

公司研究/动态点评

2019年06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): 3.75
合理价格区间(元): 4.60~5.06

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

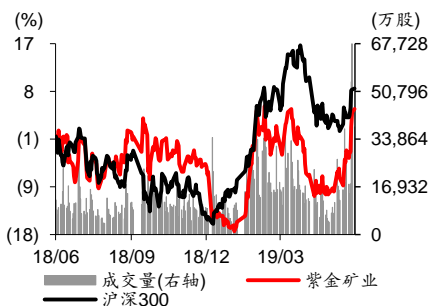
邱乐园 执业证书编号: S0570517100003
研究员 010-56793945
qiuleyuan@htsc.com

江翰博 010-56793962
联系人 jianghanbo@htsc.com

相关研究

- 1《紫金矿业(601899,增持): 资产减值影响利润, 海外矿山扩张带来成长性》2019.03
- 2《紫金矿业(601899,增持): 资产减值计提拖累盈利, 矿山利润稳定释放》2018.10
- 3《紫金矿业(601899,增持): 再议紫金龙头价值, “资”“产”版图持续谋划》2018.09

一年内股价走势图



资料来源: Wind

公司基本资料

总股本 (百万股)	23,031
流通 A 股 (百万股)	16,876
52 周内股价区间 (元)	2.95-3.77
总市值 (百万元)	86,367
总资产 (百万元)	113,134
每股净资产 (元)	1.81

资料来源: 公司公告

攻守兼备, 景气周期向上的资源龙头

紫金矿业(601899)

景气周期向上的铜金矿资源龙头

据 18 年报, 公司成功并购塞尔维亚 RTB BOR 集团 63% 股份、NEVSUN 公司 100% 股份, 金铜锌资源量大幅增加; 19 年公司计划生产矿产金 40 吨, 同比增长 9.6%, 矿产铜 35 万吨, 同比增长 41.1%。新建成项目和新并购项目的加入, 是主要矿产品产量增加的主要因素, 叠加近期美元指数下行, 黄金价格大幅上涨, 铜价格有望底部企稳回升, 我们认为公司主要产品价格上涨以及资源扩张有望确立向上的景气周期。

黄金价格上涨周期有望确立

美国近期高频经济数据的不及预期以及美联储议息会议的预期指引, 华泰宏观认为下半年美国相比其他国家的经济优势将收敛。在量化宽松预期和经济走弱的趋势下, 我们认为美元指数或将进入下行通道, 黄金价格上升周期有望确立。

铜供给端收缩显著, 新能源铜需求中长期有望维持较高增速

供给端生产扰动因素不断, 新能源铜需求中长期向好。据 SMM, 6 月 22 日 Codelco 旗下年产约 30 万吨铜矿 chuquicamata 工人拒绝最新合同方案, 目前罢工至少会持续到 6 月 28 日; 截至 6 月 21 日, 进口铜精矿粗炼加工费均价 59.5 美元/吨, 为 13 年以来新低。截至 19 年 6 月 21 日, 全球三大交易所铜库存总计约 42 万吨, 处于历史相对低位。彭博预计 19-21 年新能源领域铜消费量增速约为 20%。我们认为 19-21 年全球精炼铜供应收缩预期加剧, 叠加全球新能源铜消费量有望维持两位数以上的高增速, 预计 19 年全球精炼铜增速约 1.9% 高于 1.4% 的供给增速。

中长期项目有望接力释放, 具备资源续航能力

除了上述并购项目, 据 18 年报, 公司目前正与艾芬豪共同推进大型项目刚果(金)卡莫阿矿山的建设, 计划一期年矿石产能 600 万吨、铜 30-40 万吨, 公司预计 2020-2021 年有望初步投产。此外 18 年内海外刚果(金)科卢韦齐二期铜钴矿湿法厂(新增矿产铜 4 万吨/年, 矿产钴 3000 吨/年)、黑龙江多宝山铜矿二期扩建工程(新增矿产铜 6 万吨/年)顺利建成试投产, 我们预计将逐步释放新产能。我们认为公司中长期项目产能有望接力释放, 具备较为充分的资源续航能力。

黄金价格涨幅超预期, 维持公司“增持”评级

据 Wind, 190102-0624 期间 SHFE 黄金价格上涨 9.71%。考虑金价超预期上涨, 上调公司盈利预测, 预计公司 19-21 年收入为 1225.27、1233.66、1256.65 亿元, 归母净利润为 52.37、57.35、64.22 亿元, 相较此前上调 7.38%、7.78%、7.05%, 对应当前 PE 分别为 16、14、13 倍。参考可比公司 19 年 Wind 一致预期的 PE 的平均水平 27 倍, 可比公司中山东黄金 19 年 PE 估值为 48 倍, 致使平均值较高, 公司并非纯黄金标的, 因此给予一定估值折价, 给予 19 年 PE20-22 倍, 对应目标价区间 4.60-5.06 元。维持“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。

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	94,549	105,994	122,527	123,366	125,665
+/-%	19.91	12.11	15.60	0.68	1.86
归属母公司净利润 (百万元)	3,508	4,094	5,237	5,735	6,422
+/-%	90.66	16.71	27.92	9.51	11.98
EPS (元, 最新摊薄)	0.15	0.18	0.23	0.25	0.28
PE (倍)	23.57	20.20	15.79	14.42	12.87

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 可比公司估值表 (截止 2019年6月24日) 单位: 亿元

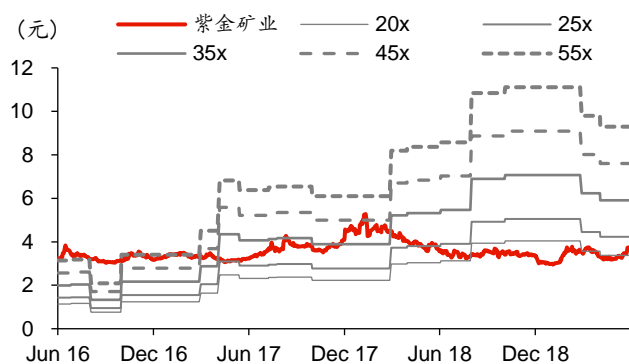
代码	公司	当前市值	19E 净利润	对应 PE
000060	中金岭南	171.70	10.32	17
600362	江西铜业	546.76	31.68	17
600547	山东黄金	895.57	18.50	48
均值				27
601899	紫金矿业	863.67	52.37	16

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

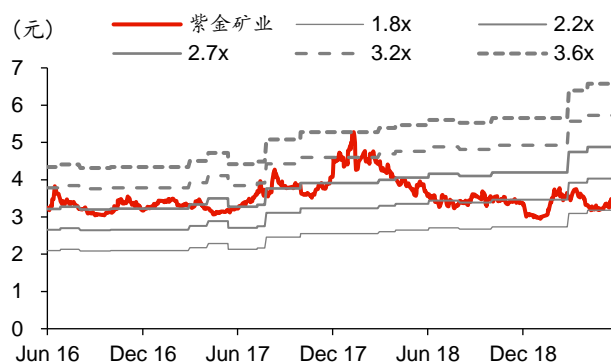
PE/PB - Bands

图表2: 紫金矿业历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表3: 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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	28,675	30,449	31,158	33,273	44,994
现金	5,936	10,090	8,705	10,675	22,481
应收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收账款	1,153	1,416	1,479	1,506	1,526
预付账款	1,344	1,419	1,506	1,505	1,527
存货	11,090	12,670	13,680	13,503	13,706
其他流动资产	9,152	4,854	5,789	6,085	5,755
非流动资产	60,640	82,431	80,066	76,670	72,707
长期投资	6,797	7,042	7,260	7,337	7,311
固定投资	30,136	34,144	36,019	34,478	31,963
无形资产	9,904	22,510	21,788	21,048	20,314
其他非流动资产	13,803	18,734	15,000	13,806	13,117
资产总计	89,315	112,879	111,225	109,944	117,701
流动负债	28,794	37,223	29,526	21,540	21,393
短期借款	9,856	15,617	8,523	0.00	0.00
应付账款	4,396	4,701	4,966	4,969	5,041
其他流动负债	14,541	16,905	16,037	16,571	16,352
非流动负债	22,879	28,382	28,664	28,573	28,598
长期借款	6,599	12,918	12,918	12,918	12,918
其他非流动负债	16,280	15,465	15,747	15,656	15,680
负债合计	51,672	65,606	58,191	50,113	49,991
少数股东权益	2,643	6,818	7,702	9,272	11,196
股本	23,031	23,031	23,031	23,031	23,031
资本公积	11,110	11,095	11,095	11,095	11,095
留存公积	21,514	23,501	31,935	37,160	43,116
归属母公司股东权益	35,000	40,455	45,332	50,558	56,514
负债和股东权益	89,315	112,879	111,225	109,944	117,701

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	9,764	10,233	10,584	13,367	14,406
净利润	3,248	4,683	6,883	7,387	8,428
折旧摊销	4,314	4,434	4,568	4,868	5,051
财务费用	2,013	1,254	1,593	1,223	842.80
投资损失	(155.67)	(1,061)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(1,315)	(1,748)	(1,632)	105.50	456.23
其他经营现金	1,661	2,671	(827.41)	(217.08)	(372.89)
投资活动现金	(5,948)	(13,640)	(2,757)	(1,095)	(1,084)
资本支出	5,037	7,809	1,947	1,062	782.97
长期投资	254.47	534.57	(57.85)	19.28	(6.43)
其他投资现金	(655.65)	(5,297)	(867.48)	(13.80)	(307.43)
筹资活动现金	(2,674)	7,655	(9,212)	(9,620)	(1,721)
短期借款	(2,494)	5,761	(7,093)	(8,523)	0.00
长期借款	823.62	6,319	0.00	0.00	0.00
普通股增加	1,490	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	4,407	(15.15)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(6,901)	(4,409)	(2,119)	(1,097)	(1,721)
现金净增加额	1,042	4,178	(1,385)	2,651	11,601

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	94,549	105,994	122,527	123,366	125,665
营业成本	81,372	92,651	105,015	105,504	106,673
营业税金及附加	1,352	1,599	1,838	1,850	1,885
营业费用	748.94	887.45	1,225	1,234	1,257
管理费用	2,695	2,965	3,427	3,454	3,519
财务费用	2,013	1,254	1,593	1,223	842.80
资产减值损失	2,221	1,500	200.00	200.00	200.00
公允价值变动收益	750.20	(135.78)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	155.67	1,061	0.00	0.00	0.00
营业利润	5,027	6,181	9,228	9,900	11,289
营业外收入	57.61	365.95	365.95	365.95	365.95
营业外支出	516.30	417.14	417.14	417.14	417.14
利润总额	4,568	6,130	9,177	9,849	11,238
所得税	1,320	1,448	2,294	2,462	2,809
净利润	3,248	4,683	6,883	7,387	8,428
少数股东损益	(260.17)	588.90	1,646	1,652	2,006
归属母公司净利润	3,508	4,094	5,237	5,735	6,422
EBITDA	11,354	11,869	15,390	15,991	17,183
EPS (元, 基本)	0.15	0.18	0.23	0.25	0.28

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	19.91	12.11	15.60	0.68	1.86
营业利润	117.32	22.97	49.29	7.28	14.03
归属母公司净利润	90.66	16.71	27.92	9.51	11.98
获利能力 (%)					
毛利率	13.94	12.59	14.29	14.48	15.11
净利率	3.71	3.86	4.27	4.65	5.11
ROE	10.02	10.12	11.55	11.34	11.36
ROIC	9.87	8.58	11.72	12.76	15.01
偿债能力					
资产负债率 (%)	57.85	58.12	52.32	45.58	42.47
净负债比率 (%)	40.75	58.29	50.60	42.88	42.61
流动比率	1.00	0.82	1.06	1.54	2.10
速动比率	0.61	0.48	0.59	0.92	1.46
营运能力					
总资产周转率	1.06	1.05	1.09	1.12	1.10
应收账款周转率	236.17	9,144	9,879	9,591	9,630
应付账款周转率	17.84	20.37	21.73	21.24	21.31
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.15	0.18	0.23	0.25	0.28
每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	0.44	0.46	0.58	0.63
每股净资产(最新摊薄)	1.52	1.76	1.97	2.20	2.45
估值比率					
PE (倍)	23.57	20.20	15.79	14.42	12.87
PB (倍)	2.36	2.04	1.82	1.64	1.46
EV_EBITDA (倍)	9.70	9.28	7.16	6.89	6.41

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

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：91320000704041011J。

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 2019 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

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

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