755-82558089

王远洋

0755-82558087

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essences.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

zhangqp@essence.com.cn

深圳联系人

wangyy3@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

李国瑞

021-68763872

南方

021-68765206

马正南

010-66581668

潘琳

0755-82558268

王昊文

0755-82558069

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

ligr@essence.com.cn

上海联系人

nanfang@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

panlin@essence.com.cn

深圳联系人

wanghw@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034