



买入（首次）

所属行业：有色金属/黄金
当前价格(元)：11.59
目标价(元)：15.02

证券分析师

翟堃

资格编号：s0120523050002
邮箱：zhaijun@tebon.com.cn

张崇欣

资格编号：S0120522100003
邮箱：zhangcx@tebon.com.cn

研究助理

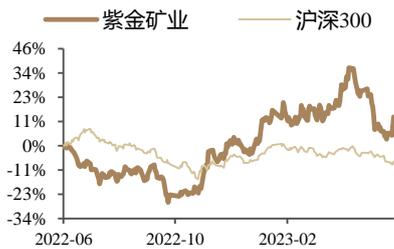
高嘉麒

邮箱：gaojq@tebon.com.cn

康宇豪

邮箱：kangyh@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-9.66	-6.46	-4.21
相对涨幅(%)	-5.51	-1.79	2.00

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

紫金矿业（601899.SH）：多品种矿产开发龙头

投资要点

- 成立三十余载，形成以金铜锌为主的产品格局。**公司主要从事金、铜、锌等矿产资源勘查与开发，适度延伸冶炼加工及贸易金融业务等，在香港H股和上海A股整体上市。公司的主要产品是矿产金铜锌、冶炼加工及贸易金、冶炼产铜、冶炼产锌、铁精矿等。公司铜业务毛利占比近半，为公司最主要的利润来源。**2022年全年，内部抵消后，铜业务毛利占比49.44%；黄金业务毛利占比24.55%；锌（铅）业务毛利占比7.68%；白银、铁矿等其他产品毛利占比18.33%。**
- 公司的金属矿产资源遍布全球。**铜方面，2022年公司新增矿产铜29万吨，增量贡献约占全球当年净增量的40%，成为全球主要铜企矿产铜增长最多的公司，进入全球一流铜矿企业行列。巨龙铜矿一期工程于2021年12月建成投产，二、三期全面建成后可望实现每年产铜60万吨。**黄金方面**，2022年公司黄金业务进入增长快车道，一大批黄金项目成功投资并购，其中新增资源量约682吨，约占公司黄金总资源的22%。年内，公司先后收购海域金矿30%股权、招金矿业20%股权，招金矿业正常年份矿产黄金20吨左右，按照20%权益计算，矿产金权益产量增加约4吨，海域金矿投产后，公司权益产量预计将再增加6.6-8.8吨。**锂资源方面**，新能源矿种布局创“紫金速度”，公司先后收购阿根廷3Q盐湖锂矿、西藏拉果错盐湖锂矿、湖南道县湘源锂多金属矿，形成“两湖一矿”格局。远景规划碳酸锂当量年产能15万吨以上。
- 逆周期收购和自主地勘探实力是公司矿产资源的有力保障。**公司在黄金景气度低点大量收购，2013年到2019年期间，公司先后收购洛阳坤宇矿业70%权益，完成诺顿金田100%权益的收购，以及收购波格拉金矿47.5%权益。公司自主地质勘查具有行业竞争比较优势。公司以既有矿山就矿找矿为重点，加大矿产地质勘查力度，黄金、铜资源超过46%，铅锌超过80%为自主勘察获得。
- 盈利预测。**我们参考公司产量规划目标，假设**2023-2025年矿产金产量分别为71/75/80吨，矿产铜产量分别为92/101/121万吨，2024-2025年碳酸锂产量分别为3/12万吨**，我们测算公司2023-2025年归母净利润分别为222、270、358亿元，同比增速10.6%、21.9%、32.3%，截至2023年6月2日收盘价11.59元/股，2023-2025年PE分别为13.8x/11.3x/8.5x，给予“买入”评级，目标价15.02元/股。
- 风险提示：**黄金、铜、铅锌、锂等金属价格大幅下跌；改扩建项目不及预期导致产量不及预期；汇率波动风险。

股票数据

总股本(百万股):	26,326.57
流通A股(百万股):	20,525.30
52周内股价区间(元):	7.48-13.94
总市值(百万元):	305,124.96
总资产(百万元):	315,363.97
每股净资产(元):	3.64

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	225,102	270,329	298,744	316,042	350,576
(+/-)YOY(%)	31.3%	20.1%	10.5%	5.8%	10.9%
净利润(百万元)	15,673	20,042	22,171	27,028	35,755
(+/-)YOY(%)	140.8%	27.9%	10.6%	21.9%	32.3%
全面摊薄EPS(元)	0.60	0.76	0.84	1.03	1.36
毛利率(%)	15.4%	15.7%	17.6%	19.1%	23.1%
净资产收益率(%)	22.1%	22.5%	21.4%	22.0%	24.1%

资料来源：公司年报（2021-2022），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 成立三十余载，形成以金铜锌为主的产品格局.....	5
1.1. 并购发展驱动，规模持续增长.....	5
1.2. 股权结构稳定，管理层经验丰富.....	6
1.3. 铜、金业务是公司主要的利润来源.....	7
2. 在手资源丰富，短期成长确定，远期目标前瞻.....	7
2.1. 铜板块：主要铜企中矿产铜增长最多.....	8
2.1.1. 巨龙铜矿：二期进行时，2025 年总体形成 35 万吨/年矿产铜产能.....	9
2.1.2. 卡莫阿铜矿：有望晋升成为全球第四大铜矿山.....	9
2.1.3. 塞尔维亚丘卡卢-佩吉铜金矿：正推动证照办理.....	10
2.1.4. 博尔铜矿：JM 矿技改，2025 年底力争建成.....	11
2.2. 金板块：中国最大的矿产金生产企业.....	11
2.2.1. 海域金矿：有望晋升成为国内最大的黄金矿.....	12
2.2.2. 武里蒂卡金矿：全球超高品位大型金矿.....	13
2.2.3. 诺顿金田：中资企业成功收购海外在产大型黄金矿山的典型案例.....	13
2.3. 锂板块：远景规划碳酸锂当量年产能 15 万吨以上.....	13
2.4. 锌板块：中国最大的矿产锌生产企业.....	14
3. 优异的市场判断和技术优势支撑长期发展.....	14
3.1. 大型矿产的逆周期收购.....	14
3.2. 自主地质勘探增储实力强劲.....	15
3.3. 全流程自主技术与工程研发创新能力.....	16
4. 盈利预测.....	17
4.1. 价格假设及产量假设.....	17
4.2. 分产品营收及毛利预测.....	17
4.3. 可比公司估值.....	18
5. 风险提示.....	19

图表目录

图 1: 公司矿产铜和矿产金规模持续成长.....	5
图 2: 历史沿革.....	6
图 3: 股权结构 (截至 2023Q1)	6
图 4: 2022 年公司营收 2703 亿元, 同比+20.1%.....	7
图 5: 2022 年公司归母净利 200 亿元, 同比+27.9%	7
图 6: 公司各业务销售收入占比	7
图 7: 公司各业务销售毛利占比	7
图 8: 2022 年矿山产铜 87.7 万吨, 同比+48.7%.....	8
图 9: 2022 年冶炼产铜 69.1 万吨, 同比+11.2%.....	8
图 10: 巨龙铜矿位置示意图	9
图 11: 巨龙铜矿项目实景	9
图 12: 卡莫阿铜矿位置示意图.....	10
图 13: 卡莫阿铜矿项目实景	10
图 14: 丘卡卢-佩吉铜金矿位置示意图.....	11
图 15: 丘卡卢-佩吉铜金矿项目实景	11
图 16: 博尔铜矿位置示意图	11
图 17: 博尔铜矿项目实景	11
图 18: 2022 年矿山产金 56.4 吨, 同比+18.8%	12
图 19: 2022 年冶炼加工及贸易金 258.6 吨, 同比-4.9%.....	12
图 20: 武里蒂卡金矿位置示意图	13
图 21: 武里蒂卡金矿项目实景.....	13
图 22: 诺顿金田位置示意图	13
图 23: 诺顿金田项目实景	13
图 24: 2022 年矿山产锌 40.2 万吨, 同比+1.5%.....	14
图 25: 2022 年冶炼产锌 31.8 万吨, 同比-1.2%	14
图 26: 铜矿的逆周期收购	15
图 27: 金矿的逆周期收购	15
图 28: 截至 2022 年末, 公司黄金、铜资源超过 46%, 铅锌超过 80%为自主勘察获得	16
图 29: 2019-2022 年紫金矿业矿产铜精矿单吨成本	16

表 1: 公司主要品种储量与资源量.....	8
表 2: 主要产品产量及规划	8
表 3: 公司主要铜矿山企业	9
表 4: 公司主要黄金矿山企业.....	12
表 5: 公司主要锂矿山企业	14
表 6: 公司主要锌矿山企业	14
表 7: 公司主要产品市场价格假设 (含税)	17
表 8: 公司主要产品产量假设.....	17
表 9: 营业收入预测 (单位: 亿元)	17
表 10: 毛利预测 (单位: 亿元)	18
表 11: 可比公司估值 (截至 2023 年 6 月 2 日收盘)	19
表 12: 2023 年分部估值计算公司目标价为 15.02 元/股.....	19

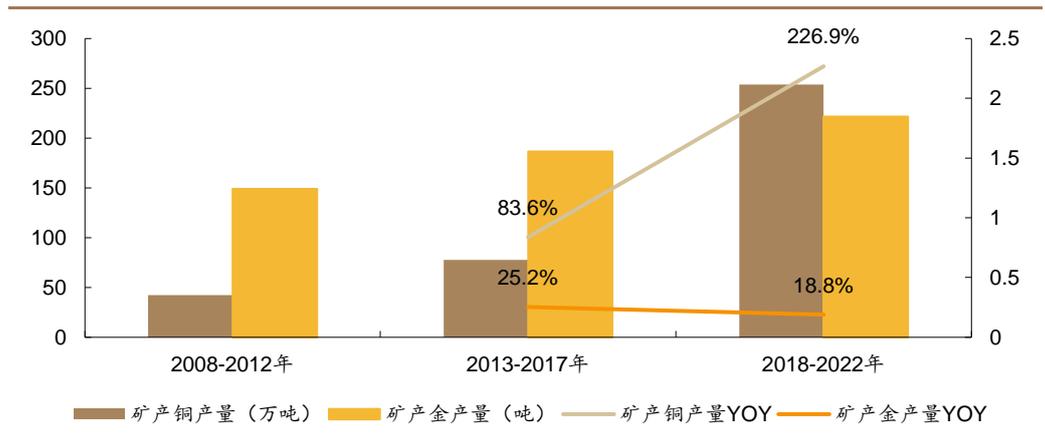
1. 成立三十余载，形成以金铜锌为主的产品格局

公司主要从事金、铜、锌等矿产资源勘查与开发，适度延伸冶炼加工及贸易金融业务等，在香港 H 股和上海 A 股整体上市。公司的主要产品是矿产金铜锌、冶炼加工及贸易金、冶炼产铜、冶炼产锌、铁精矿等。

1.1. 并购发展驱动，规模持续成长

1986 年，公司前身上杭县矿产公司成立。1994 年更名为福建省闽西紫金矿业集团有限公司，1998 年完成有限责任制改造，2000 年完成股份制改造，设立福建紫金矿业股份有限公司。2003 年，公司在香港 H 股上市，募集资金 12 亿港元，开始面向全国发展。2005 年，实现“国内黄金行业领先”的第一步战略目标，开始向海外投资发展。2008 年，公司在上海 A 股上市，募集资金 98 亿元，紫金山被授予“中国第一大金矿”称号。2013 年，实现“国内金属行业领先”的第二步战略目标。2015 年，公司收购巴理克（新几内亚）有限公司 50% 股权和 50% 债权，收购刚果（金）卡莫阿控股公司 49.5% 股权。2016 年，公司国际化进入收获期，增持科卢韦齐铜矿权益至 72%。

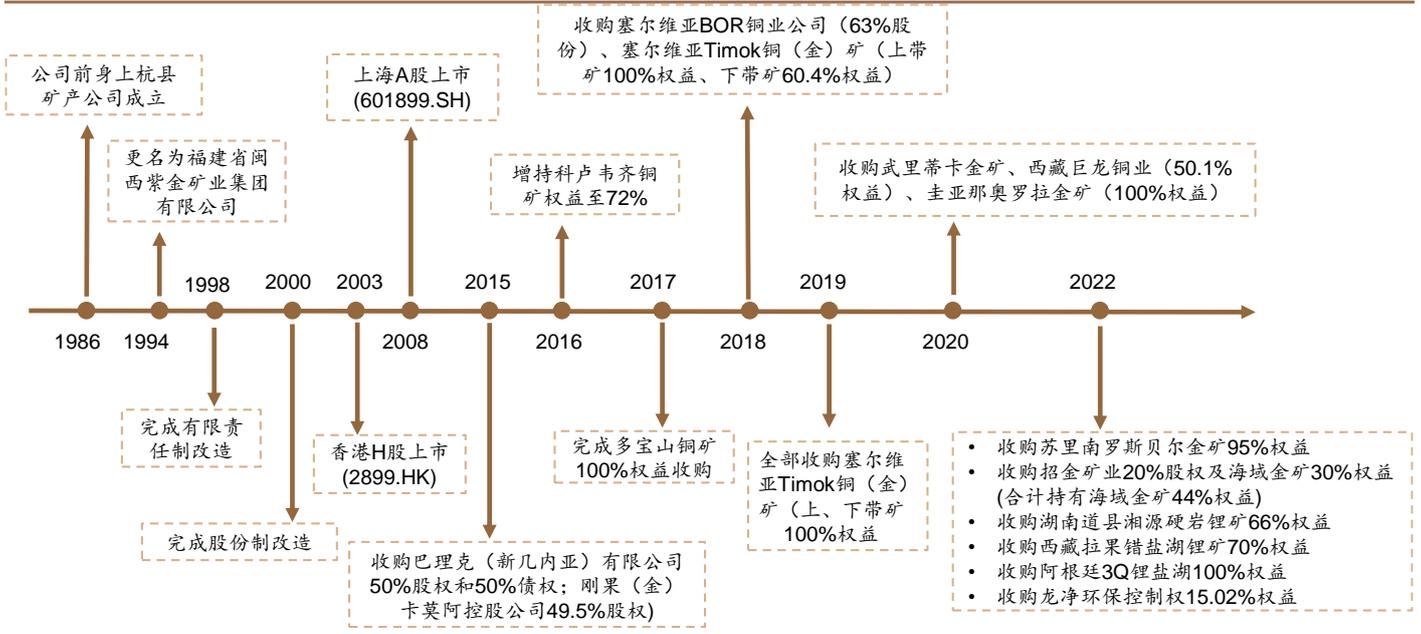
图 1：公司矿产铜和矿产金规模持续成长



资料来源：公司公告，德邦研究所

2017 至 2022 年，公司接连收购多宝山铜矿、塞尔维亚 BOR 铜业公司、塞尔维亚 Timok 铜（金）矿、圭亚那奥罗拉金矿、武里蒂卡金矿、西藏巨龙铜业、阿根廷 3Q 锂盐湖、西藏拉果错盐湖锂矿、湖南道县湘源硬岩锂矿、苏里南罗斯贝尔金矿等。

图 2: 历史沿革

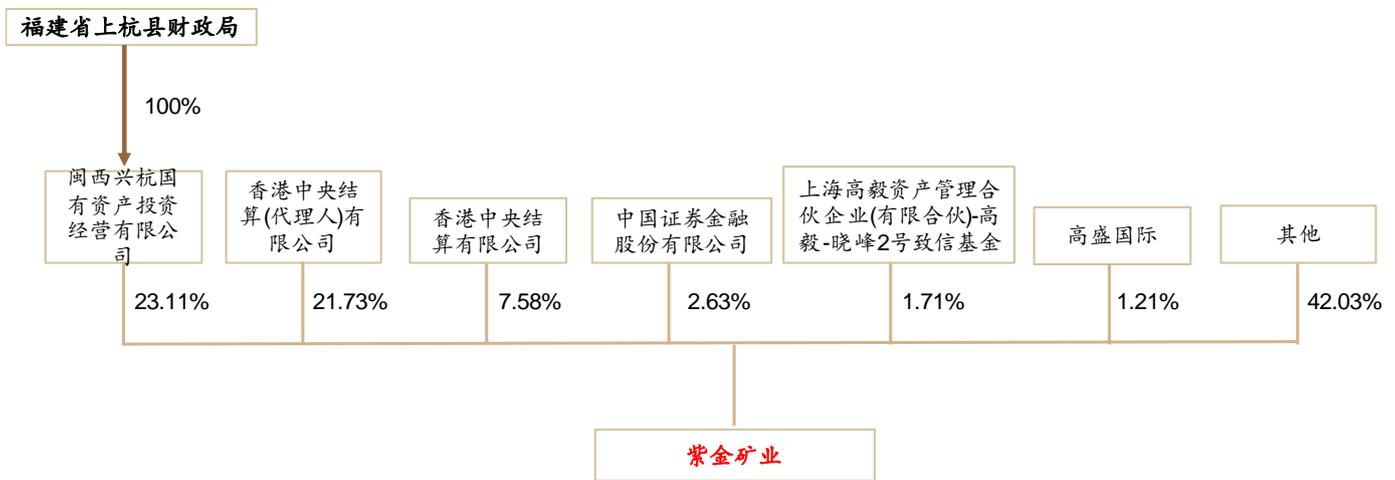


资料来源: 公司官网, 德邦研究所

1.2. 股权结构稳定, 管理层经验丰富

公司股权结构稳定, 截至 2023Q1, 公司前十大股东占比总和 60.9%, 实际控制人是福建省上杭县财政局。

图 3: 股权结构 (截至 2023Q1)



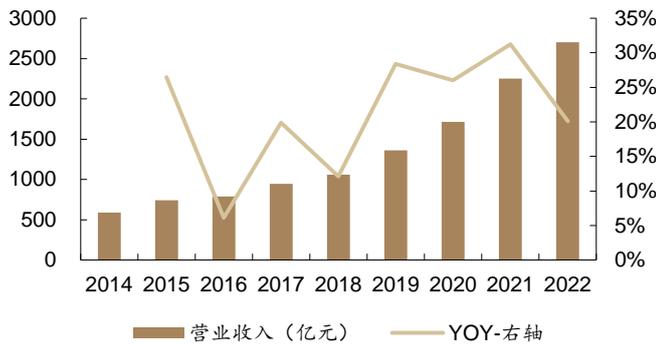
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

公司董事长陈景河先生是紫金矿业的创始人和核心领导人, 紫金山金铜矿的主要发现者, 研究者和开发组织者, 自 2000 年起一直担任紫金矿业集团股份有限公司董事长 (其中 2006 年 8 月至 2009 年 11 月兼任紫金矿业集团股份有限公司总裁), 同时还担任低品位难处理黄金资源综合利用国家重点实验室主任, 在地质找矿, 低品位难选冶资源综合利用及大规模开发等关键技术创新和工程管理等方面有很高的造诣, 创立“矿石流五环归一”矿业工程管理模式在国内外推广应用并实现显著的经济社会效益, 获国家科技进步一等奖 1 项, 省部级特等奖, 一等奖 18 项, 发明专利 27 项。

1.3. 铜、金业务是公司主要的利润来源

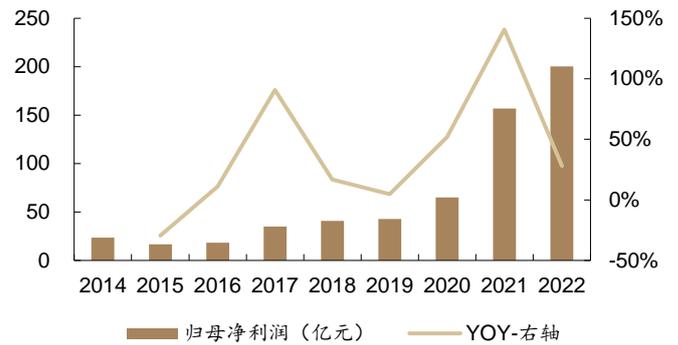
公司主营业务有金业务、铜业务、锌（铅）业务。公司是全国最大的矿产金生产企业，黄金业务是公司最重要营收和利润的贡献点，2022年公司黄金新增资源量约682吨，一大批黄金项目建设有序推进。铜被称为“电气化金属”，是在清洁能源技术中被广泛应用并最难被替代的金属矿产，公司作为全球第6大铜生产企业，坐拥刚果（金）卡莫阿铜矿、塞尔维亚丘卡卢-佩吉铜（金）矿、巨龙铜矿等三座世界级超大型铜矿，且均在短时间内进入第一阶段生产，促进资源储蓄量持续增长。锌是基本工业金属，广泛应用于汽车制造、电池储能以及冶金、电气等领域，公司是中国最大的矿产锌生产企业，拥有显著的低品位锌（铅）矿开发和盈利能力。

图 4：2022 年公司营收 2703 亿元，同比+20.1%



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

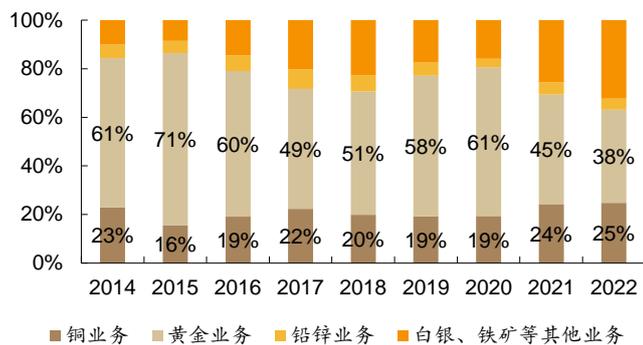
图 5：2022 年公司归母净利 200 亿元，同比+27.9%



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

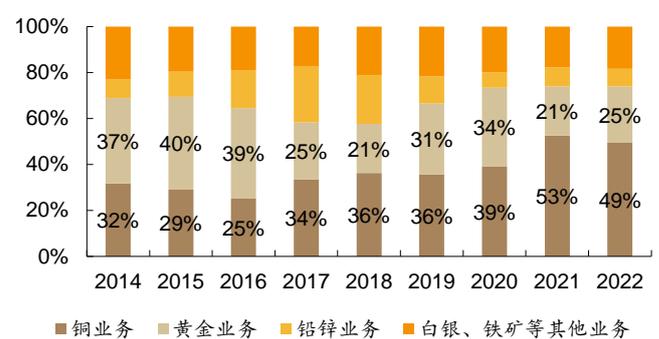
铜业务毛利占比近半，为公司最主要的利润来源。2022年全年，铜业务销售收入占营业收入24.77%（抵消后），毛利占总毛利的49.44%；黄金业务销售收入占营业收入的38.41%（抵消后），毛利占总毛利的24.55%；锌（铅）业务销售收入占营业收入的4.55%（抵消后），毛利占总毛利的7.68%；白银、铁矿等其他产品销售收入占营业收入的32.27%（抵消后），毛利占总毛利的18.33%。

图 6：公司各业务销售收入占比



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

图 7：公司各业务销售毛利占比



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

2. 在手资源丰富，短期成长确定，远期目标前瞻

公司是中国头部金属矿业企业，铜、金、锌（铅）等主营矿种储量、资源量及矿产品产量位居中国领先、全球前10位，公司海外矿产类资源和主要矿产品产量

及利润全面超越国内，已经成为全球化矿业公司。

根据自然资源部披露的《中国矿产资源报告 2022》，2021 年中国铜储量 3495 万吨、黄金储量 2964 吨、锌（铅）储量 4423 万吨、锂氧化物储量 405 万吨。截至 2022 年 12 月 31 日，公司保有探明和控制及推断的资源量为铜 7372 万吨、金 3117 吨、锌（铅）1118 万吨、银 14612 吨，锂资源量（当量碳酸锂）1215 万吨；其中，保有可信储量和证实储量为铜 3209 万吨，金 1191 吨，锌（铅）480 万吨，银 1864 吨，锂储量（当量碳酸锂）429 万吨。

表 1：公司主要品种储量与资源量

	铜/万吨	金/吨	锌（铅）/万吨	碳酸锂/万吨	银/吨	锂/万吨
储量	3209	1191	480	429	1864	154
资源量	7372	3117	1118	1215	14612	302
权益储量/中国储量	92%	40%	11%	43%	-	-

资料来源：公司公告，德邦研究所

注：氧化锂和碳酸锂的转换系数为 1:2.47

公司未来发展可期，计划 2025 年，年产矿产铜 100-110 万吨，矿产金 80-90 吨。

表 2：主要产品产量及规划

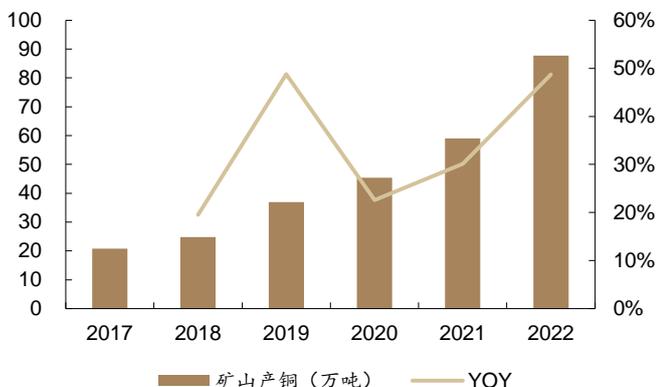
	单位	2020	2021	2022	2025E
矿产铜	金属万吨	45.3	59.0	87.7	100-110
矿产金	金属吨	40.5	47.5	56.4	80-90
矿产锌	金属万吨	34.2	39.6	40.3	
矿产银	金属吨	298.7	308.8	387.5	

资料来源：德邦研究所

2.1. 铜板块：主要铜企中矿产铜增长最多

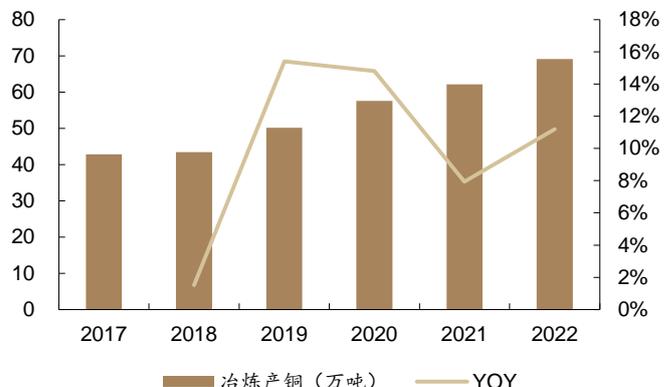
2022 年全国矿产铜产量 187.4 万吨，公司矿产铜 87.7 万吨，相当于国内总量的 47%。公司矿产铜产量从 2017 年的 20.8 万吨增长到 2022 年的 87.7 万吨，CAGR 达 33.4%。冶炼产铜量从 2017 年的 42.8 万吨增长到 2022 年的 69.1 万吨，CAGR 达 10.0%。

图 8：2022 年矿产铜 87.7 万吨，同比+48.7%



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 9：2022 年冶炼产铜 69.1 万吨，同比+11.2%



资料来源：公司公告，德邦研究所

2022 年公司新增矿产铜 29 万吨，增量贡献约占全球当年净增量的 40%，成

为全球主要铜企矿产铜增长最多的公司，进入全球一流铜矿企业行列。本世纪全球新发现的前五大铜矿山中，公司占据刚果（金）卡莫阿铜矿、塞尔维亚丘卡卢-佩吉铜（金）矿、巨龙铜矿等三座世界级超大型铜矿，均在短时间内进入第一阶段的生产，并实现资源储量持续增长。

表 3：公司主要铜矿山企业

矿山名称	所属公司	权益比例	状态	单位	资源量	品位	储量
科卢韦齐铜(钴)矿	刚果金穆索诺伊	72%	在产	万吨	240	3.91%	85
丘卡卢-佩吉铜金矿上带矿	塞尔维亚紫金矿业	100%	在产	万吨	145	2.63%	93
紫金山铜金矿	福建紫金山铜业	100%	在产	万吨	125	0.47%	78
阿舍勒铜矿	新疆哈巴河阿舍勒	51%	在产	万吨	56	1.90%	47
碧沙锌(铜)矿	厄立特里亚碧沙矿业	55%	在产	万吨	80	0.97%	10
曙光金矿	珲春紫金	100%	在产	万吨	8	0.15%	3
卡莫阿铜矿	卡莫阿	44.98%	在产+技改扩建	万吨	4312	2.54%	1862
博尔铜矿	塞尔维亚紫金铜业	63%	在产+技改扩建	万吨	1079	0.45%	674
巨龙铜矿（驱龙铜矿+知不拉铜矿）	西藏巨龙铜业	50.10%	在产+扩建	万吨	1890	0.33%	1468
铜山铜矿	黑龙江多宝山	100%	在产+扩建	万吨	249	0.43%	110
丘卡卢-佩吉铜金矿下带矿	塞尔维亚紫金矿业	100%	在建	万吨	1855	0.76%	747

资料来源：公司公告，德邦研究所

2.1.1. 巨龙铜矿：二期进行时，2025 年总体形成 35 万吨/年矿产铜产能

西藏巨龙铜业持有驱龙铜多金属矿、荣木措拉铜矿和知不拉铜多金属矿三个矿权，位于西藏自治区拉萨市，公司持股比例 50.10%。截至 2022 年底，巨龙铜矿铜资源量 1890 万吨，品位 0.33%；银资源量 13143 吨，品位 2.51 克/吨；钼 115.71 万吨，品位 0.02%。巨龙铜业矿区存在大量低品位铜矿资源，远景资源量可望突破 2000 万吨。一期工程于 2021 年 12 月建成投产。拟分阶段实施二、三期工程，其中二期 20 万吨/日改扩建筹备正在推进，二、三期全面建成后可望实现每年采选矿石量约 2 亿吨，年产铜 60 万吨。

图 10：巨龙铜矿位置示意图



资料来源：公司官网，德邦研究所

图 11：巨龙铜矿项目实景



资料来源：公司官网，德邦研究所

2.1.2. 卡莫阿铜矿：有望晋升成为全球第四大铜矿山

公司是卡莫阿-卡库拉铜矿的最大权益持有者，合计权益 44.98%。卡莫阿-卡库拉铜矿项目由公司（39.6%）、艾芬豪矿业（39.6%）、晶河全球（0.8%）及刚果（金）政府（20%）合资持有；此外，公司还持有艾芬豪矿业 13.69%的股权，是

其第二大股东。

卡莫阿铜矿位于刚果(金)卢阿拉巴省,截至2022年底,卡莫阿铜矿铜资源量4312万吨,品位2.54%。项目一期选厂于2021年5月建成投产,二期选厂于2022年3月建成投产,一、二期联合改扩能计划2023年4月建成,合计年产能达45万吨,将成为全球第四大产铜矿山;三期扩建及配套50万吨/年铜冶炼厂前期工作加快推进,三期预计2024年10月建成投产,届时年产能达到62万吨。当项目产能提升至矿石处理量1900万吨/年,将成为全球第二大产铜矿山,年产铜80万吨。

2023Q1,刚果(金)卡莫阿-卡库拉铜矿实现矿产铜9.4万吨,其中3月破纪录产铜3.5万吨,并创造了单周、单日生产最新纪录。

图 12: 卡莫阿铜矿位置示意图



资料来源:公司官网,德邦研究所

图 13: 卡莫阿铜矿项目实景



资料来源:公司官网,德邦研究所

2.1.3. 塞尔维亚丘卡卢-佩吉铜金矿: 正推动证照办理

丘卡卢-佩吉铜金矿为超大型铜金矿,分上部矿带和下部矿带,位于塞尔维亚博尔州,公司持股比例100%,其中上带矿在产,下带矿在建。截至2022年底,上带矿铜资源量145万吨,品位2.63%;金资源量76吨,品位1.37克/吨;下带矿铜资源量1855万吨,品位0.76%,金385吨,品位0.16克/吨。其中,上部矿带于2021年10月正式投产,上部有超高品位铜矿,达产后预计年均产铜9.14万吨产金2.5吨,年产量峰值预计产铜13.5万吨,产金61吨;下部矿带采用崩落法大规模开发,目前已完成预可研设计,正在推进前期征地,竖井工勘、矿山井巷工程等工作。

图 14: 丘卡卢-佩吉铜金矿位置示意图



资料来源: 公司官网, 德邦研究所

图 15: 丘卡卢-佩吉铜金矿项目实景



资料来源: 公司官网, 德邦研究所

2.1.4. 博尔铜矿: JM 矿技改, 2025 年底力争建成

博尔铜矿位于塞尔维亚博尔州, 公司持股比例 63%。博尔铜矿拥有 JM、VK、NC、MS 等 4 座铜矿山和 1 个冶炼厂, 矿山位于欧亚成矿带上, 成矿远景好, 找矿潜力大。该项目原为亏损企业, 2018 年公司收购后, 迅速扭亏为盈。截至 2022 年底, 博尔铜矿铜资源量 1079 万吨, 品位 0.45%; 金资源量 380 吨, 品位 0.16 克/吨。塞尔维亚紫金铜业正在加快推进下设 4 座矿山和冶炼厂技改扩建, MS 矿千万吨级技改扩建项目于 2021 年 10 月建成投产; VK 矿新增 4 万吨/天技改于 2021 年 12 月底完成选厂主体及设施工程建设; JM 矿由填充法变更为崩落法采矿, 力争 2025 年底建成投产。

图 16: 博尔铜矿位置示意图



资料来源: 公司官网, 德邦研究所

图 17: 博尔铜矿项目实景

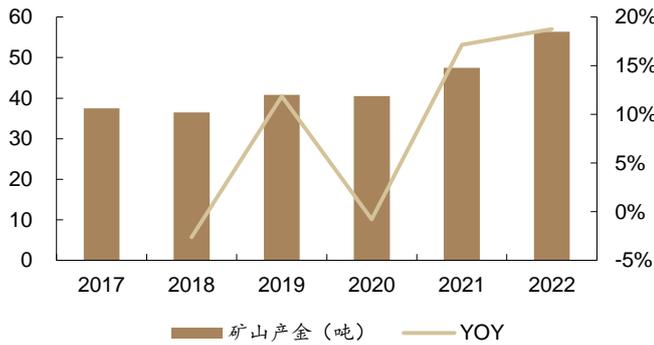


资料来源: 公司官网, 德邦研究所

2.2. 金板块: 中国最大的矿产金生产企业

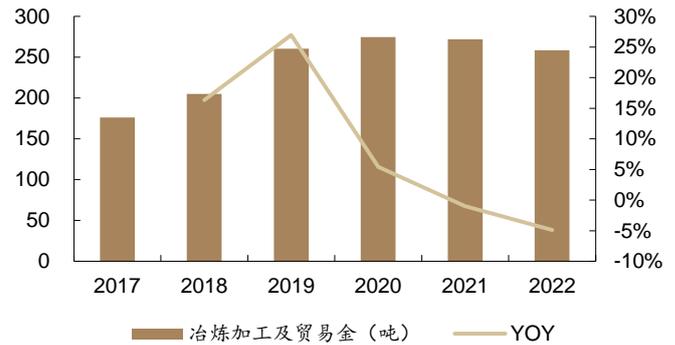
2022 年全国矿产金产量 295.4 吨, 公司矿产金 56.4 吨, 相当于国内总量的 19%。公司矿产金产量从 2017 年的 37.5 吨增长到 2022 年的 56.4 吨, CAGR 达 8.5%。冶炼加工及贸易金从 2017 年的 176.3 吨增长到 2022 年的 258.6 吨, CAGR 达 8.0%。

图 18: 2022 年矿山产金 56.4 吨, 同比+18.8%



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 19: 2022 年冶炼加工及贸易金 258.6 吨, 同比-4.9%



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

2022 年公司黄金业务进入增长快车道。一大批黄金项目成功投资并购, 黄金资源量及现实产能显著提升, 其中新增资源量约 682 吨, 约占公司黄金总资源的 22%; 山西紫金、贵州紫金及澳大利亚诺顿 Binduli 金矿、哥伦比亚武里蒂卡金矿、塔吉克斯坦泽拉夫尚热压冶金等项目建设有序推进。

表 4: 公司主要黄金矿山企业

矿山名称	所属公司	权益比例	状态	单位	资源量	品位	储量
奥罗拉金矿	圭亚那奥罗拉	100%	在产	吨	187.17	2.54 克/吨	83.62
左岸金矿	吉尔吉斯斯坦奥同克	60%	在产	吨	50.73	4.15 克/吨	38.00
李坝金矿	陇南紫金	84.22%	在产	吨	145.26	2.07 克/吨	47.22
多宝山金铜矿	黑龙江多宝山	100%	在产	吨			
上宫金矿	洛阳坤宇	70%	在产	吨			
吉劳、塔罗金矿	塔吉克斯坦泽拉夫尚	70%	在产	吨	104.14	1.86 克/吨	64.73
水银洞金矿	贵州紫金	56%	在产+扩建	吨	187.63	5.12 克/吨	16.62
曙光金矿	珲春紫金	100%	在产	吨	15.64	0.29 克/吨	5.94
诺顿金田	澳大利亚诺顿金田	100%	在产+技改扩建	吨	365.58	0.90 克/吨	144.71
博尔铜矿	塞尔维亚紫金铜业	63%	在产+技改扩建	吨	380.25	0.16 克/吨	231.25
武里蒂卡金矿	哥伦比亚武里蒂卡	69.28%	在产+扩建	吨	321.50	6.61 克/吨	112.00
义兴寨金矿	山西紫金	100%	在产+扩建	吨	113.72	1.86 克/吨	62.41
紫金山铜金矿	福建紫金山铜业	100%		吨	0.14	1.04 克/吨	0.01

资料来源: 公司公告, 德邦研究所

2.2.1. 海域金矿: 有望晋升成为国内最大的黄金矿

海域金矿位于山东省莱州市, 公司直接持股 30%, 另持有招金矿业 20% 权益, 实际权益 44%。截至 2022 年底, 海域金矿金资源量 562 吨, 品位 4.2 克/吨。设计采选规模为 12000 吨/日, 整体投产达产后年矿产黄金约 15-20 吨, 有望晋升成为国内最大的黄金矿。

公司持有招金矿业 20% 股权, 为招金矿业第二大股东。截至 2021 年 12 月 31 日, 招金矿业拥有符合 JORC 国际标准的权益黄金资源量 942 吨, 其中储量 391 吨, 正常年份矿产黄金 20 吨左右; 公司按照 20% 权益计算 (海域金矿按 44% 权益) 黄金资源量将增加 323 吨, 权益矿产金年产量增加约 4 吨; 海域金矿投产后, 公司权益矿产金年产量预计将再增加 6.6-8.8 吨。

招金矿业在国内拥有 25 座矿山, 其中金矿 23 座, 铜矿 2 座, 以及 3 座金、铜冶炼厂。除海域金矿外, 核心项目还有山东的大尹格庄金矿、夏甸金矿、金翅岭

金矿，甘肃的早子沟金矿和 2000 吨/天黄金冶炼厂等，其中大尹格庄金矿、夏甸金矿均为百吨级及以上大型金矿；境外厄瓜多尔金王矿业 80% 股权、Sabina 金银公司 9.9% 权益。

2.2.2. 武里蒂卡金矿：全球超高品位大型金矿

武里蒂卡金矿位于哥伦比亚武里蒂卡市，公司持股比例 69.28%。武里蒂卡金矿是全球超高品位大型金矿，截至 2022 年末，武里蒂卡金矿金资源量 322 吨，品位 6.61 克/吨；银资源量 1124 吨，品位 23.12 克/吨，项目 4000 吨/天采、选矿技改工程于 2021 年 12 月建成投产，年产黄金将超 8 吨。

图 20：武里蒂卡金矿位置示意图



资料来源：公司官网，德邦研究所

图 21：武里蒂卡金矿项目实景



资料来源：公司官网，德邦研究所

2.2.3. 诺顿金田：中资企业成功收购海外在产大型黄金矿山的典型案例

澳大利亚诺顿金田的收购，是中资企业成功收购海外在产大型黄金矿山的典型案例。项目拥有 1012 平方公里的高潜力矿权区域，勘探前景可观。开采方式包括露天和井下，日处理矿石量 10000 吨。诺顿金田位于澳大利亚西澳州，持股比例 100%，截至 2022 年末，诺顿金田金资源量 366 吨，品位 0.90 克/吨。

图 22：诺顿金田位置示意图



资料来源：公司官网，德邦研究所

图 23：诺顿金田项目实景



资料来源：公司官网，德邦研究所

2.3. 锂板块：远景规划碳酸锂当量年产能 15 万吨以上

新能源矿种布局创“紫金速度”，先后收购阿根廷 3Q 盐湖锂矿、西藏拉果错盐湖锂矿、湖南道县湘源锂多金属矿，形成“两湖一矿”格局。

表 5：公司主要锂矿山企业

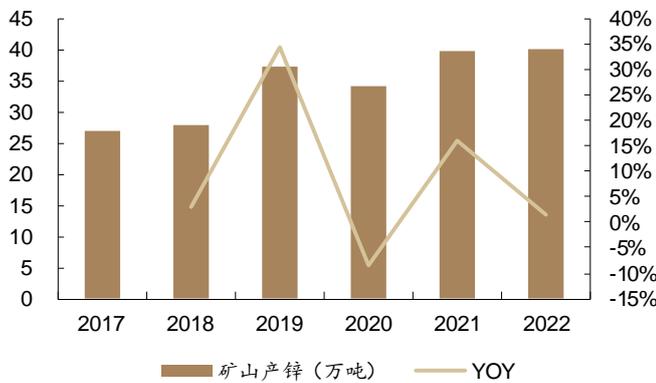
矿山名称	所属公司	权益比例	状态	单位	资源量	品位	储量
3Q 盐湖锂矿	阿根廷 3Q 盐湖	100%	在建	万吨	763.00	641mg/l	167.19
拉果错盐湖锂矿	西藏拉果错盐湖	70%	在建	万吨	215.73	275mg/l	209.26
湘源硬岩锂多金属矿	湖南道县湘源锂矿	66%	在产+在建	万吨	83.62	1.06%	54.69

资料来源：公司公告，德邦研究所

2.4. 锌板块：中国最大的矿产锌生产企业

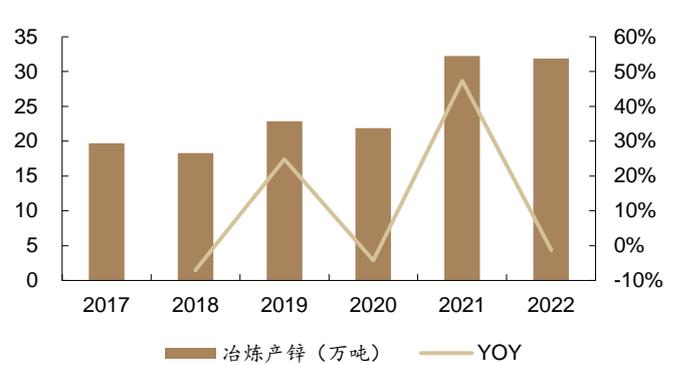
2022 年全国矿产锌产量 310.3 万吨，公司矿产锌 40.2 万吨，相当于国内总量的 13%。公司矿产锌产量从 2017 年的 27.0 万吨增长到 2022 年的 40.2 万吨，CAGR 达 8.3%。冶炼产锌从 2017 年的 19.7 万吨增长到 2022 年的 31.8 万吨，CAGR 达 10.1%。

图 24：2022 年矿产产锌 40.2 万吨，同比+1.5%



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 25：2022 年冶炼产锌 31.8 万吨，同比-1.2%



资料来源：公司公告，德邦研究所

公司是中国最大的矿产锌生产企业，拥有显著的低品位锌（铅）矿开发和盈利能力。碧沙铜锌矿阿谢利地采项目基建工程正在有序推进；三贵口南北矿段合并采矿证办理工作加快推进，预计 2023 年第三季度完成；紫金锌业四期浮选系统投料试产。

表 6：公司主要锌矿山企业

矿山名称	所属公司	权益比例	状态	单位	资源量	品位	储量
碧沙锌(铜)矿	厄立特里碧沙矿业	55%	在产	万吨	308.76	3.75%	51.90
图瓦锌多金属矿	俄罗斯龙兴	70%	在产	万吨	78.09	6.80%	62.64
三贵口锌(铅)矿	乌拉特后旗紫金	95%	在产	万吨	195.09	2.28%	112.71
阿舍勒铜矿	新疆哈巴河阿舍勒	51%	在产	万吨			
乌拉根锌(铅)矿	新疆紫金矿业	100%	在产+扩建	万吨	518.20	1.96%	196.52

资料来源：公司公告，德邦研究所

3. 优异的市场判断和技术优势支撑长期发展

3.1. 大型矿产的逆周期收购

公司面向全球配置资产，依托系统工程和矿业经济思维及专业分析决策能力，成功并购了一批全球优质矿山，大幅提升世界级矿产资源拥有量。

铜矿方面，2014年，公司收购科卢韦齐铜矿51%权益；2015年，公司收购卡莫阿铜矿49.5%股权；2016年，公司增持科卢韦齐铜矿权益至72%；2017年，公司完成多宝山铜业剩下49%权益的收购，持股比例达到100%。2018年，公司收购塞尔维亚BOR铜业63%股权，以及塞尔维亚Timok铜（金）矿上下带矿100%权益和下带矿60.4%权益。2019年公司完成Timok铜（金）矿上下带矿100%权益收购。2020年，公司逆周期收购巨龙铜业50.1%权益。

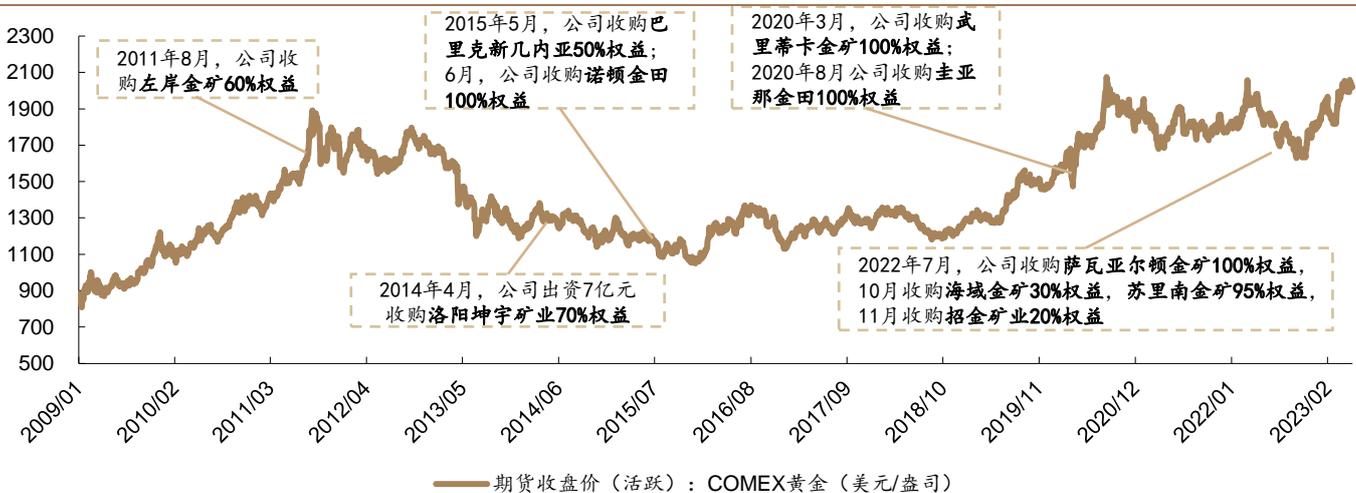
图 26：铜矿的逆周期收购



资料来源：公司官网，公司公告，德邦研究所

金矿方面，在黄金景气度低点大量收购，2013年到2019年期间，公司先后收购洛阳坤宇矿业70%权益，完成诺顿金田100%权益的收购，以及收购波格拉金矿47.5%权益。2020年3月，公司收购武里蒂卡金矿100%权益；8月公司收购圭亚那奥罗拉金矿100%权益。2022年10月，公司收购海域金矿30%权益，苏里南罗斯贝尔金矿95%权益，11月收购招金矿业20%权益。

图 27：金矿的逆周期收购

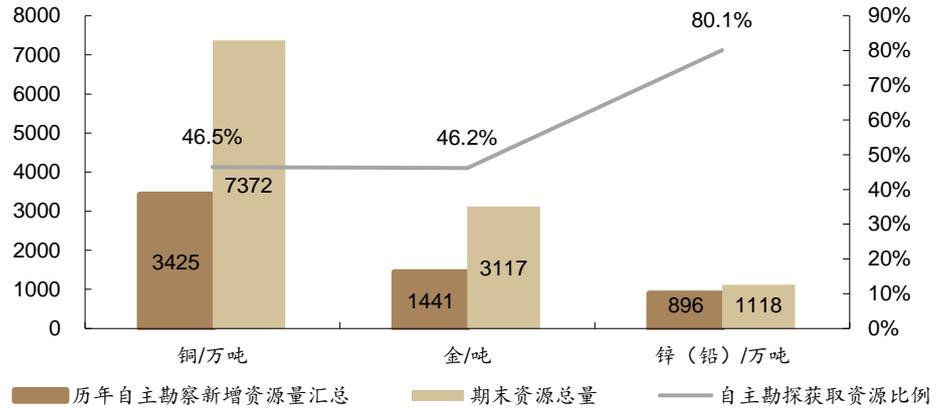


资料来源：公司官网，公司公告，德邦研究所

3.2. 自主地质勘探增储实力强劲

公司自主地质勘查具有行业竞争比较优势。公司以既有矿山就矿找矿为重点，加大矿产地质勘查力度，黄金、铜资源超过 46%，铅锌超过 80% 为自主勘察获得。

图 28：截至 2022 年末，公司黄金、铜资源超过 46%，铅锌超过 80% 为自主勘察获得



资料来源：公司公告，德邦研究所

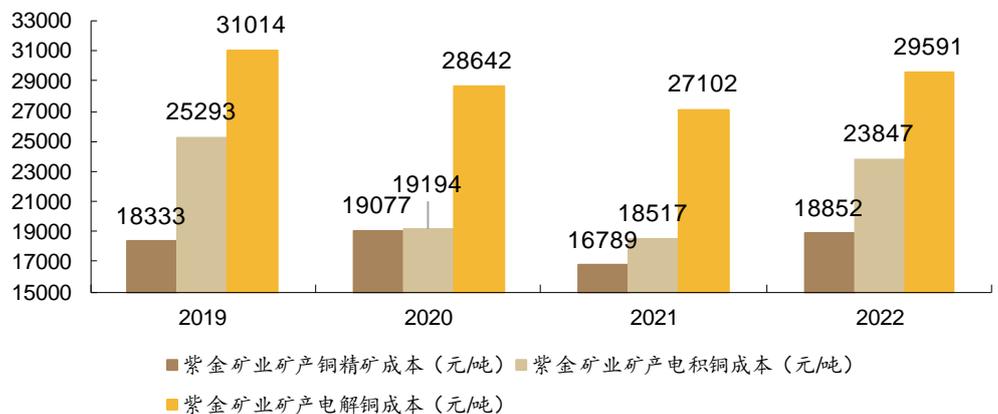
公司自主地质找矿勘查项目与既有重点项目布局相匹配，形成境内地勘总院、中色紫金、西南地勘等平台，境外欧洲中色紫金（巴尔干）有限公司、非洲金山矿业（坦桑尼亚）有限公司、澳大利亚金太资源有限公司等平台。

3.3. 全流程自主技术与工程研发创新能力

公司在地质勘查、湿法冶金、低品位难处理资源综合回收利用及大规模系统工程化开发等方面具有行业领先的技术优势和丰富的实践经验。公司独创以经济社会效益最大化为目标，以矿石流为走向，将地勘、采矿、选矿、冶金和环保五个环节进行统筹研究和全流程控制的“矿石流五环归一”矿业工程管理模式，以系统工程和经济矿业思想指导项目建设和运营，在投资和成本控制方面形成明显的竞争优势，成功开辟资源绿色高效开发新路，形成矿业工程全球竞争力。

从矿产铜成本来看，公司具备较大优势，根据 Mymetal 数据，2019 年全球铜矿的现金成本的 90 分位在 5200 美元/吨，根据 2019 年美元兑人民币中间值平均值 6.8985 计算，铜矿的现金成本折人民币约为 35872 元/吨，而公司 2019 年的矿产电解铜成本仅为 31014 元/吨，低于全球 90% 以上的铜矿成本。

图 29：2019-2022 年紫金矿业矿产铜精矿单吨成本



资料来源：公司公告，德邦研究所

4. 盈利预测

4.1. 价格假设及产量假设

价格假设。我们假设 2023-2025 年铜价分别为 6.8 万元/吨, 7.2 万元/吨, 7.3 万元/吨; 2023-2025 年金价为 440 元/克; 2023-2025 年锌价分别为 2.3 万元/吨, 2.4 万元/吨, 2.5 万元/吨; 2023-2025 年碳酸锂价格稳定在 20 万元/吨。

表 7: 公司主要产品市场价格假设 (含税)

价格预测	单位	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
黄金	元/克	387	374	392	440	440	440
电解铜	元/吨	48755	68467	67535	68000	72000	73000
锌锭	元/吨	18317	22409	25232	23000	24000	25000
铅锭	元/吨	14706	15164	15164	15000	15000	15000
白银	元/千克	4688	5208	4720	5500	5500	5500
铁精粉	元/吨	844	1205	1026	1026	1026	1026
碳酸锂	元/吨	44098	121533	482448	200000	200000	200000

资料来源: 公司公告, 德邦研究所

产量假设。我们参考公司产量规划目标。

表 8: 公司主要产品产量假设

产品	单位	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
矿山产金	吨	41	47	56	71	75	80
YOY		-0.8%	17.2%	18.8%	26.6%	5.7%	6.7%
矿山产铜	万吨	45	59	88	92	101	121
YOY		22.6%	30.1%	48.7%	4.9%	9.6%	19.7%
矿山产锌	万吨	34	40	40	39	39	39
YOY		-8.5%	15.9%	1.5%	-1.9%	0.0%	0.0%
矿山产铅	万吨	4	4	4	4	4	4
YOY		5.3%	5.2%	3.9%	-1.0%	0.0%	0.0%
矿山产银	吨	299	309	387	387	387	387
YOY		13.5%	3.4%	25.5%	0.0%	0.0%	0.0%
铁精矿	万吨	387	425	335	335	335	335
YOY		9.6%	9.8%	-21.2%	0.0%	0.0%	0.0%
碳酸锂	吨					3	12
YOY							300.0%

资料来源: 公司公告, 德邦研究所

4.2. 分产品营收及毛利预测

表 9: 营业收入预测 (单位: 亿元)

产品	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
矿山产金	139	159	224	275	291	308
金锭	96	98	105	118	119	118
金精矿	43	61	119	157	172	190
矿山产铜	168	283	363	389	439	560
矿山产铜精矿	116	198	294	317	361	481
矿山产电积铜	32	49	53	57	61	63
矿山产电解铜	20	36	16	15	16	17
矿山产锌	33	56	63	54	58	60

矿山产银	9	10	12	14	14	14
铁精矿	19	27	12	35	23	23
冶炼加工金	1063	1000	1006	1119	1121	1119
冶炼产铜	248	376	411	426	457	466
冶炼产锌	36	64	71	65	68	71
碳酸锂					60	240
贸易收入	262	845	1203	1323	1456	1601
其他销售收入	272	422	512	518	520	522
冶炼银	21	28	29	30	31	32
铜管	6	10	8	8	8	8
铜板带	10	15	15	15	15	15
铅精矿	3	4	5	5	5	5
钼精矿	3	4	12	12	12	12
钴精矿	2	4	5	5	5	5
黄金制品	32	29	42	43	45	46
其他产品等	194	329	396	400	400	400
内部抵消数	(531)	(994)	(1174)	(1231)	(1345)	(1479)
合计	1715	2251	2703	2987	3160	3506

资料来源：公司公告，德邦研究所

表 10：毛利预测（单位：亿元）

产品	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
矿山产金	72	79	108	143	146	149
金锭	50	46	37	46	43	39
金精矿	22	33	71	96	103	110
矿山产铜	77	187	216	237	270	342
矿山产铜精矿	54	133	177	196	226	298
矿山产电积铜	17	34	30	33	36	36
矿山产电解铜	7	20	8	7	8	8
矿山产锌	11	27	31	20	23	23
矿山产银	5	6	6	7	7	7
铁精矿	14	20	8	24	15	15
冶炼加工金	6	1	6	4	4	4
冶炼产铜	9	10	12	11	11	11
冶炼产锌	4	3	4	3	3	3
碳酸锂	0	0	0	0	42	168
其他	26	42	70	76	81	87
内部抵消数	(18)	(28)	(34)	0	0	0
合计	204	348	425	525	603	810

资料来源：公司公告，德邦研究所

4.3. 可比公司估值

公司业务涵盖多种金属矿产产品，所以我们分别选取矿产铜、矿产黄金、矿产锌以及锂资源板块市值较为靠前的公司作为可比公司进行对比。

公司努力克服世界政治、经济及矿业形式复杂严峻等多重困难，一批世界级重大矿业项目接续建成投产，综合实力大幅提升，主营矿种资源量、储量及主要经济指标屡创新高，位居中国领先、全球前 10 位，海外全球矿产类资源和主要矿产品及利润全面超越国内，已经成为全球化的跨国矿业公司。截至 2022 年末，公

司是全球第六大铜生产企业,全球第九大金生产企业,全球第四大铅锌生产企业。我们测算公司 2023-2025 年归母净利分别为 222、270、358 亿元,同比增速 10.6%、21.9%、32.3%,对应 PE 分别为 13.7x/11.3x/8.5x,给予“买入”评级。

表 11: 可比公司估值 (截至 2023 年 6 月 2 日收盘)

行业	证券简称	证券代码	市值 (亿元)	PE			EPS		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
铜板块	江西铜业	600362.SH	550	10.2	9.8	9.6	1.85	1.94	1.98
	铜陵有色	000630.SZ	309	9.0	7.9	7.1	0.33	0.37	0.42
	铜板块可比公司均值			9.6	8.8	8.3			
黄金板块	山东黄金	600547.SH	1068	50.3	36.0	26.7	0.52	0.73	0.98
	赤峰黄金	600988.SH	271	33.2	19.9	16.0	0.49	0.82	1.02
	黄金板块可比公司均值			41.8	27.9	21.3			
锌板块	驰宏锌锗	600497.SH	269	14.1	12.5	12.2	0.37	0.42	0.43
	中金岭南	000060.SZ	180	11.7	9.8	8.0	0.41	0.49	0.61
	锌板块可比公司均值			12.9	11.1	10.1			
锂板块	赣锋锂业	002460.SZ	1231	9.1	8.3	7.5	7.05	7.72	8.51
	中矿资源	002738.SZ	405	6.4	4.0	3.5	8.93	14.11	16.17
	锂板块可比公司均值			7.7	6.2	5.5			
总体均值				18.0	13.9	11.8			
	紫金矿业	601899.SH	2981	13.8	11.3	8.5	0.84	1.03	1.36

资料来源: Wind, 公司公告, 山东黄金、赤峰黄金、驰宏锌锗、中矿资源及紫金矿业盈利预测为德邦研究所测算, 其余来自 Wind 一致预测

使用分部估值法测算公司合理市值。因为公司各板块毛利扣减费用项等得到净利, 而费用项无法准确分摊到各个板块, 我们假设各业务板块从毛利到净利的转化比例相同, 即毛利权重等于净利权重。我们预测公司合理 PE 为 17.8, 2023 年归母净利对应的市值约为 3953 亿元, 对应目标价 15.02 元/股, 截至 2023 年 6 月 2 日收盘价 11.59 元/股, 仍有 30% 的空间。

表 12: 2023 年分部估值计算公司目标价为 15.02 元/股

	毛利 (亿元)	权重	板块 PE
铜板块	248	47%	9.6
黄金板块	147	28%	41.8
铅锌板块	24	5%	12.9
锂板块	0	0%	7.7
其他	107	20%	5.0
合计	525	100%	17.8

资料来源: Wind, 德邦研究所测算

5. 风险提示

黄金、铜、铅锌、锂等金属价格大幅下跌;

改扩建项目不及预期导致产量不及预期;

汇率波动风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.76	0.84	1.03	1.36
每股净资产	3.38	3.94	4.67	5.64
每股经营现金流	1.09	1.91	1.85	2.37
每股股利	0.20	0.28	0.30	0.38
价值评估(倍)				
P/E	13.16	13.76	11.29	8.53
P/B	2.96	2.94	2.48	2.05
P/S	0.11	0.10	0.10	0.09
EV/EBITDA	9.08	7.91	6.39	4.39
股息率%	2.0%	2.4%	2.6%	3.3%
盈利能力指标(%)				
毛利率	15.7%	17.6%	19.1%	23.1%
净利润率	9.2%	9.4%	11.1%	14.6%
净资产收益率	22.5%	21.4%	22.0%	24.1%
资产回报率	6.5%	7.6%	9.3%	11.1%
投资回报率	10.1%	13.4%	15.7%	19.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	20.1%	10.5%	5.8%	10.9%
EBIT 增长率	18.0%	28.9%	17.9%	41.5%
净利润增长率	27.9%	10.6%	21.9%	32.3%
偿债能力指标				
资产负债率	59.3%	50.1%	40.8%	34.0%
流动比率	1.1	0.9	0.8	1.1
速动比率	0.6	0.4	0.2	0.4
现金比率	0.3	0.2	0.0	0.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	6.9	7.0	4.0	4.0
存货周转天数	37.5	40.0	35.0	33.0
总资产周转率	0.9	1.0	1.1	1.1
固定资产周转率	3.7	3.8	3.4	3.1

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	20,042	22,171	27,028	35,755
少数股东损益	4,725	5,893	8,073	15,324
非现金支出	10,577	9,758	11,719	14,359
非经营收益	-1,054	3,466	1,502	489
营运资金变动	-5,611	8,878	367	-3,468
经营活动现金流	28,679	50,165	48,688	62,459
资产	-24,657	-14,108	-24,207	-34,309
投资	-27,729	0	0	0
其他	1,405	2,711	3,114	3,318
投资活动现金流	-50,981	-11,397	-21,093	-30,991
债权募资	32,746	-36,000	-26,000	-11,000
股权募资	774	-13	0	0
其他	-6,262	-12,440	-11,306	-12,502
融资活动现金流	27,258	-48,452	-37,306	-23,502
现金净流量	6,035	-9,685	-9,711	7,965

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 06 月 02 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	270,329	298,744	316,042	350,576
营业成本	227,784	246,239	255,776	269,594
毛利率%	15.7%	17.6%	19.1%	23.1%
营业税金及附加	4,268	4,654	4,956	5,480
营业税金率%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
营业费用	620	747	757	858
营业费用率%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%
管理费用	6,265	7,469	7,901	8,764
管理费用率%	2.3%	2.5%	2.5%	2.5%
研发费用	1,232	1,494	1,580	1,753
研发费用率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
EBIT	30,297	39,042	46,020	65,125
财务费用	1,905	4,764	3,250	2,485
财务费用率%	0.7%	1.6%	1.0%	0.7%
资产减值损失	-79	0	0	0
投资收益	2,874	2,711	3,114	3,318
营业利润	30,946	36,180	45,076	65,149
营业外收支	-953	-1,100	-1,200	-1,300
利润总额	29,993	35,080	43,876	63,849
EBITDA	40,465	48,400	57,338	79,084
所得税	5,226	7,016	8,775	12,770
有效所得税率%	17.4%	20.0%	20.0%	20.0%
少数股东损益	4,725	5,893	8,073	15,324
归属母公司所有者净利润	20,042	22,171	27,028	35,755

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	20,244	10,559	848	8,813
应收账款及应收票据	8,646	3,733	3,543	4,713
存货	28,104	26,616	23,118	26,307
其它流动资产	22,650	19,995	21,799	22,703
流动资产合计	79,644	60,903	49,308	62,537
长期股权投资	25,067	25,067	25,067	25,067
固定资产	72,746	78,362	91,622	111,926
在建工程	21,867	19,893	18,315	17,052
无形资产	68,280	68,280	68,280	68,280
非流动资产合计	226,400	230,042	241,723	260,764
资产总计	306,044	290,945	291,031	323,301
短期借款	23,666	18,666	13,666	8,666
应付票据及应付账款	13,493	13,867	11,691	13,022
预收账款	89	49	78	72
其它流动负债	33,922	33,808	34,839	35,709
流动负债合计	71,170	66,391	60,274	57,469
长期借款	68,820	38,820	18,820	13,820
其它长期负债	41,599	40,599	39,599	38,599
非流动负债合计	110,419	79,419	58,419	52,419
负债总计	181,589	145,810	118,693	109,888
实收资本	2,633	2,630	2,630	2,630
普通股股东权益	88,943	103,729	122,859	148,610
少数股东权益	35,513	41,406	49,479	64,803
负债和所有者权益合计	306,044	290,945	291,031	323,301

信息披露

分析师与研究助理简介

翟堃，所长助理，能源开采&有色金属行业首席分析师，中国人民大学金融硕士，天津大学工学学士，8年证券研究经验，2022年上海证券报能源行业第二名，2021年新财富能源开采行业入围，2020年机构投资者(II)钢铁、煤炭和铁行业第二名，2019年机构投资者(II)金属与采矿行业第三名。研究基础扎实，产业、政府资源丰富，擅长从库存周期角度把握周期节奏，深挖优质弹性标的。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦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。