

紫金矿业 (601899)

证券研究报告

2018年08月26日

矿铜业务量价齐升，期待产能继续增长

事件：公司发布 2018 年半年度报告。报告期内公司实现营收 498.14 亿元，同比增 32.75%；实现归母净利润 25.26 亿元，同比大幅增长 67.82%，扣非后归母净利润 23.76 亿元，大幅增 172.00%，EPS 为 0.11 元/股，符合市场预期。

上半年公司矿铜产品量价齐升。2017 年以来，铜需求向好，而供给端受矿铜产能释放慢制约增产有限，铜价重心迅速抬升。18 年以来铜基本面仍然偏紧，尽管 6 月后受贸易战预期发酵影响铜价有小幅回落，但整体上来看仍然处于高位。Wind 数据显示，2018 年上半年 LME 铜均价达 6916.74 美元/吨，同比大幅上涨 20.32%，较上年全年均价也有 12.18% 的抬升。同时得益于刚果(金)科卢韦齐铜矿浮选系统在 2017 年下半年投产并迅速达产，公司 18 年上半年生产矿铜 11.94 万吨，同比增 30.41%，其中科卢韦齐铜矿生产矿铜 2.24 万吨。在此背景下公司上半年矿铜产品实现量价齐升。

黄金及其他业务平稳运行。上半年公司共生产黄金 104.91 吨 (+21.87%)，其中矿产金 16.88 吨，因巴布亚新几内亚地震原因小幅下降 10.48%；生产锌 24.36 万吨 (-0.49%)，其中矿产锌 14.83 万吨 (+4.51%)；生产矿铅 1.93 万吨 (-0.29%)。按目前进度预计公司大概率可完成 18 年经营计划，各项主营产品稳定运行。

悲观预期反应充分，铜价有望筑底。近期铜价的回调主要来自贸易战背景下投资者对全球经济增长的担忧，但目前来看，中美新一轮磋商已在进行中，贸易战的影响可能十分有限，悲观预期或已过度反应。铜基本面并无明显改变，待市场情绪平稳后铜价有望迎来筑底反弹。

卡莫阿望成为公司矿铜产能的最大增长点。2015 年公司取得刚果(金)卡莫阿铜矿 43.5% 权益时，项目保有资源量仅 2416.5 万金属吨(控制的+推断的)，此后项目探矿不断产生突破性进展，2018 年 2 月更新后项目共保有铜资源 4249 万吨(控制的+推断的)，相对于收购初大幅增储 76%。根据艾芬豪最新发布的开发规划，公司将首先建设 300 万吨/年的采选产能，并分阶段扩建至 1200 万吨/年，远期随着 Kakula 西部资源量进一步确认，公司可能会将产能扩至 1800 万吨/年以上。按目前 12Mtpa 的生产计划，项目开发 6 年左右将产矿铜超 40 万吨，8 年以后将超 50 万吨。

盈利预测与投资建议：随着公司科卢韦齐、多宝山二期、紫金山以及卡莫阿项目的持续投产，公司铜产量快速增长，成为 A 股第一大铜上市公司；同时铜需求悲观预期有望修复，铜价有望筑底。根据近期铜价调整公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.23/0.29/0.32 元/股(前值为 0.27/0.35/0.39 元/股)，对应 8 月 24 日收盘价动态 PE 分别为 15X、12X 和 10X，估值处于历史低位，维持“买入”评级。

风险提示：金属价格下跌，公司矿铜产能推进不及预期

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	78,851.14	94,548.62	101,098.67	110,740.09	115,566.02
增长率(%)	6.12	19.91	6.93	9.54	4.36
EBITDA(百万元)	6,790.86	10,836.23	11,724.02	13,620.13	15,326.16
净利润(百万元)	1,839.80	3,507.72	5,242.21	6,582.88	7,269.69
增长率(%)	11.12	90.66	49.45	25.57	10.43
EPS(元/股)	0.08	0.15	0.23	0.29	0.32
市盈率(P/E)	41.44	21.73	14.54	11.58	10.49
市净率(P/B)	2.75	2.18	0.19	0.16	0.14
市销率(P/S)	0.97	0.81	0.08	0.07	0.07
EV/EBITDA	4.83	2.70	1.36	0.95	0.08

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	有色金属/黄金
6 个月评级	买入(维持评级)
当前价格	3.31 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	17,294.28
流通 A 股股本(百万股)	16,875.73
A 股总市值(百万元)	57,244.06
流通 A 股市值(百万元)	55,858.65
每股净资产(元)	1.50
资产负债率(%)	58.54
一年内最高/最低(元)	5.55/3.21

作者

杨诚笑 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517020002
yangchengxiao@tfzq.com

孙亮 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110003
sunliang@tfzq.com

田源 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030003
tianyuan@tfzq.com

王小芃 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517060003
wangxp@tfzq.com

田庆争 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080005
tianqingzheng@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《紫金矿业-公司点评:中期业绩大幅增长，期待矿铜继续放量》 2018-07-23
- 2 《紫金矿业-季报点评:铜产品量价齐升，Q1 业绩符合预期》 2018-04-25
- 3 《紫金矿业-年报点评报告:铜板块持续发力，公司业绩长期可期》 2018-03-28



财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	5,022.50	5,936.07	12,564.91	16,362.98	31,002.64
应收账款	1,780.28	2,445.87	2,609.07	2,312.72	2,181.52
预付账款	869.77	1,344.14	795.60	1,614.77	905.83
存货	12,002.63	11,089.83	12,139.95	14,709.45	9,232.06
其他	4,465.03	7,859.10	5,317.31	7,359.94	6,089.22
流动资产合计	24,140.21	28,675.01	33,426.83	42,359.86	49,411.27
长期股权投资	7,909.03	6,797.35	6,797.35	6,797.35	6,797.35
固定资产	32,530.61	30,136.20	32,635.17	34,437.20	35,748.08
在建工程	3,984.84	3,122.30	1,909.38	1,193.63	746.18
无形资产	10,257.01	9,903.53	9,280.92	8,658.31	8,035.71
其他	10,396.00	10,680.88	9,726.98	9,686.44	9,456.20
非流动资产合计	65,077.49	60,640.25	60,349.80	60,772.93	60,783.51
资产总计	89,217.70	89,315.26	93,776.63	103,132.79	110,194.78
短期借款	12,350.04	9,855.87	9,000.00	9,000.00	9,000.00
应付账款	8,680.87	7,858.95	9,485.68	11,106.29	9,124.41
其他	12,821.08	11,078.77	8,579.39	9,124.21	9,741.99
流动负债合计	33,851.99	28,793.59	27,065.07	29,230.50	27,866.40
长期借款	5,775.42	6,599.05	7,000.00	7,000.00	7,000.00
应付债券	16,270.31	13,779.12	13,779.12	13,779.12	13,779.12
其他	2,203.47	2,500.66	2,537.45	2,413.86	2,483.99
非流动负债合计	24,249.21	22,878.83	23,316.56	23,192.98	23,263.11
负债合计	58,101.19	51,672.42	50,381.63	52,423.47	51,129.50
少数股东权益	3,354.03	2,643.12	3,225.59	3,957.02	5,043.30
股本	2,154.07	2,303.12	2,303.12	2,303.12	2,303.12
资本公积	6,703.36	11,109.92	11,109.92	11,109.92	11,109.92
留存收益	26,091.68	32,624.08	37,866.29	44,449.17	51,718.86
其他	(7,186.63)	(11,037.40)	(11,109.92)	(11,109.92)	(11,109.92)
股东权益合计	31,116.51	37,642.85	43,395.00	50,709.31	59,065.27
负债和股东权益总	89,217.70	89,315.26	93,776.63	103,132.79	110,194.78

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,687.27	3,247.55	5,242.21	6,582.88	7,269.69
折旧摊销	4,117.20	4,327.46	2,466.27	2,658.15	2,834.27
财务费用	1,505.61	2,082.11	1,321.50	994.01	1,131.29
投资损失	575.61	(581.05)	(300.00)	(300.00)	(300.00)
营运资金变动	1,903.86	(7,398.36)	6,582.75	(3,103.85)	4,953.26
其它	(1,187.89)	8,086.65	1,082.47	1,231.43	1,586.27
经营活动现金流	8,601.67	9,764.36	16,395.19	8,062.62	17,474.78
资本支出	6,459.25	(969.18)	3,023.22	3,203.59	2,979.87
长期投资	967.91	(1,111.68)	0.00	0.00	0.00
其他	(15,906.02)	(3,866.75)	(6,386.21)	(6,451.16)	(6,217.16)
投资活动现金流	(8,478.86)	(5,947.60)	(3,362.99)	(3,247.58)	(3,237.28)
债权融资	38,614.38	34,834.38	29,779.12	29,779.12	31,312.56
股权融资	(876.41)	3,102.65	(1,343.90)	(966.85)	(1,104.13)
其他	(38,245.86)	(40,611.31)	(34,838.57)	(29,829.24)	(29,806.28)
筹资活动现金流	(507.89)	(2,674.29)	(6,403.36)	(1,016.97)	402.16
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(385.07)	1,142.47	6,628.84	3,798.07	14,639.65

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	78,851.14	94,548.62	101,098.67	110,740.09	115,566.02
营业成本	69,782.25	81,371.97	87,111.69	94,762.58	97,942.54
营业税金及附加	907.96	1,352.34	1,288.58	1,328.88	1,271.23
营业费用	667.48	748.94	808.79	885.92	924.53
管理费用	2,822.47	2,994.07	2,931.86	3,100.72	3,235.85
财务费用	581.53	2,012.95	1,321.50	994.01	1,131.29
资产减值损失	560.84	2,220.91	500.00	500.00	500.00
公允价值变动收益	756.64	750.20	500.00	500.00	500.00
投资净收益	(1,973.34)	155.67	300.00	300.00	300.00
其他	2,433.39	(2,085.08)	(1,600.00)	(1,600.00)	(1,600.00)
营业利润	2,311.92	5,026.64	7,936.25	9,967.98	11,360.59
营业外收入	262.36	57.61	243.93	243.93	243.93
营业外支出	448.23	516.30	413.95	459.49	463.25
利润总额	2,126.05	4,567.96	7,766.23	9,752.42	11,141.28
所得税	438.78	1,320.41	1,941.56	2,438.11	2,785.32
净利润	1,687.27	3,247.55	5,824.67	7,314.32	8,355.96
少数股东损益	(152.53)	(260.17)	582.47	731.43	1,086.27
归属于母公司净利润	1,839.80	3,507.72	5,242.21	6,582.88	7,269.69
每股收益(元)	0.08	0.15	0.23	0.29	0.32

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	6.12%	19.91%	6.93%	9.54%	4.36%
营业利润	18.90%	117.42%	57.88%	25.60%	13.97%
归属于母公司净利润	11.12%	90.66%	49.45%	25.57%	10.43%
获利能力					
毛利率	11.50%	13.94%	13.83%	14.43%	15.25%
净利率	2.33%	3.71%	5.19%	5.94%	6.29%
ROE	6.63%	10.02%	13.05%	14.08%	13.46%
ROIC	5.02%	9.38%	12.93%	16.94%	17.99%
偿债能力					
资产负债率	65.12%	57.85%	53.73%	50.83%	46.40%
净负债率	56.20%	38.43%	25.12%	15.85%	10.63%
流动比率	0.71	1.00	1.24	1.45	1.77
速动比率	0.36	0.61	0.79	0.95	1.44
营运能力					
应收账款周转率	40.85	44.74	40.00	45.00	51.43
存货周转率	6.87	8.19	8.70	8.25	9.65
总资产周转率	0.91	1.06	1.10	1.12	1.08
每股指标(元)					
每股收益	0.08	0.15	0.23	0.29	0.32
每股经营现金流	0.37	0.42	0.71	0.35	0.76
每股净资产	1.21	1.52	17.44	20.30	23.46
估值比率					
市盈率	41.44	21.73	14.54	11.58	10.49
市净率	2.75	2.18	0.19	0.16	0.14
EV/EBITDA	4.83	2.70	1.36	0.95	0.08
EV/EBIT	11.33	4.32	1.73	1.18	0.09

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com