



紫金矿业 (2899 HK; 2.9 港元; 目标价: 3.7 港元)

净利润同比增长 67.8% 海外业务贡献占比提升  风险等级: 3

多因素利好上半年业绩大幅超预期

公司上半年营收 498.14 亿元, 同比增加 32.75%, 实现归母净利润 25.26 亿元, 同比大增 67.82%, Q2 单季实现归母净利润 14.41 亿元, 环比增加 32.8%, 业绩平稳增长的主要因素是: 1) 矿产铜产销量同比大幅增长, 主要增量来自于刚果(金)科卢韦齐铜矿 2017 年下半年达产后产量的稳定释放。2) 主要产品价格上涨带来的业绩增厚, 2018 上半年铜现货均价 6920 美元/吨, 同比上涨 19.6%, 黄金现货均价 1317 美元/盎司, 同比上涨 6%, 锌现货均价 3263 美元/吨, 同比上涨 21.4%。3) 汇兑损益同比增利 3.68 亿元。4) 艾芬豪股票变动不再影响当期的损益。5) 矿山生产指标行业领先, 综合毛利率上升 5.13 个百分点。

国际化战略全面提速, 海外布局保证可持续增长

科卢维奇达产之后稳定贡献产量, 2018 年上半年产铜 2.24 万吨, 二期铜钴资源综合回收利用项目预计 2019 年上半年建成, 达产后可年产 10 万吨金属铜、2,400 吨金属钴。卡莫阿铜矿建设进度有望提速, 计划一期年采 600 万吨矿石, 年产 30-40 万吨铜, 配套冶炼也在准备之中, 伴随勘探进行资源总量也有进一步提升的空间。波格拉金矿地震后已经恢复生产, 并且获得 4000 万美元的前期理赔, 俄罗斯图瓦锌多金属矿地采二期工程、塔吉克塔罗金矿尾矿库建设工程等重点项目进展顺利。公司仍将围绕铜、金主业, 积极寻求并购突破, 以实现未来的可持续增长。

技术创新与成本管控助力公司业绩长效增长

公司在地质勘查、湿法冶金、低品位难处理矿产资源综合回收利用、大规模工程化开发以及能耗指标等方面居行业领先地位, 2018 年上半年选矿回收率, 采矿损失率、贫化率等生产指标全行业最优。锌板块方面, 公司目前选择高品位锌矿处理, 剥离摊销政策也有助于业绩的释放, 预计下半年生产成本将进一步降低, 毛利率从 60.2% 提升至 68.6%, 我们预计锌产量将超过全年 27.4 万吨的计划。

财务数据表现稳健, 现金流逐步改善

2018H1 公司产生财务费用 6.6 亿元, 同比下降 45.76%, 主要是汇率波动影响汇兑损益减少。上半年公司计提资产减值 3.2 亿元, 较去年下半年有所改善。公司套保合约公允价值变动为 1.9 亿元, 主要是套保收益同比增加。上半年公司现金及现金等价物 83.98 亿元, 同比增加 20.99%, 净现金流增加的主要原因是产品价格上涨以及铜、锌销量的提升, 未来现金流预计将持续改善。

伴随主要产品价格的修复, 坚定看好矿业龙头未来的业绩释放

1) 目前主要产品价格承压, 伴随经济悲观预期的逐步修复, 基本面支撑铜、锌价格回归上行通道。2) 公司资源优势无可比拟, 正自由现金流生成能力十分强劲, 多元化的资产使得公司抵抗风险的能力出色, 伴随铜、锌板块产量释放和金板块盈利能力的修复, 当前位置公司被低估后配置价值凸显

风险提示

1. 主要产品价格大幅下跌; 2. 全球经济超预期下滑; 3. 新项目建设不及预期。

建议关注

考虑到铜、金、锌价格变化对企业盈利的影响, 我们调整公司 2018/19/20 年 EPS 预测至 0.21/0.28/0.33 元 (原预测为 0.25/0.30/0.35 元)。综合公司矿产品价格上涨的预期和产量的提升, 给予公司 20 倍 PE 估值, A 股目标价格 4.3 元, H 股目标价格则为 3.7 港元。

资料来源: 相关公司、中信证券 风险等级: 由低至高分 1 至 5 级

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, 也即: 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;
	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

香港特区: 本研究报告在香港由中信证券经纪 (香港) 有限公司 (下称“中信证券经纪”, 受香港证券及期货事务监察委员会监管, 中央编号: AAE879) 分发。

新加坡: 本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited (下称“CLSA Singapore”) 分发, 并仅向新加坡《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”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”, 请注意, CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求: (1) 适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免, 即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定; (2) 适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免, 即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定; 以及 (3) 适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免, 即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

针对不同司法管辖区的声明

香港特区: 对于本研究报告所评论的证券及金融工具, 中信证券经纪及其每一间在香港从事投资银行、自营交易或代理经纪业务的集团公司, (i) 有需要披露的财务权益; (ii) 在过去的 12 个月内就投资银行服务曾收到任何补偿或委托; (iii) 有雇员担任高级人员; (iv) 未进行做市活动。

新加坡: 监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得, 详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况, 不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息, 请联系 compliance_hk@clsa.com。

美国: 本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券 (CITIC Securities International USA, LLC (下称“CSI-USA”) 除外) 和 CLSA group of companies (CLSA Americas, LLC (下称“CLSA Americas”) 除外) 仅向符合美国《1934 年证券交易法》15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“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分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

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该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用, 在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约, 或者证券或金融工具交易的要约邀请。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的分析, 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均可能含有重大的风险, 可能不易变卖以及不适用所有投资者。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。