

强烈推荐-A (维持)

紫金矿业 601899.SH

当前股价: 3.97 元
2017年10月25日

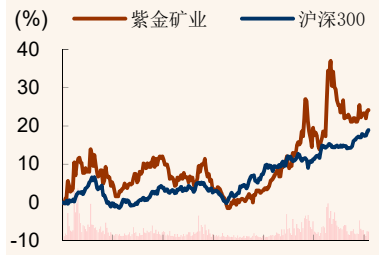
量价齐升 鉴证具成长型特征的周期股

基础数据

上证综指	3397
总股本(万股)	2303122
已上市流通股(万股)	1580380
总市值(亿元)	914
流通市值(亿元)	627
每股净资产(MRQ)	1.5
ROE(TTM)	7.7
资产负债率	59.8%
主要股东	闽西兴杭国有资产投
主要股东持股比例	25.88%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	20	23
相对表现	-3	4	5



相关报告

- 1、《紫金矿业(601899)——高瞻远瞩, 构筑国际矿业航母雏形》2017-09-05
- 2、《紫金矿业(601899)——矿山套保解除, 盈利恢复正常化》2017-04-20
- 3、《紫金矿业(601899)——量价齐升, 业绩稳定增长》2017-03-27

刘文平

liuwenping@cmschina.com.cn
S1090517030002

黄梓钊

075583295441
huangzizhao@cmschina.com.cn
S1090517090003

研究助理

刘伟洁

liuwei jie@cmschina.com.cn

事件:

公司发布2017年三季度报告,前三季度实现归属于上市公司股东的净利润22.14亿元,同比增长55.44%;实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润16.25亿元,同比增加52.61%。子公司外币负债在内的账面汇兑损失8.62亿元,如剔除此影响,归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润24.26亿元,符合预期。

评论:

1、主产品价格大涨 后续动力仍足

2016年10月以来铜价强势,今年1-3季度电解铜均价47757元/吨,较去年同期大涨11113元/吨,涨幅30%。锌锭价格今年前三季度均价23276元/吨,较去年同期涨7884元/吨,涨幅51%。受废铜供给担忧和消费悲观预期的修复,四季度铜价有望继续走强。锌库存持续较低,预计强势维持。铜锌供给顶点均在2019-2020年出现,供给增转减,预期铜锌牛市将维持数年。铜锌贡献利润占比过半。

2016年套期保值折损利润。2016年累计实现投资损失19.7亿元(上年同期为1.31亿元收益),其中商品套期保值合约损失9.7亿元,无效套期保值衍生工具投资损失3.7亿元。今年公司套期保值量大幅下降,价格上涨利润尽享。

2、金、锌之后公司迎来铜矿放量期

科卢韦齐铜矿2017年7月投产,预计每年产铜5.8万吨。紫金山“金退铜进”转型项目以及多宝山铜矿进展顺利。2017年计划生产矿产铜20万吨,预计未来2年有望达到30万吨(增量主要为紫金山3.5万吨+多宝山6.5万吨+科卢韦齐6万吨)。之后高品位的卡莫阿铜矿、秘鲁白河铜矿将陆续接棒。

2017年计划铜矿产量增长30%,矿产铅锌产量增长25%。铜、铅锌量增价涨,是公司最主要的利润增长点。

评级: 前三季度盈利扣非之后利润符合预期。预计四季度锌价强势;铜价和铜产量均坚定向上,预计公司盈利持续提升。公司铜产量井喷势增长,恰遇全球铜供应顶点,紫金矿业将是此轮铜牛市的最大赢家。公司是典型兼具成长型特征的周期股,给予强烈推荐评级。

风险提示: 黄金、铜、锌价格大幅下跌;新项目进展不如预期

表 1: 公司主要矿产品产量

	矿产金 (吨)	矿产铜 (万吨)	矿产锌 (万吨)
2014 年	33.73	13.85	9.63
2015 年	37.16	15.03	19.82
2016 年	42.55	15.5	25
2017 年 E	41	20	30
2016Q1-Q3	31.441	11.4102	18.6268
2017Q1-Q3	28.287	15.2812	20.3582

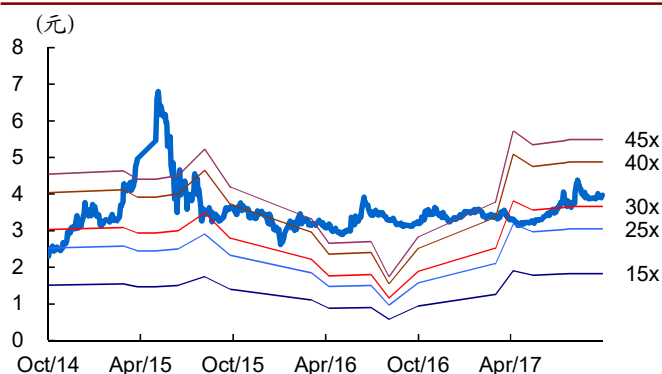
资料来源: 公司公告、招商证券

表 2 公司主要在产铜矿山产量及在建项目情况 (占比 50%以下产量按权益计入, 占比 50%以上全部计入)

吨	权益	2011	2012	2013	2014	2015	2016	备注
国内:								
紫金山金铜矿	100%	8,904	17,016	30,678	38,328	48,702	56,276	4.5 吨项目投产, 增加铜 3 万 t/a
其中: 阴极铜		1,410	2,107	12,744	17,034	22,337	25,261	
阿舍勒铜业-阿舍勒铜矿	51%	32,694	32,066	31,514	33,018	35,184	40,149	
其中: 阴极铜			2,726	1,479	707	957	410	
威斯特铜业-德尔尼铜矿	100%	28,143	28,281	23,858	26,114	18,946	14,900	
珲春紫金		9,049	9,638	7,667	9,196	11,785	11,780	
其他		4,411	6,602	6,090	4,985	6,712	7,027	
总计		85,469	104,603	125,060	138,462	150,307	154,958	
国外:								
科卢韦齐铜矿	72%							计划于 2017 年 7 月建成投产, 规划产能为每年产铜 5.8 万吨
卡莫阿铜矿	43.5%							超过我国铜资源量 1/3, 平均品位是紫金山铜矿 10 倍, 目前仍处于开发方案评估阶段
秘鲁白河铜矿	40.5%							积极推进矿山开发, 预计投产后可增加铜产量 20 万吨

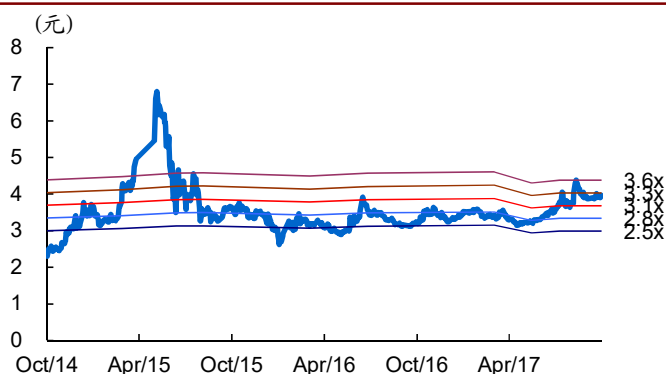
资料来源: 公司公告、招商证券 (其他主要包括西藏玉龙铜矿、云南香格里拉铜矿等)

图 1 紫金矿业历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2 紫金矿业历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	24140	24140	27567	29264	33354
现金	5023	5023	4677	5902	8613
交易性投资	1252	1252	1252	1252	1252
应收票据	876	876	1075	1114	1188
应收款项	783	783	767	795	848
其它应收款	997	997	1224	1269	1353
存货	12003	12003	14628	14867	15771
其他	3207	3207	3943	4065	4329
非流动资产	65077	65077	65592	65087	64637
长期股权投资	7909	7909	7909	7909	7909
固定资产	32531	32531	34137	34605	35026
无形资产	10257	10257	9402	8619	7901
其他	14381	14381	14144	13954	13802
资产总计	89218	89218	93159	94350	97991
流动负债	33852	33852	34082	29737	27306
短期借款	12350	12350	13949	9359	6000
应付账款	4727	4727	5835	5931	6291
预收账款	2087	2087	2576	2618	2777
其他	14688	14688	11722	11830	12238
长期负债	24249	24249	24249	24249	24249
长期借款	5775	5775	5775	5775	5775
其他	18474	18474	18474	18474	18474
负债合计	58101	58101	58331	53986	51555
股本	2154	2154	2303	2303	2303
资本公积金	6061	6061	6061	6061	6061
留存收益	19548	19548	22682	27517	32798
少数股东权益	3354	3354	3781	4483	5274
归属于母公司所有者权益	27762	27762	31046	35880	41162
负债及权益合计	89218	89218	93159	94350	97991

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	8602	8602	7791	9566	9822
净利润	1656	1840	3135	5148	5796
折旧摊销	4117	4117	4447	4494	4439
财务费用	1506	1506	1922	894	696
投资收益	576	576	(1257)	(1457)	(1457)
营运资金变动	822	382	(952)	(236)	(477)
其它	(74)	182	495	723	825
投资活动现金流	(8479)	(8479)	(5000)	(4000)	(4000)
资本支出	(5521)	(5521)	(5000)	(4000)	(4000)
其他投资	(2958)	(2958)	0	0	0
筹资活动现金流	(508)	(508)	(3136)	(4341)	(3112)
借款变动	(9029)	1420	(2620)	(4590)	(3359)
普通股增加	(3)	0	149	0	0
资本公积增加	(822)	0	0	0	0
股利分配	(1726)	(1292)	0	(313)	(515)
其他	11072	(635)	(665)	563	761
现金净增加额	(385)	(385)	(345)	1225	2710

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	74304	78851	96800	100306	106985
营业成本	68008	69782	86137	87546	92869
营业税金及附加	810	908	1115	1155	1232
营业费用	692	667	784	854	931
管理费用	2621	2822	3186	3591	4069
财务费用	946	582	1922	894	696
资产减值损失	471	561	400	400	400
公允价值变动收益	(126)	757	757	757	757
投资收益	1313	(1973)	500	700	700
营业利润	1944	2312	4513	7323	8244
营业外收入	419	262	262	262	262
营业外支出	277	448	448	448	448
利润总额	2086	2126	4328	7137	8058
所得税	743	439	766	1287	1472
净利润	1343	1687	3562	5850	6587
少数股东损益	(313)	(153)	427	702	790
归属于母公司净利润	1656	1840	3135	5148	5796
EPS (元)	0.08	0.09	0.14	0.22	0.25

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	26%	6%	23%	4%	7%
营业利润	-44%	19%	95%	62%	13%
净利润	-29%	11%	70%	64%	13%
获利能力					
毛利率	8.5%	11.5%	11.0%	12.7%	13.2%
净利率	2.2%	2.3%	3.2%	5.1%	5.4%
ROE	6.0%	6.6%	10.1%	14.3%	14.1%
ROIC	0.2%	4.8%	9.4%	11.8%	12.3%
偿债能力					
资产负债率	65.1%	65.1%	62.6%	57.2%	52.6%
净负债比率	25.0%	25.0%	21.2%	16.0%	12.0%
流动比率	0.7	0.7	0.8	1.0	1.2
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.6
营运能力					
资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.1	1.1
存货周转率	6.1	5.8	6.5	5.9	6.1
应收帐款周转率	73.9	100.7	124.9	128.5	130.3
应付帐款周转率	15.6	14.8	16.3	14.9	15.2
每股资料 (元)					
每股收益	0.08	0.09	0.14	0.22	0.25
每股经营现金	0.40	0.40	0.34	0.42	0.43
每股净资产	1.29	1.29	1.35	1.56	1.79
每股股利	0.06	0.00	0.01	0.02	0.03
估值比率					
PE	51.7	46.5	29.2	17.8	15.8
PB	3.1	3.1	2.9	2.5	2.2
EV/EBITDA	40.7	40.7	23.3	20.0	19.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘文平：招商证券有色金属首席分析师，中南大学本科，中科院理学硕士，曾获金贝塔组合最高收益奖、水晶球最佳分析师、金牛分析师第五名。

刘伟浩：招商证券有色研究员。中南大学硕士，6年基本金属研究经验，对基本金属板块有着深刻的认识和人脉资源。2017年3月份加入招商证券。

黄昱颖：清华大学材料科学与工程硕士，2016年7月加入招商证券，现为有色金属行业研究员。

黄梓钊：美国东北大学硕士，2015年7月加入招商证券，曾就职地产团队入围新财富，2017年加入招商证券，

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。