

投资评级 优于大市 维持

公开增发收购 Nevsun, 金属储量全面提升

股票数据

1月2日收盘价(元)	3.01
52周股价波动(元)	3.01-5.55
总股本/流通A股(百万股)	23031/16876
总市值/流通市值(百万元)	76924/75526

相关研究

《获 RTB BOR 投标第一, 持续推进海外并购战略》2018.09.04

《科卢韦齐达产, 量价齐升助力业绩大增》2018.07.24

《海外积极拓展, 引领铜业龙头》2018.06.07

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	0.0	-5.9	-6.4
相对涨幅 (%)	5.3	-0.8	6.0

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 施毅

Tel: (021) 23219480

Email: sy8486@htsec.com

证书: S0850512070008

联系人: 陈晓航

Tel: (021) 23154392

Email: cxh11840@htsec.com

联系人: 甘嘉尧

Tel: (021) 23154394

Email: gjy11909@htsec.com

投资要点:

- 采用公开增发方式收购 Nevsun。**紫金矿业公告拟公开增发不超过 80 亿元, 用以收购 Nevsun Resources Ltd. 100% 股权项目, 发行价格不低于招股意向书公告前二十个交易日公司 A 股股票均价, 或前一个交易日均价。我们认为采用公开增发方式, 有利于降低目前市场环境下融资失败风险, 顺利募集资金。
- 储量提升, 即核心竞争力提升。**按权益计算, 此次收购公司将新增铜资源储量约 825.3 万吨, 金资源储量约 241.8 吨, 锌资源储量约 187.7 万吨, 分别占公司现有储量的 26.22%, 18.32% 和 23.97%。因此, 此次收购对于公司主营的三大金属储量整体提升十分显著, 对于矿业公司而言, 储量即是核心竞争力, 紫金矿业的国际行业地位也得到提升。
- 两大核心资产创收潜力足。**Nevsun 拥有 Timok 铜金矿及 Bisha 铜锌矿两大核心资产。Timok 铜金矿资源储量大, 且上带矿品位高, 我们预计未来有望为公司创造可观利润; Bisha 铜锌矿 2018 年 1-9 月利润为 2312 万美元。
- Timok: 高品位铜金矿待开发。**Timok 铜金矿位于中东欧的塞尔维亚, 目前尚未开发。Nevsun 持有其上带矿 100% 权益, 目前持有下带矿 60.40% 权益 (可能稀释至 46%)。上带矿探明+控制资源量为铜金属量 105 万吨 (平均品位 3.7%), 金金属量 220 万盎司 (平均品位 2.4 克/吨); 下带矿推断资源量为铜金属量 1430 万吨 (平均品位 0.86%), 金金属量 960 万盎司 (平均品位 0.18 克/吨)。按最终权益核算, Nevsun 在 Timok 铜金矿的权益铜金属量为 786 万吨, 金金属量为 219 吨。
- 盈利预测与估值。**公司黄金、铜等金属资源储量居全球前列, 资源储备丰富大大提升公司全球竞争力和业绩弹性。公司预计 2018 年生产矿产铜 24.4 万吨, 2019 年铜增量包括科卢韦齐二期铜钴回收项目, 多宝山二期达产, 收购 RTB BOR, 以及此次收购 Nevsun 旗下 Bisha 铜锌矿, 我们预计 2019 年紫金矿业铜矿增量可达 10 万吨以上。锌产量由于并入年产锌约 10 万吨的 Bisha 铜锌矿, 产量也大幅增长, 紫金矿业龙头地位更加凸显。暂不考虑增发影响, 我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.22、0.26 和 0.29 元/股, 参考可比公司估值水平, 给予 2018 年 25-26 倍 PE 估值, 对应合理价值区间 5.50-5.72 元, 给予“优于大市”评级。
- 风险提示。**铜扩产进度风险, 铅锌需求不及预期, 黄金受金融属性影响波动。

主要财务数据及预测

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	78851.14	94548.62	99526.25	105945.88	109882.20
(+/-)YoY(%)	6.12%	19.91%	5.26%	6.45%	3.72%
净利润(百万元)	1839.80	3507.72	5043.35	6027.48	6690.95
(+/-)YoY(%)	11.12%	90.66%	43.78%	19.51%	11.01%
全面摊薄 EPS(元)	0.08	0.15	0.22	0.26	0.29
毛利率(%)	11.50%	13.94%	14.62%	15.54%	15.66%
净资产收益率(%)	6.63%	10.02%	12.59%	13.08%	12.68%

 资料来源: 公司年报 (2016-2017), 海通证券研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

1. 采用公开增发方式收购 Nevsun

紫金矿业公告拟公开增发不超过 80 亿元,用以收购 Nevsun Resources Ltd. 100% 股权项目,发行价格不低于招股意向书公告前二十个交易日公司 A 股股票均价,或前一个交易日均价。我们认为采用公开增发方式,有利于降低目前市场环境下融资失败风险,顺利募集资金。

储量提升,即核心竞争力提升。按权益计算,此次收购公司将新增铜资源储量约 825.3 万吨,金资源储量约 241.8 吨,锌资源储量约 187.7 万吨,分别占公司现有储量的 26.22%, 18.32% 和 23.97%。因此,此次收购对于公司主营的三大金属储量整体提升十分显著,对于矿业公司而言,储量即是核心竞争力,紫金矿业的国际行业地位也得到提升。

2. 两大核心资产创收潜力足

Nevsun 拥有 Timok 铜金矿及 Bisha 铜锌矿两大核心资产,其中 Timok 铜金矿尚未开发,Bisha 铜锌矿为在产矿山。Timok 铜金矿资源储量大,且上带矿品位高,我们预计未来有望为公司创造较为可观的利润;Bisha 铜锌矿 2018 年 1-9 月利润为 2312 万美元。

Timok: 高品位铜金矿待开发。Timok 铜金矿位于中东欧的塞尔维亚,目前尚未开发。Nevsun 持有其上带矿 100% 权益,目前持有下带矿 60.40% 权益(可能稀释至 46%)。上带矿探明+控制资源量为铜金属量 105 万吨(平均品位 3.7%),金金属量 220 万盎司(平均品位 2.4 克/吨);下带矿推断资源量为铜金属量 1430 万吨(平均品位 0.86%),金金属量 960 万盎司(平均品位 0.18 克/吨)。按最终权益核算,Nevsun 在 Timok 铜金矿的权益铜金属量为 786 万吨,金金属量为 219 吨。

根据 Hatch 等编制的预可研报告, Timok 上带矿项目计划从 2020 年开始建设,预计 2022 年建成试产,项目初始资本开支 5.74 亿美元,其中达产的前三年年均产铜可达 14.8 万吨。Timok 上带矿 C1 现金成本为 0.92 美元/磅,如果以铜价 3.15 美元/磅、贴现率 8% 计算, Timok 上带矿 IRR 高达为 80%。

Bisha: 主产锌+伴生铜。Bisha 铜锌矿位于非洲厄立特里亚。Nevsun 持有 Bisha 铜锌矿项目 60% 权益,该项目为在产矿山。Bisha 铜锌矿探明+控制资源量为锌金属量 149.4 万吨(平均品位 4.34%),铜金属量 34.7 万吨(平均品位 1.03%),金金属量 21 吨(平均品位 0.60 克/吨)。

Bisha 铜锌矿目前采剥能力为 2000 万吨/年,选矿设计产能为 240 万吨/年。Bisha 2017 年度生产锌金属产量约 9.5 万吨, C1 现金成本为 0.97 美元/磅,如计入副产品, C1 现金成本为 0.88 美元/磅;铜金属产量约 0.8 万吨, C1 现金成本为 1.72 美元/磅。此外,公司还有 Harena、Asheli 等矿段拥有较大资源储量。

3. 盈利预测与估值

公司黄金、铜等金属资源储量居全球前列,资源储备丰富大大提升公司全球竞争力和业绩弹性。公司预计 2018 年生产矿产铜 24.4 万吨,2019 年铜增量包括科卢韦齐二期铜钴回收项目,多宝山二期达产,收购 RTB BOR,以及此次收购 Nevsun 旗下 Bisha 铜锌矿,我们预计 2019 年紫金矿业铜矿增量可达 10 万吨以上。锌产量由于并入年产锌约 10 万吨的 Bisha 铜锌矿,产量也大幅增长,紫金矿业龙头地位更加凸显。

暂不考虑增发影响,我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.22、0.26 和 0.29 元/股,参考可比公司估值水平,给予 2018 年 25-26 倍 PE 估值,对应合理价值区间 5.50-5.72 元,给予“优于大市”评级。

表 1 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS (倍)	PB (倍)
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2018E	2018E
000878	云南铜业	112	0.16	0.35	0.42	49.50	22.53	19.01	0.26	1.80
600547	山东黄金	675	0.61	0.52	0.71	50.00	58.17	42.86	1.36	3.20
600362	江西铜业	450	0.46	0.77	0.87	28.24	16.91	14.94	0.21	0.91
	均值		0.41	0.55	0.67	42.58	32.54	25.60	0.61	1.97

注：收盘价为 2019 年 1 月 2 日价格，EPS 为 Wind 一致预期
资料来源：Wind，海通证券研究所

4. 风险提示

铜扩产进度风险，铅锌需求不及预期，黄金受金融属性影响波动。

信息披露

分析师声明

施毅 有色金属行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 楚江新材,盛达矿业,贵研铂业,紫金矿业,横店东磁,兴业矿业,天齐锂业,驰宏锌锗,金诚信,洛阳钼业

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现作为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通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。