

# 紫金矿业 (601899.SH)

## 量价齐升，铜板块业绩有望快速增长

### ● 量价齐升，矿产铜业绩有望快速增长

17-19 年，随着紫金山金铜矿技改、科卢韦齐铜矿投产和多宝山二期扩产三大项目完成，预计公司矿产铜年产量将分别达到 20 万吨、24 万吨和 31 万吨，19 年产量较 16 年产量翻番；同时，刚果（金）卡莫阿-卡库拉铜矿进入正式开发阶段，该项目有望达到年处理矿石量 1800 万吨，首期卡库拉 600 万吨项目投产后，前 5 年年均矿产铜 24.6 万吨。全球经济复苏的大背景下，铜价有望步入上行通道，受益铜价上涨，预计公司 17 年矿产铜毛利达到 34 亿元，占比 26%，19 年实现毛利 77 亿元，占比达到 43%。

### ● 矿产金维持 40 吨/年，现有金矿整合完成，外延并购蓄势待发

随着泽拉夫尚金矿、左岸金矿产能逐步释放（预计 19 年较 16 年增产 3.2 吨），同时，紫金山金矿资源的枯竭（剩余服务年限仅为 3-4 年，19 年较 16 年减产 6 吨），预计公司 17-19 年矿产金维持 40 吨左右。从公司近年并购波格拉金矿（7 吨/年）和帕丁顿金矿（6 吨/年）的成功案例来看，为维持黄金龙头地位，公司存在外延式并购大型金矿的可能。

### ● 矿产锌维持 28 万吨/年，受益锌价 10 年新高，毛利率维持 67%以上

受嘉能可减产刺激，叠加国内环保对中小铅锌矿的影响，锌价创 10 年新高至 2.6 万/吨，目前公司乌拉根、乌拉特后旗、俄罗斯图瓦三大锌矿进入成熟期，公司矿产锌产量将维持在 28 万吨左右，受益锌价高位运行，公司矿产锌毛利率将维持在 67%以上，17-19 年毛利将维持在 23-24 亿元的水平。

### ● 给予公司“买入”评级

预计 17-19 年金价维持 280 元/克，铜价 4.8/5.5/5.8 万/吨，锌价 2.3/2.5/2.5 万/吨，17-19 年 EPS 分别为 0.13/0.22/0.29 元/股，按最新收盘价计算对应 PE 分别为 30/18/14 倍，考虑到公司矿产铜量价齐升，给予“买入”评级。

### ● 风险提示

新矿建设进度不及预期；金属价格大幅下跌；汇率波动导致汇兑损益；

### 盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	74,303.57	78,851.14	87,978.90	93,658.46	98,241.39
增长率(%)	26.45%	6.12%	11.58%	6.46%	4.89%
EBITDA(百万元)	5,481.98	8,788.18	11,562.43	14,257.01	16,825.36
净利润(百万元)	1,655.67	1,839.80	3,032.54	5,018.67	6,703.80
增长率(%)	-29.40%	11.12%	64.83%	65.49%	33.58%
EPS (元/股)	0.077	0.085	0.132	0.218	0.291
市盈率 (P/E)	45.80	39.11	29.92	18.08	13.54
市净率 (P/B)	0.27	0.25	0.25	0.22	0.19
EV/EBITDA	19.36	12.02	10.23	7.80	6.00

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

公司评级	买入
当前价格	3.94 元
前次评级	买入
报告日期	2017-12-04

### 相对市场表现



分析师： 巨国贤 S0260512050006



0755-82535901



juguoxian@gf.com.cn

### 相关研究：

广发有色新材料：紫金矿业 (601899.SH)：增长看铜锌	2017-03-26
广发有色新材料：紫金矿业 (601899.SH)：铜锌新贵	2016-12-02
紫金矿业 (601899.sh)：成本上升导致毛利率下滑	2012-04-27

联系人： 宫帅 010-59136627

gongshuai@gf.com.cn



**表 2: 紫金矿业主要金矿产量 (单位: 公斤)**

矿山	权益	2015	2016	2017E	2018E	2019E
巴新波格拉金矿 (新几内亚)	47.50%	2,680	7,474	7,451	7,451	7,451
澳洲诺顿金田帕丁顿金矿	100.00%	5,891	6,169	6,194	6,194	6,194
泽拉夫尚吉劳、塔罗金矿	75.00%	3,106	3,301	3,808	5,056	5,056
贵州紫金水银洞金矿	56.00%	1,957	2,017	2,928	3,605	3,605
奥同克左岸金矿	60.00%	-	1,360	1,938	2,781	2,781
珲春紫金 (曙光金铜矿)	100.00%	2,581	2,511	2,517	2,517	2,517
陇南紫金	84.22%	3,260	2,927	2,311	2,311	2,311
洛阳坤宇	70.00%	-	1,782	1,723	1,723	1,723
崇礼紫金东坪金矿	60.00%	1,688	1,613	1,705	1,705	1,705
内蒙古金中矿业教包金矿	57.25%	860	860	1,502	1,502	1,502
洛宁华泰矿业	70.00%	-	-	1,175	1,175	1,175
紫金山金矿	100.00%	9,150	7,278	4,372	2,186	1,093
元阳县华西黄金有限公司	64.43%	-	-	696	696	696
山西紫金义兴寨金矿	100.00%	-	-	668	668	668
铜陵紫金	51.00%	-	-	347	347	347
武平紫金悦洋银多金属矿	77.50%	-	-	299	299	299
山西紫金繁峙县义联金矿有限公司	98.60%	-	-	215	215	215
矿产金合计		37,162	42,551	39,850	40,431	39,338

数据来源: 公司公告、公司官网、环评报告、矿权评估书、广发证券发展研究中心

说明: 产量预测根据公司公告、官方网站以及综合环保部门、国土部门的评价报告、矿权登记信息做出预测

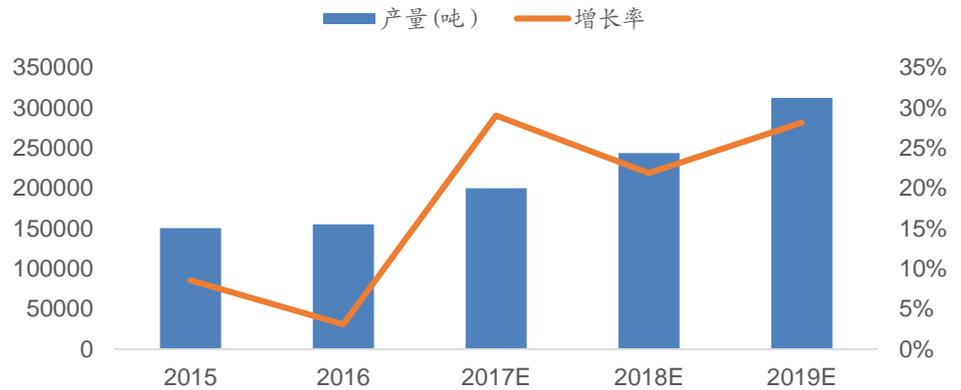
**表 3: 紫金矿业主要锌矿产量 (单位: 吨)**

矿山	权益	2015	2016	2017E	2018E	2019E
乌拉特后旗紫金	73.00%	62,165	74,191	88,338	88,338	88,338
乌拉根铅锌矿 (新疆紫金锌业)	100.00%	72,150	90,048	87,610	87,610	87,610
图瓦克兹尔-塔什特克多金属矿 (俄罗斯龙兴)	82.40%	51,731	73,731	99,263	87,585	87,585
阿舍勒铜矿	100.00%	9,970	9,675	10,104	10,104	10,104
其他小矿山		2,300	2,300	2,300	2,300	2,300
锌矿产量合计	100.00%	198,156	250,013	287,615	275,937	275,937

数据来源: 公司公告、公司官网、环评报告、矿权评估书、广发证券发展研究中心

说明: 产量预测根据公司公告、官方网站以及综合环保部门、国土部门的评价报告、矿权登记信息做出预测

图2: 紫金矿业矿产铜年产量及增长率



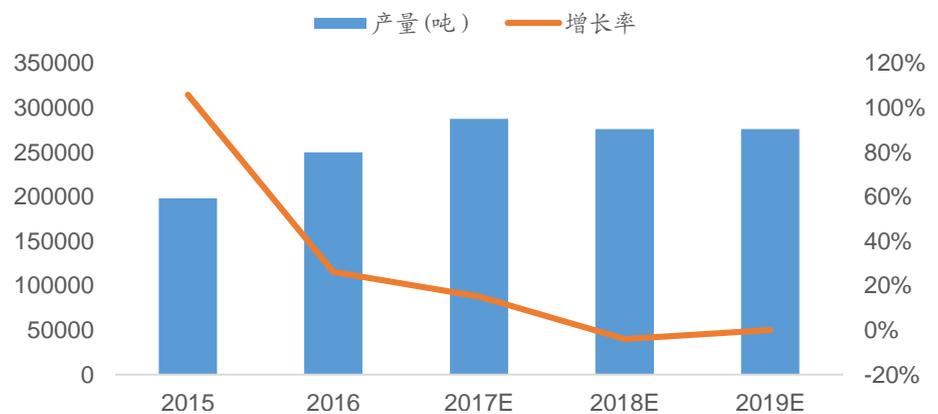
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图3: 紫金矿业矿产金年产量及增长率



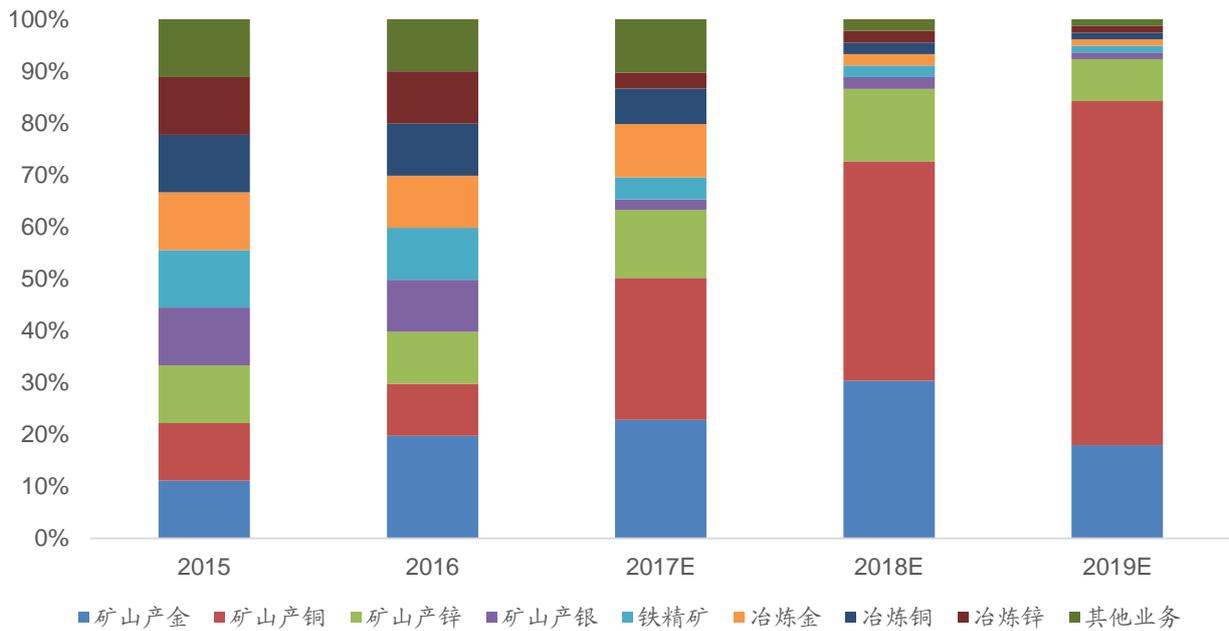
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图4: 紫金矿业矿产金年产量及增长率



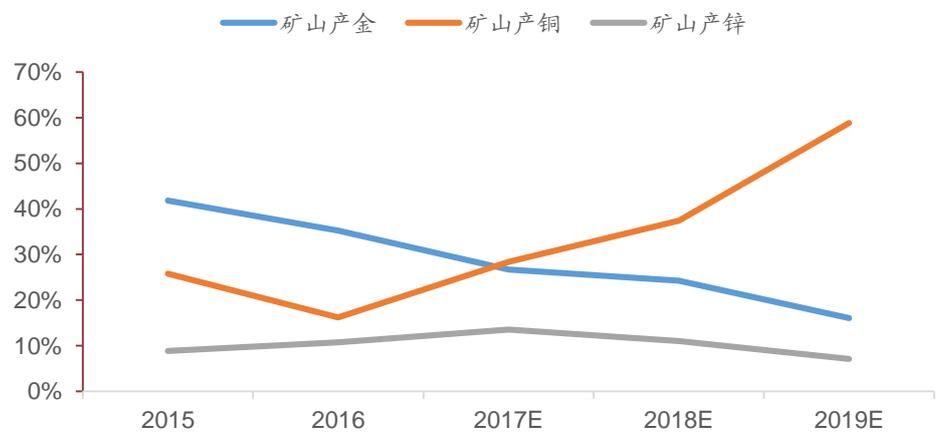
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图5: 紫金矿业各主营业务毛利占比



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图6: 铜金锌三大板块毛利率占比



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

表 4: 2017-2019 紫金矿业铜板块投产矿山项目情况

铜矿	投产时间	产能 (t/d)	入选品位	回收率	年增加产量 (t)
紫金山铜矿 (铜三选厂)	2017 年 4 月	25,000	0.44%	85.00%	31,136
刚果 (金) 科卢韦齐铜矿	2017 年 5 月	5,000	3.70%	85.00%	51,836
多宝山铜矿 (二期)	2018 年底 19 年初	55,000	0.42%	90.00%	68,607
合计		85,000			151,579

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

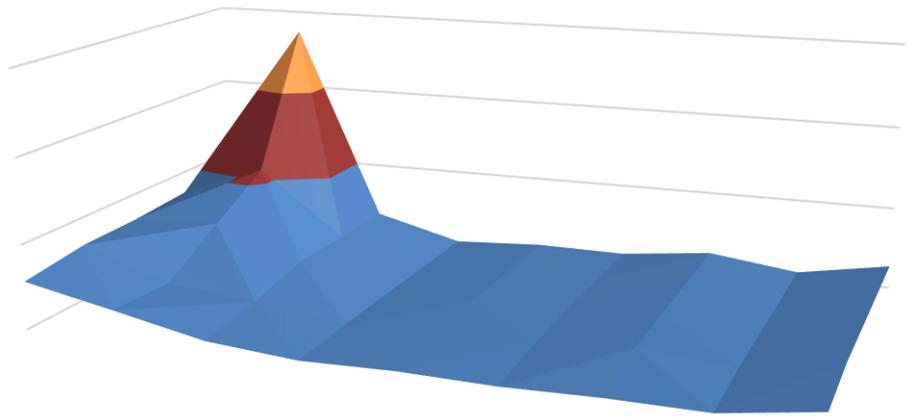
表 5: 紫金山金矿产量下降明细

紫金山金矿	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年产能 (万吨)	3,795	3,795	3,795	3,795	3,795
年产量 (万吨)	3795	3,795	2,277	1,139	569
入选品位 (克/吨)	0.38	0.30	0.30	0.30	0.30
产量 (公斤)	9,150	7,278	4,372	2,186	1,093

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

注: 紫金山金铜矿紫金山金铜矿为“上金下铜”结构, 目前紫金山金矿剩余服务年限较短 (仅为 3-4 年), 矿石品位下降至 0.3g/t, 年产量逐年下降

图 7: 紫金山金铜矿“上金下铜”结构示意图, 上层金矿资源逐步枯竭



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

表 6: 卡莫阿-卡库拉 PEA 结果

	卡库拉矿段首期 (600 万吨/年)	卡莫阿-卡库拉 (1200 万吨/年)
服务年限	24	44
总采矿量 (亿吨)	1.08	1.25
平均年产量	24.6(前 5 年)	37 (前 10 年)
平均铜品位	5.48%	3.81%
平均回收率	86.86%	-
铜价 (美元/磅)	3	3
NPV (8%折现率) (亿美元)	42	72
IRR	36.20%	33.00%
投资回收期	3.10	4.7

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

注: 该初步经济评估 (PEA) 符合 NI43-101 标准、具生产扩张潜力。

**表 7: 关键假设信息-价格假设**

价格假设	2015	2016	2017E	2018E	2019E
矿产金(元/克)	215	235	240	245	250
矿产铜(元/吨)	29,052	26,656	34030	39010	41500
矿产锌(元/吨)	7,186	8,079	12000	12600	12600
矿产银(元/克)	2.16	2.38	2.60	2.60	2.60
铁精矿(元/吨)	419	368	500	500	500
冶炼金(元/克)	235	264	280	280	280
冶炼铜(元/吨)	34,874	32,567	41000	47000	50000
冶炼锌(元/吨)	13,002	14,081	20000	21000	21000

数据来源: 公司公告、wind、广发证券发展研究中心

说明: 17 年价格预测为截至 17 年 12 月的均价, 18 年价格预测为 17 年 12 月初最新价, 19 年价格预测为 18 年基础上小幅增长

**表 8: 关键假设信息-销量假设**

销量假设	2015	2016	2017E	2018E	2019E
矿产金(千克)	35,633	41,624	39850	40431	39338
矿产铜(吨)	151,161	151,236	199,952	243,702	312,309
矿产锌(吨)	177,230	244,407	287615	275937	275937
矿产银(千克)	212,047	216,383	216,383	216,383	216,383
铁精矿(吨)	904,000	1,718,000	1700000	1700000	1700000
冶炼金(千克)	210,158	173,080	180000	180000	180000
冶炼铜(吨)	258,600	405,931	400000	400000	400000
冶炼锌(吨)	217,537	216,358	210000	210000	210000

数据来源: 公司公告、wind、广发证券发展研究中心

说明: 17-19 年销量预测为 17-19 年产量预测数据, 假定公司当年产量全部实现销售

**表 9: 关键假设信息-成本假设**

成本假设	2015	2016	2017E	2018E	2019E
矿产金(元/克)	136	155	155	155	155
矿产铜(元/吨)	17504	16563	17000	17000	17000
矿产锌(元/吨)	3800	3946	4000	4000	4000
矿产银(元/克)	1.51	1.31	1.4	1.4	1.4
铁精矿(元/吨)	173	165	170	170	170
冶炼金(元/克)	234.26	262.26	277.20	277.20	277.20
冶炼铜(元/吨)	34238	30470	38950	44650	47500
冶炼锌(元/吨)	12584	12269	18000	18900	18900

数据来源: 公司公告、wind、广发证券发展研究中心

说明: 17-19 年单位成本去前两年均值和上年值的较高值

表 10: 同业估值比较表 (截至 2017 年 12 月 1 日收盘价)

业务类型	证券代码	证券简称	2016 年 矿产量	最新市值 (亿元)	PE (TTM)	PB (LF)
黄金 (吨)	601899.SH	紫金矿业	42.6	810	35	2.65
	600547.SH	山东黄金	30.0	556	38	3.43
	600489.SH	中金黄金	27.5	335	130	2.48
铜 (万吨)	601899.SH	紫金矿业	15.5	810	35	2.65
	600362.SH	江西铜业	21.0	523	46	1.34
	000878.SZ	云南铜业	5.6	183	48	3.13
锌 (万吨)	601899.SH	紫金矿业	25.0	810	35	2.65
	600497.SH	驰宏锌锗	26.4	354	-35	3.15
	000060.SZ	中金岭南	-	260	25	2.63

数据来源: 公司公告、wind、广发证券发展研究中心

	单位: 百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	21795	24140	37623	43720	49981
货币资金	5498	5023	12798	18843	25556
应收及预付	3187	3526	5419	5511	5312
存货	10951	12003	15132	14891	14439
其他流动资产	2158	3589	4275	4475	4675
<b>非流动资产</b>	62119	65077	57064	55853	53865
长期股权投资	6941	7909	7809	7709	7609
固定资产	29599	32725	33359	33551	33460
在建工程	6161	3985	2882	1780	139
无形资产	11865	11907	11988	12038	12132
其他长期资产	7553	8552	1026	776	526
<b>资产总计</b>	83914	89218	94687	99573	103846
<b>流动负债</b>	31526	33852	33141	32081	28664
短期借款	5394	12350	18170	17044	13553
应付及预收	12269	12190	14807	14874	14948
其他流动负债	13863	9312	164	164	164
<b>非流动负债</b>	20459	24249	22046	22046	22046
长期借款	9251	5775	5775	5775	5775
应付债券	8300	16270	16270	16270	16270
其他非流动负债	2908	2203	0	0	0
<b>负债合计</b>	51986	58101	55186	54127	50710
股本	2154	2154	2303	2303	2303
资本公积	7233	6703	11154	11154	11154
留存收益	18841	19388	22421	27440	34143
归属母公司股东权益	28228	28246	35878	40896	47600
少数股东权益	4391	3354	4106	5033	6019
<b>负债和股东权益</b>	83914	89218	94687	99573	103846

	单位: 百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	74304	78851	87979	93658	98241
营业成本	68008	69782	74970	78226	80363
营业税金及附加	810	908	1320	1405	1474
销售费用	692	667	782	813	863
管理费用	2621	2822	3334	3418	3573
财务费用	946	582	2270	1256	1092
资产减值损失	471	561	532	449	448
公允价值变动收益	-126	757	733	0	0
投资净收益	1313	-1973	-300	0	0
<b>营业利润</b>	1944	2312	5204	8092	10429
营业外收入	419	262	273	283	295
营业外支出	277	448	356	373	365
<b>利润总额</b>	2086	2126	5121	8001	10358
所得税	743	439	1336	2056	2668
<b>净利润</b>	1343	1687	3785	5946	7690
少数股东损益	-313	-153	752	927	986
<b>归属母公司净利润</b>	1656	1840	3033	5019	6704
EBITDA	5482	8788	11562	14257	16825
EPS (元)	0.08	0.09	0.13	0.22	0.29

	单位: 百万元				
至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	10269	8602	2977	12514	15073
净利润	1343	1687	3785	5946	7690
折旧摊销	3308	4117	3990	4460	4856
营运资金变动	4806	662	-6922	16	528
其它	812	2135	2125	2092	1999
<b>投资活动现金流</b>	-8693	-8479	1827	-3789	-3389
资本支出	-4794	-5238	2623	-3789	-3389
投资变动	-2052	-1881	-1529	0	0
其他	-1848	-1360	733	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-242	-256	2972	-2679	-4971
银行借款	8019	1179	5820	-1126	-3491
股权融资	12	85	4599	0	0
其他	-5637	-4474	-1577	-1553	-1480
<b>现金净增加额</b>	1334	-133	7775	6045	6713
期初现金余额	4140	5498	5023	12798	18843
期末现金余额	5474	5365	12798	18843	25556

## 主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	26.5	6.1	11.6	6.5	4.9
营业利润增长	-43.8	18.9	125.1	55.5	28.9
归属母公司净利润增长	-29.4	11.1	64.8	65.5	33.6
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	8.5	11.5	14.8	16.5	18.2
净利率	1.8	2.1	4.3	6.3	7.8
ROE	5.9	6.5	8.5	12.3	14.1
ROIC	2.9	6.7	10.0	13.2	16.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	61.4	64.8	58.0	54.1	48.6
净负债比率	0.9	1.0	0.6	0.4	0.1
流动比率	0.69	0.71	1.14	1.36	1.74
速动比率	0.32	0.33	0.64	0.86	1.20
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.93	0.91	0.96	0.96	0.97
应收账款周转率	71.01	95.71	74.84	75.26	75.70
存货周转率	6.38	6.08	4.98	5.28	5.60
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.08	0.09	0.13	0.22	0.29
每股经营现金流	4.77	3.99	1.29	5.43	6.54
每股净资产	13.10	13.11	15.58	17.76	20.67
<b>估值比率</b>					
P/E	45.8	39.1	29.9	18.1	13.5
P/B	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
EV/EBITDA	19.4	12.0	10.2	7.8	6.0

## 广发有色行业研究小组

- 巨国贤：首席分析师，材料学硕士，四年北京有色金属研究总院工作经历，四年矿业与新材料产业投资经历，六年证券从业经历，2013年、2014年新财富最佳分析师第一名，2012年新财富最佳分析师第二名，金牛最佳分析师第二名。
- 赵鑫：资深分析师，CFA，材料学硕士，两年国际铜业公司工作经验，四年证券从业经历，2015年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001 号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2 号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号 国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。