

紫金矿业 (601899.SH)

多元化布局，未来三年成长性值得期待

买入

核心观点

公司发布 2022 年年报：实现营收 2703.29 亿元，同比+20.09%；实现归母净利润 200.42 亿元，同比+27.88%；实现扣非归母净利润 195.31 亿元，同比+33.04%；实现经营活动产生的现金流量净额 286.79 亿元，同比+10%。

核心矿产品产量方面：2022 年，公司矿产金产量 56.4 吨，同比+18.76%；矿产铜产量 87.7 万吨（包含卡莫阿权益产量 15.0 万吨），同比+48.72%，公司新增矿产铜约 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；矿产锌产量 40.2 万吨，同比+1.48%；矿产银产量 387.5 吨，同比+25.47%。公司成长为全球第 6 大铜生产企业，全球第 9 大金生产企业，全球第 4 大铅锌生产企业。

逆周期并购发力，连续并购助力中长期成长性。逆周期并购是公司一以贯之的核心发展战略，公司频频出手收购多个项目：①收购新疆乌恰县萨瓦亚尔顿金矿；②收购山东海域金矿 30%权益；③收购苏里南 Rosebel 金矿项目；④收购安徽沙坪沟钼矿；四个并购项目的对价合计达到约 130 亿元人民币。

公司年初发布三年（2023-2025 年）规划和 2030 年发展目标纲要。2023-2025 年部分矿种主要产量规划目标：矿产铜 2023 年产量 95 万吨，同比+10.5%，2025 年产量 117 万吨，年复合增长约 11%；矿产金 2023 年产量 72 吨，同比+28.6%，2025 年产量 90 吨，年复合增长约 17%；碳酸锂 2023 年产量 0.3 万吨，2025 年产量将达到 12 万吨%。

锂资源布局异军突起，“两湖一矿”格局形成。公司于 2021 年 10 月收购阿根廷 3Q 锂盐湖项目，总资源量约 763 万吨 LCE；项目一期年产 2 万吨电池级碳酸锂项目预计将于 2023 年底建成投产。公司于 2022 年 4 月收购西藏拉果错锂盐湖 70%股权，该盐湖碳酸锂备案资源量约 216 万吨；项目一期年产 2 万吨电池级氢氧化锂项目预计将于 2023 年底建成投产。公司于 2022 年 6 月收购湖南厚道矿业，获得湖南道县湘源铷锂多金属矿，项目一期 30 万吨/年已建成投产，项目二期 500 万吨/年工程正积极推进。综上，公司所控制的“两湖一矿”资源量已超过 1000 万吨 LCE，远景规划的年产能有望达到 12-15 万吨 LCE。

风险提示：项目建设进度不达预期，矿产品销售价格不达预期。

投资建议：维持“买入”评级。

预计公司 2023-2025 年营收为 2655/2751/2952 亿元，同比增速-1.8%/3.6%/7.3%；归母净利润为 240.8/288.4/381.2 亿元，同比增速 20.2%/19.8%/32.2%；摊薄 EPS 为 0.91/1.10/1.45 元，当前股价对应 PE 为 13/11/8X。考虑到公司是国内有色上市公司核心标的，矿产资源储量丰富，国际化进程不断加快，战略延伸积极布局新能源新材料产业助力能源转型，核心矿种实现多元化布局，中长期成长路径明确，未来有望跻身全球超一流国际矿业企业，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	225102	270329	265502	275144	295154
(+/-%)	31.3%	20.1%	-1.8%	3.6%	7.3%
净利润(百万元)	15673	20042	24081	28840	38119
(+/-%)	140.8%	27.9%	20.2%	19.8%	32.2%
每股收益(元)	0.60	0.76	0.91	1.10	1.45
EBIT Margin	11.4%	11.6%	12.4%	14.2%	17.5%
净资产收益率(ROE)	22.1%	22.5%	22.8%	22.9%	25.0%
市盈率(PE)	16.7	15.8	13.1	11.0	8.3
EV/EBITDA	11.3	12.1	12.3	10.6	8.4
市净率(PB)	3.70	3.56	2.99	2.51	2.07

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

有色金属·工业金属

证券分析师：刘孟劼

010-88005312

liumengjie@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：杨耀洪

021-60933161

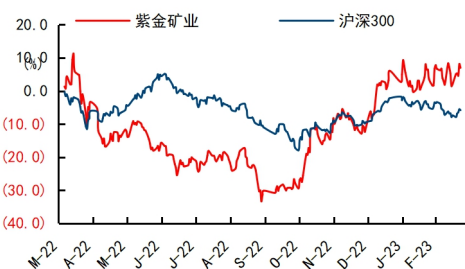
yangyaozhong@guosen.com.cn

S0980520040005

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	12.01 元
总市值/流通市值	316201/315409 百万元
52 周最高价/最低价	12.91/7.46 元
近 3 个月日均成交额	1881.61 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

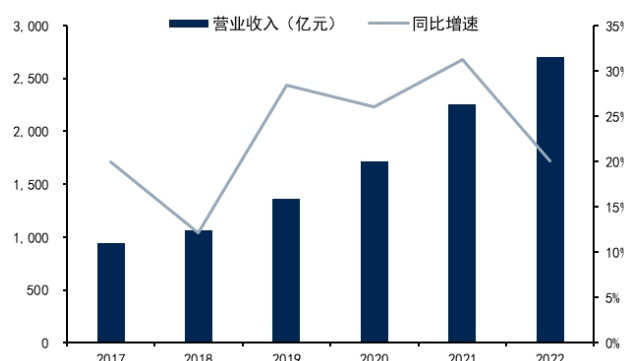
相关研究报告

- 《紫金矿业(601899.SH)-金铜价格回落，逆周期并购启动助力中长期成长性》——2022-10-24
- 《紫金矿业(601899.SH)半年度报告点评：核心业绩指标创历史新高，锂资源“两湖一矿”布局形成》——2022-08-15
- 《紫金矿业(601899.SH)半年度预增公告点评：核心矿产品放量驱动业绩高速增长，锂资源布局持续取得突破》——2022-07-11
- 《紫金矿业(601899.SH)2022 年一季报点评：核心矿产品量价齐升助力业绩高速增长，铜矿产销量呈爆发式增长态势》——2022-04-12
- 《紫金矿业-601899-深度报告：景气周期叠加世界级项目逐步投产，积极布局新能源新材料产业》——2022-03-30

◆ 2022 年实现归母净利润约 200 亿元，同比+27.88%

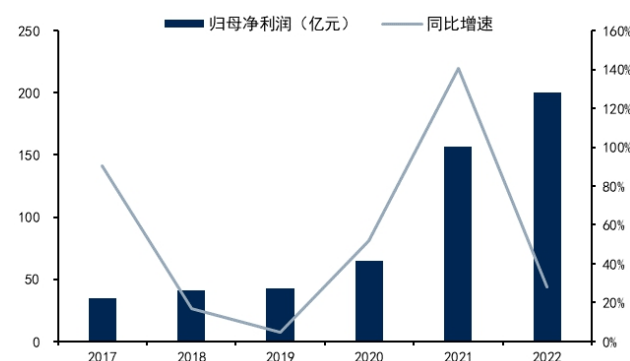
公司发布 2022 年年报：全年实现营收 2703.29 亿元，同比+20.09%；实现归母净利润 200.42 亿元，同比+27.88%；实现扣非归母净利润 195.31 亿元，同比+33.04%；实现经营活动产生的现金流量净额 286.79 亿元，同比+10%。公司 22Q4 实现营收 661.38 亿元，同比+17.84%，环比-7.80%；实现归母净利润 33.75 亿元，同比-22.78%，环比-16.40%；实现扣非归母净利润 36.08 亿元，同比-13.92%，环比-7.46%；实现经营活动产生的现金流量净额 67.30 亿元，同比-18.50%，环比+5.60%。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

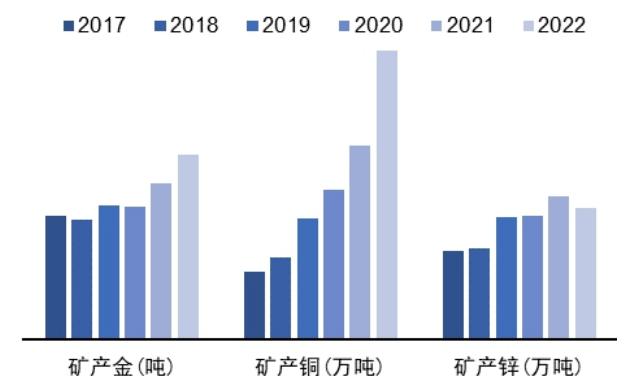
图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

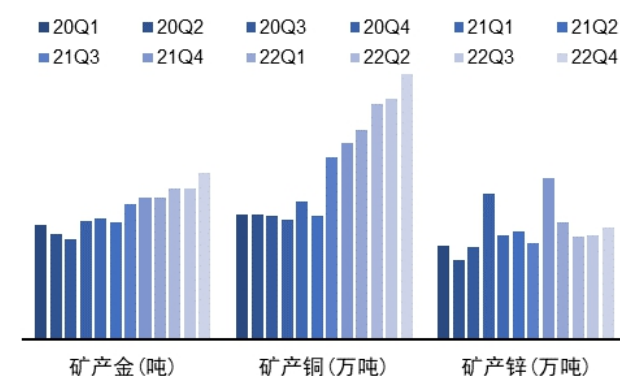
核心矿产品产量方面：2022 年，公司矿产金产量 56.4 吨，同比+18.76%；矿产铜产量 87.7 万吨(包含卡莫阿权益产量 15.0 万吨)，同比+48.72%，公司新增矿产铜约 29 万吨，增量贡献约占全球当年净增量的 40%，成为全球主要铜企矿产铜增长最多的公司；矿产锌产量 40.2 万吨，同比+1.48%；矿产银产量 387.5 吨，同比+25.47%。公司成长为全球第 6 大铜生产企业，全球第 9 大金生产企业，全球第 4 大铅锌生产企业。

图3：公司 2022 年核心矿产品产量数据



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：公司 2022 年核心矿产品分季度产量数据

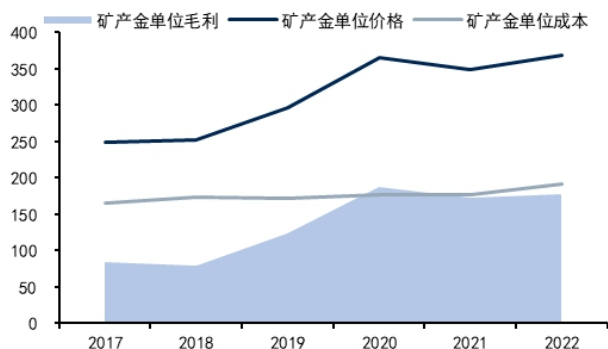


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

核心矿产品成本方面：2022 年，公司矿产金单位营业成本为 191.77 元/克，同比+8.82%；矿产铜加权平均单位营业成本为 19862 元/吨，同比+9.17%；矿产锌单位营业成本为 8017 元/吨，同比+8.80%。

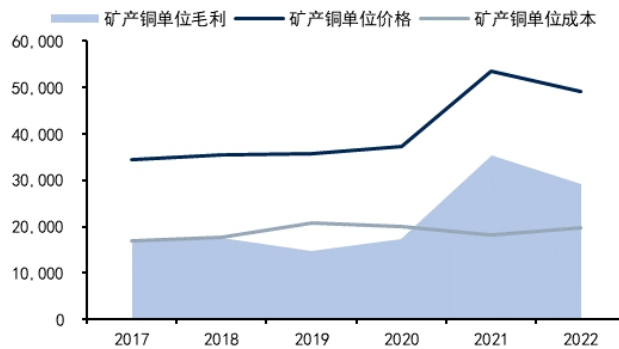
从毛利率角度来看, 2022 年公司综合毛利率为 15.74%, 同比增加 0.30 个百分点, 若剔除冶炼加工产品, 矿产品毛利率为 54.29%, 同比下降 4.69 个百分点, 其中矿产金毛利率为 47.97%, 同比下降 1.49 个百分点, 矿产铜毛利率为 59.53%, 同比下降 6.52 个百分点, 矿产锌毛利率为 48.69%, 同比上升 0.82 个百分点。

图5: 公司矿产金单位销售价格、成本、毛利 (元/克)



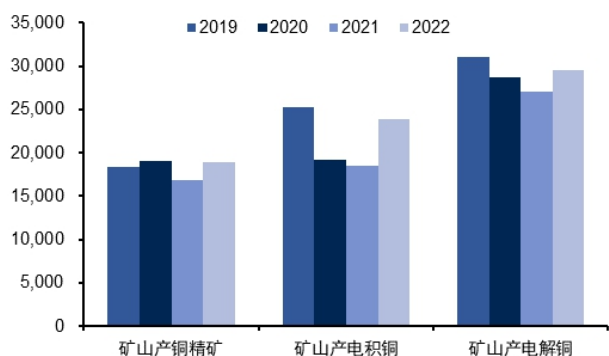
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图6: 公司矿产铜单位销售价格、成本、毛利 (元/吨)



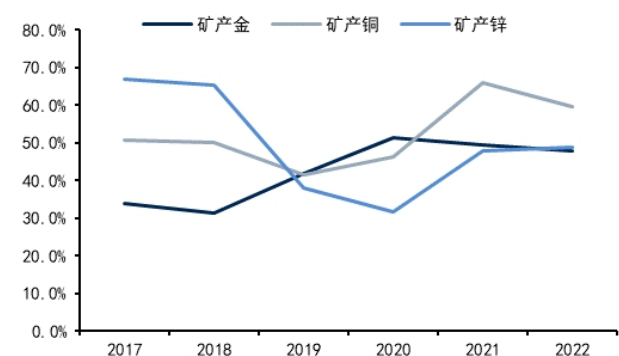
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图7: 公司矿产铜单位销售成本拆分 (元/吨)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图8: 公司核心矿产品毛利率变化情况



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

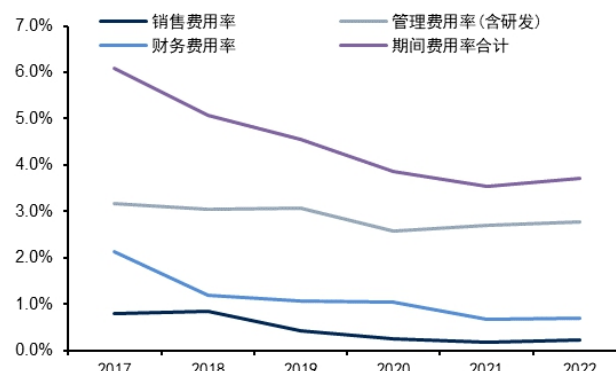
财务数据方面:截至 2022 年末, 公司资产负债率 59.33%, 相比 2021 年末上升 3.86 个百分点, 公司盈利能力提升但资产负债率也有所提升的主要原因系公司 2022 年有较多的并购支出。公司 2022 年销售费用约 6.20 亿元, 同比+50.36%; 管理费用约 62.65 亿元, 同比+18.02%; 研发费用约 12.32 亿元, 同比+59.80%; 财务费用约 19.05 亿元, 同比+27.30%; 公司 2022 年期间费用率合计 3.71%, 相比前年全年水平上升 0.16 个百分点。

图9：公司资产负债率变化情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图10：公司期间费用率变化情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司年报当中还着重介绍了资源储量和资源量的变动情况。截至 2022 年 12 月 31 日，公司保有探明和控制及推断的资源量：铜 7371.86 万吨、金 3117.39 吨、锌(铅)1118.33 万吨、银 14611.80 吨，锂资源量(当量碳酸锂)1215.21 万吨；其中保有可信储量和证实储量：铜 3209.44 万吨，占资源总量的 43.54%；金 1190.99 吨，占资源总量的 39.20%；锌(铅)479.93 万吨，占资源总量的 42.91%；银 1864.18 吨，占资源总量的 12.76%(主要为伴生矿)；锂储量(当量碳酸锂)429.05 万吨，占资源总量的 35.31%。

表1：2020-2022 年公司主要矿产权益资源量变动

矿种	投资并购	自主勘查新增	期末资源总量
铜(万吨)	676.21	332	7,371.86
金(吨)	1,106.70	187	3,117.39
银(吨)	4,165.52	1,880	14,611.80
铅锌(万吨)	11.10	86	1,118.33
当量碳酸锂(万吨)	1,203.87	11.34	1,215.21
钼(万吨)	224.99	4	302.00

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 2022 年逆周期并购发力，连续并购助力中长期成长性

①**收购新疆乌恰县萨瓦亚尔顿金矿**。7 月 14 日公司下属全资子公司紫金西北公司通过协议转让方式收购阿历克斯投资有限公司持有的新疆伟福矿业有限公司 100%股权，股权转让对价约为 4.61 亿元，同时出资 3823.61 万元收购阿历克斯等债权人持有的对伟福矿业和新疆同源矿业有限公司的债权，合计出资人民币约 4.99 亿元。本次收购完成后，公司将持有同源矿业 70%的股权以及对同源矿业 2.63 亿元的债权，同源矿业持有新疆乌恰县萨瓦亚尔顿金矿 100%权益。萨瓦亚尔顿金矿位于新疆乌恰县乌鲁克恰提乡，根据勘探报告，矿区内(331+332+333)矿石量 7,653.99 万吨，金金属量 119.5 吨，平均品位 1.56 克/吨，项目资源量达超大型规模。另外根据预可研报告，项目规划建设规模为 8000 吨/天，年处理矿石量为 264 万吨，建设期 2 年，生产期 25 年。矿山浅部露天开采，先露天而后井下，井下开采采用无底柱分段崩落回采。项目建设总投资预计 14.3 亿元，项目产品为载金炭，年产金约 2.76 吨。

②**收购山东海域金矿 30%权益**。10 月 11 日公司与山东博文矿业签署《股权转让协议》，拟出资人民币 39.845 亿元收购山东瑞银矿业发展有限公司 30%股权，瑞银矿业持有莱州市瑞海矿业有限公司 100%股权，瑞海矿业持有山东省莱州市三山岛北部海域金矿 100%权益。海域金矿位于山东省莱州市北部，该矿为近年国内最大

金矿，保有金资源量 562.37 吨，平均品位 4.20 克/吨，瑞海矿业于 2021 年 7 月取得采矿许可证。根据初步开发方案，项目设计采选规模为 12000 吨/日，已取得采矿许可证、项目核准、环评批复、节能批复及安全设施设计审查批复，证照基本齐全；项目建设总投资约 60 亿元，截至目前已投资约 14 亿元，预计将于 2025 年建成投产，项目达产后年产黄金约 15-20 吨，服务年限 23 年，矿山早期将开采高品位矿体（约 6 克/吨），达产后年产量有望超过 20 吨。

③收购苏里南 Rosebel 金矿项目。公司于 10 月 18 日与加拿大多伦多上市公司 IMG 签署《股份收购协议》，公司将通过境外全资子公司 Silver Source Group Limited 出资 3.6 亿美元收购 IMG 持有的 Rosebel Gold Mines N.V. (RGM) 95% 的 A 类股份股权和 100% 的 B 类股份股权。RGM 拥有苏里南 Rosebel 金矿项目（包含 Rosebel 矿区和 Saramacca 矿区）。截至 2021 年底，Rosebel 金矿项目（包括 12 个矿床以及低品位矿堆）按 100% 权益的总资源量为矿石量 1.96 亿吨，金金属量为 699.2 万盎司（约 217 吨），平均品位 1.11 克/吨，其中资源量超过 100 万盎司的有 4 个矿床；储量包括 7 个矿床及低品位矿堆，金金属量为 382.9 万盎司（约 119 吨），平均品位 1.09 克/吨。Rosebel 金矿为南美洲最大的在产金矿之一，2019-2021 年项目按 100% 权益的金产量分别为 26.5/24.5/18.8 万盎司（约 8.2/7.6/5.8 吨），2022 年以来生产经营有显著好转，上半年实际黄金产量 11.2 万盎司（约 3.5 吨）。根据 IMG 于 2022 年 2 月发布的矿山规划，Rosebel 金矿项目排产服务年限为 12 年（2022-2033 年），年均产金 27.7 万盎司（约 8.6 吨），总计 332.7 万盎司（约 103.5 吨），其中 2024-2032 年均产金 31.2 万盎司（约 9.7 吨）。

④收购安徽沙坪沟钼矿。公司通过公开摘牌的方式，以人民币 59.1 亿元获得安徽金沙钼业有限公司 84% 股权，并于 10 月 21 日签订《产权交易合同》。金沙钼业持有安徽省金寨县沙坪沟钼多金属矿勘探权，目前正在办理探转采手续。沙坪沟钼矿为世界级超大待开发斑岩型钼多金属矿床，保有钼资源量 245.94 万吨，其中探矿权内钼资源量 233.78 万吨，平均品位 0.143%。根据开发利用方案，沙坪沟钼矿设计采选矿石生产能力为 1000 万吨/年，项目最终产品为钼精矿（含钼品位 57%）。该项目建设期 4.5 年，总投资预计 72 亿元，其中建设投资 64 亿元，建成达产后年均产钼精矿含钼 2.72 万吨。产品销售价格按照钼精矿含钼 15 万元/吨（含税）计，年均利润总额 10 亿元，项目投资内部收益率 12.48%，投资回收期为 10.4 年（含 4.5 年建设期）。

◆ 公司发布三年（2023-2025 年）规划和 2030 年发展目标纲要

公司董事会适应内外形势改变，修订形成《公司三年（2023-2025 年）规划和 2030 年发展目标纲要》。公司力争到 2030 年建成“绿色高技术一流国际矿业集团”，核心战略定位包括：1) 全球化、项目大型化、资产证券化；2) 专注矿业、资源优先、协同发展；3) 共同发展、绿色低碳、全面提升 ESG 水平。公司在《纲要》当中还给出 2023-2025 年主要产量规划目标：矿产铜 2023 年产量 95 万吨，同比+10.5%，2025 年产量 117 万吨，年复合增长约 11%；矿产金 2023 年产量 72 吨，同比+28.6%，2025 年产量 90 吨，年复合增长约 17%；矿产锌（铅）2023 年产量 45 万吨，同比+2.3%，2025 年产量 48 万吨，年复合增长约 3%；矿产银 2023 年产量 390 吨，同比+0.8%，2025 年产量 450 吨，年复合增长约 5%。公司在《纲要》当中还新增碳酸锂和矿产钼的产量指引：碳酸锂 2023 年产量 0.3 万吨，2025 年产量将达到 12 万吨；矿产钼 2023 年产量 0.6 万吨，同比+50%，2025 年产量 1.6 万吨，年复合增长将达到约 59%。

未来 3 年成长性仍然值得期待。2021-2022 年是公司实现高速增长的重要之年，尤其是矿产铜销量规模已经迈上新的台阶，刚果（金）卡莫阿-卡库拉铜矿、塞尔维亚佩吉铜金矿和西藏巨龙铜矿三大世界级铜矿相继投产。2023-2025 年，公司

成长性仍然值得期待，除了铜和金之外，锂和钼的增长成为新的亮点，公司核心矿种布局更加多元。

公司 2030 年远景规划是：矿业板块继续发力，新能源新材料板块成为新的增长生力军；公司控制的资源储量、主要产品产量、销售收入、资产规模、利润等综合指标排名进入全球一流矿业行列，主要经济指标和铜、金矿产品产量进入全球 3-5 位，锂进入全球前 10 位；在公司规模继续扩大的基础上，2029 年实现碳达峰；全面建成先进的全球运营管理体系和 ESG 可持续发展体系，基本形成全球矿业行业竞争力和比较竞争优势，达成“绿色高技术一流国际矿业集团”目标。

表2：公司主要矿产品产量指标

	单位	2022 年	2023 年	2025 年	年复合增长率
矿产铜	万吨	86	95	117	11%
矿产金	吨	56	72	90	17%
矿产锌&铅	万吨	44	45	48	3%
矿产银	吨	387	390	450	5%
碳酸锂	万吨	-	0.3	12	-
矿产钼	万吨	0.4	0.6	1.6	59%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究生整理

图11：公司重要增量项目

铜/Cu	锂/Li	金/Au
 ● 实施西藏巨龙铜矿二期项目，2025 年总体将形成矿产铜 35 万吨 / 年产能 ● 刚果（金）卡莫阿铜矿三期 500 万吨 / 年选矿及配套 50 万吨铜冶炼厂项目计划 2024 年 10 月建成投产，达产后预期产能提升至矿产铜 62 万吨 / 年，有望晋升为全球第四大铜矿山 ● 实施塞尔维亚丘卡卢 - 佩吉铜金矿下部矿带及博尔铜矿技改扩建项目，2025 年总体形成矿产铜 30 万吨 / 年产能，有望晋升为欧洲第二大铜生产企业	 “两湖一矿”锂项目计划 2023 年底一期工程基本建成投产，并启动二期工程，达成后碳酸锂总产能达 12-15 万吨 ● 西藏拉果错盐湖一期、二期项目全部建成达产后，预期形成 4-5 万吨 / 年氢氧化锂产能 ● 湖南湘源硬岩锂多金属矿预期可形成 4-5 万吨 / 年当量碳酸锂产能 ● 阿根廷 3Q 锂盐湖一期、二期项目全部建成达产后，预期形成 4-6 万吨 / 年碳酸锂产能	 ● 苏里南罗斯贝尔金矿改扩建工程建成达产后，预期形成矿产金 10 吨 / 年产能 ● 山西紫金智能化采选改扩建项目计划 2023 年第二季度建成，年新增矿产金 3-4 吨 ● 巴新波格拉金矿项目预计今年复产 ● 海域金矿项目建成达产后预期产金约 15-20 吨 / 年，有望晋升为中国最大黄金矿山，公司持有海域金矿实际权益约 44%（含招金矿业 20% 权益）

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议：维持“买入”评级。预计公司 2023–2025 年营收为 2655/2751/2952 亿元，同比增速–1.8%/3.6%/7.3%；归母净利润为 240.8/288.4/381.2 亿元，同比增速 20.2%/19.8%/32.2%；摊薄 EPS 为 0.91/1.10/1.45 元，当前股价对应 PE 为 13/11/8X。考虑到公司是国内有色上市公司核心标的，矿产资源储量丰富，国际化进程不断加快，战略延伸积极布局新能源新材料产业助力能源转型，核心矿种实现多元化布局，中长期成长路径明确，未来有望跻身全球超一流国际矿业企业，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	14222	20244	17134	28020	46080	营业收入	225102	270329	265502	275144	295154
应收款项	3805	12257	12038	12475	13382	营业成本	190351	227784	221066	224078	230660
存货净额	19309	28104	27550	27939	28796	营业税金及附加	3460	4268	3983	4127	4427
其他流动资产	6785	13253	13016	13489	14470	销售费用	412	620	637	660	708
流动资产合计	47064	79644	75525	87710	108515	管理费用	5309	6265	5894	6108	6552
固定资产	74145	94613	110386	126130	141865	研发费用	771	1232	1062	1101	1181
无形资产及其他	47531	68280	65549	62818	60086	财务费用	1496	1905	1328	1376	1476
投资性房地产	30226	38440	38440	38440	38440	投资收益	1692	2874	4430	5348	6691
长期股权投资	9628	25067	25067	25067	25067	资产减值及公允价值变动	366	(177)	(300)	(300)	(300)
资产总计	208595	306044	314966	340164	373973	其他收入	(1046)	(1239)	(662)	(701)	(781)
短期借款及交易性金融负债	27699	31312	20000	20000	20000	营业利润	25087	30946	36063	43142	56941
应付款项	7837	13493	13227	13414	13825	营业外净收支	(293)	(953)	(250)	(250)	(250)
其他流动负债	14766	26365	26308	26700	27556	利润总额	24794	29993	35813	42892	56691
流动负债合计	50302	71170	59535	60114	61381	所得税费用	5194	5226	6446	7720	10204
长期借款及应付债券	50374	92690	92690	92690	92690	少数股东损益	3927	4725	5286	6331	8368
其他长期负债	15021	17729	17729	17729	17729	归属于母公司净利润	15673	20042	24081	28840	38119
长期负债合计	65395	110419	110419	110419	110419	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	115698	181589	169954	170533	171800	净利润	15673	20042	24081	28840	38119
少数股东权益	21863	35513	39213	43644	49502	资产减值准备	(207)	(20)	0	0	0
股东权益	71034	88943	105799	125987	152671	折旧摊销	7796	9727	6659	6687	6696
负债和股东权益总计	208595	306044	314966	340164	373973	公允价值变动损失	(366)	177	300	300	300
						财务费用	1496	1905	1328	1376	1476
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(5790)	(11986)	687	(721)	(1477)
每股收益	0.60	0.76	0.91	1.10	1.45	其它	2295	2040	3700	4432	5857
每股红利	0.28	0.44	0.27	0.33	0.43	经营活动现金流	19401	19980	35426	39538	49496
每股净资产	2.70	3.38	4.02	4.79	5.80	资本开支	(16081)	(26752)	(20000)	(20000)	(20000)
ROIC	15%	15%	12%	14%	18%	其它投资现金流	(974)	(2843)	0	0	0
ROE	22%	23%	23%	23%	25%	投资活动现金流	(19584)	(45034)	(20000)	(20000)	(20000)
毛利率	15%	16%	17%	19%	22%	权益性融资	2759	774	0	0	0
EBIT Margin	11%	12%	12%	14%	17%	负债净变化	7044	32693	0	0	0
EBITDA Margin	15%	15%	15%	17%	20%	支付股利、利息	(7337)	(11475)	(7224)	(8652)	(11436)
收入增长	31%	20%	-2%	4%	7%	其它融资现金流	277	(12133)	(11312)	0	0
净利润增长率	141%	28%	20%	20%	32%	融资活动现金流	2450	31076	(18536)	(8652)	(11436)
资产负债率	66%	71%	66%	63%	59%	现金净变动	2266	6022	(3110)	10886	18060
息率	2.8%	3.6%	2.3%	2.7%	3.6%	货币资金的期初余额	11955	14222	20244	17134	28020
P/E	16.7	15.8	13.1	11.0	8.3	货币资金的期末余额	14222	20244	17134	28020	46080
P/B	3.7	3.6	3.0	2.5	2.1	企业自由现金流	6138	(3088)	14291	18003	27552
EV/EBITDA	11.3	12.1	12.3	10.6	8.4	权益自由现金流	13459	17472	(1260)	14052	23898

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032