



中信证券研究部

核心观点



敖翀
首席周期产业
分析师
S1010515020001

不同于传统加工类企业，优质黄金冶炼标的价值有望重估。公司具备行业领先的黄金冶炼能力，技术与规模优势明显，成本优势提升盈利水平，多金属回收增加盈利弹性。参考黄金与冶炼公司估值水平，给予公司 2019 年 30 倍 PE 估值，对应目标价 15.4 元，对应市值 140 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **黄金冶炼优质标的，技术优势提升盈利能力。**公司核心优势为处理复杂金精矿的能力，拥有 8 条行业领先的冶炼生产线。具备年产黄金 50 吨、白银 700 吨、电解铜 25 万吨的能力，并实现铋、锑等小金属的量产。近三年营收结构多元化，盈利能力稳步提升。2018 年金、银冶炼毛利占比 60.2%、18.3%，小金属毛利占比 8.3%，随着未来稀贵金属回收技术改造项目逐步投产，预计将成为公司新的利润增长点。

■ **立足核心冶炼技术，实现产业链深度延伸。**立足核心冶炼技术，构筑完整的产业链发展模式，为公司持续发展和减少盈利波动创造条件。包括，1) 上游扩展：通过内部勘探和外部并购实现探明黄金储量约 112.01 吨，加强与上游企业的合作，深度绑定原材料来源；2) 下游延伸：积极布局小金属、稀贵金属提纯与深加工，恒邦冶金化工循环产业园通过认定，助力公司开拓高纯材料与半导体材料等高端制造领域，推动公司实现矿冶生产与新材料双轨并行发展。

■ **江铜入主，优质黄金资产注入具备协同效应。**2019 年 3 月 5 日江西铜业公告拟以 29.76 亿元收购公司 2.73 亿股股份，占总股份 29.99%。若交易完成，江西铜业将成为控股股东。根据同业竞争承诺，欲将公司打造成江铜集团黄金板块的发展平台，未来有望注入旗下优质黄金板块资产。未来若按承诺完成资产注入，预计将增厚公司资源储量，提升黄金冶炼和金属回收利用效率，与现有业务产生显著的协同效应。

■ **风险因素：**主要产品价格波动的风险；公司项目建设进度不及预期；江铜入主及资产注入的不确定性风险。

■ **投资建议：**公司作为黄金冶炼优质标的，技术与规模优势明显，成本优势提升盈利水平，多金属回收增加盈利弹性。预计 2019-2021 年归属于母公司净利润分别为 4.67/5.89/7.29 亿元，对应 EPS 分别为 0.51/0.65/0.80 元。给予公司 2019 年 30 倍 PE 估值，对应目标价 15.4 元，对应市值 140 亿元，首次覆盖并给予“买入”评级。

恒邦股份	002237
评级	买入（首次）
当前价	10.50 元
目标价	15.40 元
总股本	910 百万股
流通股本	852 百万股
52 周最高/最低价	11.66/7.34 元
近 1 月绝对涨幅	8.70%
近 6 月绝对涨幅	30.27%
近 12 月绝对涨幅	-7.45%

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	19,523	21,201	22,723	24,527	27,026
营业收入增长率	19.1%	8.6%	7.2%	7.9%	10.2%
净利润(百万元)	361	406	467	589	729
净利润增长率	71.0%	12.4%	15.2%	26.1%	23.7%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.40	0.45	0.51	0.65	0.80
毛利率%	7.2%	7.0%	7.2%	7.6%	7.9%
净资产收益率 ROE%	8.6%	9.3%	10.0%	11.6%	12.9%
每股净资产(元)	4.62	4.79	5.09	5.54	6.14
PE	27	24	20	16	13
PB	2.3	2.2	2.1	1.9	1.7

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2019 年 5 月 31 日收盘价

目录

估值及投资评级	1
相对估值法	1
绝对估值法	2
公司概况：优质黄金冶炼标的，核心技术优势明显	3
行业分析：黄金板块配置机会来临	5
中长期金价：抗通胀逻辑下配置价值凸显	5
短期金价：全球风险事件频发，增强全球避险情绪	6
供需格局：预计 2019 年需求稳定增长，供给将保持平稳	7
价格预测：2019 年黄金均价有望上行至 1330 美元/盎司	8
公司竞争优势分析	9
优势之一：多元素复杂金精矿冶炼技术行业领先	9
优势之二：产业链深度延伸，矿冶与新材料双轨并行	12
优势之三：财务质量高，盈利能力强	13
优势之四：江铜入主，黄金板块具备协同效应	15
风险因素	15
盈利预测及关键假设	15
关键假设	15
盈利预测与估值	16

插图目录

图 1：恒邦股份历史 PB 水平	2
图 2：横向对标公司 PB/ROE 相关性	2
图 3：恒邦股份历史沿革及大事记	3
图 4：恒邦股份股权结构	3
图 5：恒邦股份生产线与主要冶炼产品	4
图 6：恒邦股份营业收入及增速	4
图 7：恒邦股份归母净利润及增速	4
图 8：2018 年公司营业收入构成	5
图 9：2018 年公司主营业务毛利润占比	5
图 10：美国新增非农人数指示此轮经济周期已接近顶点	5
图 11：美国长短期国债收益率和 GDP 走势的关系	5
图 12：美国 3 月期国债收益率和 10 年期国债收益率	6
图 13：全球主要经济体通胀水平上升（%）	6
图 14：VIX 指数显示市场避险情绪抬升	6
图 15：全球及主要经济体实际 GDP 增速预测	7
图 16：全球 PMI 数据已经进入下行区间	7
图 17：全球黄金需求量企稳回升（单位：吨）	7
图 18：各行业黄金消费需求（单位：吨）	7
图 19：2012-2015 全球金矿资本开支逐年递减	8
图 20：勘探发现金矿数量和含金量逐渐下滑	8
图 21：近年来黄金总供给量小幅震荡	8
图 22：再生金量随金价波动的弹性较小	8
图 23：未来黄金价格展望	9
图 24：公司技术发展路线图	9
图 25：公司历年来的黄金产销量	10
图 26：公司历年来的其他重要冶炼金属产量	10
图 27：公司小金属产量及预测数据（单位：吨）	11
图 28：公司累积的技术成果丰硕	11
图 29：冶炼企业研发投入占营收比例	12
图 30：公司近年来研发投入及占比情况	12
图 31：公司全产业链布局模式图	12
图 32：公司矿产金的盈利弹性分析（单位：百万元/吨）	13
图 33：2014-2018 年公司净资产收益率变化情况	14
图 34：2014-2019Q1 公司资产负债率变化情况	14
图 35：2014-2018 年公司主营业务毛利率变化情况	14
图 36：2014-2019Q1 公司盈利情况	14

表格目录

表 1：可比公司估值情况.....	1
表 2：可比公司 PB/ROE 情况.....	1
表 3：绝对估值法敏感性分析.....	2
表 4：采用造钽捕金冶炼技术的厂家情况统计	10
表 5：公司自有矿规模情况	13
表 6：江铜和公司的黄金/白银资源量梳理	15
表 7：公司主要业务盈利预测关键假设	16
表 8：恒邦股份盈利预测与估值情况.....	17

■ 估值及投资评级

公司 2019 年目标价 15.4 元。综合比较 PE、PB、PB/ROE 和 DCF 现金流模型，得到公司股价合理范围为 12.7-16.1 元，考虑到公司作为 A 股优质的贵金属冶炼标的，成本优势提升盈利水平，规模优势料将带动未来业绩快速增长。参考黄金与冶炼公司估值水平，给予公司 2019 年 30 倍 PE 估值，对应 DCF 合理估值范围，对应目标价 15.4 元，对应市值 140 亿元，首次覆盖并给予“买入”评级。

相对估值法

(1) **PE 估值**：公司主营贵金属采选及冶炼业务，包括金银精矿冶炼、电解铜等。选取黄金采选及冶炼，有色金属冶炼与加工类企业作为可比公司，2019 年可比公司的 PE (Wind 一致预期) 均值 29.28 倍。参考行业平均水平，28-32 倍 PE 对应股价区间 14.3-16.4 元。考虑到公司作为 A 股优质贵金属冶炼标的，环保政策趋严形势下，成本与规模优势料将带动未来业绩快速增长，给予 2019 年 30 倍 PE 估值，**对应股价 15.4 元**。

表 1：可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)				PE (倍)				PB (倍) 2019E
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	
601899.SH	紫金矿业	3.23	691.29	0.18	0.22	0.25	0.29	17.89	14.74	21.31	10.94	1.46
600489.SH	中金黄金	8.04	272.64	0.06	0.09	0.11	0.13	139.49	89.59	72.93	62.76	1.90
1818.HK	招金矿业(H)	7.06	219.97	0.15	0.21	0.25	0.36	47.30	29.27	22.89	0.00	1.33
002716.SZ	金贵银业	6.70	62.72	0.12	0.44	0.56	-	53.20	15.02	11.80	0.00	1.39
600362.SH	江西铜业	14.93	427.98	0.71	0.86	0.96	1.06	19.92	16.33	14.74	13.23	0.99
000630.SZ	铜陵有色	2.40	254.74	0.07	0.08	0.10	0.11	34.46	27.92	23.58	20.71	1.32
000878.SZ	云南铜业	10.00	173.03	0.07	0.29	0.40	0.50	136.91	34.55	25.06	20.17	2.09
600497.SH	驰宏锌锗	4.74	257.11	0.12	0.23	0.24	0.27	37.28	19.73	18.66	17.19	1.51
000060.SZ	中金岭南	4.77	176.34	0.26	0.28	0.31	0.32	17.93	16.38	14.94	14.24	1.43
平均		-	-	0.19	0.30	0.35	0.38	56.04	29.28	25.10	17.69	1.48

资料来源：Wind，中信证券研究部

注：股价为 2019 年 5 月 31 日收盘价，表格中数据均为 wind 一致预期

(2) **横向 PB/ROE 比较**。选取 A 股从事黄金采选及冶炼相关的企业作为可比公司，选取 PB/ROE 比值作为横向对比指标，选取公司 ROE 值(2019 年一致预期)均值为 6.74%，PB 均值为 1.48，选取公司的 PB/ROE 呈现线性分布(剔除异常值)，通过对不同行业的企业进行对比，拟合度相对较好，可作为估值参考。我们预测公司 2019 年 ROE 值为 10.0%，显著高于行业均值，给予公司 2019 年 2.5 倍 PB 估值，**对应股价 12.7 元**。

表 2：可比公司 PB/ROE 情况

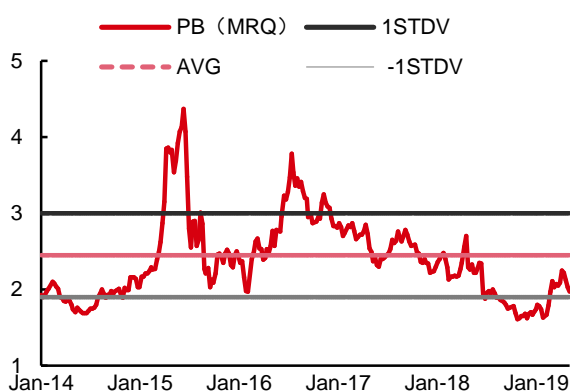
公司简称	ROE (%，2019E，Wind 一致预期)	PB (LF)
紫金矿业	10.64	1.46
中金黄金	2.22	1.90
招金矿业	5.02	1.33
金贵银业	9.43	1.39
江西铜业	5.69	0.93
铜陵有色	4.90	1.32

公司简称	ROE (%，2019E，Wind 一致预期)	PB (LF)
云南铜业	6.18	2.09
驰宏锌锗	7.88	1.51
中金岭南	8.74	1.43
均值	6.74	1.48
恒邦股份	9.49	1.80

资料来源：Wind，中信证券研究部

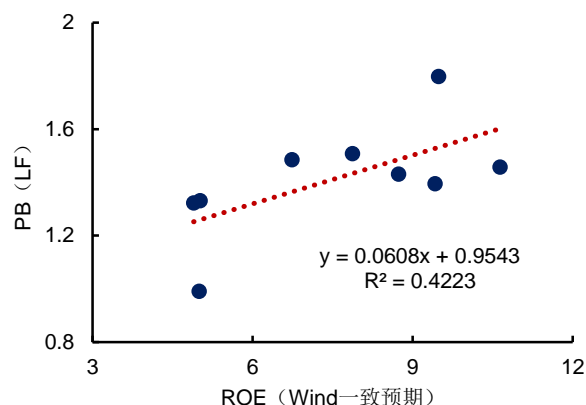
(3) 纵向 PB 估值比较。从公司历史 PB 值看，2014-2019 年公司主营业务未发生变化，期间 PB 均值 2.44，当前公司 PB 值 1.97，处于历史均值-一倍标准差 (AVG-1STD) 1.88 倍附近，考虑到公司冶炼业务技术优势明显，公司当前 PB 水平偏低，未来预期应会升至历史均值以上，给予公司 2.8 倍 PB 估值，**对应股价 14.3 元。**

图 1：恒邦股份历史 PB 水平



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 2：横向对标公司 PB/ROE 相关性



资料来源：Wind，中信证券研究部

绝对估值法

折现现金流 (DCF)：采用的现金流为企业自由现金流 (FCFF)。假设公司 2028 年之后永续增长，增长率 1%-2%。对于其他参数，假设公司股票 β 值为 0.99；无风险利率为 3.0%，假设风险溢价 7.0%；公司债务成本为 6.0%；随着公司业务不断扩展，预期债务比例增加到 40%，公司适用的所得税税率 25%。计算得到公司 WACC 约为 7.8%，再根据盈利预测模型，在 1%-2%的永续增长率下，估计公司合理价值区间在 13.2-20.0 元；按照中值 7.8%的 WACC 和 1.5%的永续增长率条件，**计算得出公司每股价值 16.1 元。**

表 3：绝对估值法敏感性分析

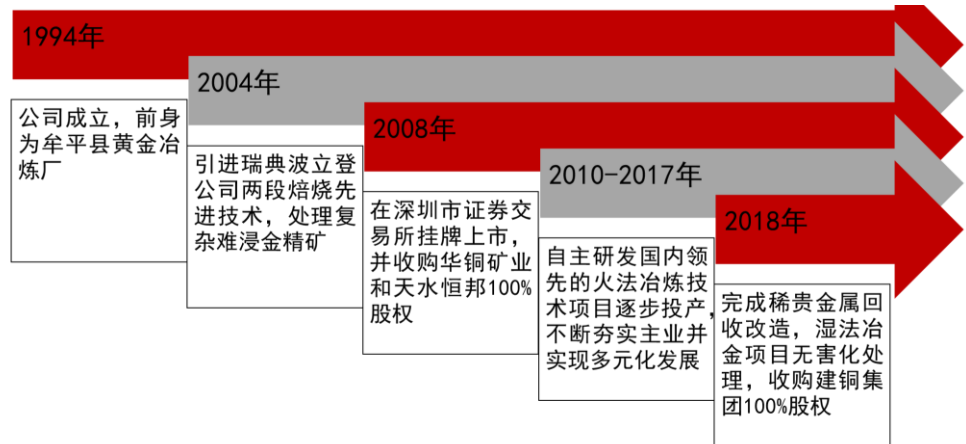
	16.06	6.3%	6.8%	7.3%	WACC			
					7.8%	8.2600%	8.8%	9.3%
TV	0.0%	18.7	16.5	14.6	13.0	11.6	10.3	9.2
	0.5%	20.3	17.8	15.7	13.9	12.3	11.0	9.8
	1.0%	22.1	19.3	16.9	14.9	13.2	11.7	10.4
	1.5%	24.4	21.1	18.3	16.1	14.1	12.5	11.0
	2.0%	27.1	23.2	20.0	17.4	15.3	13.4	11.8
	2.5%	30.7	25.9	22.1	19.1	16.6	14.5	12.7
	3.0%	35.2	29.2	24.7	21.1	18.1	15.8	13.7

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

■ 公司概况：优质黄金冶炼标的，核心技术优势明显

历史沿革：公司主要从事黄金采选、冶炼及化工生产等业务，是国家重点黄金冶炼企业。公司成立于1994年，前身为牟平县黄金冶炼厂；2008年于深交所上市；2010-2017年自主研发国内领先的火法冶金技术项目逐步投产；2018年完成稀贵金属回收利用项目改造，并收购建铜集团100%股权。

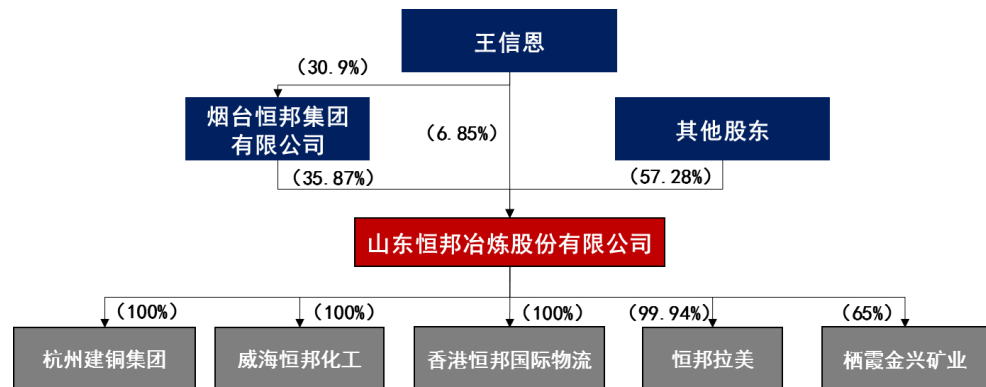
图3：恒邦股份历史沿革及大事记



资料来源：公司公告，公司官网，中信证券研究部

股权结构：根据公司2019年一季报，恒邦集团和王信恩合计持股42.72%，为第一大股东，王信恩为实际控制人。根据江西铜业2019年3月5日公告，江西铜业拟收购公司29.99%股份，若收购完成后，江西铜业将成为公司控股股东，江西省国资委将成为实际控制人。

图4：恒邦股份股权结构

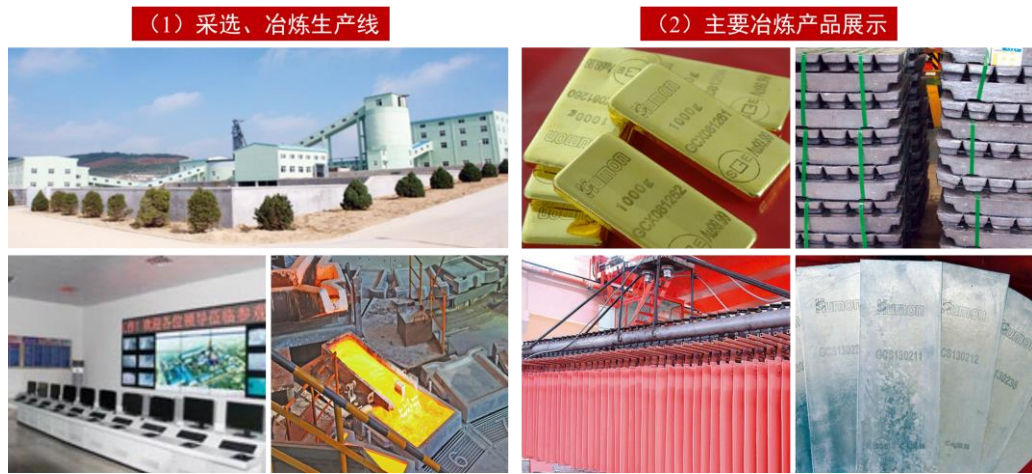


资料来源：公司公告，中信证券研究部

主营业务：公司是一家以黄金探采选、冶炼及化工生产为主的高新技术企业，主要致力于金精矿、银精矿、铜精矿及含砷复杂矿的冶炼技术研究，综合回收和清洁生产水平已经达到国际领先。主要产品包括有黄金、白银、电解铜、电解铅、硫酸、磷铵及其他化肥

等。公司矿产资源储量丰富，目前拥有国内领先的技改后的湿法和先进的火法冶炼等 8 条冶炼生产线。

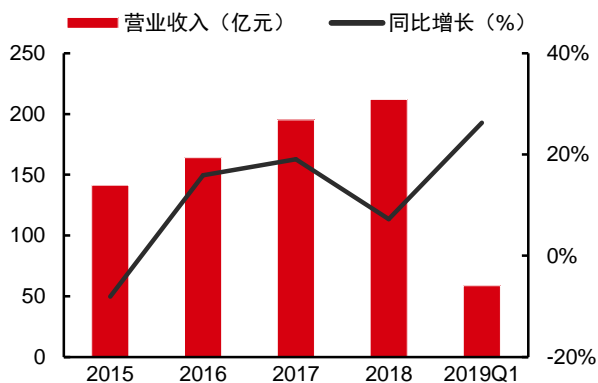
图 5：恒邦股份生产线与主要冶炼产品



资料来源：公司官网，中信证券研究部

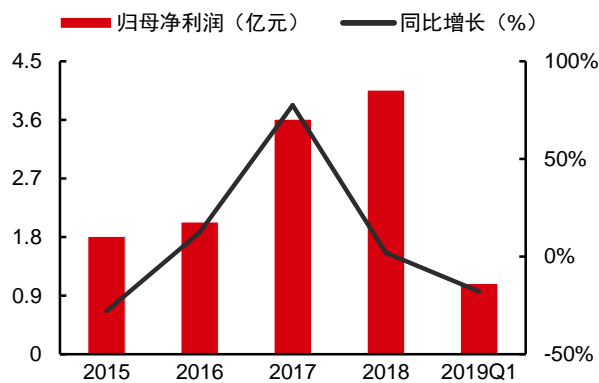
营业收入与净利润：公司 2015-2018 年营业收入稳步增长，三年 CAGR 为 14.5%，归母净利润呈阶梯式增长，三年 CAGR 为 30.9%，主要是冶炼产能稳步释放带来的业绩增长。2019 年 Q1 实现营业收入 58.56 亿元，同比增长 26.26%，归母净利润同比减少 17.86%，净利润同比下滑主要系电解铜成本增加所致。

图 6：恒邦股份营业收入及增速



资料来源：公司公告，中信证券研究部

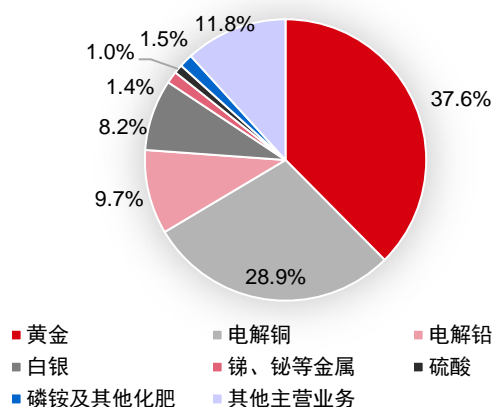
图 7：恒邦股份归母净利润及增速



资料来源：公司公告，中信证券研究部

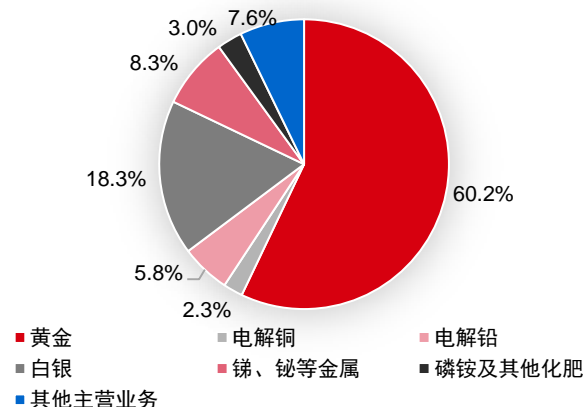
营收与毛利占比：公司 2018 年营业收入主要来源于黄金、电解铜、电解铅及白银业务，营收占比合计 84.3%。2018 年毛利润主要来源于黄金业务，占比超过 60%，白银共享的毛利占比 18.3%；其中，随着稀贵金属回收改造项目的投产，2018 年实现部分小金属量产，此项业务的毛利占比大幅提升至 8.3%。

图 8: 2018 年公司营业收入构成



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

图 9: 2018 年公司主营业务毛利润占比



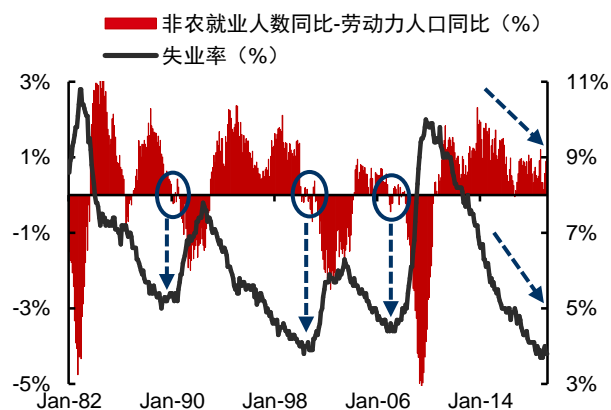
资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

行业分析: 黄金板块配置机会来临

中长期金价: 抗通胀逻辑下配置价值凸显

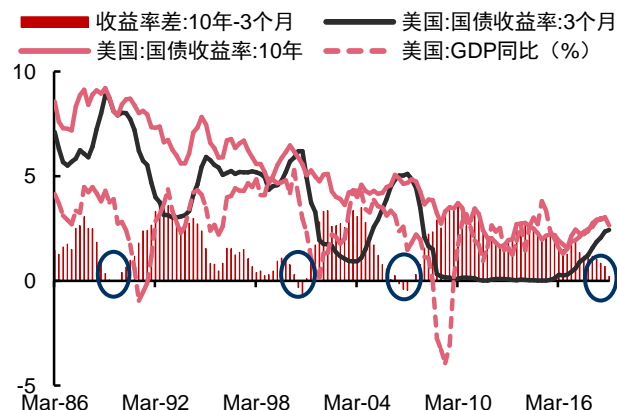
美国经济或将见顶, 衰退信号实质上已经出现。美国新增非农就业人数是失业率拐点的先行指标, 目前新增非农人数已经接近 0 点附近, 短期脉冲并不能作为强势的信号, 失业率持续数月维持低位, 新增就业人口数量表现乏力, 美国经济实际上可能见顶。自 20 世纪 80 年代以来, 每一次经济衰退前期都存在长短期国债收益率倒挂的现象, 美国长短期国债收益率倒挂, 预示美国经济将见顶下行。

图 10: 美国新增非农人数指示本轮经济周期已接近顶点



资料来源: Wind, 中信证券研究部

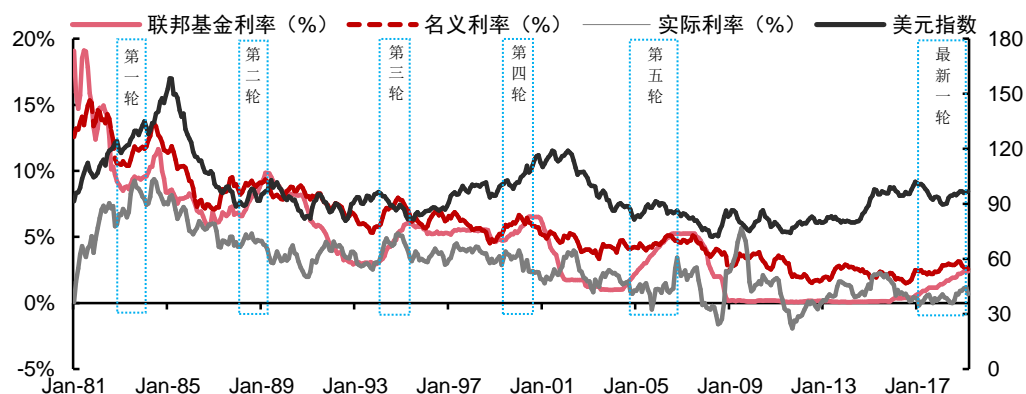
图 11: 美国长短期国债收益率和 GDP 走势的关系



资料来源: Wind, 中信证券研究部

本轮加息接近尾声, 金价压制因素弱化。根据历次加息的数据统计, 美联储历次加息进程中的黄金价格表现不一。尤其是 2008 年金融危机以来, 美联储的扩表行动较欧洲和中国更为激进, 抢跑货币政策导致美元强势, 但这也提前透支了投资者对美元的乐观预期。随着美联储次轮加息周期步入尾声, 预计美元强势走势和利率将会出现一定的回落, 压制黄金的主要因素逐渐弱化。

图 12: 美国 3 月期国债收益率和 10 年期国债收益率



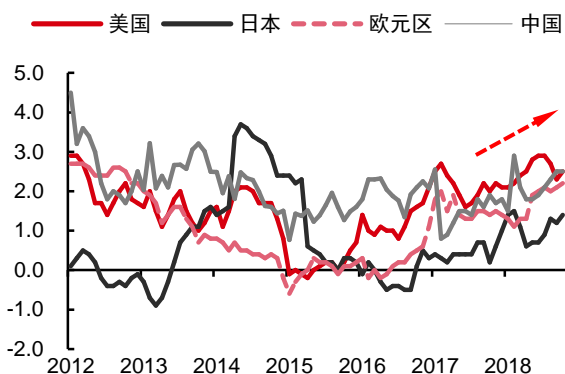
资料来源: Wind, 中信证券研究部

通胀预期温和上行, 2019 年重拾抗通胀逻辑。2018 年下半年以来, 全球主要经济体 CPI 数据进入上行区间, 油价上涨成为通胀上行的核心驱动因素。预计 2019 年原油价格中枢相较于 2018 年将继续抬升 10%, 对通胀水平形成支撑。考虑到黄金的对冲属性, 其价格具备充分的上行逻辑。

短期金价: 全球风险事件频发, 增强全球避险情绪

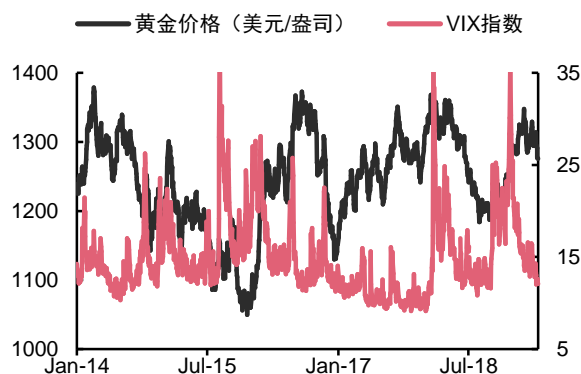
全球避险情绪升温, 增强黄金配置价值。中美贸易谈判一波三折, 特朗普筹划对欧盟产品加征高额关税, 全球贸易保护主义和市场不确定性风险将增加全球避险情绪。此外, 英国退欧的不确定性、美国将伊斯兰革命卫队列为“恐怖组织”等政治黑天鹅事件, 预计将进一步增强全球避险情绪。市场避险情绪升温, 黄金作为避险资产的配置价值凸显。

图 13: 全球主要经济体通胀水平上升 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

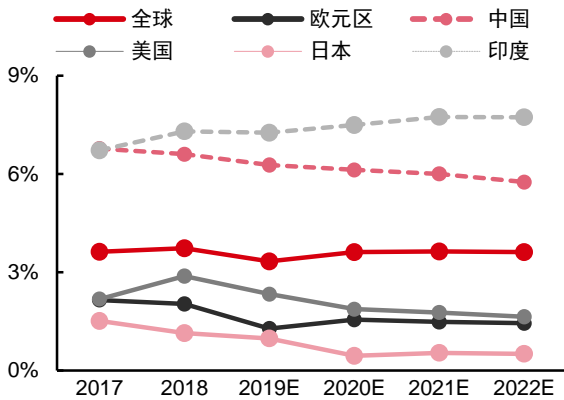
图 14: VIX 指数显示市场避险情绪抬升



资料来源: Wind, 中信证券研究部

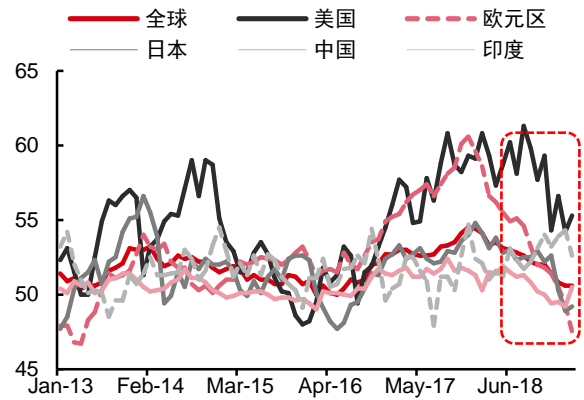
IMF 再次下调全球经济增长预期, 世界经济增长或将进一步放缓。根据 IMF 最新预测, 2019 年全球增速预期下调至 3.3%, 维持 2020 年增速预期 3.6% 不变, 过去六个月中第二次下调对 2019 年的增速预期, 全球 PMI 数据已进入下行区间。中美贸易战、英国脱欧等不确定性风险是拖累全球经济增长的主要因素。

图 15: 全球及主要经济体实际 GDP 增速预测



资料来源: IMF (含预测), 中信证券研究部

图 16: 全球 PMI 数据已经进入下行区间

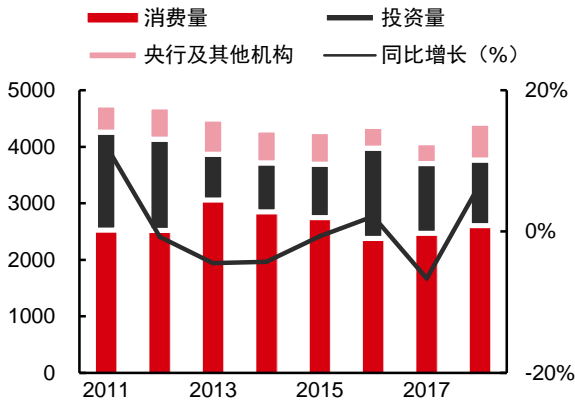


资料来源: Wind, 中信证券研究部

供需格局: 预计 2019 年需求稳定增长, 供给将保持平稳

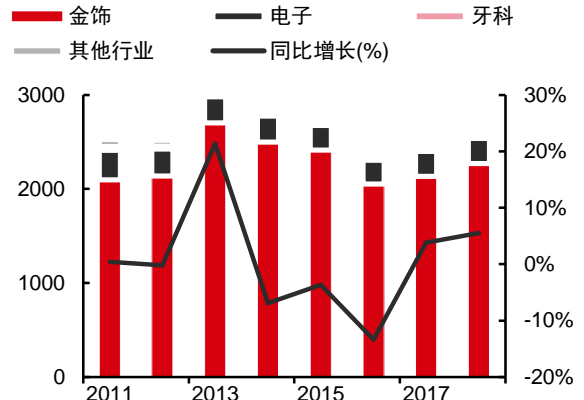
预计 2019 年黄金需求量将保持稳定增长。根据 GFMS 数据, 2018 年黄金需求量 4345.1 吨, 同比增长 6.72%。主要得益于央行购金和消费量分别增长 75.4%和 5.51%。预计 2019 年, 中印经济韧性将带动黄金消费保持小幅增长; 黄金 ETF 在 2018 年四季度大幅增长, 预计 2019 年也将带动投资回升; 2018 年央行购金持续活跃, 预计 2019 年全球局势动荡将促使各国央行购金动力进一步增加, 尤其是新兴市场国家。这些因素共同拉动黄金需求量的增长。

图 17: 全球黄金需求量企稳回升 (单位: 吨)



资料来源: GFMS, 中信证券研究部

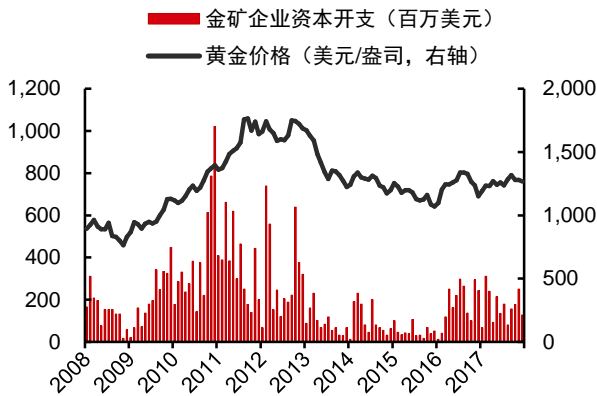
图 18: 各行业黄金消费需求 (单位: 吨)



资料来源: GFMS, 中信证券研究部

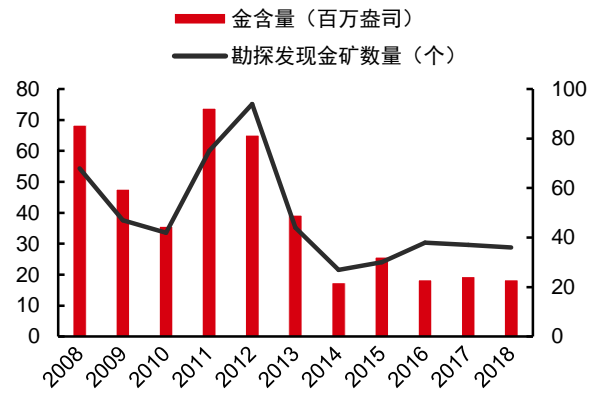
金矿资源周期效应制约矿产黄金产量大幅增长。根据标普全球市场财智 (S&P) 数据, 全球金矿企业资本开支自 2012 年以来持续下降, 受此影响, 2012 年以来全球新勘探发现金矿数量和金含量均有所下滑。

图 19: 2012-2015 全球金矿资本开支逐年递减



资料来源: S&P, 中信证券研究部

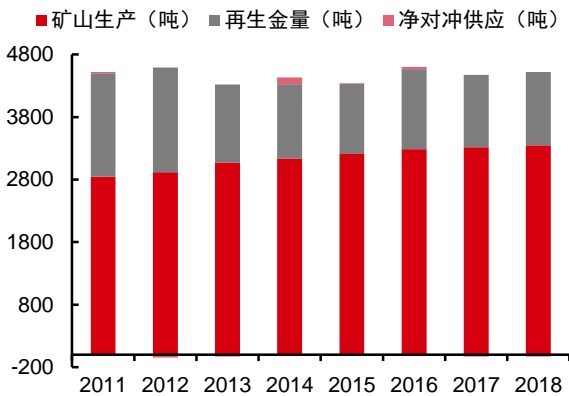
图 20: 勘探发现金矿数量和含金量逐渐下滑



资料来源: S&P, 中信证券研究部

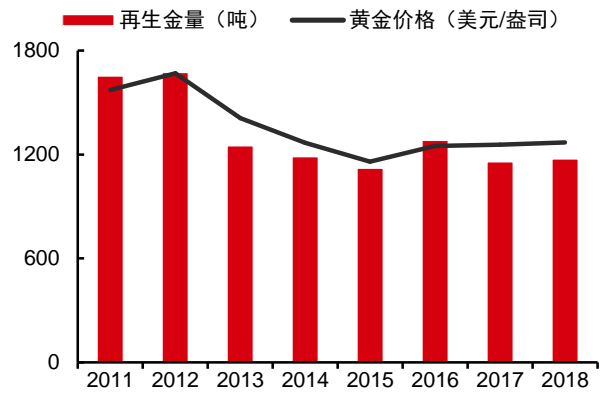
预计 2019 年黄金供给将保持平稳。根据 GFMS 数据,过去几年黄金供应量小幅震荡,2018 年为 4490.2 吨,同比增长 0.97%。其中,近三年矿山产量增长乏力,2018 年同比仅增 0.84%;金价拉动再生金量回升 1.43%;受市场情绪影响,生产商净对冲减少量为 29.4 吨。预计 2019 年矿产黄金受扩产周期的影响将略有下滑,再生金量随着黄金价格上升将有所增长,但弹性依旧不足。

图 21: 近年来黄金总供给量小幅震荡



资料来源: GFMS, 中信证券研究部

图 22: 再生金量随金价波动的弹性较小

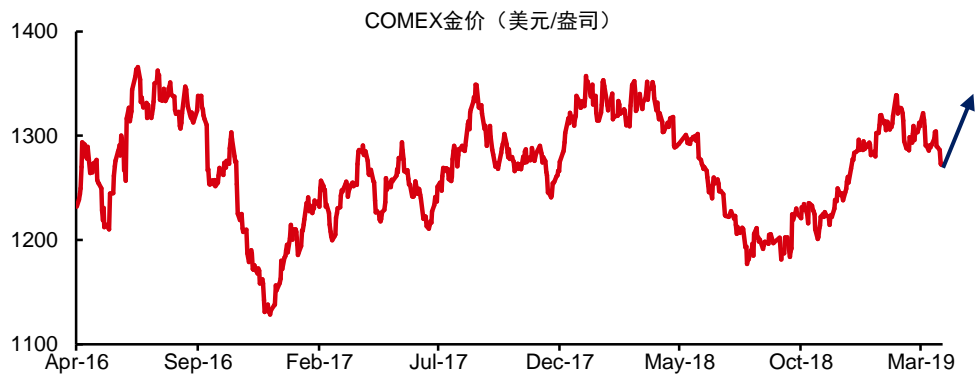


资料来源: GFMS, 中信证券研究部

价格预测: 2019 年黄金均价有望上行至 1330 美元/盎司

价格展望: 1) 预期美国或将经济见顶转向,美联储加息接近尾声,相对经济所需的货币宽松预期会导致通胀上行,黄金的抗通胀价值凸显; 2) 未来全球宏观经济下行压力增大,同时权益类市场大幅波动、贸易争端及地缘政治等因素造成市场避险情绪上升,对金价形成一定的支撑作用; 3) 黄金实物需求保持稳定增长,上游矿产金产量增速低迷。我们预计金价将重拾上升通道,2019-2021 年黄金均价有望达到 1320/1360/1390 美元/盎司,2019 年最高可能突破 1400 美元/盎司。

图 23: 未来黄金价格展望



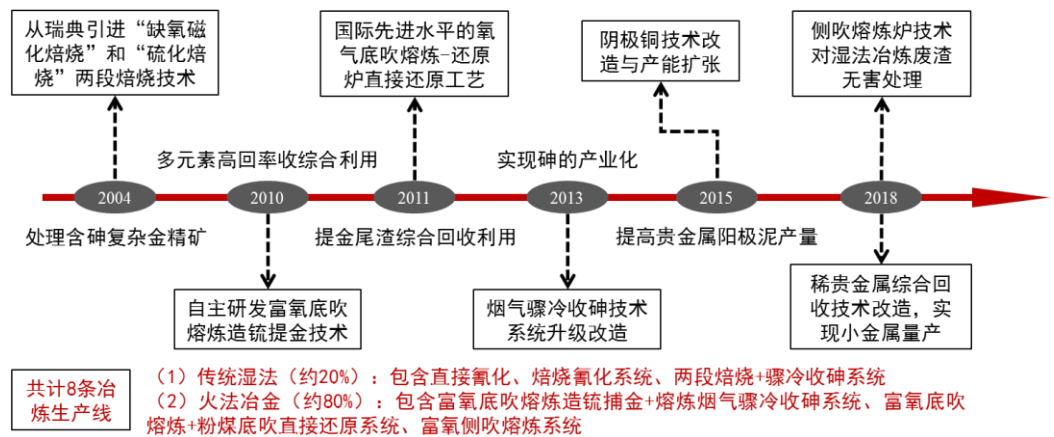
资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

公司竞争优势分析

优势之一: 多元素复杂金精矿冶炼技术行业领先

复杂金精矿的核心冶炼技术发展路线清晰。近年来, 公司围绕黄金冶炼及多金属回收利用的主业不断进行技术改造和升级, 每一次技改都代表着国内黄金冶炼行业的最高水准。截至目前, 公司已拥有经无害化处理的传统湿法冶金和成本优势明显的火法冶金系统等 8 条冶炼生产线, 具备年产黄金 50 吨、白银 700 吨、电解铜 25 万吨、副产品硫酸 100 万吨的能力, 并在 2018 年实现部分小金属的量产。

图 24: 公司技术发展路线图



资料来源: 公司公告, 中信证券研究部

冶炼技术与回收利用率行业领先, 环保政策趋严的直接受益者。公司在国内率先进行造钽捕金冶炼技术的升级改造, 随着冶炼及相关技改项目的建设、实施, 进一步提升复杂多金精矿的处理能力, 并对湿法冶炼无害化处理, 冶炼成本优势明显。公司凭借多年的技术积淀不断进行自主研发, 通过冶炼厂之间的废渣相互重复利用, 使得稀贵金属 (Au、Ag、Cu、S、Pb、Zn) 综合回收利用实现高回收率, 其中金、银回收率均高达 97%, 相较于使用单一焙烧-氰化提金技术, 平均金回收率不及 90% 的企业, 具有非常明显的优势。而且, 2018 年环保部发布的《黄金行业氰渣污染控制技术规范》, 明确黄金冶炼氰化物废渣

处理过程的各项技术标准，预计此项政策对行业内的一半以上产能会有明显影响。公司仅有的 20%湿法冶炼已完成无害化处理技术改造，在未来环保政策趋严形势下，公司市场份额有望进一步提升。

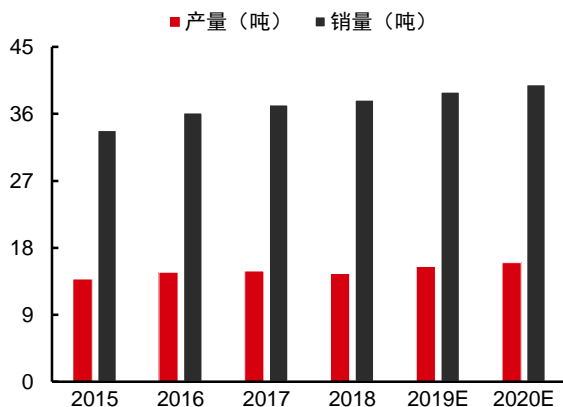
表 4：采用造钽捕金冶炼技术的厂家情况统计

序号	投产时间	矿石类型	年处理量或金属产量	公司或厂家
1	2008	复杂金精矿、提金尾渣、铅精矿混合料等	-	恒邦股份（技改）
2	2008	多金属	10 万吨电铜	山东东营方圆有色金属
3	2011、2016	-	10+10 万吨粗铜	包头华鼎铜业发展（技改）
4	2014	-	10 万吨电铜	豫光金铅（双底吹）
5	2015	多金属	50 万吨	北方铜业垣曲冶炼厂（双底吹）
6	2015	铜金混合矿	150 万吨	中原黄金冶炼厂
7	2016	金精矿/湿法废渣/含铜废物/有色冶炼废物	90 万吨/10 万吨/ 2.5 万吨/2.5 万吨	恒邦股份
8	2016	多金属矿	66 万吨	金城冶金有限公司（三联炉）
9	2016	多金属	150 万吨	山东东营方圆有色金属

资料来源：各公司公告，中信证券研究部

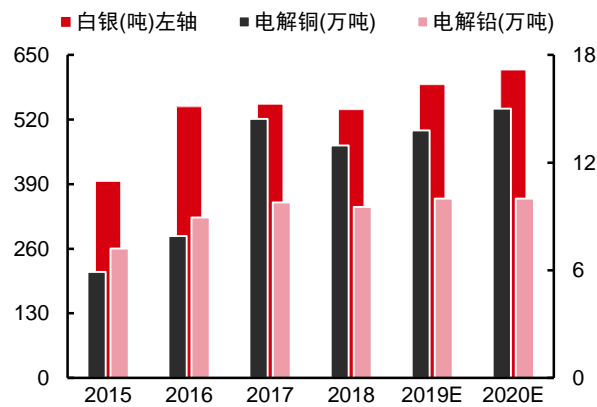
黄金冶炼稳步推进，其他金属产量增长性高。自 2014 年以来，公司的黄金产销量相对稳定，并通过一系列领先技术优势和项目建设，提高银、电解铜和电解铅等金属的冶炼和回收利用能力。随着湿法黄金冶炼渣无害处理及电解扩能等项目的产能逐步释放，预计 2019 年黄金/白银产量增量分别为 1.1/50 吨，电解铜/电解铅产量增量分别为 0.9/0.5 万吨，各金属冶炼产量呈现稳步增长趋势。

图 25：公司历年来的黄金产销量



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

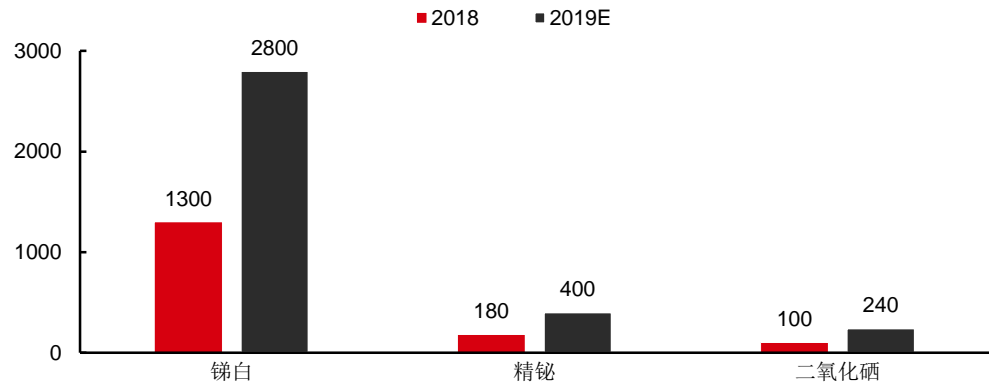
图 26：公司历年来的其他重要冶炼金属产量



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

小金属回收项目逐步投产，增加公司盈利弹性。小金属是复杂金精矿的附属品，并不会被计入原材料的成本端，因此会极大增加公司的利润弹性。公司在 2018 年下半年完成冶炼技改与稀贵金属回收利用项目，实现了包括铋、锑、二氧化硒及铂钯等小金属的量产。公司 2018 年小金属（含铋）实现营收 2.92 亿元，贡献毛利 1.24 亿元，毛利率超 42%，预计 2019 年将贡献毛利约 2 亿元。随着该项目产能逐步释放，公司采购的原材料金属成分多元化，未来将会贡献更多的小金属品种和增量。

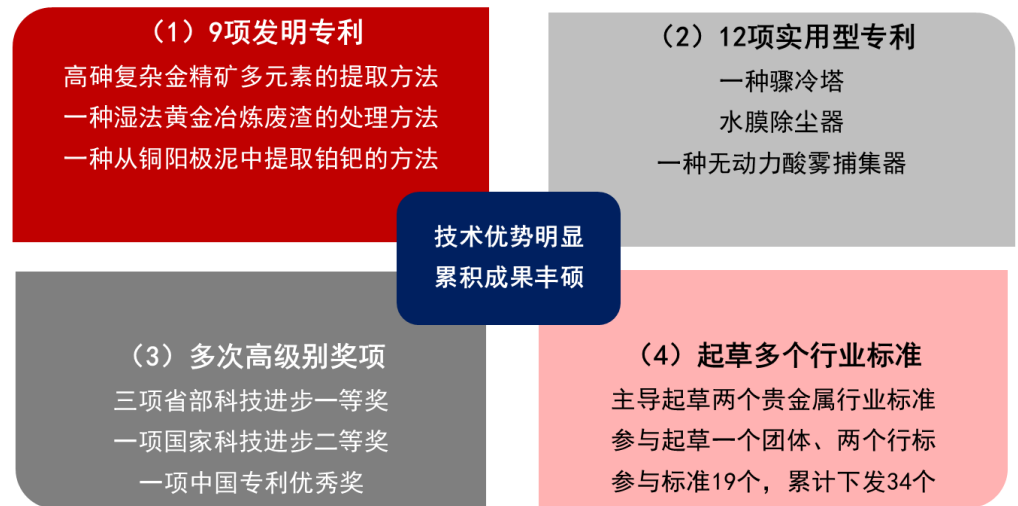
图 27：公司小金属产量及预测数据（单位：吨）



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

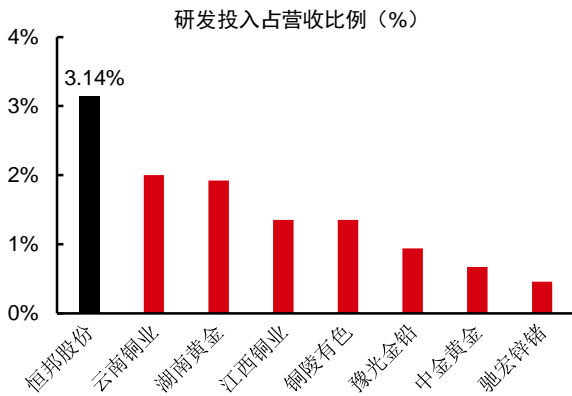
注重技术研发，确保领先优势。近年来，公司技术成果丰硕，截至目前已获得 9 项发明专利、12 项实用新型及多个国家级科技奖项，并主导、参与多项标准的起草。主要得益于：1) 积极开展复杂金精矿各项冶炼技术的自主研发。2013-2018 年的研发投入呈持续稳定增长态势，占营收比例平均为 3.25%，在国内大型冶炼企业中遥遥领先。2) 积极开展技术研发合作。公司积极与中南大学、北京科技大学、北京矿冶科技集团等研究院所在锑精矿和含镉烟灰处理方面建立技术开发合作；并与智利生态金属公司、有研科技集团就砷金属利用与资源化处理，锑、硒等小金属材料技术研发领域开展科研攻关合作。

图 28：公司累积的技术成果丰硕



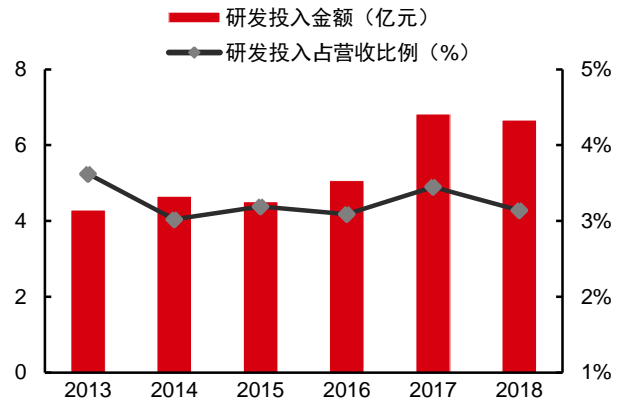
资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 29：冶炼企业研发投入占营收比例



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 30：公司历年来研发投入及占比情况

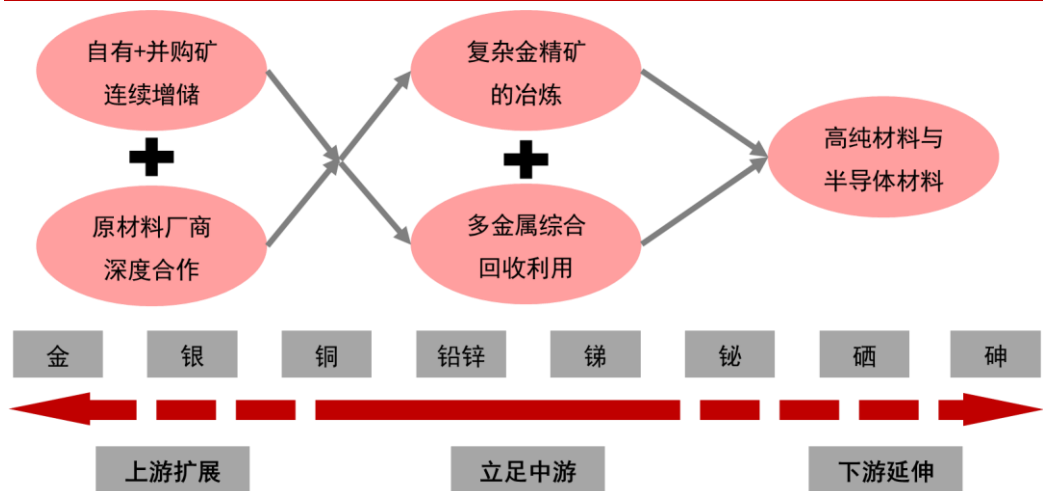


资料来源：公司公告，中信证券研究部

优势之二：产业链深度延伸，矿冶与新材料双轨并行

立足核心冶炼技术，打造全产业链优势。经过多年发展构筑较为完整的产业链发展模式，为公司持续发展和减少盈利波动创造条件。公司战略主线是立足核心的冶炼技术，1) 上游扩展：通过并购和勘查不断丰富自身资源储量，加强与上游企业的合作，深度绑定原材料来源；2) 下游延伸：积极布局小金属、稀贵金属提纯与深加工，开拓高纯材料与半导体材料等高端制造领域，推动公司实现矿冶生产与新材料双轨并行发展。

图 31：公司全产业链布局模式图



资料来源：公司公告，中信证券研究部

多种方式保障冶炼原材料的供给。

方式一：内探+外购储备资源，提升原材料自给率。截至 2018 年底，1) 公司本部和子公司栖霞金兴等拥有金矿采矿权 16 个，总面积 15.31km²；拥有探矿权 21 个，总面积 62.48km²；探明黄金储量约 112.01 吨，其中，辽上金矿正在积极开展采矿权办理及扩产工程建设的准备工作，未来有望大幅提升金属产量。2) 2018 年公司以 5 亿元收购恒邦集团持有的建铜集团 100% 股权，涉及 1 项采矿权和 2 项探矿权，建铜集团拥有丰富的铜、

锌、金银等金属资源量，设计产能 10.23 万吨/年，能够为公司发展提供保障。

方式二：上游供应商深度合作，保障原材料稳定供给。公司在 2018 年底与俄罗斯 NOK 集团、澳大利也恒利金属及瑞士鹏孚等公司签订原料采购合作协议，并与加拿大邓迪贵金属及韩国三星物产公司签署合作备忘录，意在加强与上游原材料厂商的合作，整合内外有色资源，保障公司冶炼的原材料稳定供给。

表 5：公司自有矿规模情况

序号	类型	权益	矿山/公司	资源情况
1	自有	100%	腊子沟金矿、上朱车金矿、辽上金矿等	探明黄金储量 112.01 吨；其中，辽上矿区保有资源量：矿石量 1740.5 万吨，金金属量 69.9 吨，低品位矿石量 295.7 万吨，金金属量 5.62 吨
2	2008 年收购	100%	华铜矿业	
3	2011 年收购	65%	金兴矿业	
4	2018 年收购	100%	建铜集团	保有资源量：矿石量 215.9 万吨，铜/锌/纯硫 4.72/3.51/23.78 万吨，金/银金属量 0.43/76.3 吨

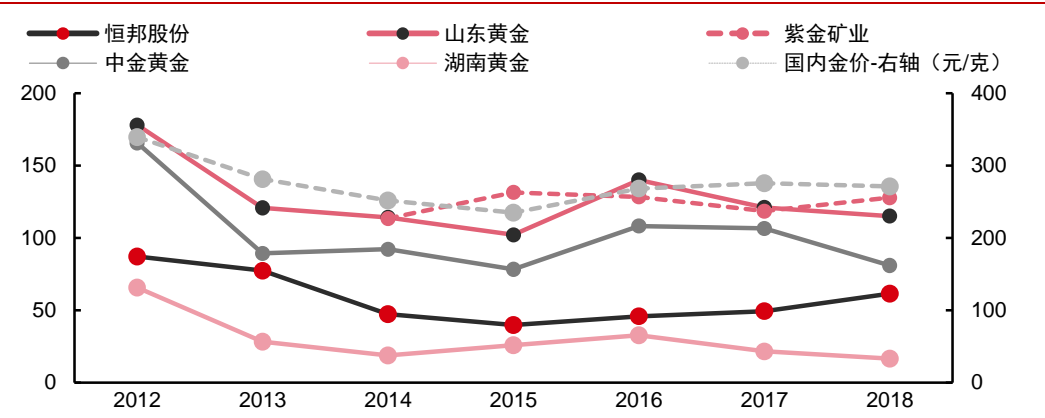
资料来源：公司公告，中信证券研究部

化工园区通过认定，助力下游深度延伸。随着冶炼生产规模的不断扩大和稀贵金属回收利用技术改造项目的投产，公司已经开展了稀贵、小金属提纯及加工业务。2018 年 6 月 28 日，山东省发布了《关于公布第一批化工园区和专业化工园区名单的通知》，公司所在的烟台市牟平区恒邦冶金化工循环产业园通过认定，作为园区的核心企业，公司设立全资子公司烟台恒邦高纯新材料有限公司，将开拓高纯新材料和半导体材料的研发、生产和销售等业务。目前，公司积极与有研科技集团针对砷、锑、铋、碲、硒高纯材料及半导体材料技术研发等领域开展全方位的科研与成果转化合作，并在高纯金属材料实验室研发取得重点突破，50 吨/年高纯砷、20 吨/年高纯锑生产线即将开工建设。

优势之三：财务质量高，盈利能力强

受益于领先的冶炼技术，盈利弹性逐年提升。公司起家于黄金冶炼，技术积累和规模优势明显，盈利能力稳步提升。与国内金矿采选为主的公司相比，盈利弹性虽有一定的差距，但近几年来凭借先进的冶炼技术和其他金属回收利用，盈利弹性与优质的矿产金企业进一步缩小。

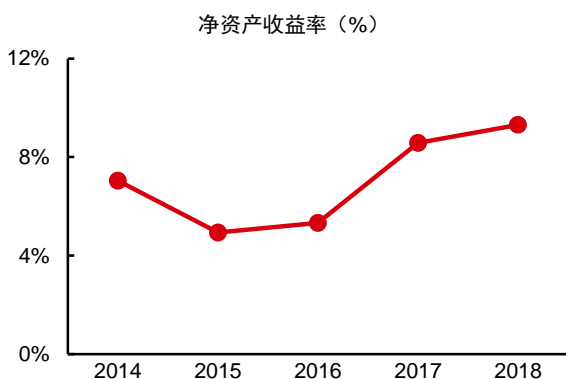
图 32：公司矿产金的盈利弹性分析（单位：百万元/吨）



资料来源：公司公告，中信证券研究部

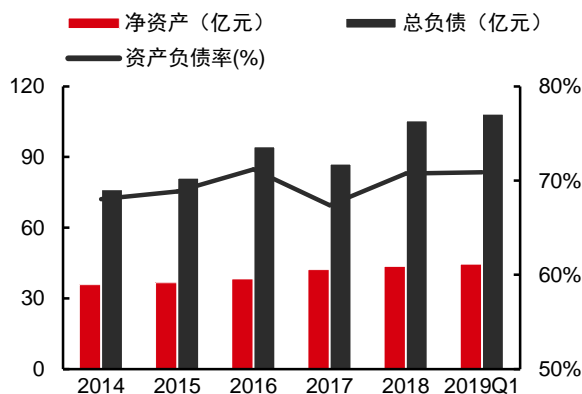
资产负债率稳定，盈利能力稳步提升。2015-2018年，公司的净资产收益率由4.94%稳步增长至9.31%，资产负债率表现平稳，盈利能力稳步提升。主要是由于公司贵金属冶炼产能稳定释放带来的成本与规模优势，进一步提升盈利能力。2019年Q1资产负债率70.9%，相对较高，负债结构主要是短期借款，长期借款较少，公司的货币资金、存货等能够实现良好覆盖。

图 33：2014-2018 年公司净资产收益率变化情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

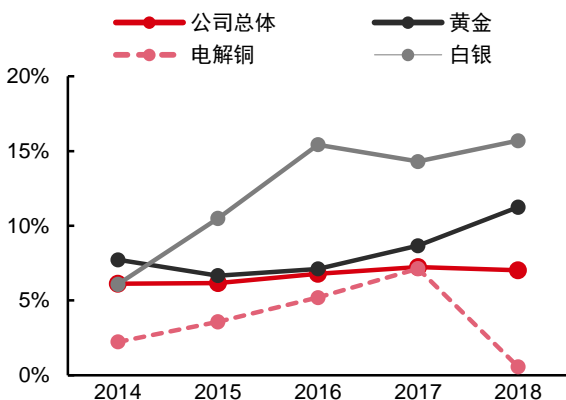
图 34：2014-2019Q1 公司资产负债率变化情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

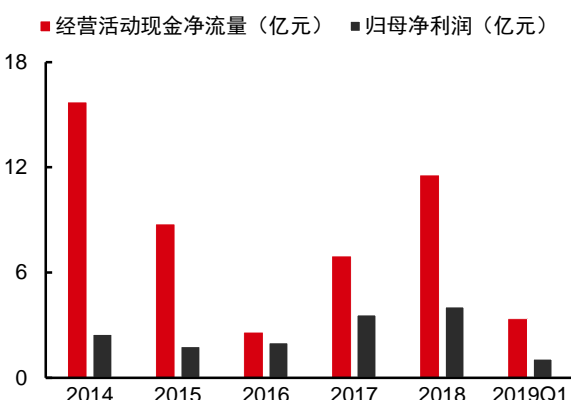
毛利率稳中有升，经营现金流较好。公司 2014-2018 年公司总体毛利率稳中略升，主要得益于主营板块的黄金和白银实现了相对稳定的增长；电解铜业务的毛利率在 2014-2017 年实现快速增长，而 2018 年则大幅下降至 0.56%，主要是 2018 年国际铜价持续走弱和低成本铜精矿耗尽所致。公司近年来经营活动现金流量均高于当年的归母净利润，盈利质量较好。

图 35：2014-2018 年公司主营业务毛利率变化情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

图 36：2014-2019Q1 公司盈利情况



资料来源：公司公告，中信证券研究部

优势之四：江铜入主，黄金板块具备协同效应

期待江铜旗下优质黄金资产注入。江西铜业公告拟以 29.76 亿元收购恒邦集团等合计持有公司 2.73 亿股股份，占总股份 29.99%。若交易完成后，江西铜业将成为公司的控股股东。江西铜业欲将公司打造成江铜集团黄金板块的发展平台，并承诺 60 个月内解决同业竞争问题，未来有望注入旗下优质黄金板块资产。

资产注入将极大增加公司盈利弹性。我们认为，若江西铜业履行承诺完成资产注入，将为公司带来两大好处：1) 江铜旗下拥有德兴铜矿为代表的一批优质铜（金）矿，金/银资源储量权益合计 341.6/8715.8 吨，未来黄金资产注入将极大增厚公司资源储量，矿山开发将增加公司的盈利弹性；2) 此外，江铜旗下矿山和冶炼等相关资源的注入，将会大大提升公司黄金冶炼和多金属的回收利用效率，产生显著的协同效应。

表 6：江铜和公司的黄金/白银资源量梳理

公司	资源类型	金金属量 (吨)	银金属量 (吨)
江西铜业	100%的拥有量	289.6	8715.8
	控制的权益量	52	-
恒邦股份	自有资源储量	112.01	-
	收购建铜储量	0.43	76.3
合计		454.04	8792.1

资料来源：公司公告，中信证券研究部

■ 风险因素

主要产品价格波动的风险；公司项目建设进度不及预期；江铜入主及资产注入的不确定性风险。

■ 盈利预测及关键假设

关键假设

1. 各项产品价格预测：

1) 2019-2021 年国内黄金均价 285/295/305 元/克，银价中枢与黄金保持一致，2019-2021 年国内白银均价 3.9/4.0/4.1 元/克；

2) 2019-2021 年国内铜均价 50000/51000/52000 元/吨，2019-2021 年国内铅均价 18500/18500/19000 元/吨；

2. 各项产品产量预测：

1) 随着公司对湿法黄金冶炼渣无害处理项目 2018 年底完成投产，预计辽上金矿采选项目 2021 年完成投产，2019-2021 年黄金产量分别为 39/40/42 吨，白银产量分别为 590/620/650 吨；

2) 随着电解扩能改造项目的逐步完工, 预计 2019-2021 年电解铜产量分别为 13.8/15/17 万吨, 回收率进一步提高, 2019-2021 年电解铅产量保持 10 万吨;

3) 随着稀贵金属资源综合回收改造项目产能逐步释放, 回收的稀贵、小金属产量实现较快突破, 副产品硫酸、磷铵及其他化肥产量均呈现稳步上升趋势。

盈利预测与估值

公司主营业务是黄金冶炼及多元素回收综合利用, 突出竞争优势为处理多元复杂金精矿的能力与先进技术, 目前拥有国内领先的技改后的湿法和先进的火法冶炼等 8 条冶炼生产线, 立足黄金冶炼向产业链上下游深度延伸。未来看点: 1) 环保趋严背景下, 公司凭借技术优势不断压缩成本, 多元素回收利用率提升增加利润弹性; 2) 金价开启上行通道, 量价齐升提升盈利水平; 3) 未来若江铜旗下黄金板块资产注入, 预计将带来协同效应。基于以上假设我们预测公司 2019-2021 年营业收入分别为 227.23/245.27/270.26 亿元, 黄金及小金属产量快速上行带来公司营收大幅增长, 技术优势带来的成本优势不断提升毛利水平。

表 7: 公司主要业务盈利预测关键假设

	单位	2018	2019E	2020E	2021E
公司总体					
收入	百万元	21201.0	22722.5	24527.1	27026.1
成本	百万元	19713.0	21083.6	22671.1	24887.6
毛利	百万元	1488.0	1638.9	1856.0	2138.5
毛利率	%	7.0%	7.2%	7.6%	7.9%
黄金					
收入	百万元	7963.9	8609.0	9139.5	9921.8
成本	百万元	7068.5	7610.5	8071.4	8736.0
毛利	百万元	895.4	998.5	1068.1	1185.8
毛利率	%	11.2%	11.6%	11.7%	12.0%
白银					
收入	百万元	1733.1	1960.5	2111.4	2272.3
成本	百万元	1461.2	1669.5	1794.3	1931.1
毛利	百万元	271.9	291.1	317.1	341.2
毛利率	%	15.7%	14.8%	15.0%	15.0%
电解铜					
收入	百万元	6123.3	6384.4	7078.3	8179.4
成本	百万元	6089.0	6424.8	7059.0	8116.3
毛利	百万元	34.3	-40.4	19.3	63.1
毛利率	%	0.6%	-0.6%	0.3%	0.8%
电解铅					
收入	百万元	2054.6	2076.3	2138.6	2284.3
成本	百万元	1968.3	1987.1	2057.0	2201.5
毛利	百万元	86.3	89.2	81.6	82.8
毛利率	%	4.2%	4.3%	3.8%	3.6%
锌、镉、铋、硒等金属					
收入	百万元	292.4	350.9	403.5	464.0

	单位	2018	2019E	2020E	2021E
成本	百万元	168.2	198.5	222.3	244.6
毛利	百万元	124.2	152.4	181.2	219.5
毛利率	%	42.5%	43.4%	44.9%	47.3%
其他业务合计					
收入	百万元	3033.7	3341.4	3655.8	3904.2
成本	百万元	2957.7	3193.2	3467.0	3658.1
毛利	百万元	75.9	148.2	188.8	246.1
毛利率	%	2.5%	4.4%	5.2%	6.3%

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

公司以黄金冶炼业务为核心，因此选取从事黄金采选及冶炼的公司和从事金属冶炼业务的公司作为估值参考。上述假设下，预计公司 2019-2021 年归属于母公司净利润分别为 4.67/5.89/7.29 亿元，对应 EPS 分别为 0.51/0.65/0.80 元。目前股价 10.5 元，对应 2019-2021 年 PE 分别为 20.4/16.2/13.1 倍。综合比较 PE、PB、PB/ROE 和 DCF 现金流模型，得到公司股价合理范围为 14.3-16.4 元，考虑到公司作为 A 股优质的贵金属冶炼标的以及金价上涨带动未来业绩快速增长，给予公司 2019 年 30 倍 PE 估值，对应 DCF 合理估值范围，对应目标价 15.4 元，对应市值 140 亿元。

表 8：恒邦股份盈利预测与估值情况

项目/年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	19,523	21,201	22,723	24,527	27,026
营业收入增长率	19.1%	8.6%	7.2%	7.9%	10.2%
净利润(百万元)	361	406	467	589	729
净利润增长率	71.0%	12.4%	15.2%	26.1%	23.7%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.40	0.45	0.51	0.65	0.80
毛利率%	7.2%	7.0%	7.2%	7.6%	7.9%
净资产收益率 ROE%	8.6%	9.3%	10.0%	11.6%	12.9%
每股净资产 (元)	4.62	4.79	5.09	5.54	6.14
PE	27	24	20	16	13
PB	2.3	2.2	2.1	1.9	1.7

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2019 年 5 月 31 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	19,523	21,201	22,723	24,527	27,026
营业成本	18,109	19,713	21,084	22,671	24,888
毛利率	7.2%	7.0%	7.2%	7.6%	7.9%
营业税金及附加	41	55	54	58	66
销售费用	107	139	136	147	162
营业费用率	0.5%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
管理费用	424	554	568	589	654
管理费用率	2.2%	2.6%	2.5%	2.4%	2.4%
财务费用	276	258	275	302	318
财务费用率	1.4%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
投资收益	-58	-58	0	0	0
营业利润	434	371	606	760	938
营业利润率	2.2%	1.8%	2.7%	3.1%	3.5%
营业外收入	2	1	8	8	8
营业外支出	16	23	20	20	20
利润总额	420	349	594	748	926
所得税	71	81	148	187	231
所得税率	14.8%	20.0%	25.0%	25.0%	25.0%
少数股东损益	-4	-14	-22	-28	-35
归属于母公司股东的净利润	361	406	467	589	729
净利率	1.8%	1.8%	2.0%	2.3%	2.6%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	420	349	594	748	926
所得税支出	-71	-81	-148	-187	-231
折旧和摊销	395	468	432	520	563
营运资金的变化	-453	-130	-863	-712	-653
其他经营现金流	397	427	275	302	318
经营现金流合计	695	1,157	289	671	922
资本支出	-393	-843	-753	-644	-595
投资收益	13	12	0	0	0
其他投资现金流	-78	-84	293	0	0
投资现金流合计	-453	-868	-432	-615	-566
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	-262	912	588	544	292
股息支出	-142	-142	-186	-186	-186
其他融资现金流	-216	-954	-275	-302	-318
融资现金流合计	-620	-184	127	57	-212
现金及现金等价物净增加额	-378	105	-16	112	144

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,312	2,170	2,154	2,267	2,410
存货	4,835	5,328	5,903	6,575	7,466
应收账款	11	69	23	25	27
其他流动资产	2,185	2,087	2,411	2,603	2,749
流动资产	8,343	9,654	10,491	11,468	12,652
固定资产	3,580	4,329	4,510	4,754	5,010
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	212	391	362	335	309
其他长期资产	795	546	689	570	335
非流动资产	4,587	5,266	5,561	5,658	5,655
资产总计	12,930	14,920	16,052	17,127	18,307
短期借款	5,409	6,638	7,322	7,863	8,151
应付账款	1,574	2,546	2,635	2,721	2,987
其他流动负债	1,564	1,065	1,253	1,305	1,403
流动负债	8,546	10,250	11,210	11,888	12,541
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	168	307	220	240	260
非流动性负债	168	307	220	240	260
负债合计	8,714	10,557	11,430	12,129	12,801
股本	910	910	910	910	910
资本公积	982	768	768	768	768
归属于母公司所有者权益合计	4,207	4,357	4,638	5,042	5,585
少数股东权益	9	6	-16	-44	-79
股东权益合计	4,217	4,363	4,622	4,998	5,506
负债股东权益总计	12,930	14,920	16,052	17,127	18,307

主要财务指标 (%)

指标名称	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增长率	19.1	8.6	7.2	7.9	10.2
营业利润增长率	17.5	-14.5	63.1	25.6	23.3
净利润增长率	71.0	12.4	15.2	26.1	23.7
毛利率	7.2	7.0	7.2	7.6	7.9
EBITDA Margin	6.3	5.7	5.8	6.5	6.7
净利率	1.8	1.8	2.0	2.3	2.6
净资产收益率	8.6	9.3	10.0	11.6	12.9
总资产收益率	2.8	2.6	2.8	3.3	3.8
资产负债率	67.4	70.8	71.2	70.8	69.9
所得税率	14.8	20.0	25.0	25.0	25.0
股利支付率	3.78	4.24	4.89	6.16	7.62

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上；
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上；
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.分发；在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (公司注册编号：198703750W) 分发；在欧盟由CLSA (UK) 分发；在印度由CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ00001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc. (菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员) 分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies (CLSA Americas 除外) 仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd. (资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问)，仅向新加坡《证券及期货法》s.4A (1) 定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34、35及36条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd. (电话：+65 6416 7888)。MCI (P) 071/10/2018。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由CLSA (UK) 发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000年金融服务和市场法2005年（金融推介）令》第19条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2019 版权所有。保留一切权利。