

投资评级 优于大市 维持

股票数据

07 月 23 日收盘价(元)	3.41
52 周股价波动(元)	3.21-5.55
总股本/流通 A 股(百万股)	23031/16876
总市值/流通市值(百万元)	78536/77109

相关研究

《海外积极拓展, 引领铜业龙头》2018.06.07
《边陲宝山, 二期扩建助力产量释放》
2017.09.16
《有望成为国内第一大铜股》2017.08.31

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-15.5	-15.5	-21.5
相对涨幅(%)	-10.2	-3.4	-11.4

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

分析师: 钟奇

Tel: (021) 23219962

Email: zq8487@htsec.com

证书: S0850513110001

联系人: 陈晓航

Tel: (021) 23154392

Email: cxh11840@htsec.com

科卢韦齐达产, 量价齐升助力业绩大增

投资要点:

- **事件:** 公司发布 2018 年上半年业绩快报, 2018 上半年实现营业收入 498.14 亿元, 同比增长 32.75%; 归母净利 25.23 亿元, 同比增长 67.60%; EPS 0.11 元/股, 同比增长 59.42%。
- **科卢韦齐达产, 量价齐升助力业绩大增。** 公司业绩上升原因包括主要产品价格同比上涨, 按照市场均价计算, 2018 年上半年铜价同比上涨 11.47%, 锌价同比上涨 10.85%; 此外, 人民币汇率波动导致公司汇兑损失同比减少, 公司艾芬豪股票重分类后不再影响当期损益。
- 公司刚果(金)科卢韦齐铜矿浮选系统在 2017 年下半年投产并迅速达产, 推动业绩增长。目前科卢韦齐年产出硫化铜精矿约 1.1 万金属吨, 氧化铜精矿约 4.41 万金属吨, 以及冶炼产品粗铜约 3.4 万金属吨。我们预计科卢韦齐 2018 年产铜 5.5 万吨以上, 同比 2017 年产量 2.19 万吨增加 151%。
- 科卢韦齐铜矿(公司持股 72%)位于刚果科卢韦齐市区南部, 拥有刚果(金)矿业部颁发的两个矿权证, 矿权面积 3.359 平方公里, 包含 Kolwezi 和 Noyka 两个矿段, 蕴含铜储量 170.13 万吨, 平均品位 4.4%, 远高于国内铜矿平均品位, 能够带来较好的经济效益。目前公司正加快推进科卢韦齐铜钴矿湿法系统建设, 加大铜钴资源回收利用。
- **卡莫阿: 非洲大陆已发现的最大铜矿。** 公司的卡莫阿铜矿项目拥有控制级别+推断级别的铜金属资源量合计为 4249 万吨。公司预计的生产规模为: 前 4 年 600 万吨/年, 第 5 年以后为 1200 万吨/年。一期工程计划 2018 年投入使用; 二期工程计划于 2022 年投入使用。我们认为卡莫阿的顺利建设与投产是公司未来业绩的显著增长点。
- **铜: 2018 年持续短缺。** 2020 年之前全球没有超过 18 万吨的大型铜矿项目, 铜企罢工是供给端黑天鹅。WBMS 数据显示, 2018 年 1-4 月全球铜市供应缺口为 21.3 万吨, 我们预计 2018 年全球铜供应持续短缺。
- **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。我们预计 2 年内紫金矿业矿产铜产量将达到 30 万吨, 成为国内第一大铜股。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, 维持“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, EPS 按照年末股本摊薄

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

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	133	0.16	0.30	0.39	58.81	31.30	24.17	0.24	2.13
600547	山东黄金	442	0.61	0.80	0.97	39.05	29.74	24.62	0.80	2.65
600362	江西铜业	532	0.46	0.92	1.08	33.41	16.76	14.17	0.25	1.10
	均值		0.41	0.67	0.81	43.76	25.93	20.99	0.43	1.96

注：收盘价为 2018 年 7 月 23 日价格，EPS 为 wind 一致预期

资料来源：Wind，海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E	利润表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标 (元)					营业总收入	94548.62	99526.25	105945.88	109882.20
每股收益	0.15	0.22	0.26	0.29	营业成本	81371.97	84979.41	89485.94	92678.18
每股净资产	1.52	1.74	2.00	2.29	毛利率%	13.94%	14.62%	15.54%	15.66%
每股经营现金流	4.24	3.39	4.35	5.10	营业税金及附加	1352.34	1331.03	1449.71	1492.23
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	营业税金率%	1.43%	1.34%	1.37%	1.36%
价值评估 (倍)					营业费用	748.94	806.41	852.03	885.90
P/E	22.39	15.57	13.03	11.74	营业费用率%	0.79%	0.81%	0.80%	0.81%
P/B	2.24	1.96	1.70	1.49	管理费用	2994.07	4707.59	5646.92	5362.25
P/S	0.83	0.79	0.74	0.71	管理费用率%	3.17%	4.73%	5.33%	4.88%
EV/EBITDA	8.84	9.35	7.62	6.43	EBIT	8081.29	7701.80	8511.29	9463.65
股息率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	财务费用	2012.95	0.00	0.00	329.95
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	2.13%	0.00%	0.00%	0.30%
毛利率	13.94%	14.62%	15.54%	15.66%	资产减值损失	2220.91	0.00	0.00	0.00
净利率	3.43%	5.03%	5.37%	5.56%	投资收益	155.67	-554.00	-317.44	-396.29
净资产收益率	10.02%	12.59%	13.08%	12.68%	营业利润	5026.64	7147.81	8193.84	8737.40
资产回报率	3.93%	5.26%	5.90%	6.15%	营业外收支	-458.68	-367.74	-398.06	-387.95
投资回报率	10.14%	10.11%	11.24%	13.05%	利润总额	4567.96	6780.06	7795.79	8349.44
盈利增长 (%)					EBITDA	12408.75	11150.46	12814.33	13906.12
营业收入增长率	19.91%	5.26%	6.45%	3.72%	所得税	1320.41	1772.99	2110.22	2234.52
EBIT 增长率	73.01%	-4.70%	10.51%	11.19%	有效所得税率%	28.91%	26.15%	27.07%	26.76%
净利润增长率	92.47%	54.18%	13.55%	7.55%	少数股东损益	-260.17	-36.29	-341.91	-576.02
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	3507.72	5043.35	6027.48	6690.95
资产负债率	57.9%	55.5%	52.7%	49.9%					
流动比率	1.00	1.23	1.46	1.71	资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
速动比率	0.56	0.75	0.97	1.22	货币资金	5936.07	11382.07	18095.22	26314.67
现金比率	0.59	0.96	1.43	2.00	应收款项	1292.86	2181.40	2322.10	2408.38
经营效率指标					存货	11089.83	13043.14	13864.44	14209.87
应收帐款周转天数	4.01	8.00	8.00	8.00	其它流动资产	3785.80	3785.80	3785.80	3785.80
存货周转天数	51.79	56.02	56.55	55.96	流动资产合计	28675.01	37216.77	45191.90	53912.48
总资产周转率	1.06	1.08	1.07	1.04	长期股权投资	6797.35	6797.35	6797.35	6797.35
固定资产周转率	3.02	3.33	3.68	4.11	固定资产	30136.20	33098.48	35039.10	36710.26
					在建工程	3122.30	1821.96	2749.96	3745.96
					无形资产	9903.53	9658.88	8797.69	8004.14
					非流动资产合计	60640.25	58632.63	56909.37	54867.86
现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E	资产总计	89315.26	95849.40	102101.28	108780.35
净利润	3247.55	5007.07	5685.57	6114.92	短期借款	9855.87	9855.87	9855.87	9855.87
少数股东损益	0.00	-36.29	-341.91	-576.02	应付账款	4216.84	4974.81	5131.77	5351.72
非现金支出	6548.36	3448.66	4303.05	4442.48	预收账款	2143.11	2381.84	2490.80	2598.79
非经营收益	1123.86	921.74	715.50	1114.20	其它流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-1155.41	-1564.50	-695.67	63.01	流动负债合计	28793.59	30320.67	30886.97	31451.11
经营活动现金流	9764.36	7776.69	9666.53	11158.59	长期借款	6599.05	6599.05	6599.05	6599.05
资产	-4941.62	-1808.78	-2977.85	-2788.92	其它长期负债	16279.78	16279.78	16279.78	16279.78
投资	8.25	0.00	0.00	0.00	非流动负债合计	22878.83	22878.83	22878.83	22878.83
其他	-1014.23	554.00	317.44	396.29	负债总计	51672.42	53199.49	53765.79	54329.94
投资活动现金流	-5947.60	-1254.78	-2660.41	-2392.62	实收资本	2303.12	2303.12	2303.12	2303.12
债权募资	-5708.45	0.00	0.00	0.00	普通股股东权益	34999.72	40043.08	46070.55	52761.50
股权募资	4620.68	0.00	0.00	0.00	少数股东权益	2643.12	2606.84	2264.93	1688.90
其他	-1586.52	-4.19	0.00	-329.95	负债和所有者权益合计	89315.26	95849.40	102101.28	108780.35
融资活动现金流	-2674.29	-4.19	0.00	-329.95					
现金净流量	1142.47	6517.71	7006.13	8436.01					

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 07 月 23 日

资料来源：公司年报 (2017)，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

施毅 有色金属行业
钟奇 互联网及传媒

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：藏格控股,神火股份,金贵银业,西藏珠峰,东旭光电,格林美,宁波韵升,厦门钨业,威华股份,赣锋锂业,鹏欣资源,索通发展,中金黄金,楚江新材,紫金矿业,银泰资源,贵研铂业,横店东磁,恒邦股份,兴业矿业,华友钴业,寒锐钴业,天齐锂业,碳元科技,金诚信,科达洁能,西部矿业,江特电机,中矿资源,山东黄金

投资评级说明

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; 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。	类 别	评 级	说 明
	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。
	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。