

## 有色金属

2017年12月29日

## 紫金矿业 (601899)

——逆周期收储资源，铜矿业绩爆发开启价值回归之旅

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据：2017年12月28日

收盘价(元)	4.69
一年内最高/最低(元)	4.69/3.14
市净率	0.3
息率(分红/0股价)	1.28
流通A股市值(百万元)	74120
上证指数/深证成指	3296.39/10974.01

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年09月30日

每股净资产(元)	14.88
资产负债率%	59.76
总股本/流通A股(百万)	23031/15804
流通B股/H股(百万)	-/5737

一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

《紫金矿业(601899)点评：业绩低于预期，长期竞争力提升，维持增持评级》  
2016/04/11

《紫金矿业(601899)2013年半年报点评》  
2013/08/15

## 证券分析师

徐若旭 A0230514070002  
xurx@swsresearch.com

## 研究支持

史霜霜 A0230117120003  
shiss@swsresearch.com

## 联系人

史霜霜  
(8621)23297818 xurx@swsresearch.com



申万宏源研究 微信扫码

## 投资要点：

- 公司坚持“资源为王”战略，逆周期低价收购海外矿山资源，黄金储量、铜储量位居全球第1，全球领先。公司在前几年金属产品价格周期下行阶段陆续以较低成本收购国内外刚果(金)科卢韦奇、卡莫阿铜矿等优质矿山资源。目前公司在国内在20多个省份和澳大利亚、塔吉克斯坦、巴布亚新几内亚、秘鲁、刚果(金)、俄罗斯等9个国家和地区拥有大型矿山18个。拥有权益黄金储量1347吨，铜资源储量3006万吨，分别居全球第1，全球前10。
- 铜价回升伴随产量爆发带来公司利润快速增长，基本金属属性逐步明朗有助消除估值折价。公司刚果(金)科卢韦奇铜矿投产、紫金山、多宝山铜矿扩建项目陆续投产带动矿产铜产量大幅提升。卡莫阿矿山立项完成进入建设阶段，2020年投产后预计铜产量再次翻倍；铜价格方面，未来两年全球新增铜产能投产增速降低，罢工等因素导致现有产能波动上升而需求小幅增长，供需趋紧带动价格中枢震荡上行；整体上，铜业务量价齐升，将大幅支持公司净利润持续快速的增长，我们预计铜贡献的利润占比最终将达到公司归母净利润的50%以上。公司的资源属性逐步偏向基本金属也有利于公司长期估值折价的修复！
- 公司顺利完成定增融资46.35亿元，为公司新一轮发展提供了强有力资金支持。2017年6月公司顺利完成A股非公开发行股票募集资金46.35亿元，每股价格3.11元（较现价折价约20%），用于刚果(金)铜矿等项目建设及流动资金补充。本轮定增有效优化公司股权结构，降低资产负债率5.36个百分点，节省利息开支并为公司接下来新项目投资建设创造良好空间。同时，本次定增大股东认购9亿元，管理层、员工认购4.017亿元，显示了内部人员对公司价值信心的认可。
- 逐步长成基本金属矿业巨头，首次覆盖，给予买入评级。我们预计2017-2019年公司矿产铜20万吨、25万吨、31万吨，SHFE铜平均价格分别48277元/吨、54069元/吨、53800元/吨，对应公司2017-2019年归母净利润分别为30.8亿元、36.8亿元、50.9亿元，净利润增速分别为67.4%、19.6%、38.3%，对应动态PE为36/29/21。同时根据盈利预测运用FCFF法、根据黄金、铜、锌行业可比公司平均估值运用分部估值法测算得到公司市值分别为1367亿和1190亿元。考虑到PE分部估值方法中各行业平均PE的选取偏静态，不能及时反应企业长期价值的变化(而是更多的和金属价格即期变化联系在一起)，我们最终倾向选择更为客观的FCFF法，估计得到的公司值1367亿元作为公司的目标市值，对应股价有25%以上上涨空间，给予“买入”评级。
- 风险提示：海外矿山投产受阻，宏观经济下行导致铜价大幅下滑。

## 财务数据及盈利预测

	2016	17Q1-Q3	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	78,851	61,977	85,564	89,809	93,152
同比增长率(%)	6.12	8.18	8.50	5.00	3.70
净利润(百万元)	1,840	2,214	3,080	3,681	5,090
同比增长率(%)	11.12	55.44	67.40	19.50	38.30
每股收益(元/股)	0.09	0.10	0.13	0.16	0.22
毛利率(%)	11.5	14.8	12.1	13.2	14.2
ROE(%)	6.6	6.5	8.6	9.3	11.4
市盈率	55		36	29	21

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计 2017-2019 年公司矿产铜 20 万吨、25 万吨、31 万吨，SHFE 铜平均价格分别 48277 元/吨、54069 元/吨、53800 元/吨，对应公司 2017-2019 年归母净利润分别为 30.8 亿元、36.8 亿元、50.9 亿元，净利润增速分别为 67.4%、19.6%、38.3%，对应动态 PE 为 36/29/21。同时运用 FCFE 法和分部估值法测算得到公司市值分别为 1367 亿和 1190 亿元。考虑到 PE 分部估值方法中各行业平均 PE 的选取偏静态，不能及时反应企业长期价值的变化（而是更多的和金属价格即期变化联系在一起），我们最终倾向选择更为客观的 FCFE 法，估计得到的公司值 1367 亿元作为公司的目标市值，对应股价有 25%以上上涨空间，给予“买入”评级。

### 关键假设点

- 1、公司 2017-2019 年矿产铜销量分别为 20 万吨、25 万吨、31 万吨；
- 2、公司 2017-2019 年矿产金销量分别为 38 吨、40 吨、41 吨；
- 3、2017-2019 年 SHFE 铜平均价格分别 48277 元/吨、54069 元/吨、53800 元/吨。  
(截至 2017 年 12 月 28 日 SHFE 铜结算价 55570 元/吨)

### 有别于大众的认识

- 1、市场认为公司仍是黄金类公司，吨金市值显示的净利润弹性不如 A 股其他黄金公司。我们认为紫金矿业未来的主要看点来自铜矿产量的增加，预计 3 年后它将是 A 股市场前一位的矿产铜生产商，且其铜业务贡献的利润占比将逐步超过自身净利润的 50%；和 A 股同类型的铜上市公司相比，无论在资源储量，成本，产量和潜力上，紫金在铜业务上的地位都显著高于其同行！
- 2、市场认为公司长期业务没有显著优于同行的竞争优势，导致股价一贯不具有弹性。我们认为伴随公司铜矿业务的投产，基本金属属性的明晰化也同时将带来利润弹性，这些都将修复紫金矿业长期的估值折价！另外市值始终关注铜价对上市公司净利润的弹性，而我们认为从大周期上来看，紫金矿业的利润弹性来自于价格震荡区间内的产量大幅外扩，这种行业扩张源自龙头公司产量增长的状态是当下周期类行业中最理想的类蓝筹周期的状态。参考 2019 年金属预测价格，按照到 2025 年公司卡莫阿铜矿二期项目及其他在建项目全部投产后公司矿产铜总量 74.9 万吨/年测算，公司净利润年化水平将达到 102 亿元，是 2017 年 30 亿元的 3.5 倍左右，这种确定的成长性理应给予紫金矿业相对应的估值溢价优势。
- 3、市场担忧长期美联储（全球）紧缩货币对大宗商品价格和周期类个股估值的伤害。我们认为不用过于担心 2018 年美联储加息的力度，经济全球化的当下，美国税改不可能只从一个维度利好美国而损害其他国家；事实上，历次税改之后走高的赤字水平反而有可能限制美联储未来继续紧缩货币的可能性！而全球

的紧缩货币更多的对应实体回报率的回暖，并不构成估值的直接杀伤！

### 股价表现的催化剂

铜价格持续强势；铜矿产销量加速增长。

### 核心假设风险

扩建项目受阻、卡莫阿项目投产延迟；金属价格大幅下跌；

## 目录

<b>1.</b>	<b>金矿开采起家，二十余年耕耘成为矿业龙头</b>	<b>7</b>
1.1	逆周期收购海外矿山，资源储量全球领先	7
1.2	公司主营铜金业务，利润水平行业领先	9
<b>2.</b>	<b>海外优质铜矿产量释放，成为行业绝对龙头</b>	<b>10</b>
2.1	铜矿进入投产阶段，产量迎来高速增长	10
2.2	海外项目如期推进，金锌业务稳定发展	12
2.3	资本结构改善、成本控制加强共同提高盈利能力	13
<b>3.</b>	<b>铜价中枢震荡上移，金、锌价格小幅回落</b>	<b>14</b>
3.1	伴随全球供需逐步趋紧，铜价中枢震荡上行	14
3.2	美国利率触底反弹，但中期利率仍处结构性低点	21
3.3	锌价短期高位，未来回落概率增大	22
<b>4.</b>	<b>盈利预测和估值：FCFF 法显示公司合理市值 1367 亿元</b>	<b>24</b>

## 图表目录

图 1: 2016 年矿产金储量全国第 1 全球第 8 .....	7
图 2: 2016 年矿产铜储量全国第 1 全球第 7 .....	7
图 3: 公司产业链结构 .....	8
图 4: 公司股权结构 .....	9
图 5: 公司归母净利润及增速 .....	9
图 6: 公司主要矿产品毛利率 .....	9
图 7: 公司销售收入结构 (2014-2017Q3) .....	10
图 8: 公司毛利润结构 (2014-2017Q3) .....	10
图 9: 全球制造业 PMI 指数一致回升 .....	18
图 10: 美国核心 CPI 和制造业 PPI .....	18
图 11: 美国 16 岁以上人口失业率 .....	18
图 12: 欧洲主要国家 GDP 增速 .....	19
图 13: 欧洲主要国家 CPI .....	19
图 14: 全球 GDP 增速和铜价变化关系 .....	20
图 15: 中国 PMI 指数强势利好铜价 .....	20
图 16: 煤炭指数、螺纹钢价格 .....	21
图 17: 全球铜矿项目平均品位 .....	21
图 18: 10 年期美国国债收益率与金价 .....	21
图 19: VIX 恐慌指数与金价 .....	21
图 20: 美联储货币政策变化趋势 .....	22
图 21: 美国 20 年期 TIPS 债券利率 .....	22
图 22: SHFE 锌库存和锌价关系 .....	23
图 23: SHFE 锌价和锌进口关系 .....	23
表 1: 公司铜矿资源及扩产项目计划 .....	11
表 2: 公司未来 3 年铜矿产量预测 .....	11
表 3: 国内铜上市公司年产铜量 .....	12
表 4: 主要金矿项目 .....	12

表 5: 2014-2020 年矿产金产量及预测 .....	13
表 6: 公司锌矿资源 .....	13
表 7: 2014-2020 年矿产金锌产量及预测 .....	13
表 8: 2017-2020 年全球新增铜矿投产情况 .....	14
表 9: 2018 年劳工合同谈判影响铜供给 .....	16
表 10: 精铜消费数据 .....	17
表 11: 2015-2020E 全球铜需求 .....	19
表 12: 铜供需平衡表 .....	20
表 13: 全球锌增量预测 .....	23
表 14: 2015-2020 年金属价格及预测 .....	24
表 15: 估值假设 .....	25
表 16: 绝对估值表 .....	25
表 17: 相关公司估值表 .....	25

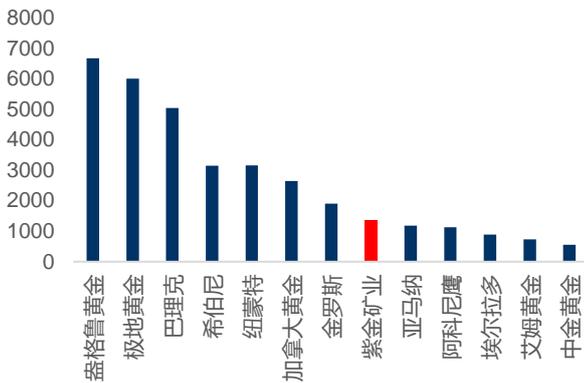
## 1. 金矿开采起家，二十余年耕耘成为矿业龙头

公司是国内大型矿产集团，主要从事黄金、铜、锌等金属的开采及冶炼加工业务。公司从福建紫金山金矿起步，经过 22 年发展成为一家黄金、铜、锌等金属矿产资源勘探和开采的大型矿业集团。在矿石开采基础上，公司利用资源优势，适度经营黄金、铜、锌等金属的冶炼加工与销售贸易业务及资金管理和资本运营等项目。矿产资源储量和开采技术均处于行业领先水平。

### 1.1 逆周期收购海外矿山，资源储量全球领先

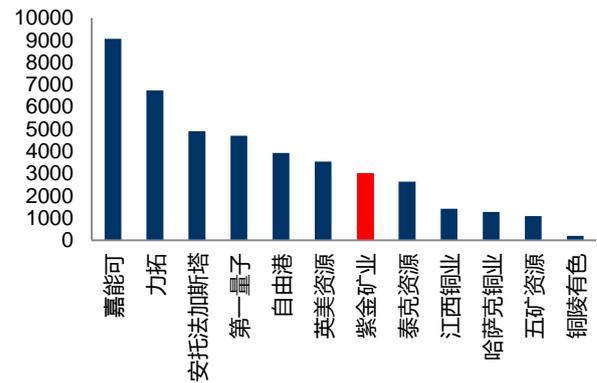
公司坚持“资源为王”战略，金、铜、锌储量全球领先，海外矿产开拓成为公司发展重要战略。紫金矿业从 1992 年开始对紫金山金矿进行开发起，始终明确矿产资源是矿业公司生存和发展的基础，不断在国内外开拓矿产资源。随着自身实力的逐年壮大、自我发展能力的不断增强。公司坚持“资源为王”的发展战略，将目光从福建投向了省外、海外。2000 年公司完成股份改造，收购了贵州水银洞金矿，业务开始面向全国范围发展。随着国内可开发矿产资源减少，2005 年公司进军海外，通过收购海外矿产资源以保证公司资源储量的低成本和可持续。截至 2016 年底，公司在国内 20 多个省份和澳大利亚、塔吉克斯坦、巴布亚新几内亚、秘鲁、刚果（金）、俄罗斯等 9 个国家和地区拥有大型矿山 18 个。拥有权益黄金储量 1347 吨，铜资源储量 3006 万吨，分别居全国第 1，全球第 8、第 7；铜储量相当于江西铜业的 2.1 倍，合国内总量的 30.33%。拥有权益锌资源储量 801 万吨，居全国主要锌企业第 2，全球第 7。

图 1：2016 年矿产金储量全国第 1 全球第 8（吨）



资料来源：公司公告、申万宏源研究

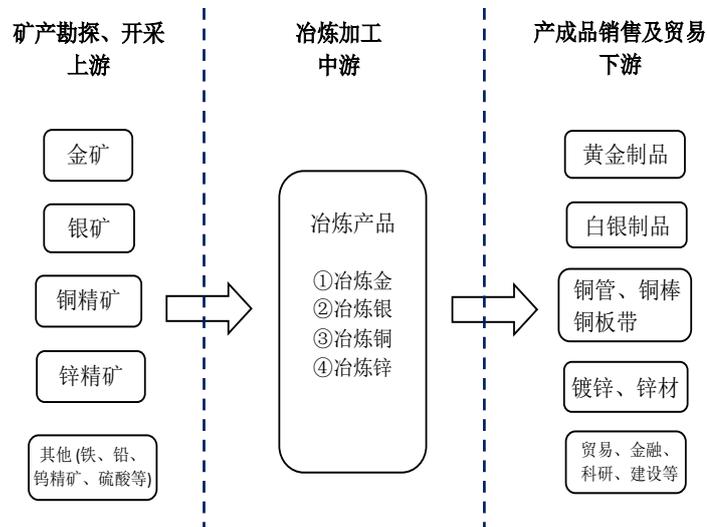
图 2：2016 年矿产铜储量全国第 1 全球第 7（万吨）



资料来源：公司公告、申万宏源研究

公司利用自身矿产资源优势，适当开展冶炼加工业务，高自给率为公司盈利创造良好条件。公司利用自身矿产资源优势，建立一批成熟的在产和在建矿产及铜锌冶炼厂，形成综合循环产业链，有效利用矿产资源。生产主要矿产品成本低于行业平均水平，并使公司形成良好的经营现金流。海外矿山方面，通过配套设立冶炼厂还有利于降低铜矿运输成本并降低出口税负。例如，刚果（金）矿产物流成本较高，通过冶炼加工每吨铜可节省运费约 200 美金。同时，硫酸在当地附加值高，副产品销售进一步为公司创造盈利。

图 3：公司产业链结构



资料来源：公司公告、申万宏源研究

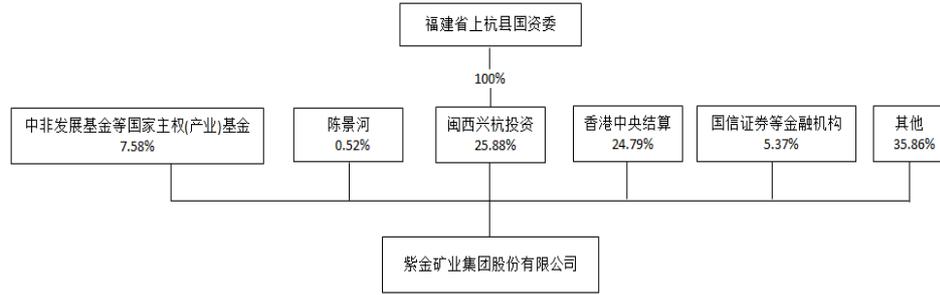
公司系福建省上杭县国资委相对控股的国有股份有限公司。2000年8月闽西兴杭投资有限公司联合新华都实业、金山贸易、新华都工程等7家发起人对福建闽西紫金矿业集团进行改制发起设立股份有限公司。目前，闽西兴杭投资有限公司现仍为公司最大股东，拥有总股本25.9%股份，由上杭县国资委全权控股。

公司的国有背景一方面帮助公司获得地方政府政策支持，并且国有信用担保有利于公司顺利推进业务和便利降低获得外部融资；但另一方面，国资股东使公司海外并购等战略受到制约，繁琐的审批程序或使企业错过国际市场最佳收购机会。董事长陈景河是最大个人股份拥有者，是紫金矿业紫金山金铜矿的主要发现者、研究者，公司矿山开发的最主要组织者和核心领导。

公司2003年在香港联交所首次公开发行上市H股，2008年在上交所公开发行上市A股，现H股占比24.9%，A股占比75.1%，董事长陈景河先生；国有控股公司下属41个全资和联营公司，负责金、铜、锌、特等金属采选和冶炼业务；香港紫金为公司原材料、产品海外贸易和结算平台；紫金集团资本投资有限公司致力于集团资本运作等综合金融业务。

公司围绕矿产主业成功搭建“矿业、加工、贸易、金融”的平台战略格局。2017年6月公司完成A股非公开发行股票，募集资金46.35亿元，其中大股东认购9亿元，员工持股计划认购4亿元，中非基金等6个国家主权(产业)基金及大型企业认购33亿元。本轮定增公司董事和高管通过员工持股计划参与认购金额合计6151万元，体现了对公司未来发展的信心。定增为公司新一轮发展提供了强有力的资金支持，同时降低了资产负债率，使股权结构进一步优化。

图 4：公司股权结构

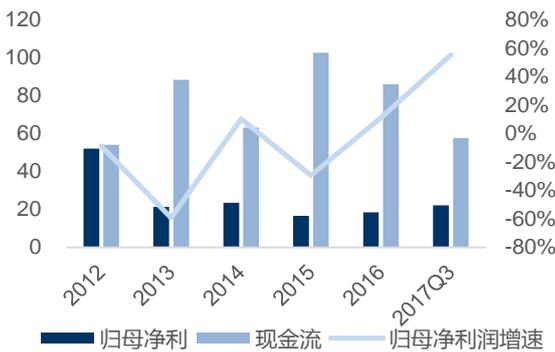


资料来源：公司公告、申万宏源研究

## 1.2 公司主营铜金业务，利润水平行业领先

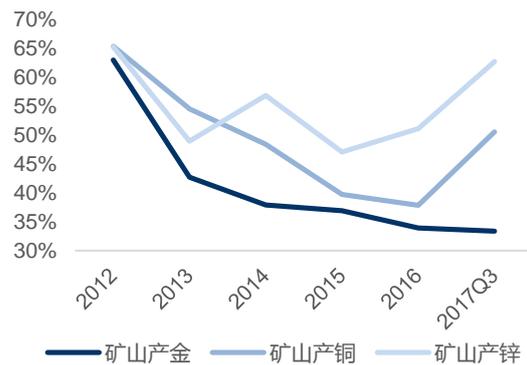
公司矿产产品在全球的黄金、铜、锌三大行业都具有显著的竞争优势，利润水平持续上升。随着 2015 年末以来大宗商品企稳回升，公司净利润实现高速增长。2016 年，公司营业收入 788.5 亿元，实现归母净利润 18.4 亿元，分别位列全球有色金属矿业公司营收第 8，归母净利润第 12。2017 年前三季度公司实现营业收入 619.8 亿元、净利润 22.14 亿元，同比增长 8.18%、55.42%。公司稳中求进的经营投资模式同时保证了公司现金流始终保持充足稳定，保证了公司资信水平高，融资十分便利。同时，公司逆周期低价收购矿山，随着商品价格回暖利润优势不断显现。

图 5：公司归母净利润及增速（亿元）



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 6：公司主要矿产品毛利率

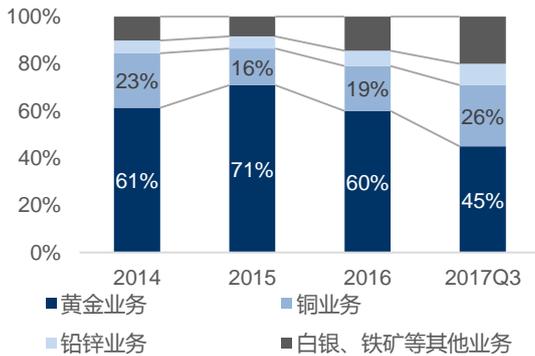


资料来源：公司公告、申万宏源研究

从结构上看，公司主要营业收入以金铜矿为主，铜矿业务占比持续提高，成为公司最重要收入来源。近两年公司除黄金产量继续领跑全国其他企业外，矿产铜产量快速增长，成为国内重要的矿产铜企业之一。2016 年公司铜业务占报告期营业收入的 19%，毛利占集团毛利的 25.29%。2016 年公司主要铜产量 15.5 万吨，位于全国第三。2017 年 1-9 月，矿产铜产量 15.28 吨，同比增长 33.93%，预计 2017 年全年矿产铜产量 21 万吨。冶炼铜产量 31.35

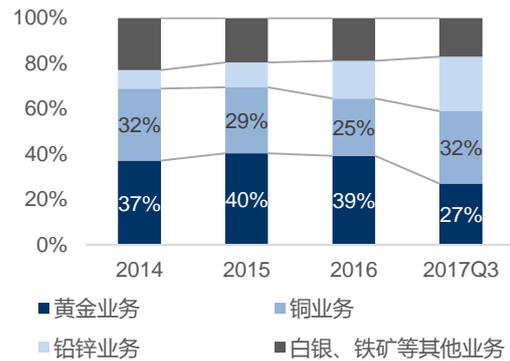
万吨，同比增长 3.12%。2017 年受全球主要铜矿罢工等因素影响，铜价持续走高，在矿产铜成本基本稳定情况下，矿产铜毛利率实现大幅提升。今年前三季度矿产铜毛利率达 50.60%，同比增长 13.25%；上半年铜产品销售毛利占集团毛利总额 32%，超过黄金业务，成为公司利润最主要来源。

图 7：公司销售收入结构（2014-2017Q3）



资料来源：公司公告、申万宏源研究

图 8：公司毛利润结构（2014-2017Q3）



资料来源：公司公告、申万宏源研究

## 2. 海外优质铜矿产量释放，成为行业绝对龙头

随着公司铜矿资源陆续投产，铜产量跃居全国第一。铜业务成为公司净利润最重要来源，这将有效化解公司基本金属、贵金属经营属性不清带来的估值折价。

### 2.1 铜矿进入投产阶段，产量迎来高速增长

近几年逆周期战略性矿产资源收购，随着金属价格回升资源优势开始显现，为公司业绩增长提供坚实基础。公司坚持逆周期开展资源并购，在行业低迷时期并购项目保证了公司矿产资源的低成本优势。公司分别于 2015 年 3 月、5 月收购刚果（金）卡莫阿（Kamo a）铜矿 43.5% 权益。2016 年，公司收购黑龙江多宝山铜业股份有限公司剩余股份，实现全资控股，并完成对多宝山铜矿 1、2、4 号矿体和铜山铜矿的并购，实现对整个多宝山铜矿及周边资源的全面利用。二期工程建成后该矿山年产铜约增加 6.5 万吨/年，产量提高 2.5 倍。2016 年 7 月，公司向华友钴业收购姆索诺伊公司 21% 股权，从而获得刚果（金）科卢韦奇铜矿项目。目前共拥有该矿 72% 权益。科卢韦奇铜矿位于世界第三大铜矿带赞比亚-刚果（金）铜钴成矿带，与卡莫阿铜矿形成良好协同关系。铜矿储量 154 万吨，平均品位高达 5%（中国铜矿平均品位 0.60%）。该铜矿已于今年 7 月投产，预计达产后可年产 5-6 万吨。目前公司在进一步研究扩大陆天可开采铜矿量和后期地下开采方案。

卡莫阿铜矿是未来的重点铜矿开采项目。卡莫阿铜矿是非洲大陆迄今为止发现的规模最大的铜矿，也是目前世界上最大的未开发高品位铜矿，随着勘探深入矿产前景可观。2015 年收购时显示铜矿拥有铜资源量超过 2400 万吨。最新评估（PEA）结果显示，矿山铜资源

储量约 3600 万吨，矿石采出量提高 50%，平均品位达 2.8%，前十年矿段平均品位达 6.4%。基于铜矿资源现状，初步评估矿山可实现年处理矿石量 1200 万吨。其中首期卡库拉矿段年处理 600 吨，前五年平均年产量为 24.6 万吨，第四年铜产量可达 38.5 万吨。随后坎索克矿段增加供矿能力逐步提升至年产 1200 万吨矿石量，供矿能力可达 44 年以上。前十年平均产矿 37 万吨，第 9 年达 54.2 万吨/年。目前正在研究卡莫阿卡库拉项目未来扩产至 1800 万吨/年的开采方案。预计卡莫阿矿产 2020 年开始投产，投产后公司铜矿总产量达 40 万吨/年，达产后公司铜矿总产量超过 50 万吨/年。

表 1：公司铜矿资源及扩产项目计划

矿名	权益	地点	保有资源量	品位	项目状态	扩产计划
紫金山铜矿	100%	福建	215.8	0.44%	在产	预计未来 2-3 年产铜增加 3.5 万吨
阿舍勒铜矿	51%	新疆	96.5	2.46%	在产	
多宝山铜矿	100%	黑龙江	330.67	0.37%	在产	已完成多宝山 1、2、4 号矿体和铜山并购，二期工程建成后年产铜增加 6.5 万吨
克兹尔-塔什特克锌多金属矿	70%	俄罗斯图瓦共和国	7.28	0.62%	在产	
科卢韦齐铜矿	72%	刚果(金)	154	4%	试生产	2017 年 7 月投产，达产后年产铜 6 万吨
卡莫阿铜矿	43.5%	刚果(金)	3657	2.72%	可研	计划 3-5 年内建成年产铜 40 万吨，最终建成 80-100 万吨的世界级铜矿

资料来源：公司业绩报告（2017 年 1-9 月）、申万宏源研究

表 2：公司未来 3 年铜矿产量预测（万吨）

	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
紫金山铜矿	5.6	7.6	8.2	8.8	9.5
阿舍勒铜矿	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
多宝山铜矿	2.5	2.5	3.7	9.0	9.0
克兹尔-塔什特克锌多金属矿	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
科卢韦齐铜矿	-	2.7	6.0	6.0	6.0
卡莫阿铜矿	-	-	-	-	8.7
其他	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
矿产铜总量	15.5	20.2	25.3	31.2	40.6

资料来源：公司公告、申万宏源研究

2018 年紫金矿业将成为中国最大铜矿生产公司，产量将位居全国第一。对比国内铜行业其他上市公司，除 2016 年洛阳钼业去年收购了刚果（金）Tenke 铜钴矿外，其他企业暂无大型矿产收购扩产项目。若紫金按计划 2018 年产铜 25 万吨左右，明年公司将成为中国前三大 A 股铜业企业。2020 年卡莫阿铜矿投产后，公司与五矿资源并列成为中国两大铜业巨头。

表 3: 国内铜上市公司年产铜量 (万吨)

公司		2016	2017E	备注
洛阳钼业	NPM 铜金属生产量	3.67	3.62	NPM2017 年计划生产 3.4 万吨
	Tenke 铜金属生产量	2.3	21.9	Tenke2017 年计划生产 21.9 万吨
	合计	5.98	25.3	2017 年计划生产 25.3 万吨
江西铜业	铜精矿含铜	20.99	20.94	2017 年计划自产铜精矿含铜 20.89 万吨
紫金矿业	矿山产铜	15.5	20.01	2017 年科卢韦奇投产产量 2.5 万吨, 紫金增产 2.01 万吨
云南铜业	自产精矿含铜	5.58	4.61	2017 年计划自产铜精矿含铜 58495 吨
铜陵有色	自产铜精矿含铜	4.78	4.93	2017 年计划自产铜精矿含铜 49250 吨

资料来源: 公司公告、申万宏源研究

## 2.2 海外项目如期推进, 金锌业务稳定发展

黄金业务是公司主要传统业务, 也最大营业收入重要来源, 黄金业务稳步推进。2016 年矿产金产量 42.6 吨, 占全国总产量 11%, 位于全国企业第一, 全球第十。2017 年前三季度矿产金 28.28 吨, 同比下降 10.03%, 冶炼加工贸易金 114.0 吨, 同比下降 7.7%。黄金业务占上半年收入 45%, 毛利占上半年总毛利的 27%, 两者占比同比有所下降。储量方面, 公司保有黄金储量 1347 吨, 占全国总资源储量 12% 位于全国第一, 全球第 8%。

表 4: 主要金矿项目

矿山名称	权益 (%)	地点	2016 年产量 (吨)	资源量 (吨)	品位 (克/吨)	项目状态	备注
波格拉金矿	48	巴布亚新几内亚	7.47	330	4.65	在产	明年预计产量 9 吨
紫金山金矿	100	福建	7.37	318		在产	
诺顿金田	100	澳大利亚	6.17	341	1.29	在产	
中塔泽拉夫尚	75	塔吉克斯坦	3.30	132	4.30	在产	
奥同克左岸	60	吉尔吉斯斯坦	1.20	32	6.81	在产	
琿春金矿	100	吉林	2.51	46	0.37	在产	
李坝金矿	84	甘肃	2.96	160	1.80	在产	二期建成产能 6 吨/年
洛阳坤宇	70	河南	1.78	57	4.30	在产	
崇礼紫金	100	河北	1.61			在产	
水银洞金矿	56	贵州	1.87	160	4.20	在产	

资料来源: 公司官网、申万宏源研究

公司起步于紫金山金矿, 通过对紫金山科学合理开发开创了低品位、大规模露天堆浸提金的成功典范。公司坚持资源优先战略, 在国内金矿资源开采的同时不断拓展海外金矿资源。2007 年, 公司在英国一上市公司经营亏损情况下接手塔吉克斯坦吉劳、塔罗金矿, 通过整顿调整迅速扭亏为盈, 现成为塔吉克斯坦共和国第一在产金矿。公司在 2015 年金价处于底部时完成波格拉金矿收购, 进入成本低, 2016 年矿山权益产金 7.5 吨, 占集团总产量 18%, 金矿产出给公司带来可观利润和净现金流。并且研究表明, 金矿深边部找矿前景良好。陇南紫金矿山二期 8000 吨/日和生物预氧化可研报告完成, 预计两期项目建成后达

产规划产能每年矿产金 6 吨。目前公司在产铜矿主要有紫金山铜矿、巴新波格拉金矿、诺顿金田、中塔泽拉夫尚金矿、奥同克左岸金矿、曙光金矿等，年产金约 40 吨。未来两年公司将通过内部挖潜能外部并购矿山拓展矿山资源，不断增加黄金产量，不考虑收购矿山情况下预计 2020 年年产金矿增加到 44 吨，若顺利收购海外金矿资源公司金产量或超过 50 吨。

表 5：2014-2020 年矿产金产量及预测

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
矿产金产量 (吨)	33.73	35.63	41.62	38.38	39.53	41.07	43.12

资料来源：公司公告、申万宏源研究

其他金属境内外项目持续推进，发展势头良好。巴布亚新几内亚波格拉金矿、塔吉克斯坦吉劳/塔罗金矿、俄罗斯斯图瓦锌多金属矿产量稳中有升，迷路白河铜矿项目和南非铂族金属项目前期工作持续推进。境外项目资源储量、矿山产量各项指标持续提升。

表 6：公司锌矿资源

矿名	权益 (%)	地点	2016 年产量 (万吨)	保有资源量 (万吨)	品位 (%)	项目状态	备注
俄罗斯龙兴	70	俄罗斯图瓦共和国	7.37	115	9.83	在产	
新疆紫金锌业	100	新疆	9.00	565	1.82	在产	计划实断二期扩产，扩产后年产量有望达到 15 万吨。
乌拉特后旗紫金	95	内蒙古	7.42	237	2.32	在产	
阿舍勒铜矿	51	新疆	0.97	42	1.06	在产	

资料来源：公司官网、申万宏源研究

表 7：2014-2020 年矿产金锌产量及预测

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
矿产锌产量 (万吨)	9.6	17.72	24.44	26.62	27.28	27.83	28.24

资料来源：公司官网、公司公告、申万宏源研究

## 2.3 资本结构改善、成本控制加强共同提高盈利能力

2017 年 6 月公司顺利完成 A 股定增，融资 46.35 亿元，为公司新一轮创业提供了强有力的资金支持。定增同时优化股权结构，降低资产负债率，节省利息成本。2016 年以来，公司董事、高管持续增持公司股票，实现管理层全部持股。本次定增员工持股计划认购 4.017 亿元，大股东认购 9 亿元，公司大股东、管理层、员工增持股票显示了其对公司价值的信心。2017 年 3 季度公司资产负债率为 59.76%，相比去年年底下降 5.36 个百分点。资产负债结构的改善不仅减少了公司债务利息开始，而且为公司接下来新项目投资建设创造良好空间。

公司同时通过规范公司治理,优化成本管控。集团公司共有40控股子公司和联营公司,公司通过联网成立信息化数据共享中心方式,总公司对子公司财务报销进行最后一道集中统一管理,财务流程透明化和标准化的有效减少资金开支浪费,提高公司盈利能力。

公司坚持“创新是核心竞争力”理念,通过从自我否认,不断完善公司决策机制和激励机制。公司通过深化事业部管理体系改革,深入实施人才发簪规划和薪酬体系改革,加强绩效管理,向国际化先进公司治理结构靠近。公司重视科技研发和人才培养,通过技术改造降低生产成本、提高资源利用率。例如,公司难处理金矿加压预氧化项目在贵州水银洞投产大幅提升资源储量可利用率,填补了中国该领域技术空白。

### 3. 铜价中枢震荡上移,金、锌价格小幅回落

#### 3.1 伴随全球供需逐步趋紧,铜价中枢震荡上行

供给方面,未来两年铜产量保持2%左右低速增长,大规模新增产能投产至少在2020年后。受2012年-2015年末铜价持续下跌影响,全球30家主要矿山公司铜矿项目投资在2011年达到高峰后逐年下滑,而一般铜矿山投产周期较长,从资本支出到产能投放需要4-5年时间。因此2015、2016年铜矿投产达到高峰后,我们预计2017年-2020年铜精矿实际投产增量将逐年下滑,且主要增产来自停工矿山的复产,新投建的矿山大部分要到2020年后才能释放产能。整体上看,预计未来三年铜精矿产量年均增长率大约为2%。

表 8: 2017-2020 年全球新增铜矿投产情况 (万吨)

	矿山	产量	备注
2017 年	智利国家铜业 Chuquibambilla 矿	30.5	预计从 16 年的 32.5 万吨增长到 17 年的 63 万吨
	智利 Antofagasta Plc 公司	28	预计从 16 年的 42 万吨到 17 年的 70 万吨,其 Centinela 矿区扩建完工, Antucoya 满产
	秘鲁 MMG 公司 Las Bambas 矿	9	2016 年产铜 33 万吨, 预计 2017 年产铜 42 万吨
	秘鲁自由港 Cerro Verde II 矿	13.6	16 年投产, 规划产能 27.2 万吨, 假设 16 年产能为规划产能一半, 17 年满产
	刚果(金)华刚矿业的华刚铜钴矿	6.3	二期项目 16 年投产规划产能 12.5 万吨, 16 年产能为规划产能一半, 17 年满产
	哈萨克斯坦 KAZ Minerals PLC 公司的 Aktogaysulphide 矿	5	17 年投产, 规划产能 10 万吨, 假设 17 年产能为规划产能一半, 18 年满产
	缅甸 Monywa Copper Complex 公司 let paduang 项目	5	16 年投产, 规划产能 10 万吨, 假设 16 年产能为规划产能一半, 17 年满产
	刚果紫金矿业科卢韦奇 (Kolwezi) 铜矿	2.5	计划 17 年投产, 规划产能 6 万吨, 17 年产量 2.5 万吨, 18 年满产
2017 年产量合计		99.9	
2018 年	嘉能可	20	非洲矿山复产
	巴拿马第一量子公司 Cobre Panama 矿	16	18 年正式投产, 规划产能 32 万吨, 假设 18 年产能为规划产能一半, 19 年满产
	厄瓜多尔 Corriente Resources Inc 公司 Mirador 矿	10	18 年正式投产, 规划产能 20-25 万吨, 假设 18 年产量 10 万吨, 19 年满产

	哈萨克斯坦 KAZ Minerals PLC 公司的 Aktogaysulphide 矿	5	17 年投产，规划产能 10 万吨，假设 17 年产能为规划产能一半，18 年满产
	瑞典 Boliden 公司 Aitik 铜矿	3	预计 2018 年完成
	刚果紫金矿业科卢韦奇 (Kolwezi) 铜矿	3.5	计划 17 年投产，规划产能 6 万吨，18 年满产
	2018 年产量合计	57.5	
	巴拿马第一量子公司 Cobre Panama 矿	16	18 年正式投产，规划产能 32 万吨，假设 18 年产能为规划产能一半，19 年满产
2019 年	厄瓜多尔 Corriente Resources Inc 公司 Mirador 矿	15	18 年正式投产，规划产能 20-25 万吨，假设 18 年产量 10 万吨，19 年满产
	刚果欧亚资源 RTR 尾矿	10	预计 2019 年 1 月投产，规划产能 20-25 万吨，假设 19 年产能为规划产能一半，20 年满产
	2019 年产量合计	41	
	力拓和必和必拓联合的 Resolution 项目	20-30	
2020 年	刚果欧亚资源 RTR 尾矿	10	预计 2019 年 1 月投产，规划产能 20-25 万吨，假设 18 年产能为规划产能一半，19 年满产
	刚果 (金) 卡莫阿铜矿首期卡库拉矿段项目	20	预计 2020 年投产，前 5 年年均产量 24.6 万吨，第 4 年达到 38.5 万吨/年
	2020 年产量合计	50-60	

资料来源：公司官网、申万宏源研究

**减产方面的影响亦不容忽视，受罢工影响和品位下降，铜矿供给波动增大。**尽管未来三年全球主力铜矿山和冶炼企业并不会发生大规模产能退出，但受劳工、贸易政策和矿山贫化等影响，存量供给波动将加剧，短周期的供给缺口将有所放大。

印尼政府从 2017 年 1 月 12 日起停止全球第二大铜矿 Grasberg 的铜精矿出口。为此自由港公司准备削减 Grasberg 铜矿产能至全负荷产能的 40%，裁员计划引发工人罢工。尽管通过与当地政府谈判，4 月矿山恢复出口，但合同中将公司多数股权剥离给本国股东等争议使生产存在不确定性。预计停产及罢工对铜产量影响约 8-10 万吨。

2017 年全球第一大铜矿 Escondida 铜矿工人进行了长达 43 天罢工，CerroVerde 铜矿工人进行了近三周罢工，另有 MMG 公司的 Las Bambas 铜矿、英美资源的 El Soldado 铜矿等都经历了时长不等的罢工。据 GFMS 估算，2017 年上半年的铜矿罢工已经导致铜产量损失约 22 万吨。

此外，智利 Codelco 公司铜矿因老化矿石品位下降影响，预计 2017 年铜产量下滑 3%，约 5 万吨，智利偏向劳工的制度也使得铜矿投资充满一定的风险，并且智利投资成本普遍偏高，因此智利铜矿的新一轮大规模开发尚存疑；8 月份赞比亚削减量子子公司位于赞比亚两座铜矿的电力供应，导致产量下降。佳能可也因电力供应问题一度关闭旗下赞比亚铜钴矿项目。此外，铜矿品位下降也是影响供给的另一重要因素。

综合来看，我们预计 2017 年铜矿减产约超过 35 万吨。未来三年铜精矿产量波动性可能加大，目前已知的 2018 年全球有 30 多个劳工协议需要协商，影响到 550 万吨产量，占到 2018 年预计年产量的 26.6% 左右——其中最大的全球第一大铜矿 Escondida 2018 年 6 月

的协议。高铜价还将提高劳资纠纷的概率，如果 2018 年平均每个劳资纠纷引发 1 个月左右的罢工，那么将导致全年铜矿减产 40 多万吨，相比 2017 年减产提高 18 万吨。

表 9：2018 年劳工合同谈判影响铜供给

矿山	地区	公司	合同到期日	2018 年预期产量 (万吨)
Lomas Bayas	智利	Glencore	2018 年 1 月	6.8
Los Pelambres	智利	Antofagasta Minerals	2018 年 2 月	35.0
Radomiro Tomic	智利	Codelco	2018 年 3 月	20.5
Chuquicamata	智利	Codelco	2018 年 3 月	42.7
Caserones	智利	Lumina Copper	2018 年 3 月	15.5
Gentivela	智利	Antofagasta Minerals	2018 年 5 月	27.0
MM Hales	智利	Codelco	2018 年 5 月	18.6
Gentivela	智利	Antofagasta Minerals	2018 年 6 月	27.0
Los Pelambres	智利	Antofagasta Minerals	2018 年 6 月	35.0
Spence	智利	BHP	2018 年 6 月	20.0
Escondida	智利	BHP	2018 年 6 月	128.5
Caserones	智利	Lumina Copper	2018 年 7 月	15.5
Andina	智利	Codelco	2018 年 8 月	21.5
Gerro Colorado	智利	BHP	2018 年 8 月	7.1
Gerro Verde	秘鲁	Freeport	2018 年 9 月	47.9
Gentivela	智利	Antofagasta Minerals	2018 年 10 月	27.0
El Teniente	智利	Codelco	2018 年 10 月	41.5
MM Hales	智利	Codelco	2018 年 11 月	18.6
			影响矿供给总量	555.7
			2018 年矿总产量	2063.0
			占比	26.94%

资料来源：公司官网、申万宏源研究

此外，中国禁止七类铜进口对铜价形成一定支撑。中国是全球第一大废铜进口国，据 ICSG 测算，2016 年全球 53% 废铜进口到中国。今年 7 月份，中国宣布 2018 年底禁止进口废七类，其中包括废电线、废电机马达、散装废五金等低端废铜。这对同需求结构产生一定影响。经过测算，这个政策将影响 30-40 万吨废铜进口，其中的一部分将被品质较好的废铜替代。国内废铜需求 215 万吨，国内产废铜大约 45 万吨。进口总额约 170 万吨。尽管一部分废 7 类会有废 6 类废铜替代，整体对铜价形成支持。

需求方面，未来 2-3 年全球铜需求保持年均 2-3% 速度增长。铜作为最主要的工业金属之一广泛应用于能源电力、建筑交通、电子机械等领域。全球来看，基建和房屋建设是铜消费两大最主要领域。房屋建筑消费占到需求量的 33%，电力交通等基础设施建设消费占总需求量的 15%，汽车、电子、工业设备设施等其他领域运用占 50% 左右。因此近年来铜消费主要流向快速增长的新兴经济体。过去十年中国工业化和城镇化快速推进带动铜消费

量快速上升，使得中国成为世界上最大铜消费国。2016年中国铜消费 1160 万吨，占全球总消费近 50%。

表 10：精铜消费数据（万吨）

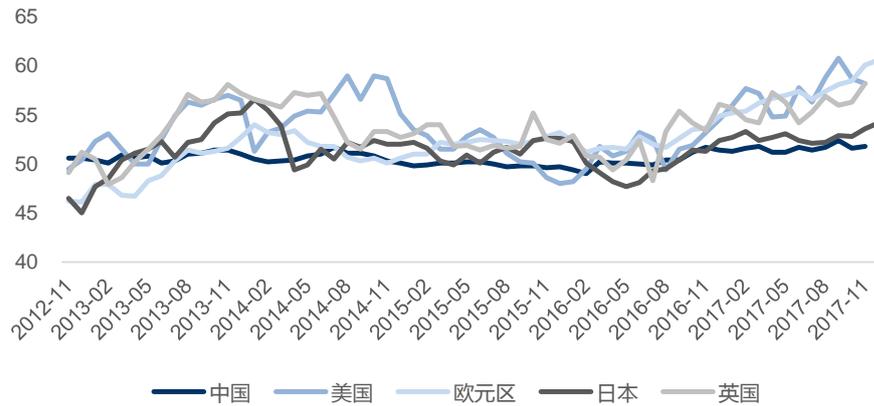
年份	全球精铜消费量	中国精铜消费量	中国占全球比例	同比
2010	1918	742	38.7%	
2011	1940	790	40.7%	6.4%
2012	2034	884	43.5%	11.9%
2013	2121	985	46.4%	11.4%
2014	2277	1122	49.3%	13.9%
2015	2304	1145	49.7%	2.1%
2016	2346	1160	49.4%	1.3%

资料来源：Wind、申万宏源研究

中国是铜消费的第一大国，受基建和房地产投资增速下降影响，预计 2018 年中国铜消费增速小幅下降。电网及电力设备投资是我国对铜消费的最重要领域，约占总消费量的 50%，预计明年电力投资基本保持稳定增长。电网投资方面，2017 年 1-10 月电网基建投资完成额累计同比增长 0.64%，预计明年基本按计划保持稳定投资。电源投资方面，2017 年 1-10 月基建投资累计完成额同比下降 17.2%。预计未来 3 年电力投资结构上会做出重大调整，光伏、风力发电维持高速增长，火力发电、核电发电增速相对放缓，但预计总体投资仍保持稳定。区域上，十三五规划对电力模式和区域发展重点做出调整，新疆提出“电化新疆”战略，将加快全疆蛛网架建设实现南疆 750 千伏电网全覆盖，加快风电光伏等清洁能源供暖等基建项目建设，预计 2017 年能源投资 1810 亿元以上，涉及电力项目 36 个。新疆电力基础设施占全国 13% 左右，新疆电力投资 30% 以上高速增长将拉动全国电力投资对铜的需求 2.5 个百分点，抵消其他地区投资下降带来的影响。房地产投资方面，受经济结构转型及信贷收紧影响，未来 2-3 年新增房地产投资增速预计小幅回落。虽然房地产投资增速可能放缓，但是安全要求及质量要求的提高，使得过去 5 年单位平米用铜量有较大增长一定程度抵消投资下降的影响。汽车、装备制造和用铜将保持小幅增长，其中新能源汽车产量快速增长及充电桩等基础设施大规模建设一定能程度拉动铜需求。空调和冰箱等家电消费的快速增长预期能对铜需求产生 1% 增速贡献。此外，清洁采暖设备、铜网箱深海养殖等新兴领域的开拓对铜需求带来驱动。预计 2017 年-2020 年，国内铜需求年均增速保持在 2-2.5% 水平。

海外需求方面，2017 年全球经济呈现广泛复苏现象，全球主要发达国家和新兴市场国家共同回暖。在全球经济增速一致向好的背景下，除非发生重大政治风险或大规模债务危机，我们预计 2018 年全球经济增速将继续稳定增长，全年增速保持在 3.3%-3.5% 左右，对应铜需求保持 2.6%-2.8% 增速水平。

图 9：全球制造业 PMI 指数一致回升



资料来源：Wind、申万宏源研究

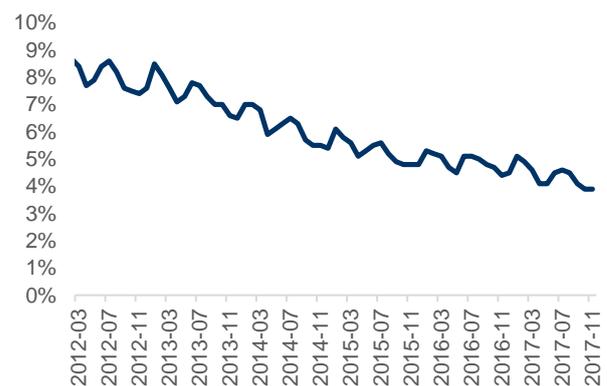
分地区看，2018 年美国经济增长继续复苏向好。在减税政策刺激以及扩张性政府支出下预计明年公共部门基础设施建设和私人部门企业投资均略有提升，将分别带动 GDP 增长 0.3 个百分点和 0.2 个百分点，预计全年 GDP 增速在 2.3%-2.5%。但是，我们认为 2017 年和 2018 年可能美国本轮经济周期高点，2019 年之后经济风险日益显现，经济增速放慢。这一方面是因为当前经济中劳动力已接近充分就业状态、资源利率基本饱和，此时财政刺激政策对经济拉动作用较小，反而形成通胀压力。同时，减税政策在税基没有快速增长的情况下将迫使政府赤字扩大，限制未来经济周期下行时刺激政策的空间；货币政策方面，美联储加息及退出量化宽松步伐的推进可能抑制经济增长，而长期以来资本市场习惯低利率的融资环境，量化宽松货币政策使得金融资产存在一定程度的泡沫，那么利率上升过快势必将引发系统性金融风险。因此，2019 年后 GDP 增速小幅回落，经济运行风险上升，增长不确定性将增大。

图 10：美国核心 CPI 和制造业 PPI



资料来源：Wind、申万宏源研究

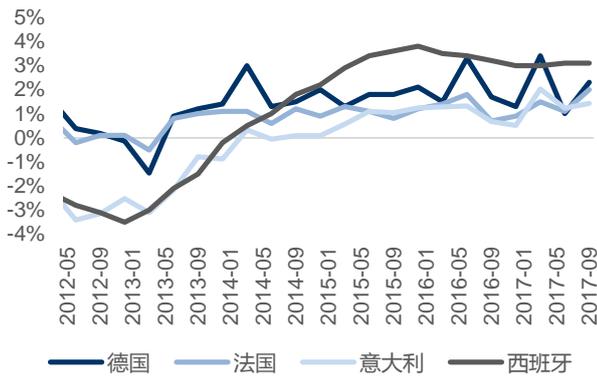
图 11：美国 16 岁以上人口失业率



资料来源：Wind、申万宏源研究

欧洲经济方面，今年欧洲各国均表现出强劲增长动力，我们预期 2018 年经济增长与今年接近，保持在 2.2-2.3% 水平。目前欧盟各成员国经济大部分均呈现复苏态势，国内外需求均持续增长，且今年以来欧元不断走强进一步使得欧元区国家 CPI 保持在 1% 左右的低位。预计明年欧洲核心通胀将仍位于央行目标以下，预期明年欧央行将逐步退出量化宽松，到 2018 年底前逐步退出资产购买计划。但我们认为加息可能性较小，至少到 2019 年后再开始实施。整体上欧央行紧缩性货币政策谨慎推进以保证经济稳定增长。

图 12: 欧洲主要国家 GDP 增速



资料来源: Wind、申万宏源研究

图 13: 欧洲主要国家 CPI



资料来源: Wind、申万宏源研究

英国方面, 我们预计如果“脱欧”谈判平稳推进, 2018 年英国经济保持 1.5% 左右速度增长。去年由于“英国脱欧”事件带来英镑贬值引起输入性通货膨胀, 随着这一效应的消退我们预计今年通胀恢复到 2% 左右。英国央行方面将维持一个非常谨慎的加息步伐, 使得经济平稳推进。但未来经济发展仍显著取决于英国退欧的谈判结果, 一旦谈判失败, 经济可能面临严重下行风险。

除中国以外的其他新兴国家总体蓬勃发展, 预计 2018 年 GDP 增速为 5.5-5.75%, 相比今年提高约 0.25 个百分点。印度过去一年的改革成效逐步显现, 巴西等拉美国家从 2016 年的衰退中逐渐恢复。“一带一路”战略的推进带动沿线国家基础设施建设投资增加。根据亚洲发展银行估算, 2016 年至 2020 年“一带一路”沿线国家基础设施合意投资需求至少在 6 万亿美元以上, 年均投资超过 1 万亿美元。整体上, 新兴市场国家经济增速保持快速增长。

总体上, 与 2013-2015 年不同, 这两年全球经济呈现高度同步发展态势, 这为进一步经济增长提供更大空间。除中国外, 全球大部分主要国家保持较好经济增长, 带动铜需求的提升, 抵消中国经济结构转型下投资增速放缓带来的负面影响。当然, 地缘政治风险依旧存在, 委内瑞拉动荡、中东问题、朝鲜问题等问题给经济增长带来更多不确定性。

表 11: 2015-2020E 全球铜需求 (万吨)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
中国	1145.06	1160.14	1184.51	1207.33	1241.62	1274.11
增速		1.32%	2.10%	1.93%	2.84%	2.62%
美国	1831.00	1787.80	1787.80	1802.10	1796.70	1778.73
增速		-2.36%	0.00%	0.80%	-0.30%	-1.00%
欧洲	2788.00	2916.00	3076.38	3214.82	3317.69	3384.05
增速		4.59%	5.50%	4.50%	3.20%	2.00%
其他国家	17270.94	17597.06	18036.99	18523.99	19042.66	19556.81
增速		1.89%	2.50%	2.70%	2.80%	2.70%
全球	23035.00	23461.00	24085.68	24748.23	25398.67	25993.69
增速		1.85%	2.66%	2.75%	2.63%	2.34%

资料来源: 世界金属统计局 (WBMS)、申万宏源研究

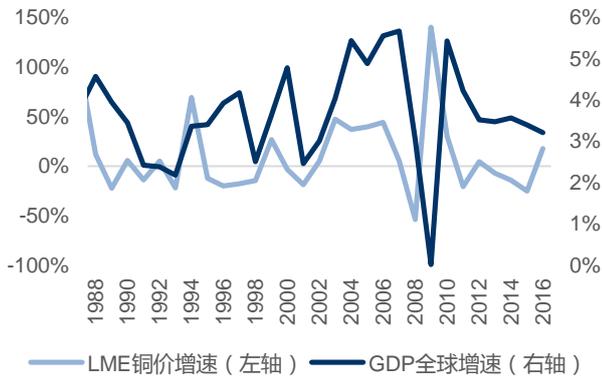
表 12: 铜供需平衡表 (万吨)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
铜供给	2287.2	2340.6	2408.1	2465.4	2524.9	2590.9
同比		2.33%	2.88%	2.38%	2.41%	2.61%
铜需求	2303.5	2346.1	2408.6	2474.8	2539.9	2599.4
同比		1.85%	2.66%	2.75%	2.63%	2.34%
供需平衡	-16.30	-5.50	-0.48	-9.42	-14.95	-8.45

资料来源: 世界金属统计局 (WMBS)、ICSG、申万宏源研究

除供需结构外, 部分市场人士担忧全球货币利率上行对铜价影响, 特别是近期中国 10 年期国债收益率达到 2014 年以来历史新高。但我们观察历史数据可以发现, 中国 10 年期国债利率和铜价呈现正相关走势, 背后主要逻辑在于两者均不同程度反映经济好坏程度和对应的通胀预期水平。我们认为, 除非央行很大幅度收紧货币政策至经济活性受到趋势性的抑制, 否则国债收益率上升对金属价格的负面影响并不直接。

图 14: 全球 GDP 增速和铜价变化关系



资料来源: Wind、申万宏源研究

图 15: 中国 PMI 指数强势利好铜价 (美元/吨)



资料来源: Wind、申万宏源研究

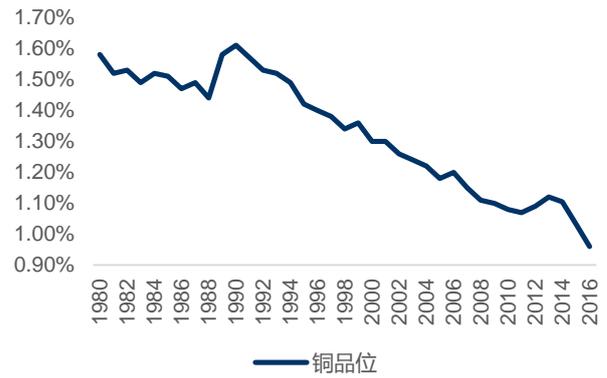
**成本端**, 近年来随着铜矿品位下降对设备技术要求大幅提高, 以及劳工、储藏成本上升, 以及中国环保政策趋严导致煤炭、钢铁等原材料价格上升共同推升铜矿生产成本大幅上升。同时, 美元相对于产铜国贬值亦提升美元计价的生产成本。综合来看, 成本方面的抬升对铜价形成支撑, 在中期没有新增供给的背景下, 即使发生短期的波动, 铜的跌幅也是可控的, 这区别于 2012-2015 年的情况。

图 16: 煤炭指数、螺纹钢价格 (元/吨)



资料来源: Wind、申万宏源研究

图 17: 全球铜矿项目平均品位



资料来源: Wood Mackenzie、申万宏源研究

### 3.2 美国利率触底反弹，但中期利率仍处结构性低点

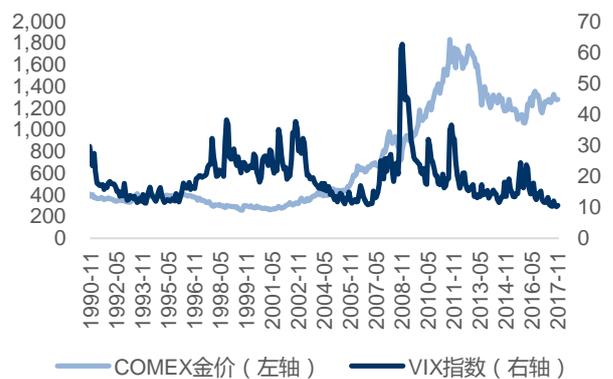
黄金因其稀缺性、可锻造性、化学性质稳定等特性使其同时具备货币和商品属性。黄金作为通货与美元等法定货币存在替代关系，当通胀上升，实际利率下降时，人们更倾向持有黄金，金价上涨。而当经济不确定因素上升，人们对法定货币失去信心的，出于避险情绪金价上涨。因此当地缘政治风险加大，金融危机来临资本市场动荡时，黄金成为最优质的避险工具。

图 18: 10 年期美国国债收益率与金价 (美元/盎司)



资料来源: Bloomberg、申万宏源研究

图 19: VIX 恐慌指数与金价 (美元/盎司)



资料来源: Bloomberg、申万宏源研究

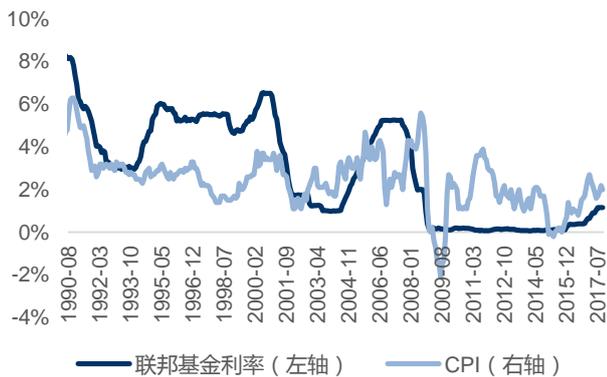
实际利率是决定金价的最基本因素，未来美国加息及退出量化宽松政策将对金价形成利空，但我们认为美国赤字确定性的增加和保持金融稳定将令美联储加息幅度有限。2001 年以来美国经济通胀持续下降并保持低位波动，美联储长期实施宽松货币政策下，十年期国债利率持续下行，迎来黄金价格上涨周期。特别是 2008 年金融危机后，美国实施量化宽松政策，剔除通胀因素，美元实际利率为负，黄金价格再次快速上行。长期宽松的货币政策下资产价格上涨积聚金融风险。随着美国经济复苏向好，就业市场改善。2014 年 10 月，

美国宣布结束资产购买计划标志美联储正式开始退出量化宽松。美联储的加息步伐推进使得金价承压。

但是，我们认为未来两年美联储加息幅度有限。美联储的政策前景主要基于经济基本面，如果经济增长和劳动市场改善趋势难以为继，那么加息步伐必然受限。尽管当前美国当前 GDP 增速有所回升，但经济增速能否保持存在不确定性。一方面，美国特朗普政府实施减税政策进一步扩大财政赤字，使得货币政策收紧更加困难；另一方面，长期宽松政策下金融系统积累了大量风险，部分资产存在一定泡沫，过快加息将对金融稳定形成威胁。我们预计美联储只能维持渐进式加息，预计 2018 年最多加息两次，大概率是一次。新任美联储主席 Powell 最新讲话进一步印证我们观点，他表示美联储将持续推进美国的经济复苏，保证就业稳定。尽管他们目标在任职期间一定程度上提高利率并缩减资产负债表，但将始终保持政策的灵活性以应对不确定因素的发生，保持经济繁荣和金融稳定。

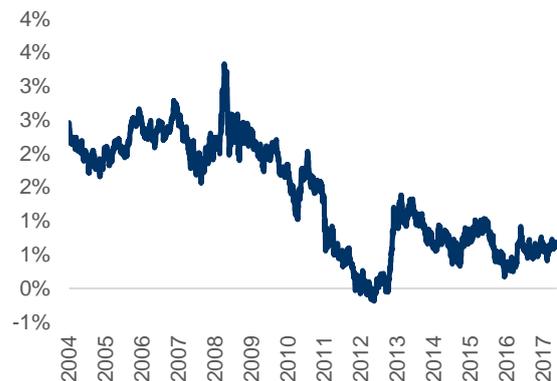
同时我们发现，欧美国家通胀抬头，美国 11 月核心 PPI 同比增长 2.4% 创 2014 年中以来新高，英国 11 月 CPI 同比增长 3.1%，创 2012 年 3 月以来新高。观察 TIPS 债券 20 年期利率我们亦发现，尽管利率上行但近几个月通胀调节的利率基本保持稳定，反映出经济中实际利率并没有明显上升趋势，利于金价维持稳定。

图 20：美联储货币政策变化趋势



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 21：美国 20 年期 TIPS 债券利率



资料来源：Bloomberg、申万宏源研究

综上，我们认为 2018 年黄金价格略有回落，但全球债务高企、国际地缘政治等风险因素使得黄金价格不会显著回落，我们预期 2018 年金价不低于 \$1200/盎司。

### 3.3 锌价短期高位，未来回落概率增大

强势锌价预计能维持 6-9 个月左右，到 2018 年上半年锌价涨幅约在 10-20% 之间，2018 年后期锌价回落概率增大。2015-2016 年国外锌矿闭坑停产，全球锌矿紧缺，锌价单边上涨。2017 年全球精矿及精炼锌供应短缺，社会库存位于历史低位，锌价创十年新高 26750 元/。2017 年锌价大幅上涨给公司带来可观盈利。

预计强势锌价能维持 6-9 个月左右，到 2018 年上半年锌价涨幅约在 10-20% 之间，2018 年后期锌价回落概率增大。这主要是因为一方面，锌矿复产周期较长，2018 年上半年未能

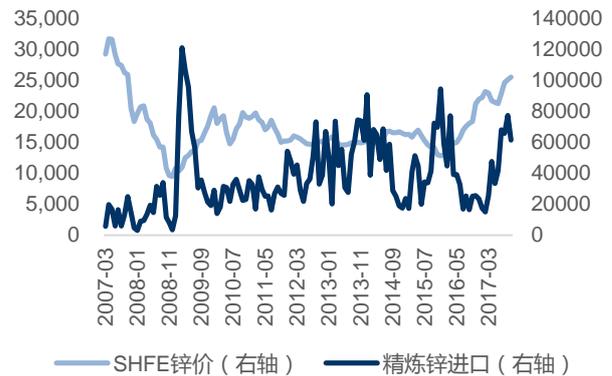
实现快速增长；需求方面，虽然受环保影响镀锌产新增产线较为困难消弱需求，但氧化锌和锌合金开工率小幅增长，且终端消费家电、汽车行业保持稳定增速，整体需求存在小幅增长，因此 2017 年四季度及 2018 年上半年全球矿供应短缺依然存在，锌价高位存在支撑。数据上看，短期 SHFE 锌处于库存历史低位以及锌价高企下国内锌进口仍然旺盛表明了短期锌的紧缺程度。但中长期来看，在高价下，供给端嘉能可等锌矿企业逐步投产，预计 2019 年-2020 年锌矿供给增速在 10%左右。而需求端，除了新增的电池消费需求驱动，50%锌消费领域还是传统的房地产建筑行业、交通运输基建行业等，随着中国经济转型，锌需求增速将有所放缓。预计 2018 年下半年产出增加环境下，价格回落概率较大。

图 22: SHFE 锌库存和锌价关系(元/吨)



资料来源: Wind、申万宏源研究

图 23: SHFE 锌价和锌进口关系(元/吨, 吨)



资料来源: Wind、申万宏源研究

表 13: 全球锌增量预测 (万吨)

矿山	国家	2016 年产量	2017E Δ	2018E Δ	2019E Δ	2017E-2019E Δ	2019 年总产量预测
Gamsberg	南非	0	0	5	15	20	20
Dugald River	澳大利亚	0	1	11	5	17	17
Mc Arthur River	澳大利亚	20	0.5	4	12.5	17	37
Mount Isa Pb/Zn	澳大利亚	28.8	0.2	4	12	16.2	45
Penasquito	墨西哥	14	3.4	-0.4	12	15	29
Antsmina	秘鲁	19.8	16.7	5.1	-11.6	10.2	30
Century Tailings	澳大利亚	0	0	3	7	10	10
Iscaycruz	秘鲁	0	0	2	6	8	8
Middle Tennessee	美国	0	2.5	4	1.5	8	8
火烧云铅锌矿	中国	0	0	0	6.3	6.3	6.3
Sindesar Khurd	印度	9.4	4.6	0	1.2	5.8	15.2
Zawar	印度	0.4	2.1	3	0.7	5.8	6.2
Rampura-Aguicha	印度	49.6	14.7	-9.8	0.5	5.4	55
Castellanos	古巴	0	0.8	2.5	1.7	5	5
长坝铅锌矿(白银)	中国	6.2	1.1	2	0.7	3.8	10
宝山铅锌银矿	中国	1.2	0.4	2.3	1	3.7	4.9
姚家岭锌金矿	中国	0	0	2.5	1	3.5	3.5
Taifeng	中国	2	0.7	1.1	1.3	3.1	5.1
Terrafame	芬兰	2.3	2.3	0.4	0	2.7	5
蔡家营铅锌银矿	中国	4.2	1.4	1	0	2.4	6.6

前 20 家大矿合计	157.9	52.4	42.7	73.8	168.9	326.8
其他矿山	1077.6	51.3	11.6	7.9	70.8	1148.4
总供给	1235.5	103.7	54.3	81.7	239.7	1475.2

资料来源：公司官网、申万宏源研究

注：Δ表示变化量

表 14：2015-2020 年金属价格及预测

	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
Comex 黄金（美元/盎司）	1158.97	1251.91	1260	1240	1300	1320
LME 铜（美元/吨）	5490.03	4887.28	6156	6980	6946	6790
LME 锌（美元/吨）	1940.55	2101.89	2876	2900	2700	2550

资料来源：Wind、申万宏源研究

## 4. 盈利预测和估值：FCFF 法显示公司合理市值 1367 亿元

随着公司科卢韦奇、多宝山二期项目，公司铜年产量快速提升，保守估计 2017-2019 年公司矿产铜产量折合铜金属量分别为 20 万吨、25 万吨、31 万吨，2020 年卡莫阿铜矿一期项目投产，预计公司年产铜达到 40 万吨。同时考虑到初期投产项目品位高，实际产量大概率高于评估值。金矿方面，随着陇南金矿的复产和扩建，公司矿产金小幅提升，预计 2017-2019 年公司矿产金年产量 38 吨、40 吨、41 吨。锌矿方面，未来三年公司矿产维持在 27-28 万吨水平，我们预计 2017-2019 年年产锌量分别为 27 万吨、28 万吨、28 万吨。价格方面，中短期铜供需格局改善支持价格中枢缓慢上行，价格维持高位震荡，预计 2017-2019 年 SHFE 铜平均价格分别 48277 元/吨、54069 元/吨、53800 元/吨，对应公司 2017-2019 年归母净利润分别为 30.8 亿元、36.8 亿元、50.9 亿元，净利润增速分别为 67.4%、19.6%、38.3%，对应动态 PE 为 36X/29X/21X。

完全投产情景假设：预计到 2025 年，公司卡莫阿铜矿二期项目及其他现有在建项目全部投产，卡莫阿矿产铜项目权益产铜 43.5 万吨，公司矿产铜总量 74.9 万吨/年、金矿产量 45 吨/年、矿产锌 29 万吨/年，以 2019 年金属预测价格（黄金 279 元/克，铜 53800 元/吨，锌 20073 元/吨）按产量线性外推测算，公司年度净利润将达到 102 亿元。

我们运用 FCFF 法对公司进行估值：我们假设公司在未来 3 年盈利的分别为 30.8 亿元、36.8 亿元和 50.9 亿元，按照未来第 4-第 13 年净利润年均增长 14%，第 15 年起净利润按 1% 稳定增长，加权平均资本成本（WACC）6.16%测算得到公司市值为 1367 亿元；

**表 15: 估值假设**

估值阶段	年份	增长率
显性	3	—
半显性	10	14%
永续	After 13 年	1%
WACC	6.16%	

资料来源：申万宏源研究

**表 16: 绝对估值表**

百万元, 元, 百万股	价值	比例
显性半显性价值	66,720	40%
终值	100,021	60%
核心企业价值	166,741	100%
加：非核心长期投资	7,909	
货币资金	5,023	
交易性金融工具净值	1,159	
企业总价值	180,831	
减：付息债务	40,818	
少数股东权益价值	3,354	2%
少数股东 PB	1.00	
少数股东权益	3,354	
股权价值	136,659	
总股本数	23,031	
每股价值	5.93	

资料来源：申万宏源研究

我们采用分部估值法对公司进行估值：首先分别计算得到 2018 年黄金、铜、铅锌行业龙头企业的平均估值分别为 39、30、25，并采用 2018 年有色行业平均估值 34.25（剔除负值或估值大于 1000 的样本）作为公司其他业务部分的估值。我们预计公司 2018 年黄金、铜、锌和其他业务净利润分别为 10.53 亿元、13.50 亿元、7.35 亿元和 5.41 亿元，分部加权得到市值为 1190 亿元。

**表 17: 相关公司估值表**

子行业	证券代码	证券简称	收盘价	总市值	EPS (元)				PE			
			2017/12/28	(亿元)	2016	2017E	2018E	2019E	2016	2017E	2018E	2019E
黄金	600547.SH	山东黄金	31.04	576.45	0.7	0.82	0.99	1.25	44	38	31	25
	600489.SH	中金黄金	9.92	342.35	0.10	0.14	0.21	0.26	99	71	47	38
	002155.SZ	湖南黄金	9.49	114.07	0.12	0.24	0.25	-	79	40	38	-
		行业平均							<b>74</b>	<b>49</b>	<b>39</b>	<b>31</b>
铜	000878.SZ	云南铜业	14.16	200.56	0.14	0.35	0.52	0.65	101	40	27	22
	600362.SH	江西铜业	<b>20.13</b>	<b>562.27</b>	<b>0.23</b>	<b>0.81</b>	<b>0.70</b>	<b>0.83</b>	88	25	29	24
	603993.SH	洛阳钼业	7.01	1,404.70	0.06	0.13	0.2	0.24	117	54	35	29
		行业平均							<b>102</b>	<b>40</b>	<b>30</b>	<b>25</b>
锌	600497.SH	驰宏锌锗	7.01	356.90	-0.38	0.23	0.28	0.37	-18	30	25	19
	000060.SZ	中金岭南	11.08	263.68	0.15	0.53	0.61	0.68	74	21	18	16

000975.SZ	银泰资源	13.45	145.48	0.2	0.29	0.41	0.51	67	46	33	26
	行业平均							<b>41</b>	<b>33</b>	<b>25</b>	<b>21</b>
601899.SH	紫金矿业	4.69	955.21	0.08	0.13	0.16	0.22	59	36	29	21

资料来源：Wind、申万宏源研究（粗体为申万宏源研究，其他为 Wind 一致预测）

我们认为 PE 分部估值方法，各行业平均 PE 的选取偏静态，不能及时反应企业长期价值的变化，更多的和金属价格即期变化联系在一起。在这种背景下，我们倾向选择更为客观的 FCFF 法，估计得到的公司值 1367 亿元作为公司的目标市值。对比当前公司 1079 亿市值，公司股价有 25% 上涨空间。首次覆盖，给予公司“买入”评级！

## 财务摘要

### 合并损益表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	74,304	78,851	85,564	89,809	93,152
黄金业务	49,690	46,261	43,202	41,602	40,987
铜业务	9,238	13,422	18,032	21,446	23,122
锌业务	3,185	3,718	4,967	5,214	5,003
其他业务	12,192	15,451	19,363	21,547	24,040
其他	0	0	0	0	0
营业总成本	73,546	75,323	82,245	85,404	87,333
营业成本	68,008	69,782	75,243	77,991	79,948
黄金业务	47,202	42,684	40,331	38,219	37,475
铜业务	7,557	11,141	14,693	17,110	17,462
锌业务	2,401	2,172	2,593	2,853	2,662
其他业务	10,848	13,784	17,624	19,808	22,349
其他	0	0	0	0	0
营业税金及附加	810	908	1,027	1,168	1,211
销售费用	692	667	685	898	932
管理费用	2,621	2,822	3,166	3,323	3,353
财务费用	946	582	2,004	1,835	1,780
资产减值损失	471	561	121	190	109
公允价值变动损益	-126	757	700	430	465
投资收益	1,313	-1,973	-321	-410	-200
营业利润	1,944	2,312	3,698	4,425	6,084
营业外收支	142	-186	0	0	0
利润总额	2,086	2,126	3,698	4,425	6,084
所得税	743	439	603	725	943
净利润	1,343	1,687	3,095	3,700	5,142
少数股东损益	-313	-153	15	18	51
归属于母公司所有者的净利润	1,656	1,840	3,080	3,681	5,090

资料来源：申万宏源研究

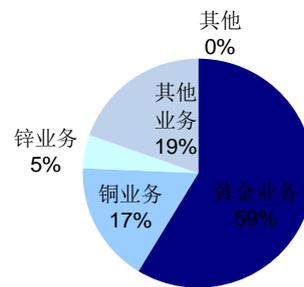
### 合并资产负债表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	21,795	24,140	27,551	29,609	32,230
现金及等价物	6,047	6,274	9,429	10,896	13,020
应收款项	3,187	3,526	3,463	3,391	3,459
存货净额	10,951	12,003	12,967	13,442	13,781
其他流动资产	1,610	2,337	1,692	1,880	1,970
长期投资	7,913	8,986	8,757	8,875	8,872
固定资产	35,760	36,710	37,099	38,391	40,325
无形资产及其他资产	18,446	19,382	18,342	18,682	18,776
资产总计	83,914	89,218	91,749	95,557	100,204
流动负债	31,526	33,852	30,276	30,599	30,829
短期借款	11,448	16,569	12,350	12,350	12,350
应付款项	7,979	8,237	8,879	9,202	9,433
其它流动负债	7,810	5,093	5,093	5,093	5,093
非流动负债	20,459	24,249	22,612	22,397	21,672
负债合计	51,986	58,101	52,888	52,996	52,501
股本	2,154	2,154	2,304	2,304	2,304
资本公积	7,233	6,703	11,203	11,203	11,203
盈余公积	1,319	1,319	1,319	1,319	1,319
未分配利润	17,522	18,069	21,149	24,830	29,920
少数股东权益	4,391	3,354	3,370	3,388	3,439
股东权益	31,928	31,117	39,344	43,044	48,186

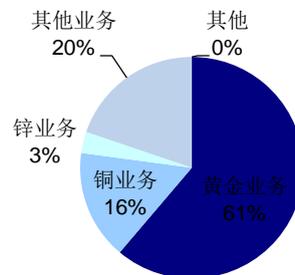
### 关键假设

	2016	2017E	2018E	2019E
矿产金 (吨)	41.62	38.00	40.00	41.00
冶炼金 (吨)	173.08	158.00	153.00	148.00
矿产铜 (万吨)	15.12	20.20	25.30	31.20
冶炼铜 (万吨)	42.87	45.35	48.98	52.90
矿产锌 (万吨)	24.44	26.60	27.30	27.80
冶炼锌 (万吨)	22.07	22.95	23.53	24.23
收入结构	-	-	-	-

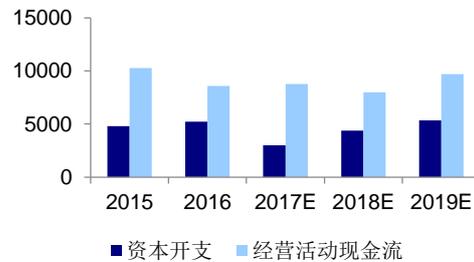
### 收入结构



### 成本结构



### 资本开支与经营活动现金流



负债和股东权益合计 83,914 89,218 92,232 96,040 100,687

资料来源：申万宏源研究，注释：资产负债表因模型导入数据缺项导致缺项不平，实际配平。

合并现金流量表

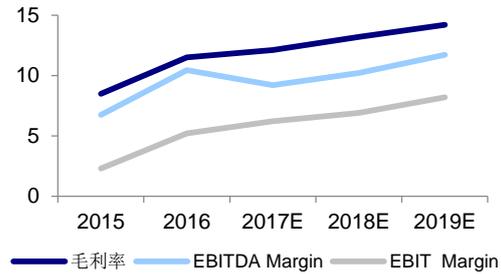
百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,343	1,687	3,095	3,700	5,142
加：折旧					
摊销减值	3,779	4,678	2,697	3,079	3,411
财务费用	1,167	1,506	2,004	1,835	1,780
非经营损失	304	-217	-350	-12	-280
营运资本变动	3,737	427	-254	-71	-185
其它	0	0	1,576	-545	-162
经营活动现金流	10,269	8,602	8,768	7,985	9,705
资本开支	4,794	5,238	3,009	4,371	5,344
其它投资	-1,292	-1,346	1,155	-228	172
投资活动现金流	-8,693	-8,479	-1,854	-4,600	-5,172
吸收投资	12	85	4,649	0	0
负债净变化	1,083	-7,849	-5,856	-215	-725
支付股利、利息	3,414	2,865	2,004	1,835	1,780
其它融资	-314	-1,628	0	0	0
现金流					
融资活动现金流	-273	-508	-3,211	-2,050	-2,505
净现金流	1,334	-133	3,703	1,336	2,028

资料来源：申万宏源研究

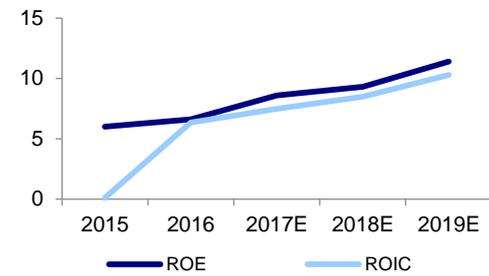
重要财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标(元)					
每股收益	1.11	0.70	1.05	1.64	2.16
每股经营现金流	0.13	0.65	1.23	1.85	2.31
每股红利	-	-	-	-	-
每股净资产	7.99	8.53	11.35	13.11	15.42
关键运营指标(%)					
ROIC	8.2	8.6	16.3	25.2	33.3
ROE	7.7	8.3	9.9	13.4	15.0
毛利率	10.0	12.3	14.7	17.7	17.4
EBITDA Margin	7.8	9.5	13.0	15.7	14.9
EBIT Margin	6.4	7.7	11.2	14.2	13.8
收入同比增长	-16.4	-5.9	32.9	23.0	34.2
净利润同比增长	-16.1	14.5	59.7	56.3	31.4
资产负债率	11.1	11.4	10.8	10.9	12.0
净资产周转率	1.17	1.03	1.03	1.10	1.25
总资产周转率	1.04	0.91	0.92	0.97	1.10
有效税率	16.7	15.5	16.1	16.1	15.9
股息率	-	-	-	-	-
估值指标(倍)					
P/E	25.5	40.0	26.8	17.1	13.0

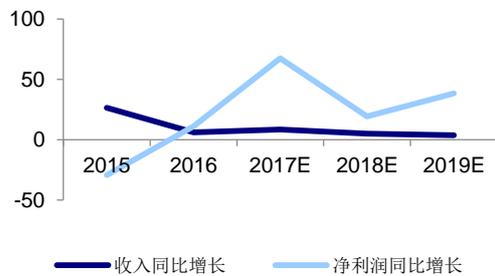
经营利润率(%)



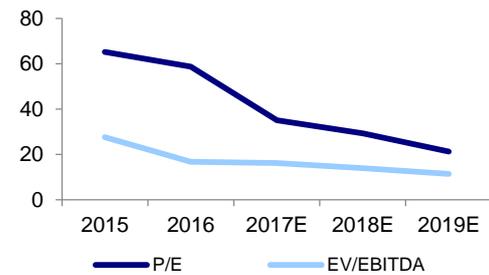
投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



P/B	3.5	3.3	2.5	2.2	1.8
EV/Sale	2.8	3.0	2.0	1.5	1.0
EV/EBITDA	36.3	31.5	15.5	9.7	6.8

资料来源：申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将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。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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的邀请或向人作出邀请。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在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咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。