

扣非后归母净利润增长 176.5%

2018 年 4 月 25 日

投资要点

- ❖ **一季度业绩符合市场预期。**公司 2018 年一季度实现营收 228.6 亿元，同比增长 23.87%，归母净利润 10.9 亿元，同比增长 7.9%，扣非后归母净利润 10.5 亿元，同比增长 176.5%，财务费用 6.2 亿，同比增长 37.8%。影响公司业绩的主要原因是：1、公司矿山产铜、锌产量的明显提升；2、矿山金由于波格拉金矿生产中出现的产量下滑；3、矿山产锌成本下降毛利率提升；4、汇兑损益导致的财务费用同比增加；5、公司一季度应税所得同比增加 120.9%。6、公司资产减值损失同比下降 97.1%。
- ❖ **矿产品量价齐升，驱动业绩稳定增长。**1) 矿山产铜：一季度产量 5.93 万吨，同比大幅增加 28.5%，由于公司出色的成本控制能力以及铜产品价格上涨，毛利率提升 3.39 个百分点至 53.70%，预计 2018 年全年产量将达到 24 万吨以上。2) 矿山产锌：一季度产量 7.4 万吨，同比增加 7.3%，单位销售成本 4463.6 元/吨，同比出现 25.2% 的明显降幅，毛利率提升 15.35 个百分点至 72.44%，驱动盈利能力显著提升。3) 矿山产金：一季度产量 7624 千克，同比大幅下降 18.2%，主要是供电中断导致的生产暂停，预计恢复生产后，盈利将逐步恢复。
- ❖ **优质矿山建设提速，产能进一步释放。**目前卡莫阿-卡库拉项目顺利推进，首期按照 600 万吨矿石的输送能力设计，关键工程按照 800 万吨规划，Mwadingusha 水电站的升级为项目提供有力的供电保障，预计 2021 年达产后产能将达到 40 万吨（铜金属量），另外科卢韦齐满产后预计达到 6 万吨，多宝山二期预计 2018 年下半年建成，满产后产能将扩大 6.5 万吨，俄罗斯龙兴二期地采工程及诺顿金田低品位资源开发利用方案等项目建设也在持续推进，国际化发展进入收获阶段。
- ❖ **资源储量仍是公司核心优势，未来可持续发展可期。**公司勘查新增 333 以上资源储量（权益）：金 59.21 吨、铜 170.7 万吨，钴 3.33 万吨，卡莫阿-卡库拉铜矿目前资源量增加到 4,249 万吨，较收购时增长近一倍，项目勘探还远没有到达极限，伴随勘探进一步开展，未来增储可期。
- ❖ **铜、金价格步入上行通道，2018 年将进一步催化公司的盈利弹性。**1) 资源转化率、资本开支周期以及薪酬谈判影响，预计全球铜精矿产能在 2020 年达到峰值 2201 万吨，而全球铜消费在经济持续复苏的环境下保持平稳，预计 2020 年消费 2433 万吨，预计紧平衡格局支撑 2018 年铜均价维持在 7200-7400 美元/吨。2) 通胀预期上升，全球性贸易保护主义抬头以及股市回落的风险有利于黄金的配置，预计 2018 年黄金均价为 1350 美元/盎司。
- ❖ **风险因素：铜金金属价格下跌、刚果局势动荡、新项目建设不及预期。**
- ❖ **盈利预测及估值：维持公司 2018/19/20 年 EPS 分别为 0.25/0.30/0.35 元的盈利预测。**目前股价 4.15 元，对应 2018/19/20 年 PE 为 17/14/12 倍，综合公司矿产品价格的上涨和产量的提升，给予公司 25 倍 PE 估值，目标价格 6.3 元/股，维持“买入”评级。

项目/年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	78,851	94,549	106,157	115,558	125,064
营业收入增长率	26.5	19.9	12.3	8.9	8.2
净利润(百万元)	1,840	3,508	5,296	6,518	7,637
净利润增长率	-29.4	90.7	51.0	23.1	17.2
每股收益 EPS(摊薄)(元)	0.09	0.16	0.25	0.30	0.35
毛利率%	11.5	13.9	15.2	16.0	16.5
净资产收益率 ROE%	7.3	10.6	14.0	14.9	15.1
每股净资产(元)	1.29	1.52	1.64	1.91	2.22
PE	49	25	17	14	12
PB	3.2	2.7	2.5	2.2	1.9

资料来源：中信证券数量化投资分析系统

注：股价为 2018 年 4 月 24 日收盘价



买入 (维持)

当前价：4.15 元

目标价：6.30 元

中信证券研究部

敖冲

电话：010-60836702

邮件：aochong@citics.com

执业证书编号：S1010515020001

相对指数表现



资料来源：中信证券数量化投资分析系统

主要数据

沪深 300 指数	3843.49 点
总股本/流通股本	23031.2/15803.8 百万股
近 12 月最高/最低价	5.41 元/3.2 元
近 1 月绝对涨幅	-8.59%
近 6 月绝对涨幅	6.39%
今年以来绝对涨幅	-9.56%
12 个月日均成交额	956.24 百万元

相关研究

1. 紫金矿业年报点评——全球矿业回暖周期的确定性龙头(2018-03-26)
2. 紫金矿业深度报告 2018.02.22——矿业航母，国际化战略全面提速(2018-02-23)
3. 紫金矿业 (601899) 2017 年业绩报告点评——业绩增长符合预期，未来继续演绎矿业巨头成长逻辑(2018-01-24)
4. 紫金矿业 (601899) 调研纪要——逆周期收购优质资源公司业绩稳健增长(2017-06-16)

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd. 分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ00001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34、35 及 36 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024 11 2017。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2018 版权所有。保留一切权利。