

公司研究/季报点评

2018年04月25日

有色金属/贵金属 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 4.15  
合理价格区间(元): 4.80~5.76

**李斌** 执业证书编号: S0570517050001  
研究员 libin@htsc.com

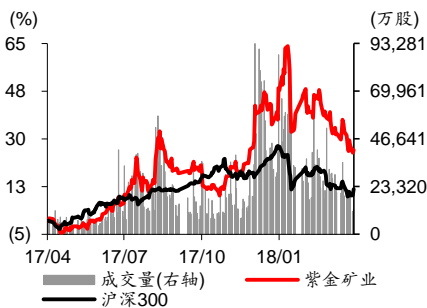
**邱乐园** 执业证书编号: S0570517100003  
研究员 010-56793945  
qiuleyuan@htsc.com

**孙雪琬** 0755-82125064  
联系人 sunxuewan@htsc.com

相关研究

- 1《紫金矿业(601899,增持): 价高利润持续改善, 多个铜矿项目推进中》2018.03
- 2《紫金矿业(601899,增持): 有色高景气延续, 关注量增下的业绩弹性》2018.01
- 3《紫金矿业(601899,增持): 铜金资源储备丰厚, 期待量价共增》2018.01

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 铜矿产量稳步提升, 主营利润大幅改善

## 紫金矿业(601899)

### 公司发布 18 年一季报, 盈利同比实现增长

4月24日公司发布18年一季报, 业绩符合我们此前预期。报告期内, 公司实现营业收入22.86亿元, 较上年同期增长23.87%; 实现归属于母公司股东的净利润10.85亿元, 较上年同期增长7.93%; 加权平均净资产收益率为3.07%, 同比下降0.47个百分点。公司受益于铜锌价格走高, 中长期铜矿项目建成后产能有望继续提升, 量价齐升下利润有望持续释放, 维持公司“增持”评级。

### 铜金等金属价格同比上行, 公司主营部分利润实现较大改善

据一季报显示, 公司报告期内矿产金销售单价为257.46元/克, 同比增长11.5%; 矿产铜销售单价为3.73万元/吨, 同比增长13.7%; 矿产锌销售单价为1.62万元/吨, 同比增长24.6%。受益价格上涨等因素, 公司一季度营收和利润同比增长; 且报告期内公允价值变动净收益同比下降6.82亿元, 一季度主营利润显著改善。我们认为2018-2020年新增铜矿投产受限, 供需平衡下铜价有望继续上涨, 或将带动公司业绩提升。

### 主要金属生产符合预期, 矿山开采经营稳定

公司报告期内除黄金矿产量为7.62吨, 同比下滑18.2%外, 矿产铜锌产量均同比提升。公司18年一季度生产矿产铜5.93万吨, 同比增长28.6%; 矿产锌7.44万吨, 同比增长7.2%。公司各类矿产品成本水平较为稳定, 报告期内综合毛利率为15.36%, 同比增加了1.23个百分点; 矿山企业的综合毛利率为51.14%, 同比增加了6.20个百分点, 经营稳健向好。

### 多个矿产项目有序推进, 增储探矿卓有成效

根据公司的公告内容, 科卢韦齐17年6月投产, 我们预计17年-19年产量分别为2.5、5、6万吨; 多宝山铜矿二期项目19年完全达产后将增加产能6.5万吨。在其他项目产能稳定的基础上, 我们预计17-19年公司铜矿产品产量分别为21、24、30万吨。17年11月, 紫金和艾芬豪矿业公司对卡莫阿铜矿年处理矿石量1200万吨的两阶段、模块化生产开发方案进行了分析评估, 目前公司已经启动了前期建设, 我们预计2020年约40万吨/年的产能将初步投产, 优质的铜矿项目保障了公司长期的发展空间。

### 多金属巨头具成长空间, 维持公司“增持”评级

若公司各产品产量如我们预期释放, 预计公司18-20年收入为974.42、1008.36、1050.38亿元, 归母净利润为55.50、76.06、90.88亿元, 18-20年较此前预测调整幅度分别为0.1%/0.4%/0.2%, 对应当前PE分别为17、13、11倍。参考可比公司18年Wind一致预期利润对应的PE估值平均水平24倍, 由于公司属于多金属矿企, 给予一定估值折价, 给予公司18年PE20-24倍, 对应下调目标价区间为4.80-5.76元(原为5.52-6.24元)。维持公司“增持”评级。

风险提示: 金铜等价格下跌; 矿山采选品位下降; 矿山项目进度不及预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	23,031
流通A股(百万股)	15,804
52周内股价区间(元)	3.20-5.41
总市值(百万元)	95,580
总资产(百万元)	90,965
每股净资产(元)	1.54

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	78,851	94,549	97,442	100,836	105,038
+/-%	6.12	19.91	3.06	3.48	4.17
归属母公司净利润(百万元)	1,840	3,508	5,550	7,606	9,088
+/-%	11.12	90.66	58.22	37.06	19.48
EPS(元, 最新摊薄)	0.08	0.15	0.24	0.33	0.39
PE(倍)	51.95	27.25	17.22	12.57	10.52

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 公司盈利预测主要假设指标

	单位	2018E	2019E	2020E
<b>价格假设</b>				
黄金	元/g	290	290	290
铜	元/吨	52000	56000	58000
锌	元/吨	22000	20000	20000
<b>产量假设</b>				
矿山产金	吨	36.9	33.6	33.6
矿山产铜	万吨	24.7	30.8	38.8
矿山产锌	万吨	27.9	27.9	27.9
<b>收入</b>				
矿山产金	亿元	91.56	83.38	83.38
矿山产铜	亿元	97.49	132.10	166.43
矿山产锌	亿元	42.95	38.18	38.18
<b>成本</b>				
矿山产金	亿元	60.84	54.49	53.82
矿山产铜	亿元	40.74	50.80	64.00
矿山产锌	亿元	12.56	12.56	12.56
<b>期间费用率</b>		7.50%	7.50%	7.50%

资料来源: 华泰证券研究所

图表2: 可比公司估值指标 (截止 2018.4.24) 单位: 亿元

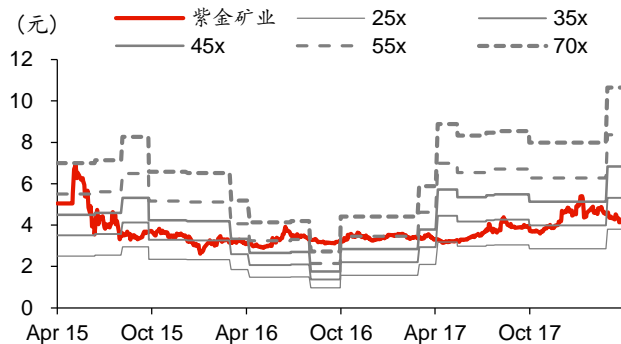
代码	公司	当前市值	18E 净利润 wind 一致预期	对应 18 年 PE
000060	中金岭南	227.98	13.20	17
601168	西部矿业	170.62	7.45	23
600362	江西铜业	605.29	31.36	19
600547	山东黄金	527.79	15.24	35
	均值			24
601899	紫金矿业	955.80	55.50	17

注: 除紫金矿业外均为 Wind 一致预期, 紫金矿业为华泰预测数据

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

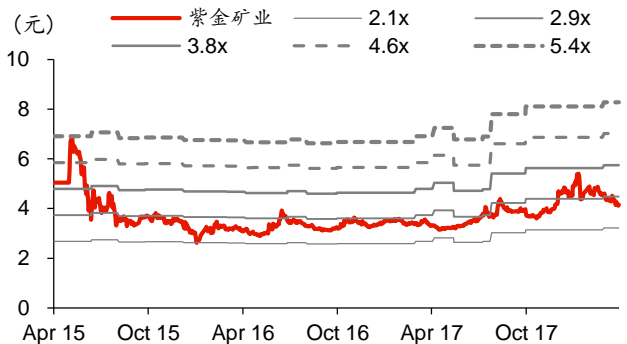
**PE/PB - Bands**

图表3: 紫金矿业历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表4: 紫金矿业历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	24,140	28,675	47,868	56,336	68,660
现金	5,023	5,936	25,198	33,016	45,026
应收账款	783.07	1,293	1,211	1,295	1,334
其他应收账款	997.21	1,153	1,264	1,279	1,333
预付账款	869.77	1,344	1,243	1,304	1,322
存货	12,003	11,090	12,487	12,547	12,703
其他流动资产	4,465	7,859	6,465	6,895	6,941
非流动资产	65,077	60,640	60,936	58,858	56,841
长期投资	7,909	6,797	7,168	7,044	7,086
固定投资	32,531	30,136	32,369	31,760	30,711
无形资产	10,257	9,904	9,304	8,697	8,092
其他非流动资产	14,381	13,803	12,095	11,357	10,952
资产总计	89,218	89,315	108,804	115,194	125,501
流动负债	33,852	28,794	40,980	40,065	40,749
短期借款	12,350	9,856	20,000	20,000	20,000
应付账款	4,727	4,217	4,683	4,622	4,782
其他流动负债	16,775	14,721	16,298	15,444	15,967
非流动负债	24,249	22,879	23,627	23,373	23,455
长期借款	5,775	6,599	6,599	6,599	6,599
其他非流动负债	18,474	16,280	17,028	16,774	16,856
负债合计	58,101	51,672	64,608	63,438	64,204
少数股东权益	3,354	2,643	3,531	4,668	6,192
股本	21,541	23,031	23,031	23,031	23,031
资本公积	6,703	11,110	11,110	11,110	11,110
留存公积	19,388	21,514	27,136	33,443	41,344
归属母公司股	27,762	35,000	61,394	67,816	75,833
负债和股东权益	89,218	89,315	129,532	135,922	146,229

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	8,602	9,764	10,397	11,222	14,019
净利润	1,687	3,248	6,438	8,743	10,612
折旧摊销	4,105	4,314	2,248	2,336	2,379
财务费用	581.53	2,013	1,348	1,166	755.44
投资损失	1,973	(155.67)	54.74	0.00	0.00
营运资金变动	427.49	(1,315)	1,781	(1,085)	127.86
其他经营现金	(172.85)	1,661	(1,472)	62.59	144.02
投资活动现金	(8,479)	(5,948)	(650.93)	(327.85)	(330.49)
资本支出	5,521	5,037	543.05	339.05	335.58
长期投资	1,625	254.47	417.58	(139.19)	46.40
其他投资现金	(1,333)	(655.65)	309.70	(127.99)	51.49
筹资活动现金	(507.89)	(2,674)	9,515	(3,077)	(1,678)
短期借款	6,956	(2,494)	10,144	0.00	0.00
长期借款	(3,476)	823.62	0.00	0.00	0.00
普通股增加	(2.50)	1,490	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(529.18)	4,407	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(3,456)	(6,901)	(628.67)	(3,077)	(1,678)
现金净增加额	(132.88)	1,042	19,262	7,818	12,010

### 利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	78,851	94,549	97,442	100,836	105,038
营业成本	69,782	81,372	81,966	83,485	85,464
营业税金及附加	907.96	1,352	1,462	1,109	1,155
营业费用	667.48	748.94	876.98	806.69	840.30
管理费用	2,822	2,994	3,508	3,025	3,151
财务费用	581.53	2,013	1,348	1,166	755.44
资产减值损失	560.84	2,221	5.70	5.70	5.70
公允价值变动收益	756.64	750.20	115.94	115.94	115.94
投资净收益	(1,973)	155.67	(54.74)	0.00	0.00
营业利润	2,313	5,027	8,338	11,355	13,782
营业外收入	251.62	57.61	0.57	0.00	0.00
营业外支出	438.53	516.30	74.08	0.00	0.00
利润总额	2,126	4,568	8,264	11,355	13,782
所得税	438.78	1,320	1,826	2,612	3,170
净利润	1,687	3,248	6,438	8,743	10,612
少数股东损益	(152.53)	(260.17)	888.00	1,137	1,524
归属母公司净利润	1,840	3,508	5,550	7,606	9,088
EBITDA	6,999	11,354	11,933	14,856	16,917
EPS (元, 基本)	0.09	0.15	0.24	0.33	0.39

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	6.12	19.91	3.06	3.48	4.17
营业利润	18.95	117.32	65.87	36.19	21.38
归属母公司净利润	11.12	90.66	58.22	37.06	19.48
获利能力 (%)					
毛利率	11.50	13.94	15.88	17.21	18.64
净利率	2.33	3.71	5.70	7.54	8.65
ROE	6.63	10.02	9.04	11.22	11.98
ROIC	4.70	9.86	14.87	19.35	23.50
偿债能力					
资产负债率 (%)	65.12	57.85	49.88	46.67	43.91
净负债比率 (%)	38.46	40.75	48.09	49.05	48.44
流动比率	0.71	1.00	1.17	1.41	1.69
速动比率	0.35	0.61	0.86	1.09	1.37
营运能力					
总资产周转率	0.91	1.06	0.98	0.90	0.87
应收账款周转率	94.94	90.32	77.17	79.80	79.22
应付账款周转率	15.22	18.20	18.42	17.95	18.18
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.08	0.15	0.24	0.33	0.39
每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	0.42	0.45	0.49	0.61
每股净资产(最新摊薄)	1.21	1.52	2.67	2.94	3.29
估值比率					
PE (倍)	51.95	27.25	17.22	12.57	10.52
PB (倍)	3.44	2.73	1.56	1.41	1.26
EV_EBITDA (倍)	16.00	9.86	9.39	7.54	6.62

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com