

紫金矿业 (601899) 2018 年三季度报点评

计提减值影响短期业绩，铜矿产能加速释放

2018 年 10 月 30 日

投资要点：

- ❖ **营收稳定增长，矿产品盈利维持较高水平。**2018 年 10 月 27 日紫金矿业 (601899) 发布第三季度报告，报告显示 2018 年前三季度，公司实现营业收入 761.73 亿元，同比增长 22.90%，其中三季度单季营收 263.59 亿元，同比增长 7.79%，环比下滑 2.19%；公司前三季度实现归母净利润 33.52 亿元，同比增长 51.40%，其中三季度单季净利润 8.26 亿元，同比增长 16.50%，环比下滑 42.68%。
- ❖ **大幅计提资产减值准备对三季度利润影响显著。**公司 2018 年前三季度资产减值准备金额为 7.74 亿元，其中三季度单季 4.56 亿元。计提减值对公司 2018 年前三季度归母净利润影响达到 4.96 亿元，对三季度单季净利润影响 2.58 亿元，导致三季度单季利润环比出现下滑。
- ❖ **铜矿业产销显著增长，持续贡献业绩。**2018 年前三季度，公司矿产铜 18.25 万吨，销量 18.20 万吨，同比增长 19.4%。毛利率由 2017 年同期 50.6% 增长至 52.3%。铜矿业产销快速扩张，持续贡献业绩增长。2018 年前三季度公司矿山企业综合毛利率 48.68%，同比增加 2.62 个百分点，整体综合毛利率 13.44%，同比下降 1.31 个百分点，下降原因为公司贸易收入占比提升，而贸易业务毛利率由 2017 年同期 0.73% 降至 0.23%。
- ❖ **矿业版图再扩张，铜产量远景超过 60 万吨。**2018 年 9 月，公司收购加拿大 Nevsun 公司和塞尔维亚 RTB BOR 公司 63% 的股份，Nevsun 旗下 Bisha 和 Timok 项目拥有塞尔维亚等地 27 个探矿权，RTB BOR 控制加推断的铜金属量达 786 万吨，未来出含量有望增至 8 万吨。科卢韦齐项目和多宝山二期工程 2019 年预计投产，预计分别新增产量 5 万吨和 3 万吨。同时公司位于刚果（金）的卡莫阿-卡库拉铜矿进展顺利，预计 2021 年投产，一期产能 600 万吨/年（矿石量），前五年年均铜产量 25 万吨。
- ❖ **铜金行业回暖在望，公司业绩有望保持快速增长。**2018 年四季度和 2019 年国内基建投资有望回暖，对铜消费形成显著支撑，加上全球精炼铜供需长周期偏紧，铜价有望回升。黄金价格受全球经济运行和通胀等因素影响，也重拾涨势，加息周期和强势美元对金属价格的压制弱化，公司铜金主营业务利润水平有望提升，带来公司业绩持续稳定增长。
- ❖ **风险因素：**宏观经济增速下跌，金属价格下跌，扩产项目不及预期。
- ❖ **维持“买入”评级。**维持公司 2018-2020 年净利润预测为 46.09 亿/60.47 亿/70.22 亿元，EPS0.20/0.26/0.30 元，对应 PE18/14/12 倍，结合公司铜矿产能扩张和金属价格回暖，给予公司 25 倍 PE，目标价 5.0 元，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	100,809	111,847	122,833
增长率 YoY%	6.1	19.9	6.6	10.9	9.8
净利润(百万元)	1,840	3,508	4,609	6,047	7,022
增长率 YoY%	25.7	90.7	31.4	31.2	16.1
每股收益 EPS(摊薄)(元)	0.09	0.16	0.20	0.26	0.30
PE	42	22	18	14	12
PB	2.8	2.3	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	8	6	5	4	3
毛利率%	11.5	13.9	13.8	14.3	14.6
净资产收益率 ROE%	7.3	10.6	12.5	14.5	14.8
每股净资产(元)	1.29	1.52	1.72	1.98	2.29

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2018 年 10 月 29 日收盘价



买入 (维持)

当前价：3.55 元

目标价：5.00 元

中信证券研究部

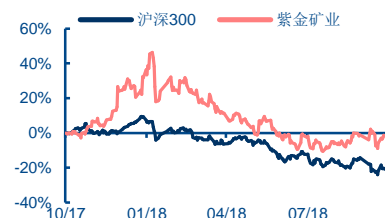
敖冲

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：中信证券量化投资分析系统

主要数据

沪深 300 指数	3173.64 点
总股本/流通股本	230/169 亿股
近 12 月最高/最低价	5.41 元/3.21 元
近 1 月绝对涨幅	-1.11%
近 6 月绝对涨幅	-11.69%
今年以来绝对涨幅	-20.70%
12 个月日均成交额	892.30 百万元

相关研究

1. 紫金矿业 (601899.SH) 2018 年中报业绩点评——净利润同比增长 67.8%，海外业务贡献占比提升 (2018-08-28)
2. 紫金矿业 (601899.SH) 2018 年中报业绩快报点评——成本管控出色业绩超预期，低估矿业龙头配置价值凸显 (2018-07-23)
3. 紫金矿业 (601899.SH) 2018 年一季报点评——扣非后归母净利润增长 176.5% (2018-04-25)
4. 紫金矿业 (601899.SH) 2017 年年报点评——全球矿业回暖周期的确定性龙头 (2018-03-26)

利润表（百万元）

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	78,851	94,549	100,809	111,847	122,833
营业成本	69,782	81,372	86,931	95,858	104,935
毛利率	11.5%	13.9%	13.8%	14.3%	14.6%
营业税金及附加	908	1,352	1,411	1,566	1,720
营业费用	667	749	918	1,019	1,119
营业费用率	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
管理费用	2,822	2,994	2,914	3,355	3,685
管理费用率	3.6%	3.2%	2.9%	3.0%	3.0%
财务费用	582	2,013	881	1,066	984
财务费用率	0.7%	2.1%	0.9%	1.0%	0.8%
投资收益	-1,973	429	300	300	300
营业利润	2,312	5,027	7,721	9,556	11,119
营业利润率	2.9%	5.3%	7.7%	8.5%	9.1%
营业外收入	262	58	300	240	240
营业外支出	448	516	404	411	445
利润总额	2,126	4,568	7,618	9,385	10,914
所得税	439	1,320	2,195	2,271	2,654
所得税率	10.7%	31.9%	30.0%	25.0%	25.0%
少数股东损益	-153	-260	813	1,067	1,239
归属于母公司股东的净利润	1,840	3,508	4,609	6,047	7,022
净利率	2.1%	3.4%	5.4%	6.4%	6.7%

现金流量表（百万元）

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,840	3,508	4,609	6,047	7,022
少数股东损益	-153	-260	813	1,067	1,239
折旧和摊销	3,897	4,070	3,641	4,200	4,431
营运资金变动	391	-1,177	-1,149	-13	-1,051
其他	2,626	3,624	913	493	255
经营现金流	8,602	9,764	8,827	11,793	11,896
资本支出	-5,521	-5,037	-5,101	-5,504	-5,805
投资收益	817	605	300	300	300
资产变卖	781	1,094	-800	-800	-800
其他	-4,556	-2,609	2,186	500	500
投资现金流	-8,479	-5,948	-3,416	-5,504	-5,805
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	4,133	-5,708	-3,638	1,203	-1,300
股息支出	0	0	0	0	0
其他	-4,641	3,034	-881	-1,066	-984
融资现金流	-508	-2,674	-4,520	138	-2,284
现金净增加额	-385	1,142	892	6,426	3,807

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

资产负债表（百万元）

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	5,023	5,936	6,828	13,254	17,061
存货	12,003	11,090	14,344	14,379	15,740
应收账款	783	1,293	680	619	713
其他流动资产	6,332	10,356	12,210	14,093	15,975
流动资产	24,140	28,675	34,063	42,345	49,490
固定资产	32,531	30,136	30,405	30,463	30,368
长期股权投资	7,909	6,797	6,797	6,797	6,797
无形资产	10,257	9,904	9,309	8,751	8,226
其他长期资产	14,381	13,803	16,389	18,994	21,789
非流动资产	65,077	60,640	62,901	65,005	67,179
资产总计	89,218	89,315	96,963	107,350	116,669
短期借款	12,350	9,856	18,497	18,000	15,000
应付账款	4,727	4,217	5,911	6,518	7,136
其他流动负债	16,775	14,721	19,484	21,478	23,752
流动负债	33,852	28,794	43,891	45,997	45,887
长期负债	5,775	6,599	7,599	8,799	9,999
其他长期负债	18,474	16,280	1,607	1,575	1,543
非流动性负债	24,249	22,879	9,207	10,374	11,542
负债合计	58,101	51,672	53,098	56,371	57,429
股本	2,154	2,303	2,303	2,303	2,303
资本公积	6,703	11,110	11,110	11,110	11,110
股东权益合计	28,405	35,603	40,212	46,258	53,280
少数股东权益	3,354	2,643	3,456	4,524	5,763
负债股东权益总计	89,218	89,315	96,963	107,350	116,669

主要财务指标

指标名称	2016	2017	2018E	2019E	2020E
增长率（%）					
营业收入	6.1	19.9	6.6	10.9	9.8
营业利润	18.9	117.4	53.6	23.8	16.4
净利润	25.7	90.7	31.4	31.2	16.1
利润率（%）					
毛利率	11.5	13.9	13.8	14.3	14.6
EBIT Margin	5.9	8.5	8.6	9.0	9.3
EBITDA Margin	10.9	12.9	12.2	12.7	12.9
净利率	2.1	3.4	5.4	6.4	6.7
回报率（%）					
净资产收益率	7.3	10.6	12.5	14.5	14.8
总资产收益率	1.9	3.6	5.6	6.6	7.1
其他（%）					
资产负债率	65.1	57.9	54.8	52.5	49.2

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）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。