

投资评级：买入(首次)

紫金矿业(601899)

目标价:5.8元

储产量快速增长, 被低估的矿业龙头

## 市场数据 2018-01-02

收盘价(元)	4.61
一年内最低/最高(元)	3.14/4.78
市盈率	40.4
市净率	3.10

## 基础数据

净资产收益率(%)	7.16
资产负债率(%)	59.8
总股本(亿股)	172.94

## 最近12月股价走势



## 联系信息

李永良	分析师
SAC 证书编号: S0160511030007	0571-87620715
lyl@ctsec.com	
夏利	联系人
xial@ctsec.com	

## 相关报告

## ● 受益金属价格上涨, 公司业绩大幅攀升

公司主要毛利来源于铜、金和铅锌业务, 占比分别为 32%、27%和 24%, 2017 年沪铜、沪金和沪锌价格中枢比 2016 年上移 27.6%、41.1%和 0.8%, 矿山产铜和矿山产锌毛利率比去年同期上涨超过 10%, 矿山产金由于品位下降, 毛利率下降 4%, 但公司收入和利润仍实现双增长, 2017 年 1-9 月累计实现营业收入 619.77 亿元, 同比增长 8.18%, 归母净利润 22.14 亿元, 同比增长 55.44%, 由于 4 季度销售价格中枢继续上移, 预计今年全年归母净利润将超过前三季度增速。

## ● 对外并购与内部挖潜并举, 资源储量持续增加

公司拥有甲级勘查资质, 自主探矿能力强、资源并购中风险控制能力高。截至 2016 年, 主要矿山黄金保有资源储量 1,347 吨、铜 3,006 万吨, 锌 801 万吨, 相比 2011 年分别增长 29%、159%和 48%, 并拥有大量铅、锌、铁、钨等其他矿产资源, 资源储备快速增加。公司除运用自身技术优势进行内部储量挖潜外, 还在国内、国外积极实施资源并购, 且收购价格较低。截至目前, 海外黄金资源储量 706.4 吨、铜资源储量 1872.6 万吨, 分别占公司总量的 52.4%、62.3%, 成果显著。

## ● 新矿山陆续投放, 产量将快速增长

公司矿产金产量有所收缩, 但矿产铜和矿产锌迅速接力, 2017 年前三季度矿产铜生产 15.28 万吨, 与 2016 年全年产量几乎相当; 矿产锌生产 20.36 万吨, 超过 2016 年产量的 80%。未来公司将在铜产量上继续发力, 预计 2017 年紫金山铜生产规模增加约 3 万吨/年; 2014 年收购的科卢韦齐于 2017 年中建成投产, 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; 公司享有卡莫阿(Kamoa)铜矿 43.5%的权益, 根据经济评估结果公告, 推测卡莫阿于 2020 年投产, 再为公司增加约 30 万吨矿山铜产量。

## ● 盈利预测与投资建议

预计 2017-2019 年实现归母净利润 35.49 亿元、56.21 亿元和 61.97 亿元, 对应目前股价 PE 倍数为 31.8、19.5 和 17.4, 给予买入评级。

风险提示: 售价下跌; 项目达产不及预期; 国外政治风险。

表 1: 公司财务及预测数据摘要

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万)	74,304	78,851	85,851	94,279	102,077
增长率	26.5%	6.1%	8.9%	9.8%	8.3%
归属母公司股东净利润(百万)	1656	1840	3337	5448	6095
增长率	-29.4%	11.1%	81.4%	63.2%	11.9%
每股收益(元)	0.07	0.08	0.14	0.24	0.26
市盈率(倍)	64.1	57.7	31.8	19.5	17.4

数据来源: 贝格数据, 财通证券研究所

## 公司财务报表及指标预测

利润表						财务指标					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>74,304</b>	<b>78,851</b>	<b>85,851</b>	<b>94,279</b>	<b>102,077</b>	<b>成长性</b>					
减: 营业成本	68,008	69,782	73,317	80,420	87,071	营业收入增长率	26.5%	6.1%	8.9%	9.8%	8.3%
营业税费	810	908	1,050	1,089	1,201	营业利润增长率	-43.8%	18.9%	82.3%	53.1%	16.2%
销售费用	692	667	1,036	1,126	1,105	净利润增长率	-29.4%	11.1%	81.4%	63.2%	11.9%
管理费用	2,621	2,822	3,093	3,366	3,658	EBITDA 增长率	-10.0%	13.3%	61.6%	17.7%	11.6%
财务费用	946	582	2,389	1,409	1,171	EBIT 增长率	-31.6%	0.1%	128.2%	19.1%	10.2%
资产减值损失	471	561	565	532	553	NOPLAT 增长率	-44.5%	23.4%	115.7%	19.1%	10.2%
加: 公允价值变动收益	-126	757	120	153	226	投资资本增长率	3.3%	16.5%	14.5%	-3.2%	6.1%
投资和汇兑收益	1,313	-1,973	-309	-37	-47	净资产增长率	-5.2%	-2.5%	24.5%	11.1%	11.9%
<b>营业利润</b>	<b>1,944</b>	<b>2,312</b>	<b>4,214</b>	<b>6,454</b>	<b>7,497</b>	<b>利润率</b>					
加: 营业外净收支	142	-186	-60	-35	-94	毛利率	8.5%	11.5%	14.6%	14.7%	14.7%
<b>利润总额</b>	<b>2,086</b>	<b>2,126</b>	<b>4,154</b>	<b>6,419</b>	<b>7,404</b>	营业利润率	2.6%	2.9%	4.9%	6.8%	7.3%
减: 所得税	743	439	1,039	1,605	1,851	净利润率	2.2%	2.3%	3.9%	5.8%	6.0%
<b>净利润</b>	<b>1656</b>	<b>1840</b>	<b>3337</b>	<b>5448</b>	<b>6095</b>	EBITDA/营业收入	8.1%	8.6%	12.8%	13.7%	14.1%
						EBIT/营业收入	3.9%	3.7%	7.7%	8.3%	8.5%
<b>资产负债表</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	5,498	5,023	5,764	14,436	15,929	固定资产周转天数	132	141	141	136	131
交易性金融资产	548	1,252	2,500	1,433	1,728	<b>流动营业资本周转天数</b>	-18	-10	16	25	25
应收帐款	2,080	1,780	3,723	1,765	4,063	流动资产周转天数	100	105	112	125	137
应收票据	264	876	1,690	1,847	1,950	应收帐款周转天数	11	9	12	10	10
预付帐款	842	870	1,321	1,216	943	存货周转天数	52	52	52	50	51
存货	10,951	12,003	12,604	13,608	15,140	总资产周转天数	385	395	385	375	371
其他流动资产	1,610	2,337	1,692	1,880	1,970	投资资本周转天数	218	226	240	230	215
可供出售金融资产	972	1,076	1,200	1,083	1,120	<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	6.0%	6.6%	9.4%	13.4%	13.2%
长期股权投资	6,941	7,909	7,909	7,909	7,909	ROA	1.6%	1.9%	3.3%	4.7%	5.1%
投资性房地产	168	193	193	193	193	ROIC	4.2%	5.0%	9.3%	9.7%	11.0%
固定资产	29,359	32,531	34,682	36,564	37,842	<b>费用率</b>					
在建工程	6,161	3,985	3,489	3,143	2,900	销售费用率	0.9%	0.8%	1.2%	1.2%	1.1%
无形资产	10,284	10,257	9,699	9,141	8,583	管理费用率	3.5%	3.6%	3.6%	3.6%	3.6%
其他非流动资产	8,234	9,126	7,879	7,958	7,787	财务费用率	1.3%	0.7%	2.8%	1.5%	1.1%
<b>资产总额</b>	<b>83,914</b>	<b>89,218</b>	<b>94,345</b>	<b>102,177</b>	<b>108,057</b>	三费/营业收入	5.7%	5.2%	7.6%	6.3%	5.8%
短期债务	5,394	12,350	12,650	12,750	12,850	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	8,732	8,681	7,924	9,943	9,456	资产负债率	62.0%	65.1%	58.7%	57.4%	54.7%
应付票据	231	252	273	244	277	负债权益比	162.8%	186.7%	142.0%	134.9%	121.0%
其他流动负债	17,169	12,569	8,863	9,101	9,306	流动比率	0.69	0.71	0.99	1.13	1.31
长期借款	9,251	5,775	6,775	7,275	7,775	速动比率	0.34	0.36	0.56	0.70	0.83
其他非流动负债	11,208	18,474	18,549	18,734	18,585	利息保障倍数	3.06	4.98	2.76	5.58	7.40
<b>负债总额</b>	<b>51,986</b>	<b>58,101</b>	<b>55,034</b>	<b>58,046</b>	<b>58,251</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	4,391	3,354	3,144	2,521	1,991	DPS(元)	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02
股本	21,543	21,541	23,031	23,031	23,031	分红比率	7.8%	7.0%	7.4%	7.4%	7.3%
留存收益	26,074	26,092	32,450	37,377	43,065	股息收益率	0.1%	0.1%	0.2%	0.4%	0.4%
<b>股东权益</b>	<b>31,928</b>	<b>31,117</b>	<b>38,746</b>	<b>43,033</b>	<b>48,156</b>	<b>业绩和估值指标</b>					
<b>现金流量表</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	EPS(元)	0.07	0.08	0.14	0.24	0.26
净利润	1,343	1,687	3,337	5,448	6,095	BVPS(元)	1.20	1.21	1.55	1.76	2.00
加: 折旧和摊销	3,301	4,105	4,353	5,037	5,730	PE(X)	64.1	57.7	31.8	19.5	17.4
资产减值准备	471	561	565	532	553	PB(X)	3.9	3.8	3.0	2.6	2.3
公允价值变动损失	126	-757	120	153	226	P/FCF	15.1	27.3	-26.4	12.7	51.3
财务费用	-	1,506	2,389	1,409	1,171	P/S	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
投资收益	184	576	309	37	47	EV/EBITDA	19.7	18.4	12.0	9.7	8.5
少数股东损益	-313	-153	-222	-633	-542	CAGR(%)	53.1%	48.7%	5.7%	53.1%	48.7%
营运资金的变动	4,989	3,029	-2,051	1,391	-2,308	PEG	1.2	1.2	5.5	0.4	0.4
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>10,269</b>	<b>8,602</b>	<b>8,800</b>	<b>13,372</b>	<b>10,971</b>	ROIC/WACC	0.4	0.5	1.0	1.0	1.1
投资活动产生现金流量	-8,693	-8,479	-5,029	-4,214	-8,014	REP	5.9	4.5	2.3	2.1	1.7
融资活动产生现金流量	-273	-508	-3,030	-486	-1,464						

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

**信息披露****分析师承诺**

作者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，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

**资质声明**

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

**公司评级**

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；  
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；  
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；  
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

**行业评级**

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；  
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；  
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

**免责声明**

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。