

【海通有色最新报告】

紫金矿业：有望成为国内第一大铜股

海通有色团队：施毅、钟奇、李姝醒、陈晓航、甘嘉尧、李骥



1.中报业绩大增，产量领跑行业

公司2017年中报实现营业收入375.24亿元，同比减少3.51%；归母净利润15.05亿元，同比增加179.63%；EPS 0.069元/股，同比增长176%。

公司上半年矿山板块金、铜、锌等金属产量继续领跑行业。生产矿产金18856千克，同比下降7.77%；矿产铜91535吨（其中阴极铜8608吨），同比增长22.45%；矿产锌精矿含锌141906吨，同比增长15.42%。

表 1 2017 年上半年公司产品销售情况

项目 产品名称	2017 年 1-6 月			2016 年 1-6 月		
	单价 (不含税)	销售数量	金额	单价 (不含税)	销售数量	金额
矿山产金	239.51 元/克	18092 千克	433341	228.80 元/克	20342 千克	465428
冶炼加工及贸易金	276.42 元/克	67179 千克	1856945	254.85 元/克	90443 千克	2304909
矿山产银	2.59 元/克	122210 千克	31709	2.16 元/克	108355 千克	23390
矿山产铜	32558 元/吨	93898 吨	305710	25313 元/吨	73793 吨	186791
冶炼产铜	39584 元/吨	221145 吨	875372	30705 元/吨	197816 吨	607386
矿山产锌	13058 元/吨	145374 吨	189830	6684 元/吨	126547 吨	84587
冶炼产锌	18833 元/吨	102228 吨	192526	12184 元/吨	101519 吨	123694
铁精矿	402 元/吨	123.18 万吨	49464	402 元/吨	72.59 万吨	29159
其他			887976			637292
内部销售抵消数			-1070511			-573646
合计			3752363			3888990

资料来源：公司半年报，海通证券研究所

备注：报告期其它销售收入中主要包括贸易物流收入 51.35 亿元，冶炼加工销售收入 7.51 亿元，黄金制品收入 2.08 亿元，铜管销售收入 3.84 亿元，铜板带销售收入 3.73 亿元，其他产品、服务业务等收入 20.29 亿元。

受益于金属价格上涨，公司产品售价上涨明显，利润显著增厚。其中矿山产铜、锌、银、金价格分别同比上涨 28.62%，95.36%，19.91%，4.68%；同时矿山产铜、锌、银销量同比上涨 27.25%，14.88%，12.79%，产销两旺，量价齐升造就了中报业绩亮眼。

表 2 2017 年上半年公司产品成本及毛利率情况

项目	单位	单位销售成本			毛利率 (%)		
		2017 年 1-6 月	2016 年 1-6 月	同比	2017 年 1-6 月	2016 年 1-6 月	同比
矿山产金	元/克	162.03	143.31	13.06%	32.35	37.36	-15.49%
冶炼加工及贸易金	元/克	273.94	252.2	8.62%	0.90	1.04	-13.46
矿山产银	元/克	1.45	1.19	21.85%	44.24	44.77	-1.18%
矿山产铜	元/吨	16431	15626	5.15%	49.53	38.27	29.42%
冶炼产铜	元/吨	37781	29069	29.97%	4.55	5.33	-14.63%
矿山产锌	元/吨	5197	3328	56.16%	60.2	50.21	19.90%
冶炼产锌	元/吨	17253	11036	56.33%	8.39	9.42	10.93%
铁精矿	元/吨	152.89	172.36	-11.30%	61.92	57.09	8.46%
综合毛利率					14.59	11.05	32.04%
矿山企业综合毛利率					44.69	39.43	13.34%

资料来源：公司半年报，海通证券研究所

备注：分产品毛利率按抵消内部销售前的数据进行分析，综合毛利率按抵消内部销售后的数据进行计算。

为实现稳健经营，公司上半年加大矿山低品位资源利用力度，成本有所上升影响了部分当期利润；此外，公司对部分存在减值迹象的资产计提了减值，由于汇率变动导致的账面浮动汇兑损失，部分企业库存增加及部分产品从矿山向集团冶炼企业流转未实现销售，这些原因影响了公司上半年报利润，但都是

较短期的非持续性因素。

2.矿产铜产量将达 30 万吨，铜行业龙头崭现

公司 2016 年生产矿产铜 15.50 吨，同比增长 3.09%。在铜行业内已经是当之无愧的巨头。2017 年紫金山铜生产规模增加约 3 万吨/年；科卢韦齐拟于 2017 年投产，达产后可年产铜 5-6 万吨；多宝山预计 2018-2019 年投产，铜生产规模增加约 6.5 万吨/年。我们预计 2 年内紫金矿业矿产铜产量将达到 30 万吨，成为国内第一大铜股。

表 3 2017 年上半年公司主要铜矿山产量（吨）

矿山项目	产量
紫金山金铜矿	37184
阿舍勒铜业	22031
多宝山铜业	16404
珲春紫金	5858
威斯特铜业	4800
俄罗斯龙兴	3131
其他矿山	2127
合计	91535
同比增加	22.45%

资料来源：公司半年报，海通证券研究所

2.1 紫金山金铜矿—发家之本

紫金山金铜矿是我国 20 世纪 80 年代发现并探明的特大型有色金属矿山之一，是一个典型的上金下铜，金矿床和铜矿床均达到特大型规模的斑岩型矿床。

紫金山金铜矿保有铜储量 215.8 万吨，品位 0.435%左右，铜矿资源总量远景可达约 500 万吨，品位 0.32%左右。紫金山低品位铜矿石采用“微生物堆浸—萃取—电积”湿法冶金生产工艺进行处理，生产 99.99%阴极铜；高品位铜矿石采用“分步优先浮铜再选硫”的浮选工艺，生产出优质的铜精矿和硫精矿。

2016 年，紫金山金铜矿产金 7.37 吨，产铜 5.7 万吨。

图1 紫金山金铜矿矿区图



资料来源：公司官网，海通证券研究所

2016 年 10 月紫金山日处理 2.5 万吨浮选厂建成投产，铜生产规模增加约 3 万吨/年，公司开启铜矿大开发序幕。公司预计项目建成后年产铜精矿含铜 3 万吨，伴生金 1 吨，银 26 吨。

2.2 多宝山铜业—藏于东北的宝藏

2016 年，公司完成收购黑龙江多宝山铜业其他股东持有的 49% 股份，因此实现全资持股，并且完成对多宝山铜矿的 1、2、4 号矿体和铜山铜矿的并购，因此公司在拥有 3 号主矿体基础上，实现对整个多宝山铜矿及周边资源的全面并购，此举解决了制约多宝山铜业发展的重大问题，我们看好多宝山铜业未来产量释放。

图2 黑龙江多宝山铜矿矿区图



资料来源：公司官网，海通证券研究所

多宝山铜矿保有铜资源总量 330 万吨，品位约 0.4%，目前多宝山铜矿二期工程建设正在进行中，包括全面的项目技改扩建，公司预计二期扩建后达产年产量 9 万吨（2016 年产量 2.5 万吨），2018-2019 年投产，将成为紫金矿业未来重要增长点。

公司计划在齐齐哈尔建设配套铜冶炼项目，为推进多宝山铜（钼）矿二期工程建设和冶炼项目建设，公司于 2016 年对多宝山铜业进行增资，将其注册资本从人民币 8 亿元增加至 20 亿元，并设立了黑龙江紫金铜业公司。

2.3 刚果（金）科卢韦齐铜矿—与卡莫阿铜矿形成良好协同关系

2016 年 7 月 8 日，紫金矿业及子公司金城矿业与华友钴业签署了《股份收购协议》，金城矿业以 3400 万美元向华友钴业收购其持有的姆索诺伊公司 21% 股权，收购完成后公司通过金城矿业持有姆索诺伊公司 72% 股权。

姆索诺伊公司拥有刚果（金）科卢韦齐铜矿项目，刚果（金）科卢韦齐（Kolwezi）铜矿位于刚果（金）加丹加省科卢韦齐市西侧，矿区面积 3.37 平

方公里，铜储量约为 154 万吨，平均品位约为 5%，该项目正在加紧建设，拟于 2017 年投产，达产后可年产铜 5-6 万吨，未来可与公司卡莫阿铜矿形成良好协同关系。

表 4 科卢韦齐 (Kolwezi) 铜矿资源储量 (万吨)

	铜矿石量	铜品位 (%)	铜金属量
资源量	3914.9	3.93	153.84
其中：控制量	2324.8	4.21	97.77
推断量	1589.3	3.53	56.07

资料来源：公司 2016 年非公开发行 A 股股票预案（第二次修订稿），海通证券研究所

科卢韦齐 (Kolwezi) 铜矿的采矿采用全露天开采方式，项目投产后，矿石生产规模约为 165 万吨/年，矿山服务年限为 12 年，选矿规模为日处理矿石 5000 吨，根据预案披露，预计实现年均销售收入为 31909.10 万美元，年均创造税后净利润约 7813.90 万美元，项目投资总额为 38.62 亿元。

表 5 科卢韦齐 (Kolwezi) 铜矿生产规模 (吨/年)

序号	产品名称	年产能
1	硫化铜精矿 (含铜 60%)	7212
2	次粗铜 (含铜 90%)	43616
3	电解铜	8203

资料来源：公司 2016 年非公开发行 A 股股票预案（第二次修订稿），海通证券研究所

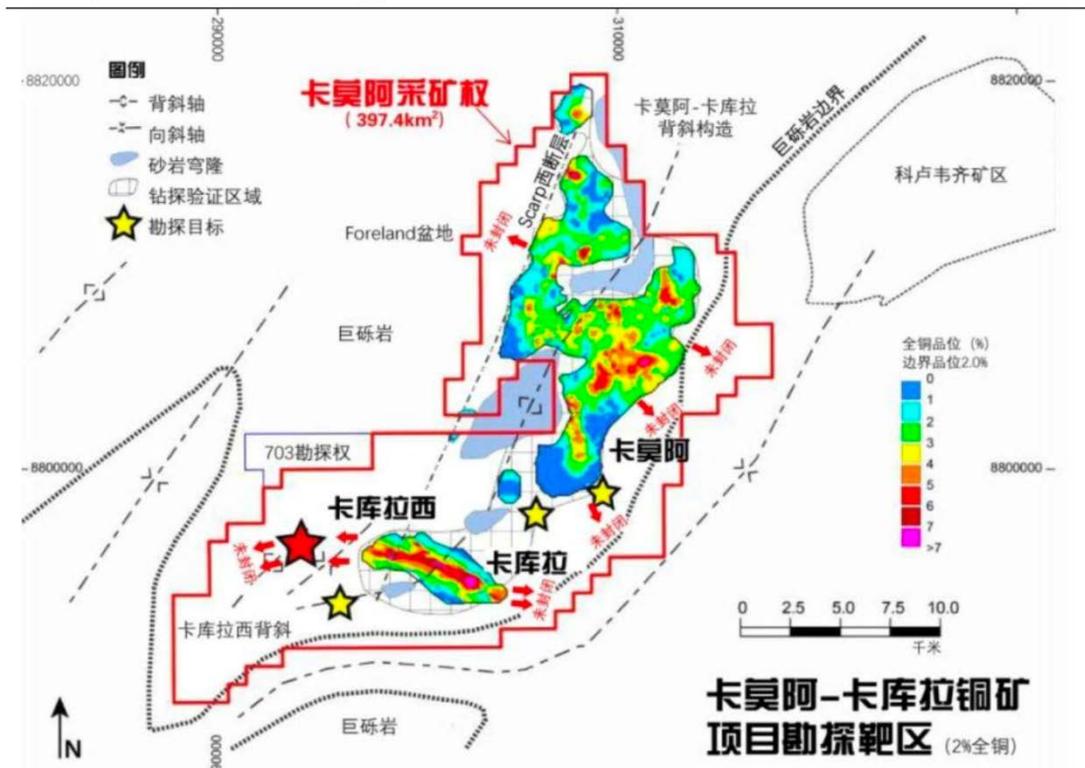
2.4 卡莫阿铜矿—相当于我国当前铜资源储量的 1/3

紫金矿业持有卡莫阿控股 49.5% 股权及股东贷款，而卡莫阿控股拥有卡莫阿铜业 95% 权益。2016 年末，卡莫阿控股向刚果（金）政府转让卡莫阿铜业 15% 权益，同时刚果（金）政府出台了一揽子优惠和支持政策。

2016 年 10 月，卡莫阿铜矿项目卡库拉矿段新探获 940 万吨铜资源。这一发现使该铜矿整体资源储量达到 3340 万吨，这一储量相当于我国当前铜资源储量的 1/3，不仅如此，其平均品位高达约 2.8%。由此，卡莫阿铜矿成为非洲大陆已发现的最大的铜矿，毫无疑问位居世界十大铜矿之列。

卡莫阿铜矿项目设计矿山生产年限 45 年，产品为粗铜和硫酸，生产规模前 4 年为 600 万吨/年，第 5 年以后为 1200 万吨/年。冶炼规模：前 4 年为 20 万吨/年，第 5 年以后为 40 万吨/年。一期工程计划 2018 年投入使用；二期工程计划于 2022 年投入使用。

图3 卡莫阿铜矿（Kamoa Copper）项目勘探靶区



资料来源：公司官网，海通证券研究所

此外，卡莫阿铜矿和公司科卢韦齐铜矿项目毗邻，能够产生较好的协同效应。公司持有艾芬豪公司 9.9% 股份，目前公司和艾芬豪矿业公司正在共同推进矿山建设。

3.盈利预测与估值

公司黄金及有色金属综合资源储量居全国第一，黄金、铜资源储量居全球第九，资源储备丰富大大提升公司全球竞争力和业绩弹性。2017 年紫金山铜生产规模增加约 3 万吨/年；科卢韦齐拟于 2017 年投产，达产后可年产铜 5-6 万

吨；多宝山预计 2018-2019 年投产，铜生产规模增加约 6.5 万吨/年。我们预计 2 年内紫金矿业矿产铜产量将达到 30 万吨，成为国内第一大铜股。我们预计 2017-2019 年公司 EPS 分别为 0.17、0.28 和 0.42 元，给予 2017 年 30 倍 PE，目标价 5.1 元，维持买入评级。

表 6 可比公司估值对比（倍）

公司名称	云南铜业	中金黄金	江西铜业
8 月 30 日收盘价（元）	14.96	11.17	19.39
PE ^{2017E}	38.30	80.19	36.26

资料来源：Wind，海通证券研究所整理

备注：PE^{2017E} 为 Wind 一致预测

4.风险提示

下游需求不及预期。