

紫金矿业

601899

审慎增持 (维持)

矿产铜价量齐升是三季度超预期核心

2020年10月20日

市场数据

市场数据日期	2020-10-19
收盘价(元)	6.68
总股本(百万股)	25377.26
流通股本(百万股)	25377.26
总市值(百万元)	169520.10
流通市值(百万元)	131197.34
净资产(百万元)	52425.71
总资产(百万元)	170913.95
每股净资产	2.07

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	136098	170642	180299	193955
同比增长(%)	28.4%	25.4%	5.7%	7.6%
净利润(百万元)	4284	6249	8822	14353
同比增长(%)	4.6%	45.9%	41.2%	62.7%
毛利率(%)	11.4%	11.7%	13.4%	16.3%
净利润率(%)	3.1%	3.7%	4.9%	7.4%
净资产收益率(%)	8.4%	11.4%	14.7%	20.7%
每股收益(元)	0.17	0.25	0.35	0.57
每股经营现金流(元)	0.42	1.39	0.64	1.09

相关报告

《紫金矿业(601899):卡莫阿-卡库拉二序列有望提前投产,合资项目跑出紫金速度》
2020-09-23

《紫金矿业(601899):卡莫阿-卡库拉最新可研发布,这次有哪些变化》
2020-09-15

《紫金矿业(601899):除了超预期的业绩,我们还看到了什么》
2020-08-23

分析师:

王丽佳

wanglijia@xyzq.com.cn

S0190519080007

邱祖学

qiuzuxue@xyzq.com.cn

S0190515030003

研究助理:

王琪

wangqi19@xyzq.com.cn

于嘉懿

yujiayi@xyzq.com.cn

投资要点

- **公司发布2020三季报:**2020年1-9月实现营收1304.34亿元,同比+28.34%,实现归母净利润45.72亿元,同比+28.34%,Q3单季度归母净利润21.5亿元,同比+86.7%、环比+55.7%,利润表现超预期。
- **Q3毛利端的增长核心来自矿产铜板块的贡献。**2020Q3公司矿产品及冶炼端合计实现毛利55.31亿元,环比增加8.70亿元,同比增加19.25亿元,其中矿产铜业务毛利的增长分别贡献了83%和48%,同比来看另有矿产铜和冶炼铜分别贡献17%和10%的毛利增量。
- **单季度量、价、本数据。**2020Q3,①销量:矿产金、矿产银、铜精矿、矿产锌、铁精矿环比分别-9.19%、-17.18%、-5.74%、-5.56%和-24.84%。②价格:矿产金、矿产银、铜精矿、矿产锌、铁精矿环比分别+7.39%、+57.42%、+23.13%、+36.90%和-0.51%。③成本:矿产金、矿产银、铜精矿、矿产锌、铁精矿环比分别+10.56%、+6.44%、+1.38%、-0.85%和-12.09%。
- **经营性净现金流近百亿,公司现金流压力无需担忧。**2020年1-9月份公司实现经营活动现金净流入99亿元,为净利润的2倍,盈利质量好,现金流充沛。此外,公司账面的货币资金约75亿元,同时公开发行可转债已过会,后续60亿元资金也有望快速到位,公司可用资金充足。
- **项目跟踪:卡莫阿持续超预期推进,波格拉峰回路转。**卡莫阿:截至10月初,地下开拓工程超过既定目标约44%,一期2021Q3投产,二序列计划提前至2022Q2投产。波格拉:迎来转机,将为公司未来黄金产量的成长继续贡献增量,也有望缓解市场对于海外投资矿山的确定性的担忧。
- **上调公司盈利预期,预计2020-2022年公司将实现归母净利62.5亿元、88.2亿元和143.5亿元,对应10月19日收盘价PE为27x、19x和12x,维持“审慎增持”评级。**

风险提示:金、铜价格大幅下跌;公司重要在建项目建设及投产进度不及预期;海外矿山政治风险。

目 录

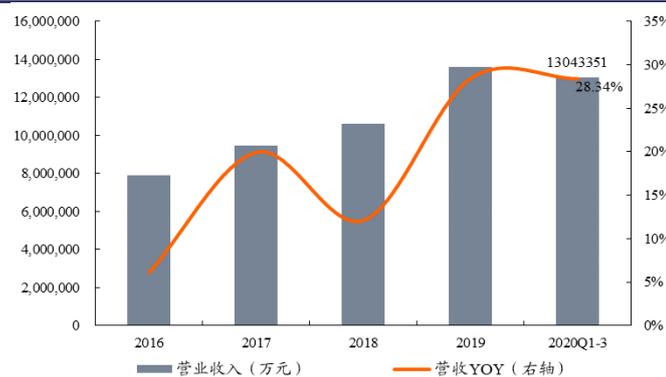
事件	- 3 -
点评	- 4 -
1、三季报业绩重要增减项拆解：毛利贡献持续上升	- 4 -
2、毛利端的增长核心来自矿产铜板块的贡献	- 5 -
3、期间费用 Q3 环比下降，负债率降至 60% 以下	- 9 -
4、公允价值变动收益环比增利 5.98 亿元	- 10 -
5、经营性净现金流近百亿，公司现金流压力无需担忧	- 11 -
6、重点项目跟踪：卡莫阿持续超预期推进，波格拉峰回路转	- 13 -
7、盈利预测与评级	- 16 -
8、风险提示	- 16 -
图 1、公司营业收入及同比变化	- 3 -
图 2、公司净利润及同比变化	- 3 -
图 3、公司营业收入及同比变化（季度）	- 3 -
图 4、公司净利润及同比变化（季度）	- 3 -
图 5、2020Q1-Q3 业绩同比变化拆分（亿元）	- 4 -
图 6、2020Q3 业绩同比变化拆分（亿元）	- 5 -
图 7、2020Q3 业绩环比变化拆分（亿元）	- 5 -
图 8、2020Q3 矿产品及冶炼端毛利同环比增长构成	- 6 -
图 9、公司分季度毛利润及毛利率变化	- 6 -
图 10、公司综合毛利率及矿山企业综合毛利率变化	- 6 -
图 11、公司期间费用及费用率变化（亿元，费用率为右轴）	- 9 -
图 12、公司短期借款和长期借款情况（亿元）	- 10 -
图 13、公司资产负债率变化	- 10 -
图 14、其他收益、投资净收益及公允价值变动净收益	- 10 -
图 15、资产/信用减值损失	- 10 -
图 16、公司分季度所得税及所得税率	- 11 -
图 17、公司分季度少数股东损益及少数股权占比	- 11 -
图 18、公司净利润及经营活动净现金流	- 12 -
图 19、公司经营活动现金净流入构成（按项目分类，百万元）	- 12 -
图 20、公司资本开支规模预测（亿元）	- 13 -
图 21、波格拉金矿项目迎来转机	- 15 -
图 22、公司铜产量预测	- 15 -
图 23、公司金产量预测（不含波格拉）	- 15 -
图 24、我们预计，紫金矿业 2020-2022 年分别实现归母净利润 62.5 亿元、88.2 亿元、143.5 亿元	- 16 -
表 1、公司分季度毛利变化（亿元）	- 7 -
表 2、公司分产品产销量、单价和单位成本变化（2020Q3 环比 2020Q2）	- 8 -
表 3、公司分产品产销量、单价和单位成本变化（2020Q3 同比 2019Q3）	- 8 -
表 4、公司分产品单位毛利同比、环比变化	- 9 -
表 5、非经常性损益项目环比比较（百万元）	- 10 -
表 6、公司未到期债券情况（亿元）	- 12 -
表 7、今年以来 KamoA-Kakula 项目地下开拓工程持续超预期	- 14 -

报告正文

事件

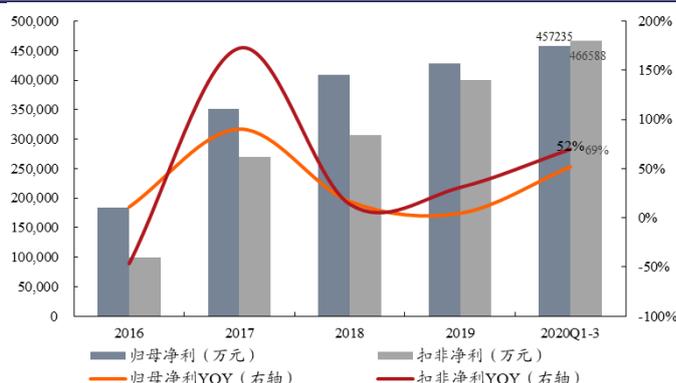
- **公司发布 2020 年三季度报:** 2020 年前三季度公司共计实现营业收入 1304.34 亿元, 同比+28.34%, 实现归母净利润 45.72 亿元, 同比+28.34%, 实现扣非后归母净利润 46.66 亿元, 同比+69.46%, 基本每股收益 0.18 元, 同比+37.40%。
- **分季度来看, Q3 单季度扣非后归母净利突破 20 亿元:** 2020Q3, 公司实现营收 472.9 亿元, 同比+37.4%、环比+0.7%; 归母净利润 21.5 亿元, 同比+86.7%、环比+55.7%; 扣非归母净利 22.5 亿元, 同比+104.8%、环比+26.9%。2020Q3 业绩创公司成立以来单季度业绩新高, 利润表现超市场预期。
- **经营性净现金流同样超预期:** 2020 年 1-9 月份公司经营性现金流量净额 99 亿元, 同比增长 63.52%。核心即来自于 1-9 月份①量: 矿产铜、冶炼铜、冶炼加工金产销同比显著增加; ②价: 金价同比大幅上涨; ③本: 矿产铜成本同比显著下降。

图 1、公司营业收入及同比变化



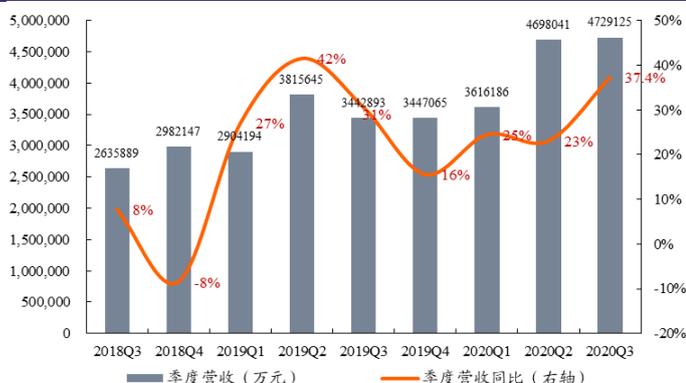
数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、公司净利润及同比变化



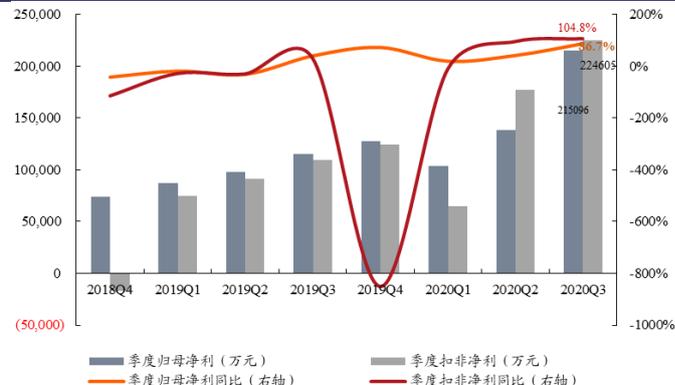
数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、公司营业收入及同比变化 (季度)



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、公司净利润及同比变化 (季度)



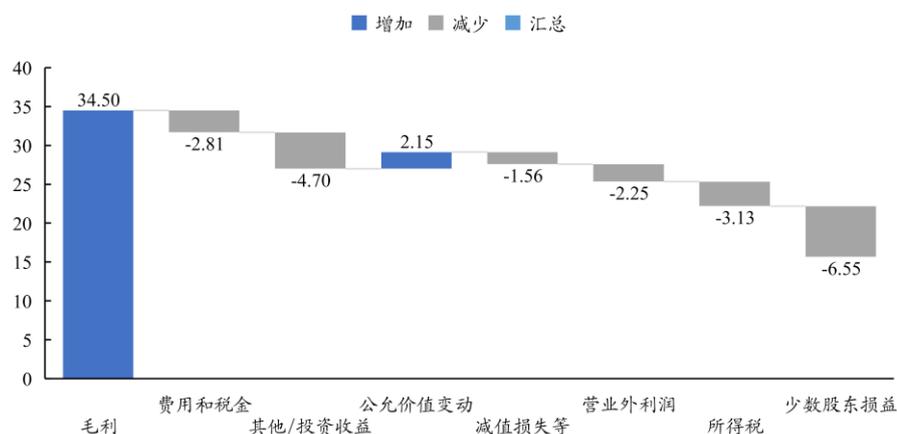
数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

点评

1、三季报业绩重要增减项拆解：毛利贡献持续上升

- 前三季度累计来看，2020Q1-Q3 v.s. 2019Q1-Q3：2020Q1-Q3 公司实现归母净利润 45.72 亿元，同比 2019Q1-Q3 增加 15.66 亿元，核心在于毛利端同比增长 34.50 亿元，此外公允价值变动收益同比增利 2.15 亿元，同比减利点包括费用和税金（-2.81 亿元）、其他收益和投资收益（-4.70 亿元）、资产/信用减值损失及资产处置收益（-1.56 亿元）、营业外利润（-2.25 亿元）、所得税（-3.13 亿元）和少数股东损益（-6.55 亿元）。其中，少数股东损益的同比增加为最主要的减利点，2020Q1-Q3 少数股东损益 12.25 亿元，同比+115.02%，核心在于部分非全资子公司盈利水平同比大幅上升，预计主要为海外资产科卢韦齐铜矿和塞尔维亚 RTB Bor 盈利能力抬升带来。

图 5、2020Q1-Q3 业绩同比变化拆分（亿元）



注：大于 0 则表示该部分科目变化对归母净利润形成正贡献，小于 0 表示该部分科目变化对归母净利润形成负贡献

资料来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- 分季度同比来看，2020Q3 v.s. 2019Q3：2020Q3 归母净利润 21.51 亿元，同比增加 10 亿元，核心在于毛利端同比增 18.78 亿元，其他增利点还来自公允价值变动收益增加同比增利 4.81 亿元，主要的减利点包括费用和税金（-1.11 亿元）、其他收益/投资净收益（-4.69 亿元）、资产/信用减值损失及资产处置收益（-1.65 亿元）、营业外利润（-1.34 亿元）、所得税（-1.10 亿元）和少数股东损益（-3.71 亿元）。
- 分季度环比来看，2020Q3 v.s. 2020Q2：2020Q3 归母净利润环比增 7.70 亿元，核心在于毛利端环比增长 6.48 亿元，同时公允价值变动收益增加环比增利 5.98 亿元，此外，费用和税金的环比节约带来 0.92 亿元的利润增厚，营业外利润环比增加 0.30 亿元，主要的减利点来自于其他收益/投资净收益（-1.93 亿元）、资产/信用减值损失及资产处置收益（-1.58 亿元）、所得税（-0.76 亿元）和少数股东损益（-1.72 亿元）。公允价值变动 Q2→Q3 由亏转盈，贡献

了近5亿环比业绩增量,或与公司持有的股票等资产浮动收益大幅增长相关。

图 6、2020Q3 业绩同比变化拆分(亿元)

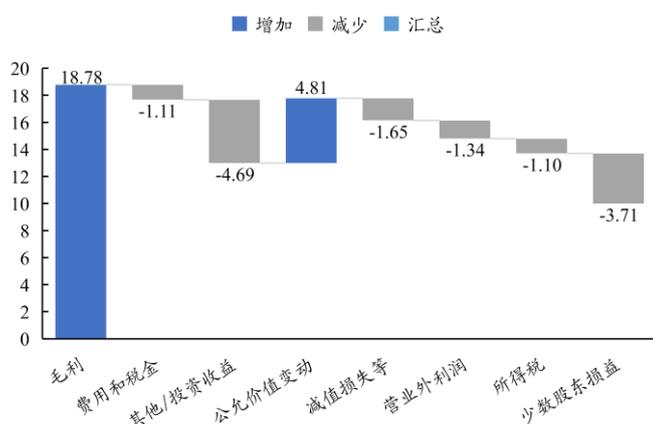
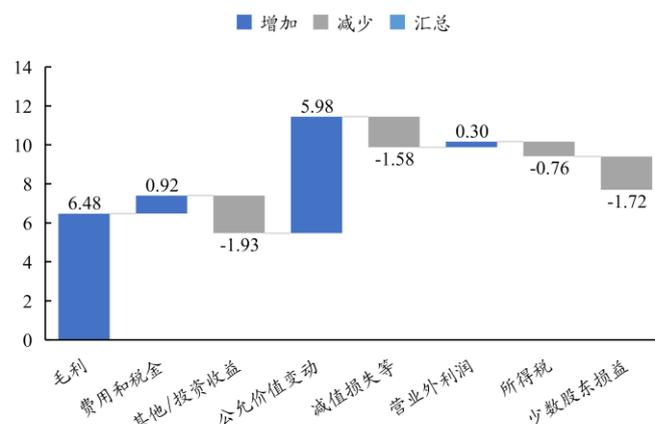


图 7、2020Q3 业绩环比变化拆分(亿元)



注:大于0则表示该部分科目变化对归母净利形成正贡献,小于0表示该部分科目变化对归母净利形成负贡献

资料来源:wind,公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

注:大于0则表示该部分科目变化对归母净利形成正贡献,小于0表示该部分科目变化对归母净利形成负贡献

资料来源:wind,公司公告,兴业证券经济与金融研究院整理

2、毛利端的增长核心来自矿产铜板块的贡献

- 整体来看,1)2020年1-9月份公司毛利润同比增加34.50亿元,综合毛利率同比增0.14pct.至11.48%。2)分季度看,2020Q3公司单季度毛利润环比增长12.46%至58.48亿元,同时毛利率环比增加1.30pct.至12.37%。我们认为,公司2020Q3毛利润同比、环比均大幅增长的核心在于矿产铜板块的贡献。2020Q3公司矿产品及冶炼端合计实现毛利55.31亿元,环比增加8.70亿元,同比增加19.25亿元,其中矿山产铜业务毛利的增长分别贡献了83%和48%,同比来看另有矿山产金和冶炼产铜分别贡献17%和10%的毛利增量。2020年1-9月份综合毛利率、矿山企业综合毛利率分别同比增长0.14pct.和3.70pct.至11.48%和47.27%,特别是矿山企业综合毛利率同比大幅提升,核心原因在于:①今年1-9月贵金属价格同比大幅上涨,带来矿山产金、矿山产银业务毛利率同比大大提高,②矿山产铜板块成本下降带来毛利率提升。Q3毛利率的环比增长更多来自于铜价环比大幅上涨的贡献。

图 8、2020Q3 矿产品及冶炼端毛利同环比增长构成

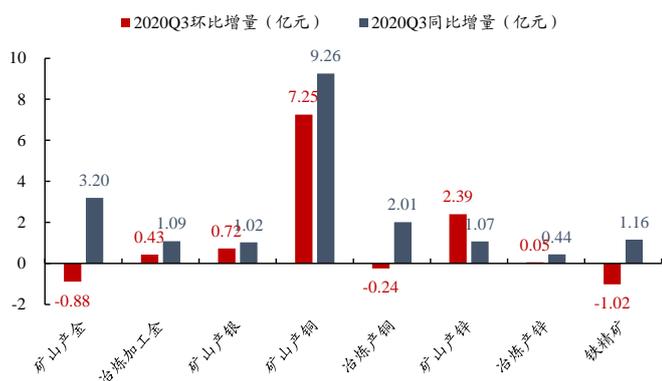


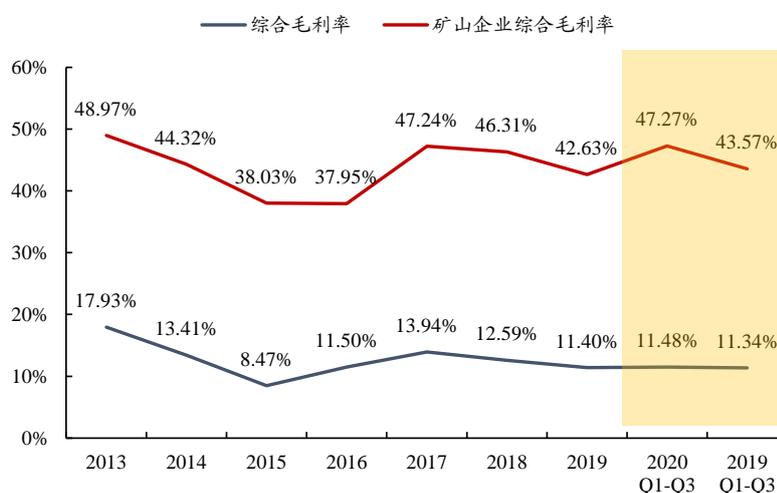
图 9、公司分季度毛利润及毛利率变化



资料来源: wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、公司综合毛利率及矿山企业综合毛利率变化



资料来源: wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 环比角度, 从分产品毛利来看, 矿产品表现突出, 尤其是矿产铜和矿产锌。
 - ✓ 2020Q3 矿产品及冶炼端毛利环比增加 8.7 亿元, 其具体构成为: 矿产铜 (+7.25 亿元)、矿产锌 (+2.39 亿元)、矿产银 (+0.73 亿元)、冶炼加工金 (+0.49 亿元)、冶炼锌 (+0.05 亿元)、矿产金 (-0.89 亿元)、铁精矿 (-1.02 亿元), 仅矿产金和铁精矿板块 Q3 毛利额环比减少; 值得注意的是, 矿产铜毛利增长至历史最高值 23.2 亿元, 是 Q3 毛利环比增长的最主要贡献。
 - ✓ 其他非主营产品(包括贸易物流, 冶炼加工银, 黄金制品, 铜管/铜板带, 贵金属贸易, 服务业务等, 含内部抵消, 通过合计毛利值与主营业务产品之差计算得到)毛利环比下降 2.28 亿元。

表 1、公司分季度毛利变化(亿元)

	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q2 毛利占比 (%)	2020Q3 毛利占比 (%)	2020Q3 同比 (%)	2020Q3 环比 (%)
矿山产金	9.1	13.5	16.8	16.7	17.6	16.7	33.87%	28.61%	23.93%	-5.03%
金锭(加工金)	1.2	1.4	1.4	1.4	2.0	2.5	3.88%	4.29%	79.13%	24.37%
矿山产银	0.4	0.6	1.3	0.8	0.9	1.6	1.73%	2.78%	171.26%	80.66%
矿山铜板块	13.2	13.9	14.6	16.5	15.9	23.2	30.59%	39.61%	66.66%	45.59%
冶炼产铜	0.6	1	2.6	1.0	3.3	3.0	6.31%	5.19%	203.54%	-7.51%
矿山产锌	3.6	2.5	1.4	0.4	1.2	3.6	2.27%	6.12%	43.11%	202.39%
冶炼产锌	0.9	0.7	1.2	0.1	1.1	1.1	2.02%	1.88%	56.92%	4.43%
铁精矿	4.3	2.4	2.4	2.7	4.6	3.6	8.91%	6.18%	50.56%	-22.05%
矿产品和冶炼端	33.26	36.06	41.75	39.70	46.60	55.36	89.60%	94.65%	53.51%	18.80%
其他产品等	5.09	3.63	-1.85	-0.45	5.41	3.13	10.40%	5.35%	-13.77%	-42.14%
合计	38.35	39.69	39.9	39.3	52.0	58.5	100.00%	100.00%	47.36%	12.46%

注: 1、其他产品(含内部抵消)为通过合计毛利值与主营业务产品之差计算所得;

2、其它产品中主要包括贸易物流, 冶炼加工银, 黄金制品, 铜管/铜板带, 贵金属贸易, 服务业务等其他业务。

资料来源: wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 从分产品的毛利占比来看(2020Q3 环比 2020Q2), 由于矿产品和冶炼端的毛利环比上升以及其他非主营产品利润环比下降, 2020Q3 矿产品和冶炼端的毛利占比上升至 94.65%。其中, Q2→Q3, 冶炼端毛利占比份额环比有所分化: 冶炼产铜毛利占比从 6.31%→5.19%, 冶炼产锌毛利占比从 2.02%→1.88%, 环比下降; 冶炼加工金毛利占比从 3.88%→4.29%, 环比上升。Q2→Q3, 矿山端毛利占比份额环比分化: 矿产铜毛利占比从 30.59%→39.61%, 矿产锌毛利占比从 2.27%→6.12%, 矿产银毛利占比从 1.73%→2.78%, 环比均实现提升; 而矿产金毛利占比从 33.87%→28.61%, 铁精矿毛利占比从 8.91%→6.18%, 环比有所下降。我们认为:
 - ✓ 冶炼加工金毛利占比实现环比提升的核心来自价格上涨带来的单位盈利空间的扩大: 冶炼加工金 Q2 单价和单位成本均环比提高, 价格的提高幅度远大于成本。
 - ✓ 矿山端铜、锌、银的毛利占比环比提高主要受益于单位盈利空间的扩大: 矿产品销量均环比下降, 但矿山产铜和矿山产银的单价环比增幅(+23.1%、+57.4%)显著大于单位成本增幅(+1.4%、+6.4%); 矿山产锌单价环比增长而单位成本环比下降。铁精矿毛利占比环比下滑主要是原因在于产销下滑。
- **销量端**: 2020Q3, 矿产金、矿产银、铜精矿、矿产锌、铁精矿环比分别-9.19%、-17.18%、-5.74%、-5.56%和-24.84%。
- **价格端**: 2020Q3, 矿产金、矿产银、铜精矿、矿产锌、铁精矿环比分别+7.39%、+57.42%、+23.13%、+36.90%和-0.51%。
- **成本端**: 2020Q3, 矿产金、矿产银、铜精矿、矿产锌、铁精矿环比分别+10.56%、+6.44%、+1.38%、-0.85%和-12.09%。

表 2、公司分产品产销量、单价和单位成本变化 (2020Q3 环比 2020Q2)

项目	单位	2020Q2				2020Q3				2020Q3 环比 (%)			
		产量	销量	单价	成本	产量	销量	单价	成本	产量	销量	单价	成本
矿产金	千克, 元/克	9,686	9,188	362	170	9,226	8344	389	188	-4.75%	-9.19%	7.39%	10.56%
冶炼加工金	千克, 元/克	77,399	76,788	384	382	69,831	70814	414	411	-9.78%	-7.78%	7.79%	7.62%
矿产银	千克, 元/克	70,967	78,903	2.5	1.36	73,855	65347	4	1	4.07%	-17.18%	57.42%	6.44%
矿产铜小计	吨, 元/吨	115,858	117,776	32,963	19,455	114,628	111,014	40,588	19,723	-1.06%	-5.74%	23.13%	1.38%
矿产阴极铜	吨, 元/吨	19,742	19,725	35,135	18,130	19,956	19,874	44,599	20,066	1.08%	0.76%	26.94%	10.68%
矿产电解铜	吨, 元/吨	13,890	13,890	39,031	27,605	12,719	12,719	46,713	24,943	-8.43%	-8.43%	19.68%	-9.64%
矿产铜精矿	吨, 元/吨	82,226	84,161	31,453	18,420	81,953	78,421	38,577	18,790	-0.33%	-6.82%	22.65%	2.01%
冶炼产铜	吨, 元/吨	149,069	150,011	38,828	36,641	150,882	150,029	45,462	43,440	1.22%	0.01%	17.09%	18.55%
矿产锌	吨, 元/吨	73,035	85,778	8,069	6,688	84,910	81,013	11,046	6,631	16.26%	-5.56%	36.90%	-0.85%
冶炼产锌	吨, 元/吨	58,126	61,544	14,690	12,982	51,730	46,914	17,013	14,667	-11.00%	-23.77%	15.81%	12.98%
铁精矿	万吨, 元/吨	135.20	101	625	164	42.05	76	622	144	-68.90%	-24.84%	-0.51%	-12.09%

资料来源: wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 同比角度, 2020Q3 矿产品及冶炼端毛利同比增加 19.30 亿元, 而其他非主营产品毛利同比减少 0.50 亿元。矿产品及冶炼端毛利均同比增加, 其中矿产铜 (+9.27 亿元)、矿产金 (+3.23 亿元)、冶炼铜 (+2.04 亿元)、铁精矿 (+1.21 亿元)、冶炼加工金 (+1.11 亿元)、矿产锌 (+1.08 亿元)、矿产银 (+1.03 亿元)、冶炼锌 (+0.40 亿元)。毛利额同比的主要增量矿产铜主要受益于销量和单价分别同比大增 18.67% 和 13.04%, 且单位成本同比下降 6.27%; 矿产金核心受益于单价同比大增 21.97%, 虽销量同比下降 13.99%、单位成本同比增长 5.05%, 但单位成本增幅度小于单价增幅; 冶炼铜毛利的同比增长核心受益于销量同比增长 21.92%, 同时单价增幅 (+11.15%) 大于成本端的增幅 (+8.41%)。

表 3、公司分产品产销量、单价和单位成本变化 (2020Q3 同比 2019Q3)

项目	单位	2019Q3				2020Q3				2020Q3 同比 (%)			
		产量	销量	单价	成本	产量	销量	单价	成本	产量	销量	单价	成本
矿产金	千克, 元/克	10,310	9701	319	179	9,226	8344	389	188	-10.51%	-13.99%	21.97%	5.05%
冶炼加工金	千克, 元/克	61,625	61510	330	328	69,831	70814	414	411	13.32%	15.13%	25.40%	25.19%
矿产银	千克, 元/克	54,079	52712	3	2	73,855	65347	4	1	36.57%	23.97%	45.24%	-8.51%
矿产铜小计	吨, 元/吨	93,157	93,552	35,906	21,044	114,628	111,014	40,588	19,723	23.05%	18.67%	13.04%	-6.27%
冶炼产铜	吨, 元/吨	124,622	123,052	40,903	40,069	150,882	150,029	45,462	43,440	21.07%	21.92%	11.15%	8.41%
矿产锌	吨, 元/吨	92,048	84,904	9,142	6,190	84,910	81,013	11,046	6,631	-7.75%	-4.58%	20.83%	7.13%
冶炼产锌	吨, 元/吨	59,873	55,435	16,658	15,463	51,730	46,914	17,013	14,667	-13.60%	-15.37%	2.13%	-5.15%
铁精矿	万吨, 元/吨	16.48	52	639	167	42.05	76	622	144	155.16%	45.52%	-2.60%	-13.76%

资料来源: wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 从单位毛利数据来看, 2020Q2 矿产金、冶炼加工金、矿产银、冶炼铜、矿产铜、矿产锌、冶炼锌、铁精矿的单位毛利同比、环比均实现增长, 特别是矿产银, 受益银价上涨, 其单位毛利提升明显; 冶炼产铜的单位毛利虽同比显著提高, 但由于单位成本环比增幅大于单价而使得单位毛利环比下降。

表 4、公司分产品单位毛利同比、环比变化

	2019Q3	2020Q2	2020Q3	2020Q3 同比	2020Q3 环比
矿产金	140	192	201	43.71%	4.57%
冶炼加工金	2.25	2.65	3.49	54.96%	31.66%
矿产银	1.13	1.14	2.49	120.62%	118.19%
矿山铜小计	14862	13509	20865	40.39%	54.45%
冶炼产铜	834	2187	2022	142.45%	-7.52%
矿产锌	2952	1380	4415	49.55%	219.81%
冶炼产锌	1195	1708	2345	96.26%	37.29%
铁精矿	471	461	478	1.36%	3.62%

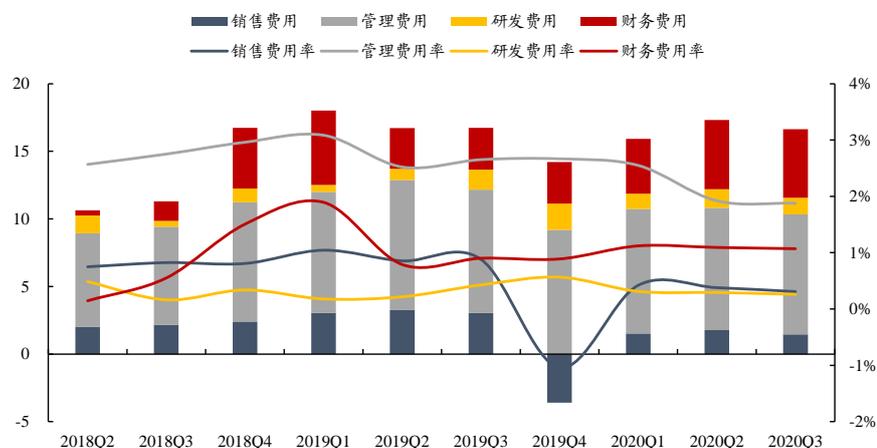
注：矿产金、冶炼加工金、矿产银单位均为元/克；矿产铜、冶炼铜、矿产锌、冶炼锌、铁精矿单位均为元/吨；

资料来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3、期间费用 Q3 环比下降，负债率降至 60%以下

- 从期间费用的变化来看，2020Q3 公司期间费用和研发费用环比均有所下降。2020 年 1-9 月公司销售费用、管理费用、财务费用、研发费用分别为 4.76 亿元、27.13 亿元、14.24 亿元、3.74 亿元，同比来看销售费用减少 4.57 亿元，主要是与销售相关的运输费计入营业成本；管理费用减少 0.58 亿元，主要是公司压缩一般性支出，成本控制效果显现；财务费用同比增加 2.63 亿元，主要是外汇汇率变动影响所致，集团已通过外汇衍生金融工具对冲风险。分季度看，2020Q3 期间费用（含研发费用）合计 16.63 亿元，各项费用环比均有所下降。
- 圭亚那金田完成交割后并表，同时公司增加融资规模，长期借款显著增加，资产负债率较一季度末下降 0.76pct. 至 59.54%。2020Q3 合并报表增加了长期借款 116 亿元和短期借款 13 亿元，9 月末公司借款总额为 480 亿元，主要是圭亚那金田并表和公司融资规模增加。公司负债率较 6 月末略有下降。

图 11、公司期间费用及费用率变化（亿元，费用率为右轴）



资料来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、公司短期借款和长期借款情况(亿元)

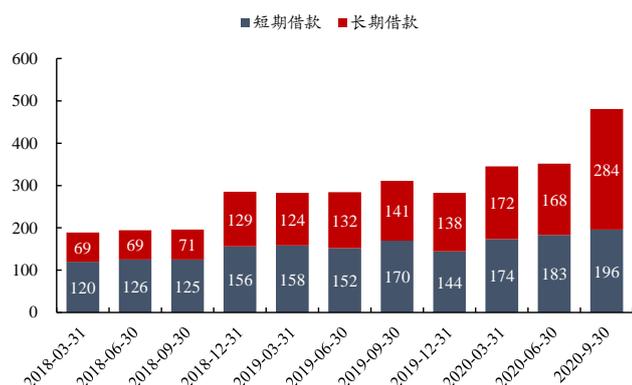
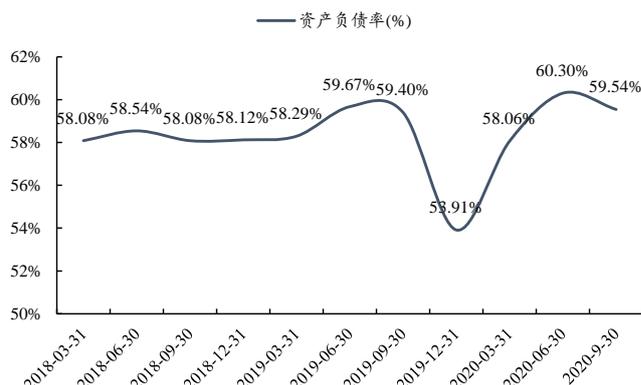


图 13、公司资产负债率变化



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

4、公允价值变动收益环比增利 5.98 亿元

- **环比来看**, 2020Q3 公司非经常性利润(其他收益+投资净收益+公允价值变动净收益)环比增加 4.05 亿元, 资产/信用减值损失环比减利 1.55 亿元, 此外, 营业外收支环比增利 0.30 亿元, 综合来看环比增利 2.80 亿元。特别是其中 Q3 公允价值变动收益 3.26 亿元, 环比增利 5.98 亿元, 我们认为, 这或与 Q3 公司持有的股票等资产浮动收益大幅增长相关。
- **详细来看**, 非经常性损益项目 Q3 环比的增加主要在: 非流动资产处置损益(+1 亿元)、除同公司正常经营业务相关的有效套期保值业务外的公允价值变动损益和投资收益(+6 亿元)。

图 14、其他收益、投资净收益及公允价值变动净收益

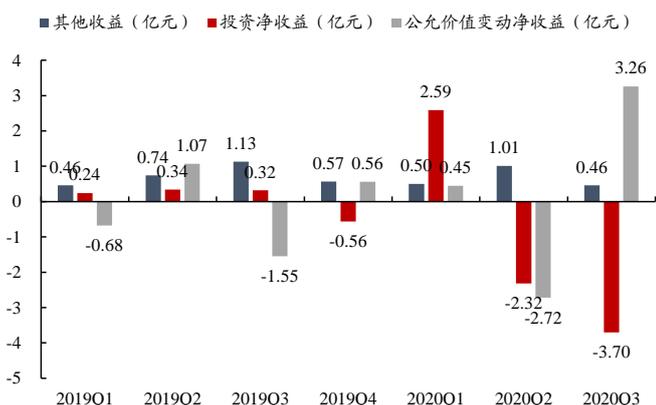
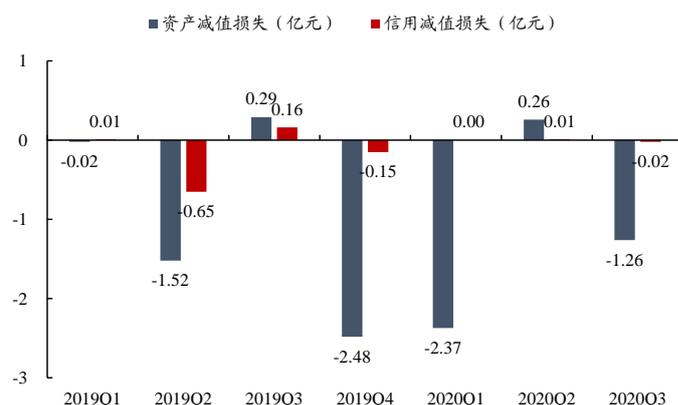


图 15、资产/信用减值损失



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 5、非经常性损益项目环比比较(百万元)

非经常性损益项目	2020Q3	2020Q2	Q3 环比增减
非流动资产处置损益	-44.77	-144.72	99.95
计入当期损益的政府补助, 但与公司正常经营业务密切相关, 符合国家政策规定、按照一定标准定额或定量持续享受的政府补助除外	45.52	101.35	-55.83
计入当期损益的对非金融企业收取的资金占用费	50.66	164.00	-113.34

除同公司正常经营业务相关的有效套期保值业务外,持有交易性金融资产、衍生金融资产、交易性金融负债、衍生金融负债产生的公允价值变动损益,以及处置交易性金融资产、衍生金融资产、交易性金融负债、衍生金融负债和其他债权投资取得的投资收益	-97.29	-703.26	605.97
单独进行减值测试的应收款项、合同资产减值准备转回	-	4.20	-4.20
除上述各项之外的其他营业外收入和支出	-121.45	-47.98	-73.47
其中捐赠支出	-	56.66	-56.66
其他符合非经常性损益定义的损益项目	-	0.00	-
少数股东权益影响额	16.41	84.66	-68.25
所得税影响额	55.83	153.72	-97.89
合计	-95.09	-388.02	292.93

资料来源: wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **2020Q3 所得税率环比下降, 少数股东权益增值 5.55 亿元, 但少数股权占比环比有所下降。**2020Q3 公司所得税率环比 Q2 进一步下降至 18.06%。此外, 受益于产量释放和铜价的环比大幅上涨, 科卢韦齐铜矿、波尔铜矿等非全资产盈利显著提升, 导致公司少数股东损益进一步增加, 但少数股权占比环比有所下降。

图 16、公司分季度所得税及所得税率

图 17、公司分季度少数股东损益及少数股权占比



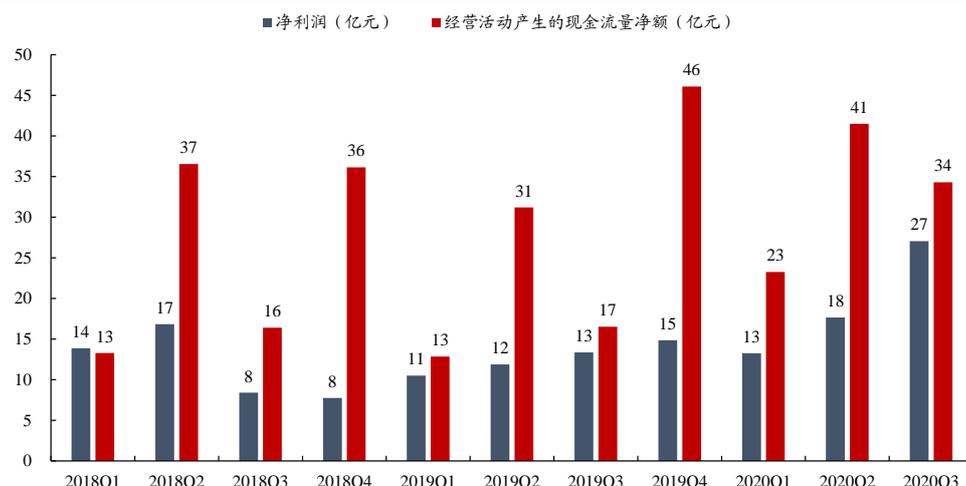
数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

5、经营性净现金流近百亿, 公司现金流压力无需担忧

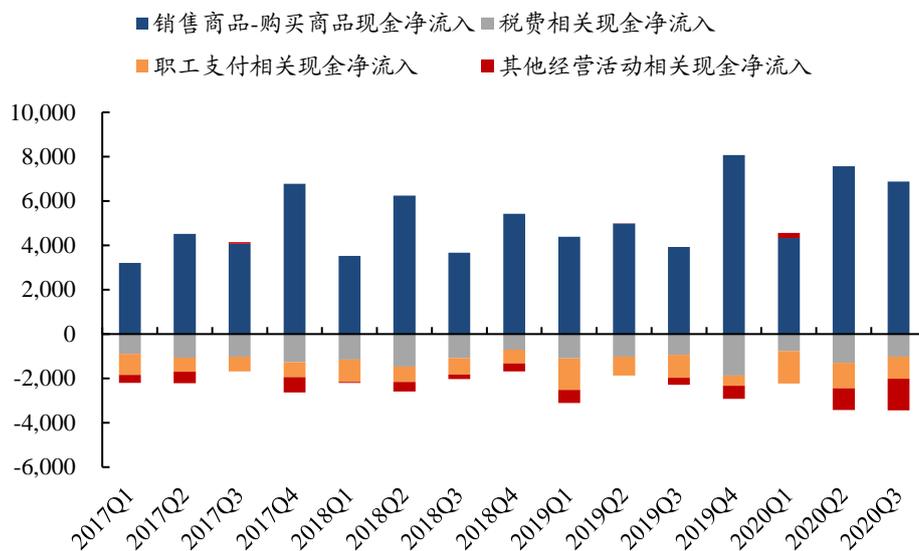
- **经营性净现金流近百亿, 货币资金&未来转债发行将进一步充足公司的可用资金。**2020 年 1-9 月份公司实现经营活动现金净流入 99 亿元, 1-9 月份净利润 50.61 亿元, 经营活动现金流量净额和净利润比值约为 2, 公司盈利质量好, 现金流充沛。分季度来看, Q1、Q2、Q3 经营活动现金净流入分别为 23 亿元和 41 亿元和 34 亿元。此外, 公司账面的货币资金约 75 亿元, 同时公开发行可转债已过会, 后续 60 亿元资金也有望快速到位, 公司可用资金充足。

图 18、公司净利润及经营活动净现金流



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、公司经营活动现金净流入构成(按项目分类, 百万元)



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 2021 年或为公司的资本开支大年, 同时债券偿还金额规模较大, 但基于公司充足的现金流情况, 明年现金流压力无需担忧。一方面, 根据公司未到期债务情况, 预计 2021 年需偿还约 80 亿元规模的债券; 另一方面, 公司近两年资本开支项目较多, 包括巨龙铜矿、卡莫阿项目、RTB 波尔、诺顿金田等仍有较大的资本开支需求, 此外较多的技改扩产项目也需要一定的资金投入, 我们测算 2021 年公司项目建设相关资本开支需求预计为 114 亿元。基于公司的现金流情况, 我们认为, 明年公司现金流情况能够满足项目建设的需求。

表 6、公司未到期债券情况(亿元)

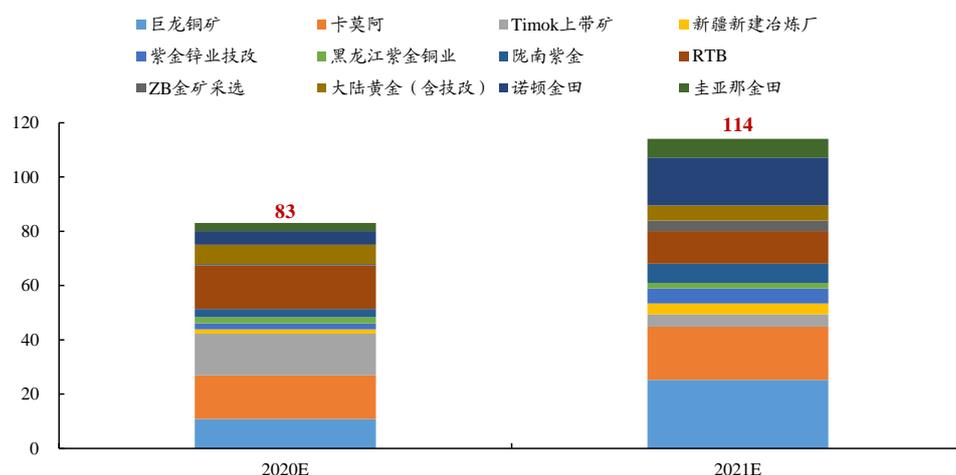
债券代码	债券类型	息票品种	起息日	到期日	发行规模	当前余额
012003166.IB	超短期融资债券	到期一次还本付息	2020-09-04	2020-12-03	10.00	10.00
012002444.IB	超短期融资债券	到期一次还本付息	2020-07-10	2020-12-10	10.00	10.00

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

012002428.IB	超短期融资债券	到期一次还本付息	2020-07-09	2020-12-10	5.00	5.00
012002003.IB	超短期融资债券	到期一次还本付息	2020-05-29	2020-11-25	5.00	5.00
012001987.IB	超短期融资债券	到期一次还本付息	2020-05-28	2020-11-24	5.00	5.00
012001711.IB	超短期融资债券	到期一次还本付息	2020-04-29	2020-10-26	5.00	5.00
102000148.IB	一般中期票据	付息	2020-02-21	2025-02-21	10.00	10.00
102000145.IB	一般中期票据	付息	2020-02-21	2023-02-21	10.00	10.00
101901191.IB	一般中期票据	付息	2019-08-30	2024-08-30	25.00	25.00
101900894.IB	一般中期票据	付息	2019-07-08	2022-07-08	10.00	10.00
101900302.IB	一般中期票据	付息	2019-03-11	2022-03-11	15.00	15.00
101900303.IB	一般中期票据	付息	2019-03-11	2024-03-11	10.00	10.00
136951.SH	一般公司债	付息	2018-10-17	2021-10-17	45.00	45.00
136549.SH	一般公司债	付息	2016-07-15	2021-07-15	18.00	0.44
136550.SH	一般公司债	付息	2016-07-15	2021-07-15	12.00	12.00
136305.SH	一般公司债	付息	2016-03-18	2021-03-18	20.00	20.00
136304.SH	一般公司债	付息	2016-03-18	2021-03-18	30.00	3.03

资料来源: wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 20、公司资本开支规模预测(亿元)



资料来源: wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院测算

6、重点项目跟踪: 卡莫阿持续超预期推进, 波格拉峰回路转

- **武里蒂卡金矿贡献产量, Q4 有望大幅增长。**武里蒂卡金矿项目拥有 187.24 吨黄金资源量和 815.53 吨银资源量, 平均品位分别为 8.56 克/吨、37.28 克/吨。2020 年上半年, 公司完成了哥伦比亚大陆黄金的交割和试车试产, 产出首批产品。1-9 月份, 武里蒂卡金矿实现矿产金精矿产量 783 千克, 销量 467 千克; 矿产银产量 1565 千克, 销量 1005 千克。随着产能的爬坡, Q4 产量有望实现大幅增长。
- **圭亚那金田已于 8 月下旬完成交割。**圭亚那金田的主要资产为拥有 100% 权益的 Aurora 金矿, 拥有探明+控制的金资源量 118.69 吨, 平均品位 3.15g/t, 推断的金资源量 59.13 吨, 平均品位 2.28g/t。Aurora 金矿为在产矿山, 开采条件好, 选冶工艺简单, 具备超过 7,000 吨/天的产能。

- **卡莫阿-卡库拉项目持续超预期推进，一期 2021Q3 投产，二序列计划提前至 2022Q2 投产。**Kamoa-Kakula 将采取分阶段连续运营开发方案，初期从 Kakula 矿山开始（计划 2021Q3 投产），形成年采矿量 600 万吨的规模，随后逐步加上毗邻的 Kansoko（计划 2023Q1 投产，优化方案后提前至 2022Q2 投产），形成 760 万吨的规模，此后逐步开发 Kakula West 和 Kamoa North 矿山的独立地下采矿作业，以保持年采量达到 1,900 万吨的水平，5 座 380 万吨/年的选矿厂也将分阶段建设投产，矿山整体寿命长达 43 年。从我们跟踪的项目月度进展来看，今年以来地下开拓工程进度持续超预期。截至 10 月初，已经完成了 22.6 公里以上的地下开拓工程，超过既定目标约 7.0 公里（约 44%）。项目按计划投产甚至提前的确定性强。
- **Timok：建设推进中，2021 年年中有望实现首期建成投产。**公司正在推进塞尔维亚 Timok 铜金矿建设，且截至 2020 年上半年，该项目进展超预期，2021 年年中投产有望。另外，公司拟公开发行人民币普通股（A 股）可转换公司债券，募集资金总额不超过人民币 60 亿元，其中 21.8 亿元用于投资塞尔维亚 Timok 铜金矿上带矿和黑龙江铜山铜矿项目建设，达产年预计年产铜精矿 50.78 万吨（折合铜金属量约 9.14 万吨、金金属量 2,503.22 千克），达产后预计带来年均收入 54,350.60 万美元，年均净利润 27,148.60 万美元，可与紫金波尔矿业形成较好的协同效益。
- **巨龙铜矿：交割完成，驱龙一期预计 2021 年底投产。**公司 2020 年收购巨龙铜矿 50.1% 股权，交割于 2020 年 7 月完成。巨龙铜业拥有驱龙铜多金属矿、荣木错拉铜多金属矿和知不拉铜多金属矿；项目合计拥有平均品位 0.41% 的铜金属量 1040 万吨，伴生 0.028% 的钼金属量约 73 万吨，铜远景资源储量有可能突破 2000 万吨。驱龙项目一期工程按日处理 10+5 万吨规模进行建设，建设进度过半，预计 2021 年底建成投产，建成后年产铜 16.5 万吨，钼 0.62 万吨；二期新建 15 万吨规模，建成后年铜 26.3 万吨，钼 1.3 万吨。另外，知不拉铜多金属矿 8 月底复产，年产铜精矿含铜约为 1.7 万吨左右。
- 公司推进各项目进展，确保塞尔维亚 Timok 铜金矿、刚果（金）卡莫阿-卡库拉铜矿在 2021Q3 投产、2023 年达产，加快塞尔维亚波尔铜矿的技改扩建，力争 2023 年全面完成预定计划，实现集团矿山铜产量的翻倍增长。塞尔维亚波尔铜矿、武里蒂卡金矿、Timok 铜金矿和刚果（金）卡莫阿-卡库拉铜矿为公司未来四大业绩的核心新增点，依托高品位金、铜矿山的如期投产达产，或将实现产量提升的同时，成本仍有下降空间。

表 7、今年以来 Kamoa-Kakula 项目地下开拓工程持续超预期

时间	进展
2020 年 10 月 1 日	9 月份共掘进 2,069 米，创下项目的月度记录新高，迄今为止已经完成了 22.6 公里以上的地下开拓工程，超过既定目标约 7.0 公里（约 44%）。
2020 年 9 月 1 日	8 月份共掘进 1,842 米，迄今为止已经完成了 20.6 公里以上的地下开拓工程，超过既定目标约 6.0 公里。
2020 年 8 月 6 日	完成了 18.7 公里以上的地下开拓工程，超过既定目标 5.5 公里。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

2020年7月6日	采矿团队7月份共掘进1,638米,比月度计划领先257米。完成了17公里以上的地下开拓工程,超过既定目标5.1公里。
2020年6月3日	采矿团队6月份共掘进1,729米,比月度计划领先575米。完成了15.4公里的地下开拓工程,超过既定目标4.7公里。
2020年4月27日	采矿团队5月份共掘进1,868米,比月度计划领先535米。已经完成了约13.5公里的地下开发工程,超过既定计划4.2公里。
2020年2月24日	采矿团队于本月继续创下新的月度开采记录,掘进1.7公里,比月度计划领先562米。已完成逾8公里的地下开拓工作,超过既定计划约1.7公里。
	本月,采矿团队预计将创下新的月度开拓记录,即掘进1,310米,超过月度计划380米。

资料来源:艾芬豪,兴业证券经济与金融研究院整理

- **波格拉金矿项目迎来转机。**此前波格拉金矿采矿权延期纷争导致:1)波格拉金矿停产,且巴新政府与巴里克黄金、紫金方持续僵持不下,市场对公司未来三年的黄金产量预期中基本剔除了波格拉的贡献;2)不少投资者担忧公司其他海外矿山未来可能会遇到与波格拉事件相类似的政治风险。根据世界矿业发布,10月中旬,巴布亚新几内亚总理詹姆斯·马拉佩在一份联合新闻稿中说,“我们已经原则上同意,巴新将在新的安排下获得主要股权,BNL将保留经营权,双方公平分享经济利益”。波格拉金矿的纷争迎来转机,这一方面将为公司未来黄金产量的成长继续贡献增量,另一方面也有望缓解市场对于海外投资矿山的不确定性的担忧。

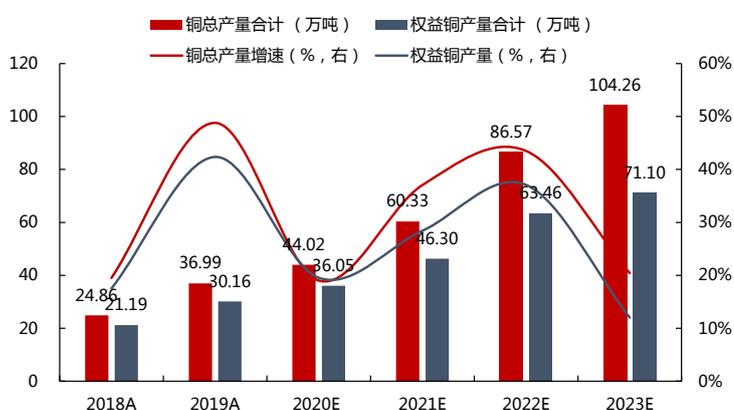
图 21、波格拉金矿项目迎来转机

今天,在与巴里克黄金公司首席执行官马克·布里斯托(Mark Bristow)在莫尔兹比港举行会谈后,巴布亚新几内亚总理詹姆斯·马拉佩(James Marape)表示, **BNL将继续运营波格拉(Porgera)金矿**。BNL是紫金矿业和巴里克在巴新的合资子公司,分别持有波格拉金矿47.5%股权,剩余5%股权由金矿所在地的恩加省政府和土地所有者持有。

马拉佩在一份联合新闻稿中说,“我们已经原则上同意, **巴新将在新的安排下获得主要股权, BNL将保留经营权, 双方公平分享经济利益**”。

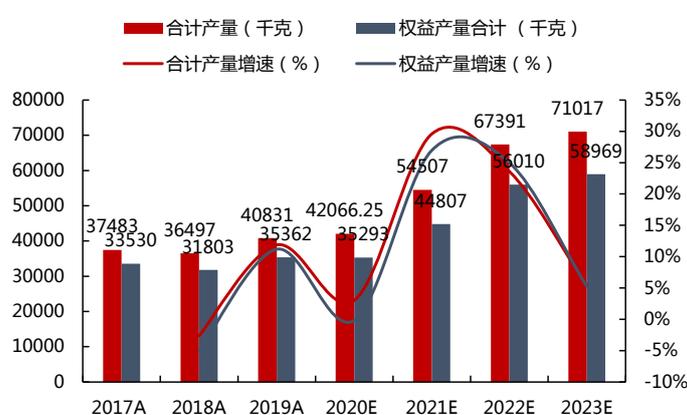
资料来源:世界矿业公众号,10月15日,兴业证券经济与金融研究院整理

图 22、公司铜产量预测



数据来源:wind,公司公告,兴业证券经济与金融研究院测算

图 23、公司金产量预测 (不含波格拉)

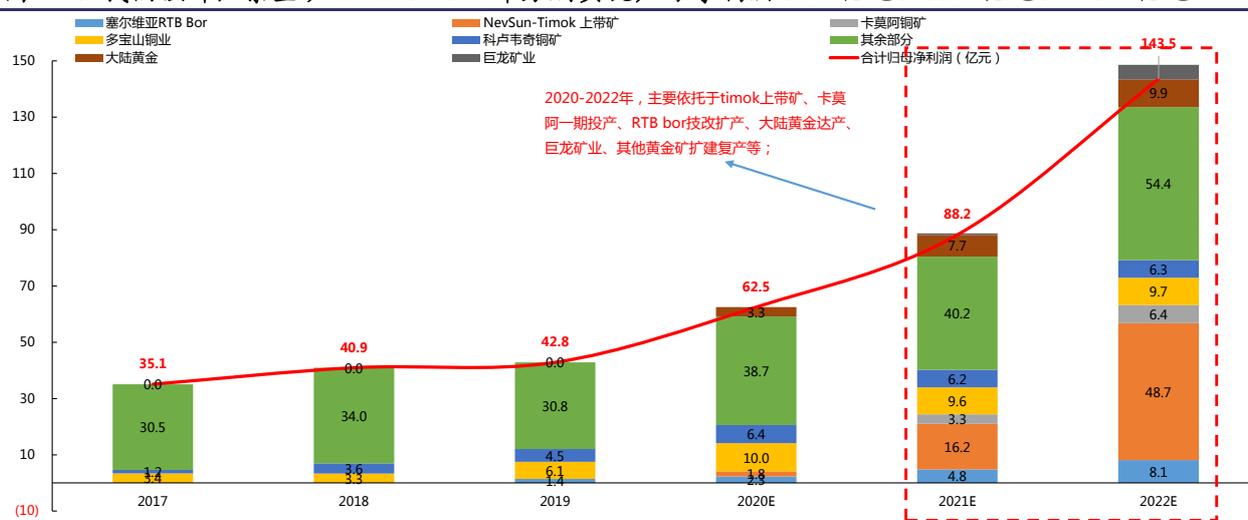


数据来源:wind,公司公告,兴业证券经济与金融研究院测算

7、盈利预测与评级

- 我们认为，公司未来多个铜金矿特别是海外高品位低成本优质矿山（Kamoa-Kakula、Timok）迎来产能释放，持续坚定看好公司资源成长的阿尔法逻辑逐步兑现，对标海外优质矿企南方铜业和兰德黄金，公司通过产量的持续性扩张和成本端保持竞争力抵御周期波动风险，有望在估值上享受一定的成长性和抗周期性溢价。上调公司 2020 年度盈利预测，预计 2020-2022 年公司将实现归母净利 62.5 亿元、88.2 亿元和 143.5 亿元，对应 10 月 19 日收盘价 PE 为 27x、19x 和 12x，维持“审慎增持”评级。

图 24、我们预计，紫金矿业 2020-2022 年分别实现归母净利润 62.5 亿元、88.2 亿元、143.5 亿元



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院测算

8、风险提示

- 金、铜价格大幅下跌；
- 公司重要在建项目建设及投产进度不及预期；
- 海外矿山政治风险。

附表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	28594	59471	50027	62607
货币资金	6225	33906	21410	33452
交易性金融资产	688	688	688	688
应收账款	944	1184	1328	1387
其他应收款	900	1144	1388	1426
存货	14887	18586	19600	20227
非流动资产	95237	96546	109490	109930
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	6924	6924	8812	8768
投资性房地产	130	130	210	170
固定资产	38625	42860	49810	52033
在建工程	5877	5589	7306	6449
油气资产	0	0	0	0
无形资产	24163	26386	26441	24515
资产总计	123831	156017	159517	172537
流动负债	33363	61249	57882	59369
短期借款	14441	14441	14441	14441
应付票据	421	405	437	467
应付账款	4382	22604	23423	24366
其他	14119	23799	19581	20095
非流动负债	33389	32610	32179	32539
长期借款	13826	13826	13826	13826
其他	19562	18783	18353	18713
负债合计	66751	93859	90061	91908
股本	25377	25377	25377	25377
资本公积	18690	18690	18690	18690
未分配利润	24006	9511	14694	23910
少数股东权益	5894	7261	9375	11332
股东权益合计	57080	62158	69456	80629
负债及权益合计	123831	156017	159517	172537

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	4284	6249	8822	14353
折旧和摊销	5740	7099	8266	9261
资产减值准备	434	-986	-1013	496
无形资产摊销	1202	2202	2202	2002
公允价值变动损失	60	0	0	0
财务费用	1530	1722	1376	1212
投资损失	-75	0	0	0
少数股东损益	777	1367	2114	1957
营运资金的变动	-2488	14964	-2065	910
经营活动产生现金流量	10666	35338	16307	27740
投资活动产生现金流量	-14103	-13397	-18931	-10111
融资活动产生现金流量	-326	5740	-9873	-5587
现金净变动	-3847	27681	-12497	12042
现金的期初余额	115	6225	33906	21410
现金的期末余额	222	33906	21410	33452

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	136098	170642	180299	193955
营业成本	120583	150695	156155	162437
营业税金及附加	1874	2355	2524	2715
销售费用	574	648	757	795
管理费用	3689	4607	4904	5159
财务费用	1467	1722	1376	1212
资产减值损失	-368	-400	-400	-400
公允价值变动	-60	0	0	0
投资收益	34	0	0	0
营业利润	7242	10215	14981	22037
营业外收入	50	40	40	40
营业外支出	318	490	440	330
利润总额	6974	9765	14581	21747
所得税	1913	2148	3645	5437
净利润	5061	7617	10936	16310
少数股东损益	777	1367	2114	1957
归属母公司净利润	4284	6249	8822	14353
EPS(元)	0.17	0.25	0.35	0.57

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性(%)				
营业收入增长率	28.4%	25.4%	5.7%	7.6%
营业利润增长率	17.2%	41.0%	46.7%	47.1%
净利润增长率	4.6%	45.9%	41.2%	62.7%
盈利能力(%)				
毛利率	11.4%	11.7%	13.4%	16.3%
净利率	3.1%	3.7%	4.9%	7.4%
ROE	8.4%	11.4%	14.7%	20.7%

偿债能力(%)				
资产负债率	53.9%	60.2%	56.5%	53.3%
流动比率	0.86	0.97	0.86	1.05
速动比率	0.41	0.67	0.52	0.71
营运能力(次)				
资产周转率	115.0%	122.0%	114.3%	116.8%
应收帐款周转率	13713.7%	15724.4%	14084.6%	14021.0%
每股资料(元)				
每股收益	0.17	0.25	0.35	0.57
每股经营现金	0.42	1.39	0.64	1.09
每股净资产	2.02	2.16	2.37	2.73
估值比率(倍)				
PE	39.6	27.1	19.2	11.8
PB	3.3	3.1	2.8	2.4

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	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的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,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	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址:北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编:200135	邮编:100033	邮编:518035
邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn