

有色金属

2018年03月27日

# 紫金矿业 (601899)

——2017年实现净利润同比增长90.66%，符合预期，维持买入评级！

报告原因：有信息公布需要点评

**买入 (维持)**

投资要点：

市场数据： 2018年03月26日

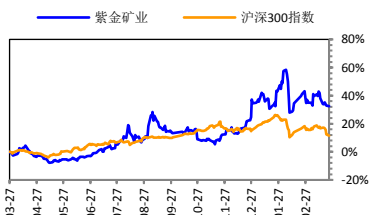
收盘价(元)	4.52
一年内最高/最低(元)	5.55/3.14
市净率	3.0
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	71433
上证指数/深证成指	3133.72/10564.38

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2017年12月31日

每股净资产(元)	15.2
资产负债率%	57.85
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：业绩同比大幅增加，公司盈利长期可期，维持“买入”评级！》2018/01/25

《紫金矿业(601899)深度：逆周期收储资源，铜矿业绩爆发开启价值回归之旅》2017/12/29

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)23297818x转  
shiss@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

● **2017年公司归母净利润同比增长90.66%，符合预期！**2017年公司实现营业收入945.49亿元，同比增长19.91%；实现归母净利润35.08亿元，同比增长90.66%，对应EPS0.15元，符合预期！其中，2017年实现归属上市公司扣非净利润26.97亿元，同比增加172.39%。公司四季度单季度实现净利润12.94亿元、扣非单季度净利润10.72亿元，环比增长42.75%。

● **铜量价齐升促盈利增长，资产减值损失拖累业绩：**(1)下半年全球铜价、锌价高位强势攀升。2017年12月LME铜价相比2017年9月增长10%，期间曾一度突破7300美元/吨，全年均价同比上涨29%；LME锌价同比增长38%，年底收于3315美元/吨，创十年来历史新高。受益于铜、锌价格增长，公司利润大幅提升；(2)产量方面，随着科卢韦奇铜矿投产、紫金山扩建项目陆续落实，2017年公司矿产铜产量20.8万吨，同比增长34%。矿产锌产量27万吨，增长8%，此外铁精矿产量实现一定幅度增长；成本方面，公司矿产铜成本基本与去年持平，为16992元/吨；矿产金成本同比上升6.32%至164.7元/克；(3)公司年报口径下2017年全年和四季度非经常性损益分别为8.04和2.21亿元，但与实际影响归母净利润的数值相比，这并不能反应公司运营全貌，主要由于固定资产减值和在建工程减值损失对利润表负面贡献科目并没有出现在非经常性损益中，其中在建工程6.1亿元减值中金吴铁业基建工程贡献5.59亿元减值(整个项目仍有7.19亿元在建工程需要转固)、同时相较2016年公司房屋、矿山的固定资产减值计提均显著增长，其中房屋更是从3140万元增长至2.22亿元。考虑到公司披露的在建工程仍有新疆、贵州基建项目，且固定资产期末余额高达301亿元，预计这部分变动将对2018年净利润产生剧烈影响和变化！

● **新增矿山项目持续贡献产量增量，基本金属属性愈发明确！**2017年公司累计投资34.61亿元，多宝山二期项目、阿舍勒铜矿开发紫金锌技改等项目稳步推进，预计2018年公司科卢韦奇铜矿将实现达产，多宝山二期项目投产，年矿产铜增加5万吨/年。2019年多宝山二期项目达产，矿产铜增加6万吨/年，2020年大型铜矿卡莫阿项目投产，权益矿产铜增加4.5万吨/年，公司成为中国最大的铜矿生产商之一。铜矿产量快速提升将提高公司盈利能力和盈利弹性。随着铜业务收入占公司总收入的比例持续提升，公司基本金属属性日益明确。

● **预计未来铜价保持高位震荡，供需趋紧下铜价中枢有望小幅抬升。**我们整体判断铜价未来2-3年位于6500-7400美元/吨区间(最新6659美元/吨)。尽管受下游补库回落和中美贸易战影响，短期铜价面临一定压力。综合考虑矿产铜新增产能有限，进口废铜限制、海外需求回暖、新能源汽车产量快速上升、电网投资复苏等因素，预计未来三年铜供需基本面改善，铜价中枢能在高位保持。

● **上调18-19年净利润预测，维持买入评级：**随着公司矿产产品产量提升以及矿产品价格持续改善，公司2018年盈利能力得到进一步增强。在2018年铜价7200美元/吨，锌价3200美元/吨，后两年铜价基本稳定，矿产锌价格年均回落5%假设下，我们上调公司2018年、2019年净利润至43.98亿、56.32亿(原净利润40亿、50.9亿元)，新增2020年净利润67.92亿。对应PE分别为24、19、16。根据FCFF法，我们得到公司2018年估值1363亿元，对应股价有30%以上上涨空间，维持买入建议。

财务数据及盈利预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	78,851	94,549	99,619	102,904	109,644
同比增长率(%)	6.12	19.91	5.40	3.30	6.60
净利润(百万元)	1,840	3,508	4,398	5,632	6,792
同比增长率(%)	11.12	90.66	25.37	28.10	20.60
每股收益(元/股)	0.09	0.15	0.19	0.24	0.29
毛利率(%)	11.5	13.9	13.1	14.1	14.8
ROE(%)	6.6	10.0	10.0	11.4	12.0
市盈率	53	30	24	19	16

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

## 财务摘要

百万元, 百万股	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	74,304	78,851	94,549	99,619	102,904	109,644
营业收入同比增长率 (yoy)	26.45%	6.12%	19.91%	5.40%	3.30%	6.60%
减: 营业成本	68,008	69,782	81,372	86,558	88,440	93,454
毛利率 (%)	8.47%	11.50%	13.94%	13.10%	14.10%	14.80%
减: 营业税金及附加	810	908	1,352	1,425	1,338	1,425
主营业务利润	5,486	8,161	11,824	11,636	13,126	14,765
主营业务利润率 (%)	7.38%	10.35%	12.51%	11.68%	12.76%	13.47%
减: 销售费用	692	667	749	787	1,029	1,096
减: 管理费用	2,621	2,822	2,994	3,168	3,807	3,947
减: 财务费用	946	582	2,013	1,709	1,464	1,372
经营性利润	1,228	4,089	6,068	5,972	6,826	8,350
经营性利润同比增长率 (yoy)	-61.53%	233.04%	48.39%	-1.59%	14.30%	22.33%
经营性利润率 (%)	1.65%	5.19%	6.42%	5.99%	6.63%	7.62%
减: 资产减值损失	471	561	2,221	925	757	690
加: 投资收益及其他	1,313	-1,973	156	120	70	-100
营业利润	1,944	2,312	5,027	5,917	6,338	7,929
加: 营业外净收入	142	-186	-459	-231	-100	0
利润总额	2,086	2,126	4,568	5,686	6,238	7,929
减: 所得税	743	439	1,320	1,614	925	1,204
净利润	1,343	1,687	3,248	4,072	5,313	6,725
少数股东损益	-313	-153	-260	-326	-319	-67
归属于母公司所有者的净利润	1,656	1,840	3,508	4,398	5,632	6,792
净利润同比增长率 (yoy)	-29.40%	11.12%	90.66%	25.37%	28.10%	20.60%
全面摊薄总股本	21,541	21,541	23,031	23,031	23,031	23,031
每股收益 (元)	0.08	0.09	0.16	0.19	0.24	0.29
归属母公司所有者净利润率 (%)	2.23%	2.33%	3.71%	-	-	-
ROE	6.01%	6.63%	10.02%	10.00%	11.40%	12.00%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

## 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，可以向我们的销售员索取。

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。