高成长金、铜矿业龙头，配置另享涨价期权

——紫金矿业（601899）深度报告

买入（上调）

日期：2020 年 10 月 21 日

报告关键要素：

紫金矿业作为国内金、铜矿业开发龙头，产量将迎高增，且具备长期成长能力，价格预期向上，受益于盈利增长和估值扩张长期可期。

投资要点：

- **矿产铜、金产量新一轮高增，盈利质量高于在产项目，现金流向好：**矿产铜方面，由于波尔铜业、Timok、卡莫阿和西藏巨龙投产贡献，预计 20-22 年产量 45.2/57.6/75.0 万吨，同比增 22.2%/27.4%/30.3%；新投产项目在相对保守价格预测下毛利率在 40%-60%之间，显超在产项目。矿产金方面，由于武里蒂卡、陇南李坝、圭亚那等项目贡献，预计 20-22 年产量 43.3/54.1/60.5 万吨，同比增 5.9%/25.1%/11.8%，且新增项目整体盈利能力同样不低于在产项目。考虑到公司待投产项目优质，回收期在 3 年左右，不考虑新增并购项目，经营净现金流足以覆盖资本开支，公司整体现金流也将大为好转。
- **通胀预期向上，供需关系转好，金铜价格易上而极其难下，其一，**黄金是全球共识和信仰，作为信用货币的价值尺度，随着疫后复苏、欧美刺激政策明朗和“平均通胀目标制”贯彻，通胀预期向上有望支持金价续涨；即使疫情影响及经济疲弱致使通胀迟来，那也意味着宽松政策维持，金价亦有安全边际。**其二，**全球铜企近年资本开支处于低位，未来 2 年新增产能及释放节奏相对温和，按年增 2%左右与全球经济增长中枢一致，伴随全球经济恢复，特别是中国作为铜消费绝对大国，下游电力、建筑、家电和交通运输等领域需求持续正增向好，加之铜库存处于低位，铜价上涨弹性充分。
- **紫金矿业如何持续高质量增长？一是低位收购优质资源，二是高位勘探增储、技改扩产。**公司通过十多年的经营证明，管理团队技术、投资和管理经验深厚，具备低品位矿山变废为宝、低成本运营扭亏为盈的能力，为公司穿越周期持续有效增长提供了能力支撑。
- **盈利预测与投资建议：**考虑产量增加，预计公司 20-22 年归母净利润 68.1/118.2/144.8 亿元，对应 PE 为 25.2/14.5/11.8 倍，鉴于公司产量计划增长明确，金铜价格易涨抗跌，上调至“买入”评级，目标价 10 元。
- **风险因素：**项目进度不及预期，金铜价格下跌，周期性及估值风险

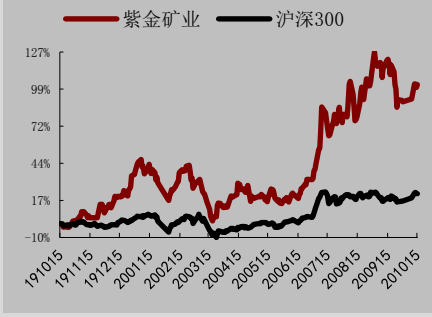
	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	1,361.0	1,435.1	1,535.1	1,597.3
增长比率	28.4%	5.4%	7.0%	4.1%
净利润(亿元)	42.8	68.1	118.2	144.8
增长比率	4.6%	58.9%	73.7%	22.5%
每股收益(元)	0.17	0.27	0.47	0.57
市盈率(倍)	40.0	25.2	14.5	11.8

资料来源：Wind，万联证券研究所

基础数据

行业	有色金属
公司网址	
大股东/持股	闽西兴杭国有资产投资经营有限公司/27.43%
实际控制人/持股	
总股本（百万股）	25,377.26
流通A股（百万股）	19,640.32
收盘价（元）	6.75
总市值（亿元）	1,695.20
流通A股市值（亿元）	1,311.97

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期： 2020 年 10 月 20 日

相关研究

万联证券研究所 20200326_紫金矿业年报点评_产销保持较快增长，国际化进程值得期待

分析师： 夏振荣
执业证书编号：S0270520090002
电话：01056508505
邮箱：xiazr@wlzq.com.cn

研究助理： 阮鹏
电话：18275035519
邮箱：ruanpeng@wlzq.com.cn

万联证券

投资核心观点

- **公司整体判断**

紫金矿业作为国内金、铜矿业开发龙头，产量将迎高增，且具备长期成长能力，价格预期向上，股价将继续受益于盈利增长和估值扩张。

- **差异化观点**

公司股价9月以来受金、铜价格震荡有所调整。

我们认为，其一，公司产量计划增长明确、将投产项目盈利能力高于在产项目，预计现价下产量增长可带动2022年利润达2019年3.5倍，成长或成公司股价的主导因素；

其二，周期因素，随着疫后复苏、欧美刺激政策明朗和“平均通胀目标制”贯彻，通胀应不会缺席，当前水平下金价易涨抗跌，铜价受益于新增供给平稳、经济需求向上和库存低位，向上弹性亦大；

其三，公司具备低成本经营管理能力、低品位开发技术实力，据以低位收购优质资源和高位勘探增储、技改扩产，长期发展可期。

- **估值和评级**

不考虑冶炼和贸易业务扩张，主要受矿产金、铜产量增加带动，我们预计公司2022年毛利结构矿产金：矿产铜：其他大致为2:2:1，归母净利润68.1/118.2/144.8亿元，同比增58.9%/73.7%/22.5%，对应PE为25.2/14.5/11.8倍，鉴于公司并购及经营能力突出、外延及内生增长逻辑清晰，预期业绩高增有望带动估值扩张，2022年业绩迈入新台阶，参考相关板块估值水平，上调至“**买入**”评级，目标价10元。

- **股价触发因素**

矿产金、铜产量持续增长；波格拉金矿恢复运营，解决方案进一步明朗；财报发布，业绩持续增长；通胀和需求推动金、铜价格上涨

- **风险提示**

项目进度不及预期，金铜价格下跌，周期性及估值风险。

万联证券

目录

1、公司概览：中国金、铜矿业开发龙头 5
2、矿产铜、金产量新一轮高增，盈利质量更优，现金流向好 6
2.1 矿产铜开启新一轮高增，整体盈利能力更高 6
2.2 矿产金较快增长，盈利质量高于在产项目 7
2.3 整体现金流将迎来向上拐点 7
3、通胀预期向上，供需关系转好，金铜价格易上而极其难下 8
3.1 金：全球共识和信仰 8
3.2 通胀预期向上，金价安全边际充足 9
3.3 铜：新增供给平稳，经济需求向上，库存低位提供价格弹性 12
4、作为矿业开发企业，如何持续高质量增长？ 15
4.1 低位收购优质资源 15
4.2 高位勘探增储、技改扩产 16
4.3 低成本经营管理能力，低品位开发技术实力 17
5、预期业绩高增，超预期因素持续发酵或助力估值上行 18
6、盈利预测与投资建议 18
6.1 核心假设 18
6.2 盈利预测及投资建议 19
7、风险因素 19

图表 1：公司冶炼、加工及贸易业务为营收主体（亿元） 5
图表 2：公司矿产金及矿产铜业务贡献主要毛利（亿元） 5
图表 3：公司 2020-2022 年矿产铜预计产量及增速 6
图表 4：公司在建主力矿产铜项目预计盈利表现超出在产项目 6
图表 5：公司 2020-2022 年矿产金预计产量及增速 7
图表 6：公司新近并购矿产金项目预计盈利表现不低于在产项目 7
图表 7：公司 2017 年以来现金流表现（亿元） 8
图表 8：金价与美国基础货币余额相关性高达 0.9 8
图表 9：金价与美元指数相关性长期只有-0.4 9
图表 10：金价与通胀指数国债相关性达-0.9 9
图表 11：美联储 9 月议息会调高 2020-2022 年通胀预测 11
图表 12：美联储 9 月议息会大多数委员都认为零利率应该维持到 2023 年 11
图表 13：美国当前通胀距离 2%平均目标上行空间巨大 12
图表 14：近年全球主要铜企资本开支处于低位 12
图表 15：2020-2023 年全球大型铜矿投产计划 12
图表 16：2020-2022 年投产大型铜矿项目较少 13
图表 17：全球精炼铜消费区域结构 13
图表 18：中国精炼铜终端需求结构 13
图表 19：电网累计投资增速 6 月起转正 14
图表 20：地产新开工和竣工数据持续修复 14
图表 21：汽车销售结束 2017 年以来下跌趋势 14
图表 22：空调产售受益地产竣工周期 14
图表 23：三大交易所铜库存处于 5 年以来新低 14
图表 24：公司最重要收购发生在 2014-2019 年低迷期 15
图表 25：公司 2014 年来金资源储量翻倍(吨) 15

万联证券

图表 26：公司 2014 年来铜资源储量翻 4 倍(万吨) 15
图表 27：公司项目布局国内 16 个省（区）和海外 12 个国家 16
图表 28：公司部分高管专业背景及服务年限 17
图表 29：公司“矿石流五环归一”工程管理模式示意图 17
图表 30：公司与山东黄金矿产金产量对比 18
图表 31：公司与山东黄金矿产金毛利对比 18
图表 32：公司与山东黄金净利润及市值比 18
图表 33：2022 年净利润对当年矿产金/矿产铜产量敏感性分析 19
图表 34：2022 年净利润对伦敦金现/LME 铜价格敏感性分析 19

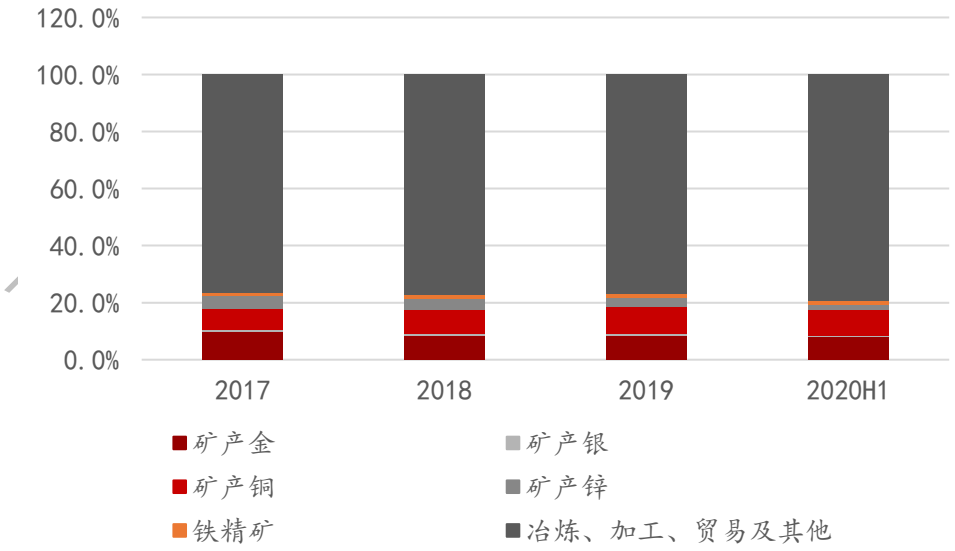
万联证券

1、公司概览：中国金、铜矿业开发龙头

中国金、铜矿业开发龙头。紫金矿业已成长为大型跨国矿业集团，专注金、铜、锌矿业开发，适度延伸冶炼加工和贸易业务。公司在国内14 个省（区）和海外12个国家拥有重要矿业投资项目，境外项目大多位于“一带一路”沿线国家，截至2020年6月末拥有超过2,000吨黄金、超过6,200万吨铜和约1,000万吨锌（铅）完全权益资源，其中铜资源量超过国内总量的一半，是中国金属矿业行业效益最好、控制金属矿产资源最多、最具国际竞争力公司之一。

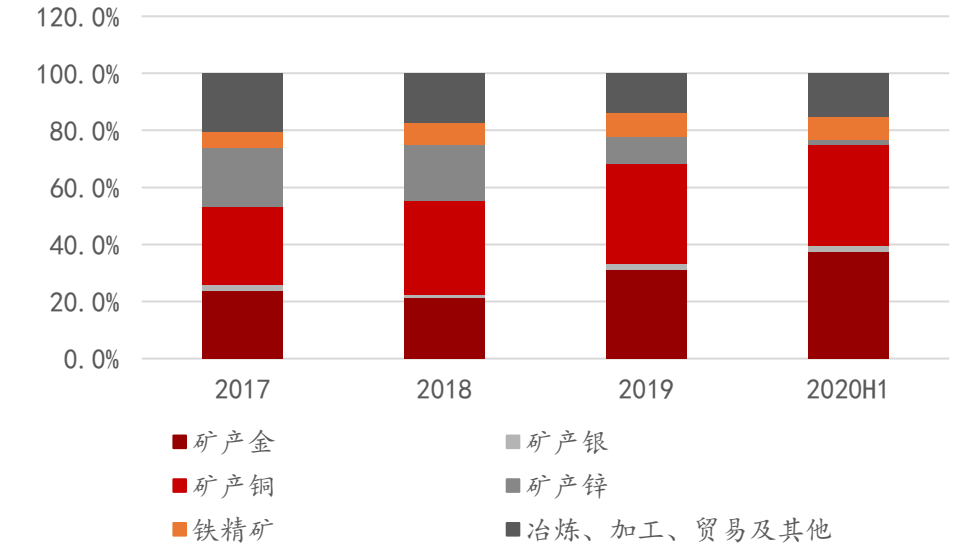
盈利贡献的主体为矿产金和矿产铜业务。2019年，公司矿产金/矿产铜合计营收247.8亿元、占比18.2%，贡献毛利103.1亿元、占比66.4%，矿产开发板块整体毛利贡献达84.8%；2020年上半年矿产金/矿产铜合计营收143.4亿元、占比16.3%，贡献毛利占比进一步增至66.7亿元、占比73.1%，矿产开发板块整体毛利贡献达84.6%。冶炼、加工及贸易业务以矿产开发为基础，受冶炼费率持续下降影响，整体处于微利状态。

图表1：公司冶炼、加工及贸易业务为营收主体（亿元）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表2：公司矿产金及矿产铜业务贡献主要毛利（亿元）



资料来源：Wind，万联证券研究所

2、矿产铜、金产量新一轮高增，盈利质量更优，现金流向好

2.1 矿产铜开启新一轮高增，整体盈利能力更高

矿产铜开启新一轮建设和投产，预计CAGR到2022年达26.6%、2025年接近20%。截至2020年6月末，公司铜金属资源储量超过6,200万吨，是中国铜资源储量及产量最大的企业之一，为公司长期发展提供充分保障。2020年起，公司开启新一轮项目建设和投产高潮，由于波尔铜业、Timok、卡莫阿和西藏巨龙等项目贡献，我们预计2020-2022年矿产铜产量45.2/57.6/75.0万吨，同比分别增加22.2%/27.4%/30.3%，对应年复合增速26.6%；2022年后，随着Timok铜金矿项目上带矿、卡莫阿-卡库拉铜矿、驱龙一期达产，铜山项目投产，以及目前处于前期工作阶段的Timok铜金矿项目下带矿、秘鲁白河铜钼矿等项目陆续投产，保守预计到2025年公司矿产铜产量超过100万吨，对应年复合接近20%。

图表3：公司2020-2022年矿产铜预计产量及增速

项目（万吨）	权益	2019	2020E	2021E	2022E
2019 年产量		37.0	37.0	37.0	37.0
2019 年在产项目扩产和技改新增			8.2	9.0	10.0
波尔铜矿技改扩产新增	63.0%			3.5	7.0
Timok 铜金矿项目上带矿投产新增	100.0%			2.7	6.4
西藏巨龙铜业-知不拉（权益产量）	50.1%			1.2	1.2
西藏巨龙铜业-驱龙一期（权益产量）	50.1%				3.8
卡莫阿-卡库拉铜矿（权益产量）	45.1%			4.2	9.7
合计		**37.0**	**45.2**	**57.6**	**75.0**
增速			**22.2%**	**27.4%**	**30.3%**

资料来源：公司公告，万联证券研究所

在建主力矿产铜项目盈利质量整体高出现有项目，产量释放伴随盈利能力提升。就财务预测所用金属价格与当前价格之比而言，卡莫阿预计LME铜价6,239美元/吨 vs LME铜价现价6,690美元/吨，Timok预计LME铜价6,173美元/吨 vs LME铜价现价6,690美元/吨、预计伦敦金价1,300美元/盎司 vs 伦敦金现1,900美元/盎司，巨龙铜业预计SHFE铜价51,000元/吨 SHFE铜价现价51,300元/吨，除巨龙铜业金属价格预测较现价较为接近外，卡莫阿和Timok价格预计均较为保守。在建主力矿产铜项目在相对保守的价格预测下盈利表现依然显超在产项目。

图表4：公司在建主力矿产铜项目预计盈利表现超出在产项目

项目	预计财务表现（亿元）			毛利率	净利率	金属价格预测
	收入	成本	净利润			
卡莫阿-卡库拉项目（年度）	99.0	37.1	43.3	62.5%	43.8%	铜价按照2017年至2019年三年均价6,239美元/吨测算
Timok 铜金矿项目上带矿（年度）	38.0	15.7	19.0	58.8%	50.0%	铜价按照2017年至2019年三年均价6,173 美元/吨测算，金价按 1,300美元/盎司测算
铜山矿业（年度）	4.2	2.6	1.2	38.5%	28.9%	铜、钼价格按三年均价预测
巨龙铜业（年度）	68.6	39.1	22.1	43.0%	32.2%	来自藏格公告，其中产量低于紫金当前计划，铜价按照51000元/吨测算
在产项目（半年度）	**76.4**	**44.1**	**15.7**	**42.3%**	**20.5%**	**2020年上半年**

资料来源：紫金矿业、藏格控股公告，万联证券研究所

2.2 矿产金较快增长，盈利质量高于在产项目

技改扩产、并购贡献，预计矿产金产量CAGR到2022年达14%、2025年约12%。截至2020年6月末，黄金资源储量超过2,000 吨，是中国上市公司中拥有黄金资源储量最多的企业。随着项目建设和投产，由于武里蒂卡、陇南李坝、圭亚那等项目贡献，我们预计公司2020-2022年矿产金产量43.3/54.1/60.5万吨，同比分别增加5.9%/25.1%/11.8%，对应年复合增速14%；其中2020年在波格拉金矿矿权延续受阻停产的情况下，考虑项目增产及并购贡献，总产量预计略有增加。2022年后，随着目前处于前期工作阶段的Timok铜金矿项目下带矿投产，以及其他项目技改扩产，预计到2025年公司矿产金产量有望达80万吨，对应年复合增速约12%。

图表5：公司2020-2022年矿产金预计产量及增速

项目（吨）	权益	2019	2020E	2021E	2022E
2019年产量		40.8	40.8	40.8	40.8
2019年在产项目扩产和技改新增			3.6	4.6	7.6
Timok铜金矿项目上带矿投产	100.0%			0.8	1.8
武里蒂卡贡献	68.8%		4.0	8.8	9.2
甘肃陇南李坝金矿复产	84.0%			3.5	5.0
圭亚那金矿贡献	100.0%		1.0	4.5	5.0
波格拉金矿停产影响（权益产量）	47.5%		-6.2	-8.8	-8.8
合计		**40.8**	**43.3**	**54.1**	**60.5**
增速			**5.9%**	**25.1%**	**11.8%**

资料来源：公司公告，万联证券研究所

新增矿产金项目整体盈利能力不低于在产项目。新项目收购对价对应PE在10-15倍之间。就盈利能力而言，大陆黄金（武里蒂卡项目）于2019年末收购，预计税后IRR25.3%，投资回收期2.9年，5%折现率下税后净现值7.8亿美元，测算金价1,200美元/盎司远低于伦敦金现1,900美元/盎司，盈利能力充分保障；圭亚那项目于2020年6月收购，财务表现相比公司整体矿产金业务逊色，但考虑到项目比重相对较小，且紫金矿业进入后还可依靠自身管理能力实现提效降本。整体上，我们判断公司新增矿产金项目整体盈利能力不低于在产项目。

图表6：公司新近并购矿产金项目预计盈利表现不低于在产项目

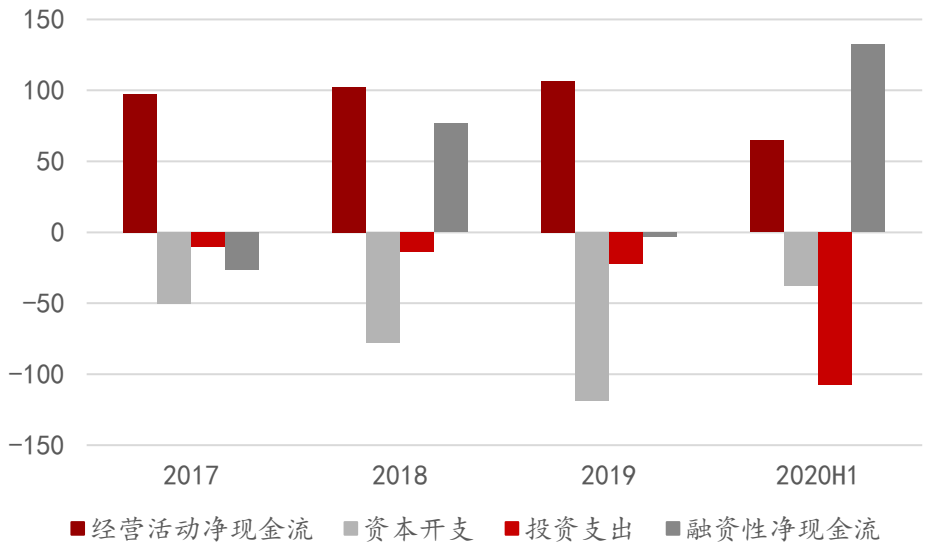
项目	收购对价（亿元）	财务表现（亿元）			毛利率	净利率	金属价格预测
		收入	成本	净利润			
武里蒂卡	70.3	初始投入5.12亿美元，税后IRR25.3%，投资回收期2.9年，5%折现率下净现值7.8亿美元					金价按1,200美元/盎司测算，银价按15美元/盎司测算
圭亚那	17.0	6.5	4.5	0.7	**30.5%**	10.7%	2020年上半年财务数据
在产项目	-	**66.9**	**32.6**	**16.2**	**51.3%**	**24.2%**	**2020年上半年**

资料来源：紫金矿业、大陆黄金、圭亚那公告，万联证券研究所

2.3 整体现金流将迎来向上拐点

现金流表现将迎来向好拐点。由于产能建设和项目并购，公司近年需求巨大，2019年初增发募资约80亿元，2020年上半年净融资超130亿元。实际上，公司2017年以来经营活动净现金流均在百亿级别、完全能够覆盖正常的资本开支，融资需求主要来自并购项目。考虑到公司待投产项目优质，盈利能力有保障，回收期整体在3年左右，现金流长期无忧，若不考虑新增并购项目，预计2020年9月获批60亿元可转债发行后，公司将可依托经营净现金流支持正常的资本开支和分红、付息，整体上将不再新增融资需求。

图表7：公司2017年以来现金流表现（亿元）



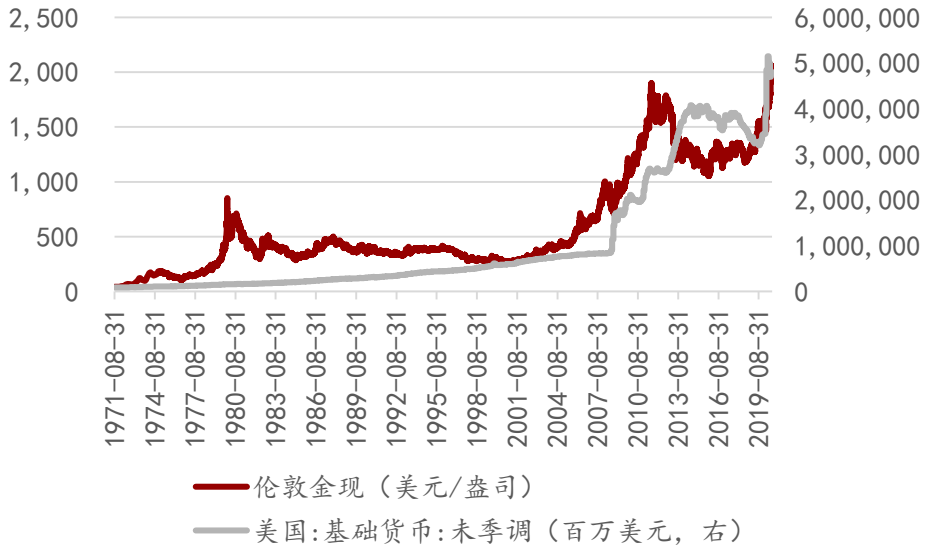
资料来源：Wind，万联证券研究所

3、通胀预期向上，供需关系转好，金铜价格易上而极其难下

3.1 金：全球共识和信仰

黄金是信用货币的价值尺度。尽管黄金早已退出流通领域，按照《国际货币基金协定》,“会员国以特别提款权或选定的黄金之外的另一种共同标准，来确定本国货币的价值”，基金“应避免在黄金市场上管理价格或制订固定价格的目标”，信用货币也已明确与黄金脱钩。但黄金依然作为国际储备，而实证上，自布雷顿森林体系结束以来，金价与美国基础货币余额相关性达0.9，鉴于黄金年新增供应约为存量的2%，总供给相对稳定，这一相关性反映了黄金作为信用货币的价值尺度，其价格随货币发行量增加而上行。

图表8：金价与美国基础货币余额相关性高达0.9

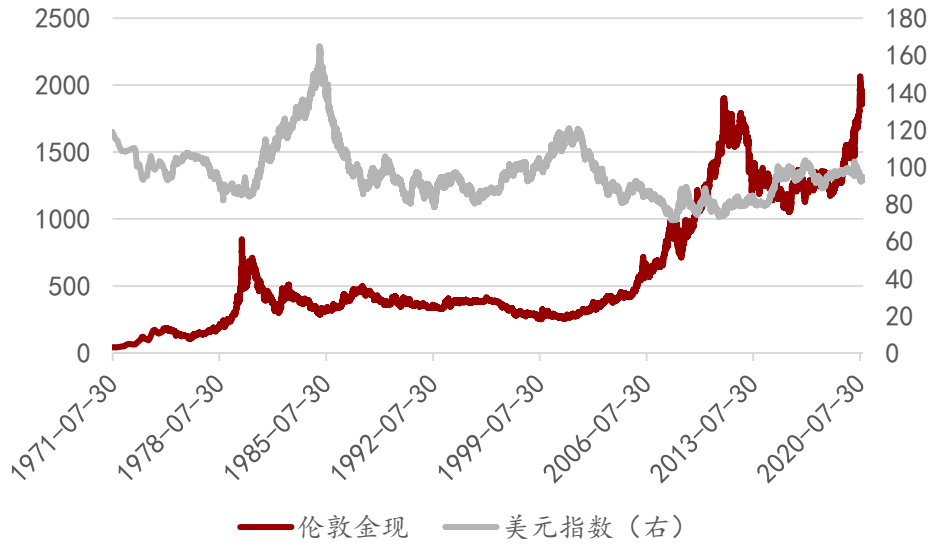


资料来源：Wind，万联证券研究所

黄金与美元指数相关性并不高。较为普遍的观点认为，黄金本质上是美元的替代品（alternative），其价格走势最受美元指数影响，呈负相关性。我们认为这种看法在实证上得不到支持，逻辑上也不成立，因为只要整体货币量货币余额增加，即使美元

相对升值造成美元指数上升，但黄金作为信用货币的价值尺度依然有上涨动力。

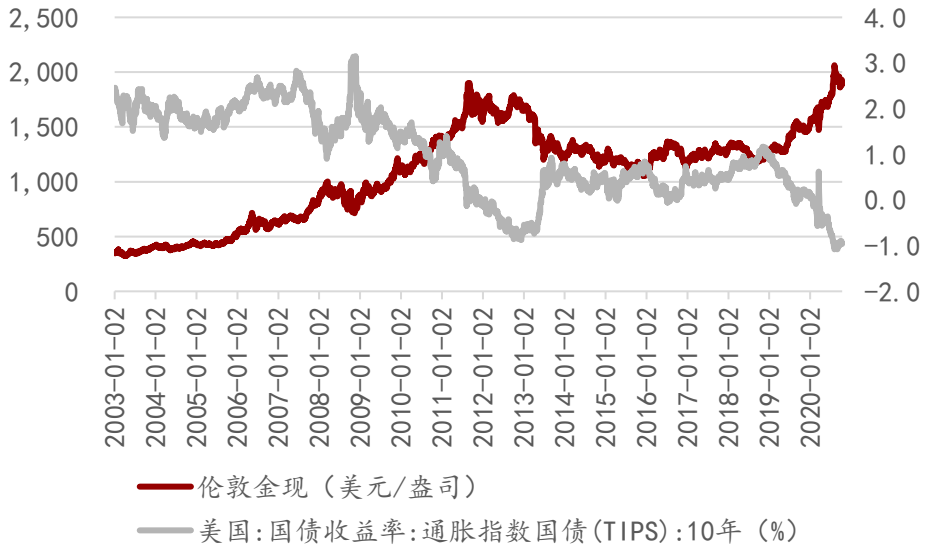
图表9：金价与美元指数相关性长期只有-0.4



资料来源：Wind，万联证券研究所

黄金是“零息票”的避险资产，实际利率是持有黄金的机会成本，金价与实际利率负相关。以美国10年期通胀指数国债（TIPS）作为实际利率水平指标，从历史数据来看，TIPS与金价有着明显的负相关性，相关系数达-0.9。由于实际利率等于名义利率减通胀，名义利率下降、通胀预期向上时利好金价表现。

图表10：金价与通胀指数国债相关性达-0.9



资料来源：Wind，万联证券研究所

3.2 通胀预期向上，金价安全边际充足

2020年以来，受央行资产负债表扩张拉动，黄金充分显示货币价值尺度，涨至8月高点。随着全球新冠疫情感染及防控常态化，刺激政策继续升级可能性降低，全球央行宽松货币政策边际收紧，**在当前时点，货币价值尺度淡化，通胀逻辑将成主导，未来通胀预期将成为影响金价走势的关键因素。**

我们认为未来通胀水平进一步的驱动力主要有三个，一是新冠疫苗的逐步落地、经济加速复苏，二是欧美财政刺激计划明朗，三是美联储贯彻“平均通胀目标制”、鼓励通胀超调。

首先，新冠疫苗如期推进，研发成功与逐步落地将显著推升全球经济活动水平，结合疫情期间生产受阻库存处于低位，需求弹性将更加突出带动通胀升至更高水平。根据WHO最新数据，截至9月9日，全球新冠肺炎病毒候选疫苗182个，临床试验36个，临床前研究146个，有9个疫苗进入临床III期。据9月18日来自全球科学与生命健康论坛的报道，目前我国已有11款新冠疫苗进入临床试验阶段，其中4款进入III期临床试验。III期临床试验是确定疫苗能否获批上市的关键研究，将真正验证疫苗的安全性和有效性，需要数千至上万人的样本量。目前已启动的新冠病毒疫苗III期临床试验预计最快可在11月前获得初步数据。**即使疫苗研发和落地不及预期，在目前海外新冠新增确诊病例二次抬升的背景下，宽松货币政策将继续维持兜底经济，金价亦是易涨难跌。**

第二，欧美财政刺激计划正在推进过程中，一旦落地将进一步推动经济复苏。欧洲方面，欧盟领导人在7月23日就7500亿总额的复苏计划达成一致，超出市场预期。一是最终拨款额接近3900亿欧元，其中复苏和恢复项目（RRF）的规模得到了保护，甚至其拨款额度比初版还有所上升，而该工具的拨款受到的限制很少。加上欧央行扩大购买主权债，复苏计划可以有效地弥合欧元区在2020-22年间的资金缺口。二是7500亿欧元的总规模比市场预期的6000亿欧元要多。虽然贷款远不如拨款重要，但以极低附加条件发放的贷款能为南欧国家提供有吸引力的资金。三是达成协议的时间比市场想象的要早，意味着未来欧盟将继续一体化。特别是通过预先发行欧盟债券的方式来实行复苏计划，在欧盟体制框架和预算运作方面开创了先例。

美国方面，两党对财政刺激计划谈判陷入僵局，预计11月大选后刺激政策将进一步明朗。国会3月通过的2.3万亿美元支出计划中，政府对小企业和失业者的援助计划已于7月底结束，而两党目前在提供新一轮援助计划的问题上陷入僵局。主要分歧在于刺激计划总规模以及一些焦点支出项目，民主党主张的刺激规模明显大于共和党，在此背景下，特朗普8月7日不得不签署行政令，“为美国人提供他们需要的救济”，包括延长失业补助至年底、暂停驱逐租客等，还将暂停征收工资税直到12月。

9月15日，众议院两党温和派发布了1.5万亿美元的折中方案，希望建立继续谈判的框架，但美国国会众议院议长、民主党人佩洛西继续反对共和党“瘦身版”刺激法案，仍坚持至少2.2万亿美元的救济法案。与此相反，白宫方面显然寻求降低刺激规模，美国财长姆努钦曾表示，希望新一轮救济法案的总规模维持在1万亿美元左右，除了要结合美国近期经济数据趋势，也与预算考虑有关。据国会预算办公室统计，2020财年前11个月的美国联邦预算赤字已升至3万亿美元。考虑到大选党争因素，以及当前美国经济较好的复苏态势使得财政刺激推出的紧迫性略有缓和，美国财政刺激激化难以在11月大选之前推出。

我们认为，美国经济虽然环比复苏明显，但同比复苏态势仍然羸弱，疫情造成的2,200万失业目前只恢复一半，美联储主席鲍威尔10月6日最新讲话也认为经济复苏远未完成、财政和货币刺激政策“宁滥勿缺”，选举后推动提振经济的施政纲领落地是大势所趋。

第三，美联储发表新的“平均通胀目标制”货币政策框架意义深远，允许通胀超调。美联储主席鲍威尔在8月27日Jackson Hole全球央行年会上发表《New Economic Challenges and the Fed’s Monetary Policy Review》，发布了新的《长期目标和货币政策策略声明》，提出讨论许久的“平均通胀目标制（AIT），“寻求实现平均2%的通胀水平。因此，在通胀水平低于2%的时期过后，适当的货币政策可能会在一段时间内以实现稍高于2%的通胀水平为目标”，即所谓的“允许通胀超调”。

更进一步，美联储在9月17日FOMC议息会上，虽然并无太多短期的鸽派增量信息，但是实际上FED进一步作出了清晰的“鼓励通胀超调”的动作。一是调低2021-2022年实际GDP预测，但调高2020年实际GDP以及2020-2022年PCE、核心PCE预测；二是从利

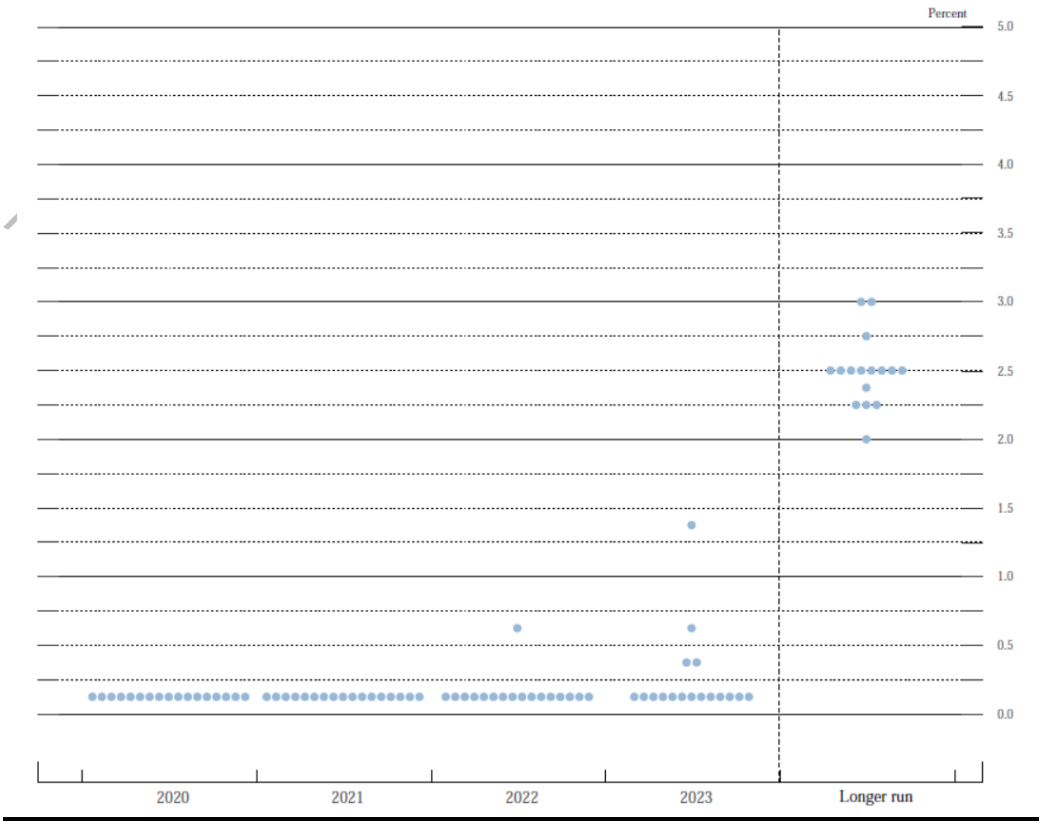
率点阵图看，大多数委员都认为零利率应该维持到2023年，这比此前维持到2022年的市场预期更加鸽派。

图表11：美联储9月议息会调高2020-2022年通胀预测

Variable	Median[1]					Central Tendency[2]					Range[3]				
	2020	2021	2022	2023	Longer run	2020	2021	2022	2023	Longer run	2020	2021	2022	2023	Longer run
Change in real GDP	-3.7	4.0	3.0	2.5	1.9	-4.0–-3.0	3.6–4.7	2.5–3.3	2.4–3.0	1.7–2.0	-5.5–1.0	0.0–5.5	2.0–4.5	2.0–4.0	1.6–2.2
June projection	-6.5	5.0	3.5		1.8	-7.6–-5.5	4.5–6.0	3.0–4.5		1.7–2.0	-10.0–-4.2	-1.0–7.0	2.0–6.0		1.6–2.2
Unemployment rate	7.6	5.5	4.6	4.0	4.1	7.0–8.0	5.0–6.2	4.0–5.0	3.5–4.4	3.9–4.3	6.5–8.0	4.0–8.0	3.5–7.5	3.5–6.0	3.5–4.7
June projection	9.3	6.5	5.5		4.1	9.0–10.0	5.9–7.5	4.8–6.1		4.0–4.3	7.0–14.0	4.5–12.0	4.0–8.0		3.5–4.7
PCE inflation	1.2	1.7	1.8	2.0	2.0	1.1–1.3	1.6–1.9	1.7–1.9	1.9–2.0	2.0	1.0–1.5	1.3–2.4	1.5–2.2	1.7–2.1	2.0
June projection	0.8	1.6	1.7		2.0	0.6–1.0	1.4–1.7	1.6–1.8		2.0	0.5–1.2	1.1–2.0	1.4–2.2		2.0
Core PCE inflation[4]	1.5	1.7	1.8	2.0		1.3–1.5	1.6–1.8	1.7–1.9	1.9–2.0		1.2–1.6	1.5–2.4	1.6–2.2	1.7–2.1	
June projection	1.0	1.5	1.7			0.9–1.1	1.4–1.7	1.6–1.8			0.7–1.3	1.2–2.0	1.2–2.2		
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	0.1	0.1	0.1	0.1	2.5	0.1	0.1	0.1	0.1–0.4	2.3–2.5	0.1	0.1	0.1–0.6	0.1–1.4	2.0–3.0
June projection	0.1	0.1	0.1		2.5	0.1	0.1	0.1		2.3–2.5	0.1	0.1	0.1–1.1		2.0–3.0

资料来源：美联储，万联证券研究所

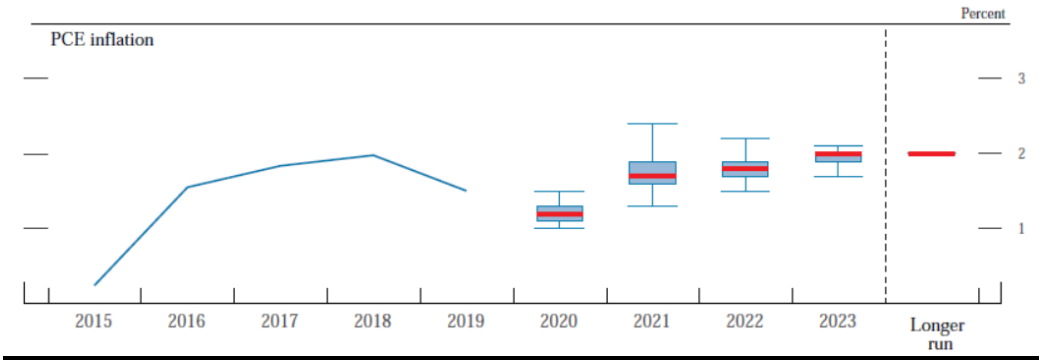
图表12：美联储9月议息会大多数委员都认为零利率应该维持到2023年



资料来源：美联储，万联证券研究所

AIT本质是美联储通过实际负利率来刺激经济，通胀空间还很大。为降低政府债务负担，美国有动力维持名义利率低位，美联储此时鼓励通胀超调的平均通胀目标制主要是通过塑造更高、更决绝的通胀预期来倒逼经济主体在货币宽松的背景下去投资和消费，否则就要被征收每年较高的通胀税。目前10年期美债收益率也基本维持在0.7%左右，分解美国十年期实际利率，当前通胀预期处于1.6%-1.7%的位置，离2%政策目标尚远，如按2%的平均通胀水平空间更大。历史上，一般通胀预期达到2.5%即遇到Fed货币政策收紧的天花板，但如果通胀超调，2.5%的天花板将进一步上移。

图表13：美国当前通胀距离2%平均目标上行空间巨大



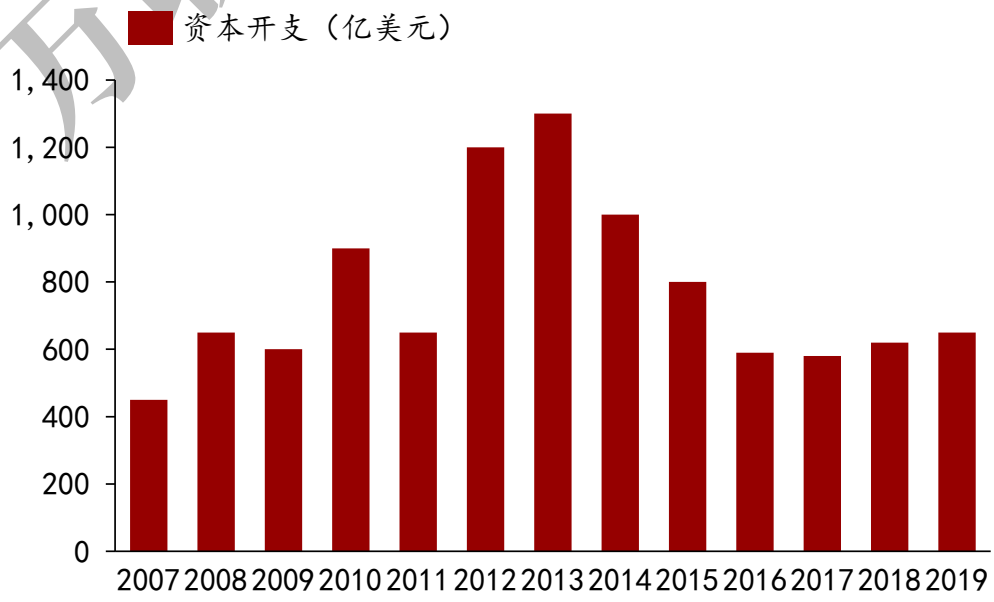
资料来源：美联储，万联证券研究所

整体上，我们认为，虽然全球经济自然增长率放缓致使通缩压力持续存在，但在当前时点，无论是进一步的财政、货币政策刺激，还是疫情后经济复苏，都将支持全球金融体系累积的流动性向实体经历领域转化，货币乘数提高，通胀应不会缺席，当前水平下金价易涨抗跌。

3.3 铜：新增供给平稳，经济需求向上，库存低位提供价格弹性

近年全球铜企资本开支处于低位。全球铜企资本开支在2012-2013年达到顶峰后一路下滑，2017-2019年全球铜企的资本开支持续处于较低位置，未来几年铜矿产能释放相对平稳。

图表14：近年全球主要铜企资本开支处于低位



资料来源：根据公开资料整理，万联证券研究所

铜矿新增产能及释放节奏相对温和。具体来看，2020-2023年共有约66个铜矿项目投产，合计增加产能约210万吨，考虑产能爬坡因素预计2021年起每年新增60万吨，按年新增2%左右，与全球经济增长中枢一致，供需整体平衡，释放节奏温和，2020-2022年除Kamoa、Timok上带矿外鲜有大矿投产。

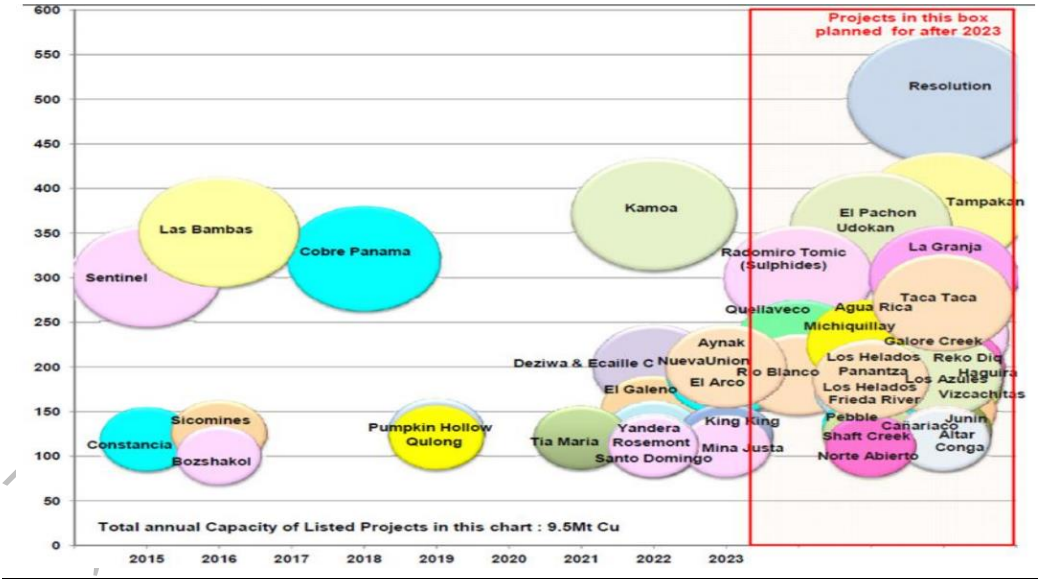
图表15：2020-2023年全球大型铜矿投产计划

公司	矿山	国家	投产计划	2020	2021	2022	2023
智利 Copec	Mine Justa	秘鲁	2020	10.2			
必和必拓	Spence	智利	2020		18.5		
泰克资源	Quebrada Blanca	智利	2021		27.5		

安踏法加斯塔	Centinela	智利	2021		18.0		
紫金矿业	卡莫阿-卡库拉	港股	2021H2		30.7		
南方铜业	Michiquillay	秘鲁	2022			22.5	
必和必拓	奥林匹克	澳大利亚	2023				15.0
英美资源	Quellevac	秘鲁	2023				30.0
万宝矿业	卡莫亚	刚果	2023				10.0
合计				**10.2**	**94.7**	**22.5**	**55.0**

资料来源：ICSG，万联证券研究所

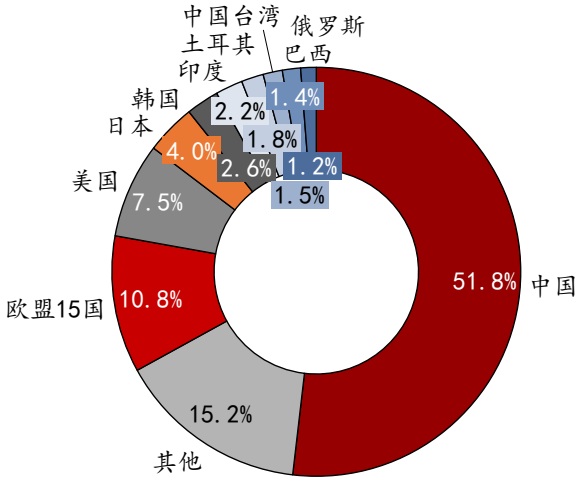
图表16：2020-2022年投产大型铜矿项目较少



资料来源：ICSG，万联证券研究所

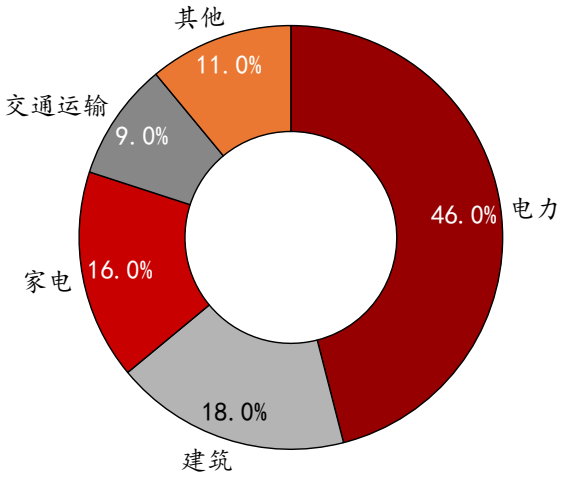
全球需求持续恢复向好。国内铜消费全球占比超50%，欧洲和美国份额均在10%上下；国内终端需求主要来自电力、建筑、家电和交通运输等领域。欧美经济如前所指，将随着疫情影响减弱及财政、货币刺激恢复。国内，电网累计投资增速6月起转正；房地产行业具备韧性，8月新开工累计同比收窄至-3.6%，竣工累计同比收窄至-10.8%，呈现修复态势；汽车销售结束2017年以来下降趋势，5月起单月同比增长12%以上；家电产销受地产竣工周期带动修复。

图表17：全球精炼铜消费区域结构



资料来源：ICSG，万联证券研究所

图表18：中国精炼铜终端需求结构



资料来源：根据公开资料整理，万联证券研究所

图表19：电网累计投资增速6月起转正



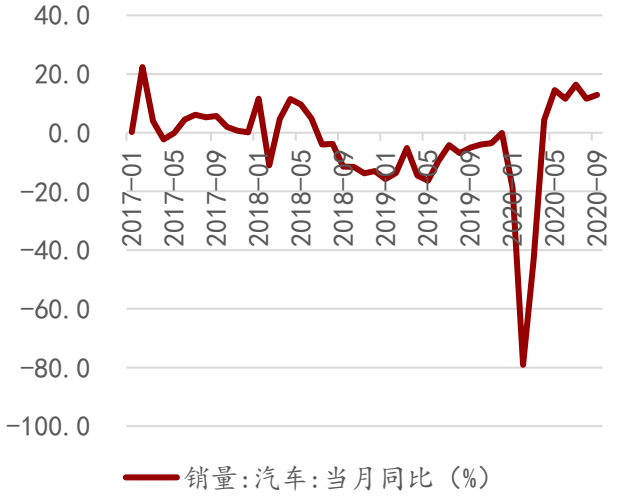
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表20：地产新开工和竣工数据持续修复



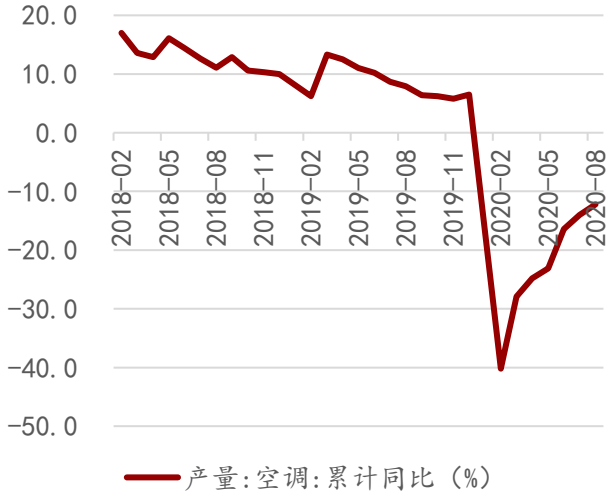
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表21：汽车销售结束2017年以来下跌趋势



资料来源：Wind，万联证券研究所

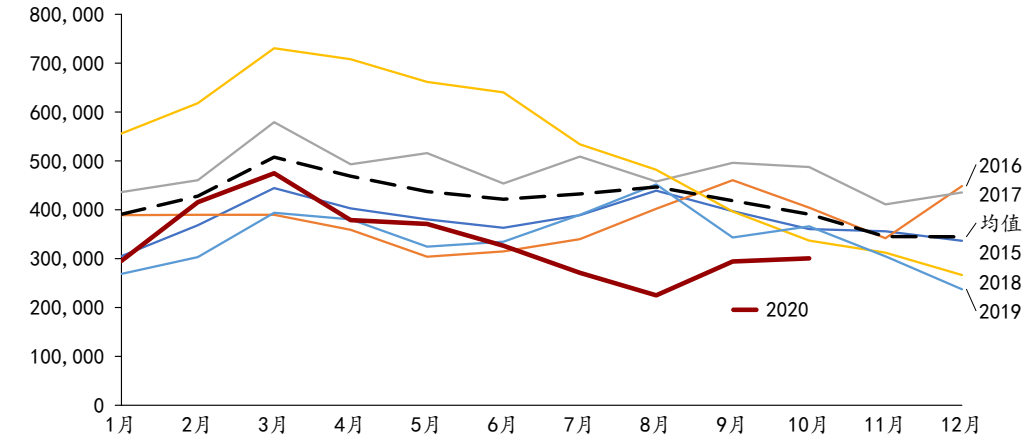
图表22：空调产售受益地产竣工周期



资料来源：Wind，万联证券研究所

铜库存处于5年以来新低，价格弹性巨大。LME+SHFE+COMEX三大交易所铜库存合计约30万吨，处于5年以来新低。

图表23：三大交易所铜库存处于5年以来新低



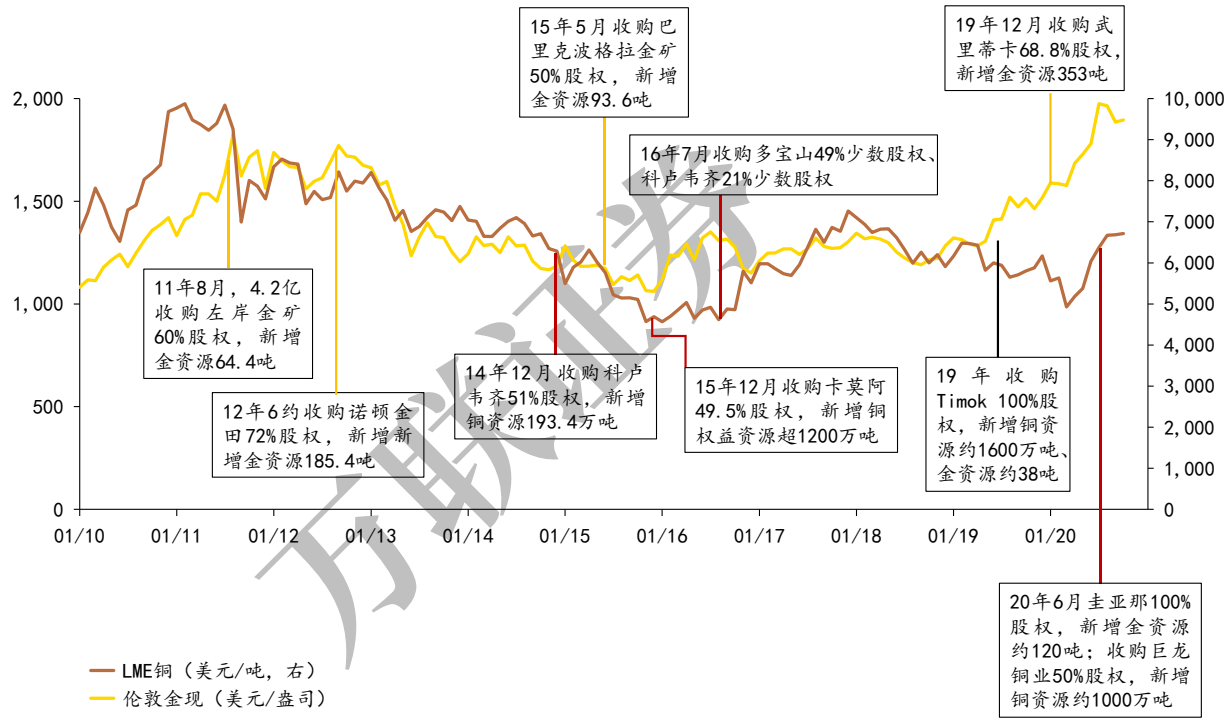
资料来源：Wind，万联证券研究所

4、作为矿业开发企业，如何持续高质量增长？

4.1 低位收购优质资源

低位布局实现金资源储备翻倍、铜资源储备翻4倍。2014-2019年金、铜价格低迷期间，公司完成科卢韦齐铜矿、波格拉金矿、卡莫阿铜矿和Timok铜矿等权重优质项目收购，2014年来333及以上类别金资源储量翻倍、铜资源储量翻4倍，为公司新一轮高质量发展储备了最宝贵资源。

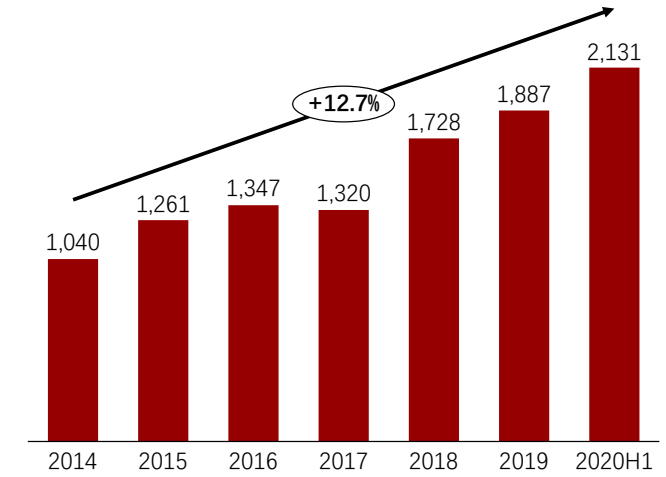
图表24：公司最重要收购发生在2014-2019年低迷期



资料来源：公司公告，万联证券研究所

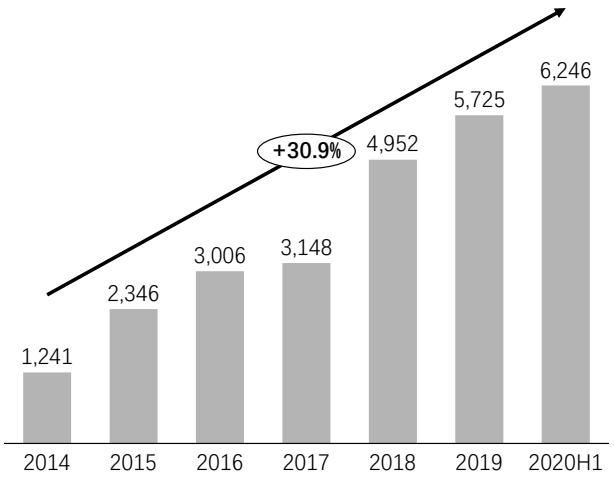
有理由相信公司逆周期投资并非运气。诚然，公司2013年前也曾在高点收购左岸金矿和诺顿金田，经营困难一度计提商誉减值，但我们认为正是这种十多年跨越周期的并购投资，为公司沉淀了宝贵的经验并锻炼培育了队伍，这也是我们对公司2020年收购圭亚那和巨龙铜业保有信心的重要考虑之一。

图表25：公司2014年来金资源储量翻倍(吨)



资料来源：公司公告整理，万联证券研究所

图表26：公司2014年来铜资源储量翻4倍(万吨)



资料来源：公司公告整理，万联证券研究所

4.2 高位勘探增储、技改扩产

毫无疑问，投资既有赖于自身能力，也需要天时地利配合，才能取得满意的效果。**我们认为，即使价格高点没有满意的投资机会，公司依然能够实现产销量的适度增长，基于以下几点：**

1、勘探增储降低资源获取成本。其一，公司在矿区不断从事勘探活动，本身可增厚经济矿储；**其二，**信用货币天然具有通胀动力，黄金长期价格向上，使得矿区内原不具备经济意义的矿藏得以利用；**其三，**技术的进步也会使得原不具备经济意义的矿藏有利可图。以公司收购的巨龙铜业为例，项目当前拥有333及以上类别的铜钼资源储量1,260万吨，但矿区还存在大量低品位铜钼矿资源，如技术经济条件许可，巨龙铜业矿区范围内的铜远景资源储量可望突破2,000万吨。

2、广泛的项目布局提供腾挪空间。公司目前在国内16 个省（区）和海外12个国家拥有重要矿业投资项目，主要项目包括紫金山金铜矿、黑龙江多宝山铜矿、西藏巨龙铜业等国内15 个主力矿山，巴布亚新几内亚波格拉金矿、刚果（金）科卢韦齐铜钴矿等海外8 个大型在产矿山，进入试生产的哥伦比亚武里蒂卡金矿以及2021 年投产的刚果(金)卡莫阿铜矿、塞尔维亚Timok 铜金矿均为世界级超大型高品位在建矿山，境外项目基本位于“一带一路”沿线国家。**以2020年为例，波格拉金矿因矿权延期受阻停产影响全年产量6.2吨的情况下，通过挖掘各个项目潜能及技改扩产，上半年矿产金产量实现20.2吨，预计全年依然可实现平稳增长。**

图表27：公司项目布局国内16 个省（区）和海外12个国家



资料来源：公司公告，万联证券研究所

3、技改扩产挖掘潜能。公司正全力推动哥伦比亚武里蒂卡金矿达产达标、陇南紫金李坝金矿复产和10,000t/d 采选技改建设、贵州紫金长田金矿投产，及山西紫金、诺顿金田、洛阳坤宇等产能提升。

4.3 低成本经营管理能力，低品位开发技术实力

管理团队技术、投资及经验管理经验丰富，能力突出。公司管理团队为地质专业出身，在公司服务超过20年，具有丰厚投资经营管理经历。**通过十多年经营，充分证明公司具备低品位矿山变废为宝、低成本运营扭亏为盈的能力。**

图表28：公司部分高管专业背景及服务年限

姓名	职务	专业背景	服务
陈景河	董事长	地质专业出身。紫金山金铜矿的主要发现者、研究者和开发组织者，低品位难处理黄金资源综合利用国家重点实验室主任，在矿床勘查评价和开发规划，矿山采、选、冶及企业管理方面有很高的造诣，获国家科技进步一等奖 1 项，国家级教学成果二等奖 1 项，省部级特等奖、一等奖 13 项，发明专利 14 项	28 年
蓝福生	副董事长	地质专业出身	24 年
邹来昌	总裁	林产化工专业出身	24 年
林泓富	常务副总裁	炼钢及铁合金专业出身	23 年
林红英	副总裁	地质大学出身，高级会计师	27 年

资料来源：公司公告，万联证券研究所

自主技术创新优势。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工程化开发等方面拥有核心技术，居行业领先地位。公司是全球为数不多的具有系统自主技术与工程管理能力的跨国矿业企业，拥有完整的科研体系和科研机构。公司建成国内黄金行业唯一的国家重点实验室、国家级企业技术中心、院士科研工作站、博士后科研工作站、矿冶研究院等一批高层次研发平台和科研设计实体，形成了具有紫金特色的技术创新体系和一系列自主知识产权及科研成果。集团母公司及权属企业获评“高新技术企业”达14 家。

独特的工程管理模式。公司探索形成了在经济矿业和系统工程思想指导下，以矿石流为走向，将地勘、采矿、选矿、冶炼和环保五个环节进行统筹研究和全流程控制，归结于经济社会效益最大化总目标的“矿石流五环归一”工程管理创新模式。公司推广应用“矿石流五环归一”工程管理创新模式，取得显著的成果，国内福建紫金山金铜矿、贵州水银洞金矿、新疆阿舍勒铜矿、吉林曙光金铜矿等一批矿山实现绿色高效开发；境外刚果（金）科卢韦齐铜钴矿成为非洲矿山建设与运营的典范，塔吉克斯坦泽拉夫尚、澳大利亚诺顿金田、塞尔维亚紫金波尔实现从西方人管理的矿业公司扭亏为盈。

图表29：公司“矿石流五环归一”工程管理模式示意图

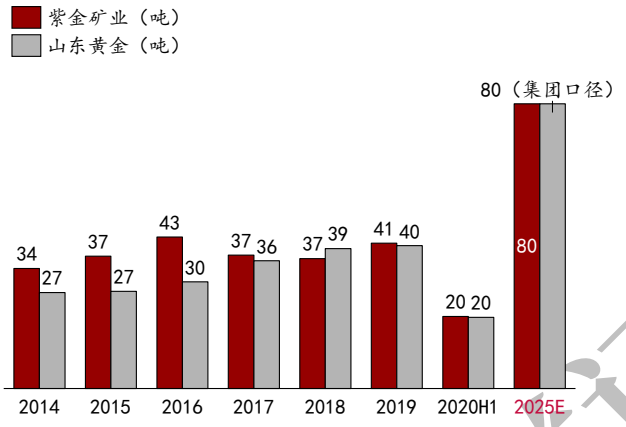


资料来源：公司公告，万联证券研究所

5、预期业绩高增，超预期因素持续发酵或助力估值上行

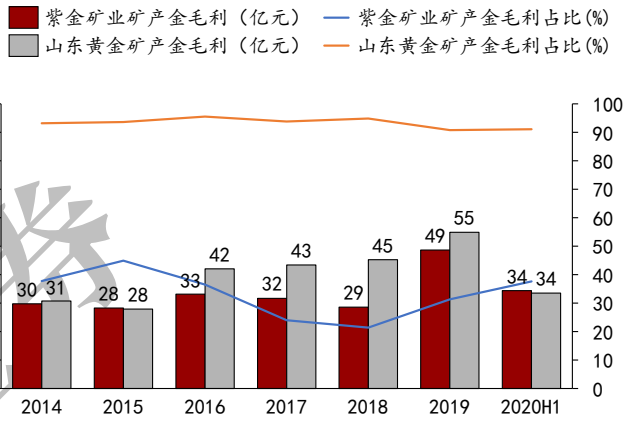
矿产金业务当前与山东黄金处于同一水平，但增长确定性和盈利质量占优。对比紫金矿业与同为国内矿产金开发业务龙头山东黄金，两者近年矿产金产销量和毛利在统一水平；展望未来，山东黄金2025年产量规划为集团口径，而紫金矿业矿产金增长由在手项目贡献，路径更清晰、盈利质量占优。

图表30：公司与山东黄金矿产金产量对比



资料来源：公司公告整理，万联证券研究所

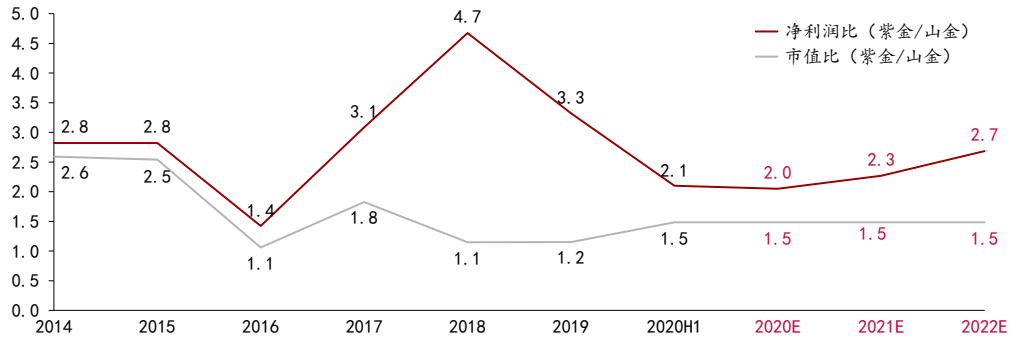
图表31：公司与山东黄金矿产金毛利对比



资料来源：公司公告整理，万联证券研究所

预期业绩高增，波格拉恢复运营和金铜价格上涨等超预期因素持续发酵或助力公司估值上行。就估值而言，公司与山东黄金市值比值持续低于净利润比值，按Wind一致预期，2020年PE山东黄金超过40倍、紫金矿业为30倍左右，原因应是山东黄金矿产金贡献盈利绝对大头，业务更加清晰享有估值溢价。**目前时点，我们认为，紫金矿业业绩增长更快、确定性更高，结合最新报道巴新政府同意波格拉金矿继续经营（细节尚不明朗，本报告盈利预测未考虑波格拉贡献），且金铜价格受益通胀和经济复苏处于环境（本报告测算中考虑金铜价格保持现价、未考虑价格上涨），超预期因素持续发酵或将带动公司估值上行。**

图表32：公司与山东黄金净利润及市值比



资料来源：Wind，万联证券研究所（2020-2022年净利润来自Wind一致预期）

6、盈利预测与投资建议

6.1 核心假设

- **矿产铜、金产量：**矿产铜产量，其中卡莫阿-卡库拉铜矿按权益计，2020-2022年分别为45.2/62.2/79.9万吨；矿产金产量，2020-2022年分别为43.3/54.1/60.5吨。暂未考虑波格拉金矿恢复运营的贡献。

- **铜、金价格变动：**LME铜维持6,765美元/吨、伦敦金现维持1,907美元/盎司，2020-2022年铜价同比+1.0%/+11.3%/0.0%，金价同比+27.7%/+7.2%/0.0%

- 其他业务维持稳定。

6.2 盈利预测及投资建议

不考虑冶炼和贸易业务扩张，主要受矿产金、铜产量增加带动，我们预计公司20-22年营业收入分别为1,435.1/1,535.1/1,597.3亿元，2022年毛利结构矿产金：矿产铜：其他大致为2:2:1，归母净利润68.1/118.2/144.8亿元，同比增58.9%/73.7%/22.5%。**同时我们也提示，公司净利润对价格变动较为敏感，如果项目进度不及预期、金属价格下跌较大，将对公司净利润带来较大不利影响。**

图表33：2022年净利润对当年矿产金/矿产铜产量敏感性分析

2022年净利润		并表矿产金（吨）				
		55.6	58.1	60.6	63.1	65.6
并表矿产铜（万吨）	55.4	132.6	135.9	**139.3**	142.6	146.0
	57.9	135.3	138.7	**142.0**	145.4	148.7
	60.4	**138.1**	**141.5**	**144.8**	**148.1**	**151.5**
	62.9	140.9	144.2	**147.6**	150.9	154.3
	65.4	143.6	147.0	**150.3**	153.7	157.0

资料来源：Wind，万联证券研究所

图表34：2022年净利润对伦敦金现/LME铜价格敏感性分析

2022年净利润		伦敦金现（美元/盎司）				
		1,526	1,717	1,908	2,099	2,289
LME铜（美元/吨）	5,412	85.9	101.0	**116.1**	131.2	146.3
	6,089	100.2	115.3	**130.4**	145.6	160.7
	6,765	**114.6**	**129.7**	**144.8**	**159.9**	**175.0**
	7,442	128.9	144.0	**159.2**	174.3	189.4
	8,118	143.3	158.4	**173.5**	188.6	203.7

资料来源：Wind，万联证券研究所

公司现价对应PE为25.2/14.5/11.8倍，鉴于公司并购及经营能力突出、外延及内生增长逻辑清晰，预期业绩高增有望带动估值扩张，2022年业绩迈入新台阶，参考相关板块估值水平，上调至“**买入**”评级，目标价10元。

7、风险因素

项目进度不及预期，金铜价格下跌，周期性及估值风险。

资产负债表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**28,594**	**32,853**	**34,048**	**34,957**
货币资金	6,225	9,472	10,131	10,542
应收票据及应收账款	944	996	1,065	1,108
其他应收款	900	1,405	1,431	1,442
预付账款	1,323	1,623	1,611	1,631
存货	14,887	15,012	15,434	15,829
其他流动资产	4,315	4,345	4,375	4,405
非流动资产	**95,237**	**102,575**	**109,363**	**116,087**
长期股权投资	6,924	6,924	6,924	6,924
固定资产	38,625	39,321	46,476	53,597
在建工程	5,877	12,860	12,860	12,860
无形资产	24,163	23,821	23,452	23,054
其他长期资产	19,648	19,649	19,650	19,651
资产总计	**123,831**	**135,428**	**143,411**	**151,044**
流动负债	**33,363**	**35,695**	**34,811**	**31,584**
短期借款	14,441	10,624	9,795	6,260
应付票据及应付账款	4,803	5,573	5,582	5,672
预收账款	0	542	290	352
其他流动负债	14,119	18,956	19,145	19,300
非流动负债	**33,389**	**37,199**	**37,199**	**37,199**
长期借款	13,826	16,838	16,838	16,838
应付债券	11,966	12,765	12,765	12,765
其他非流动负债	7,596	7,596	7,596	7,596
负债合计	**66,751**	**72,894**	**72,010**	**68,783**
股本	2,538	2,538	2,538	2,538
资本公积	18,690	18,690	18,690	18,690
留存收益	25,325	29,078	34,990	42,230
归属母公司股东权益	51,186	54,939	60,850	68,090
少数股东权益	5,894	7,595	10,551	14,171
负债和股东权益	**123,831**	**135,428**	**143,411**	**151,044**

现金流量表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**21,331**	**18,343**	**22,330**	**24,794**
净利润	5,061	8,508	14,778	18,100
折旧摊销	5,853	5,182	5,733	5,797
营运资金变动	8,290	687	-590	-191
其它	2,127	3,966	2,408	1,087
投资活动现金流	**-14,103**	**-13,293**	**-12,142**	**-10,974**
资本支出	-11,687	-12,950	-12,517	-12,517
投资变动	-1,768	0	0	0
其他	-648	-344	375	1,543
筹资活动现金流	**-326**	**-1,803**	**-9,528**	**-13,409**
银行借款	12,452	-805	-830	-3,535
债券融资	6,500	799	0	0
股权融资	7,861	0	0	0
其他	-27,139	-1,796	-8,698	-9,874
现金净增加额	**-3,847**	**3,247**	**660**	**411**
期初现金余额	**9,933**	**6,225**	**9,472**	**10,131**
期末现金余额	**6,086**	**9,472**	**10,131**	**10,542**

利润表 单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**136,098**	**143,513**	**153,507**	**159,731**
营业成本	120,583	121,600	125,017	128,213
营业税金及附加	1,874	2,065	2,213	2,267
销售费用	574	981	991	1,001
管理费用	3,689	3,699	3,709	3,719
研发费用	476	443	453	463
财务费用	1,467	2,295	2,101	1,911
资产减值损失	-368	-350	0	0
公允价值变动收益	-60	0	0	0
投资净收益	34	-343	376	1,544
资产处置收益	-24	3	3	3
营业利润	**7,242**	**12,032**	**19,693**	**23,995**
营业外收入	50	58	0	0
营业外支出	318	491	0	0
利润总额	**6,974**	**11,599**	**19,693**	**23,995**
所得税	1,913	3,091	4,914	5,895
净利润	**5,061**	**8,508**	**14,778**	**18,100**
少数股东损益	777	1,702	2,956	3,620
归属母公司净利润	**4,284**	**6,806**	**11,823**	**14,480**
EBITDA	14,754	19,907	26,857	29,865
EPS（元）	0.17	0.27	0.47	0.57

主要财务比率

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	28.4%	5.4%	7.0%	4.1%
营业利润	17.2%	66.1%	63.7%	21.8%
归属于母公司净利润	4.6%	58.9%	73.7%	22.5%
获利能力				
毛利率	11.4%	15.3%	18.6%	19.7%
净利率	3.7%	5.9%	9.6%	11.3%
ROE	8.4%	12.4%	19.4%	21.3%
ROIC	6.2%	9.5%	13.1%	14.1%
偿债能力				
资产负债率	53.9%	53.8%	50.2%	45.5%
净负债比率	70.2%	66.0%	55.7%	43.5%
流动比率	0.86	0.92	0.98	1.11
速动比率	0.37	0.45	0.49	0.55
营运能力				
总资产周转率	1.10	1.06	1.07	1.06
应收账款周转率	144.15	144.15	144.15	144.15
存货周转率	8.10	8.10	8.10	8.10
每股指标（元）				
每股收益	0.17	0.27	0.47	0.57
每股经营现金流	0.84	0.72	0.88	0.98
每股净资产	2.02	2.16	2.40	2.68
估值比率				
P/E	39.99	25.17	14.49	11.83
P/B	3.35	3.12	2.82	2.52
EV/EBITDA	3.50	2.93	2.12	1.77

资料来源：Wind，万联证券研究所

万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，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。

万联证券

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
电话：021-60883482 传真：021-60883484
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场