

有色金属

2018年09月20日

紫金矿业 (601899)

——积极推进资源优先海外拓展战略，铜矿资源储量产量大幅提升

报告原因：强调原有的投资评级

买入 (维持)

市场数据：		2018年09月19日
收盘价(元)		3.55
一年内最高/最低(元)		5.55/3.21
市净率		2.3
息率(分红/股价)		2.54
流通A股市值(百万元)		59909
上证指数/深证成指		2730.85/8248.12

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：		2018年06月30日
每股净资产(元)		15.19
资产负债率%		58.54
总股本/流通A股(百万)		23031/16876
流通B股/H股(百万)		-/5737

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《紫金矿业(601899)点评：国际化、项目大型化战略加速推进，铜金资源储量大幅提升》2018/09/07

《紫金矿业(601899)点评：量价齐升促进上半年盈利增长，国际化推进保障长期业绩可期！》2018/08/30

证券分析师

徐若旭 A0230514070002
xurx@swsresearch.com

研究支持

史霜霜 A0230117120003
shiss@swsresearch.com

联系人

史霜霜
(8621)23297818x转
shiss@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 2018年9月，紫金矿业拟斥资约18亿美元先后收购加拿大Nevsun公司和塞尔维亚铜业两大矿业公司全部股权进一步提升公司矿产资源储量。两项海外收购合计增加铜、锌、金权益金属资源量分别约1854万吨、锌188万吨、金242吨，为公司成为国际大型矿业集团迈出坚实步伐。随着卡莫阿项目达产及新收购矿山项目带来增产，预计到2022年公司铜矿产量将再上一个台阶，年产铜将超过65万吨，成为中国最大的铜矿企业。短期，公司大额资本开支抬升财务成本，一定程度影响业绩。
- 刚果(金)卡莫阿项目按计划顺利推进，预计一期项目2020年底投产，产铜30万吨/年。卡莫阿-卡库拉铜矿项目是世界上最大的未开发铜矿，合计控制级别+推断级别的铜金属资源量4249万吨。紫金矿业和艾芬豪公司分别拥有卡莫阿控股公司49.5%股份(晶河全球拥有剩余1%股权)。目前，紫金方面已完成项目可研报告，初步计划一期项目两年开发完成，2020年底开始投料生产，年产铜30万吨，并配套相应粗铜冶炼厂。项目资本开支预计14亿美元左右。双方将于近期艾芬豪方面完成可研报告后共同商定最终方案。随着项目投建，公司矿产铜权益产量将增加约13万吨。
- 两大收购大幅增加公司资源储量，提高铜锌矿产品产量。2018年9月5日公司要约收购Nevsun Resources Ltd.，收购金额约14亿美元。该公司拥有Bisha铜锌矿以及Timok铜金矿两个主要矿产项目及27个探矿权。Bisha项目目前年产铜9.5万吨，铜0.8万吨，规划服务至2022年。Timok项目根据Hatch机构预可研，上带矿计划2020年开始建设，2023年正式达产，前三年年均产铜14.8万吨，后七年年均产铜5.9万吨。项目初始资本开支5.74亿美元。随着公司接手项目勘探开发，Bisha矿山服务年限有望延长；长期看Timok项目下带矿660万吨铜和125吨金的权益资源量将得到有效开采为公司带来稳定利润。
- 9月18日，公司公告拟对塞尔维亚RTBBOR集团增资3.5亿美元以取得其63%股份，并计划6年内累计投入约12.6亿美元(含上述3.5亿美元)用于旗下4个矿山和1个冶炼厂技改扩建或新建。截至2017年底，其在塞尔维亚资源储量委员会备案资源储量含金属铜1,029万吨，平均品位0.403%。目前项目冶炼生产阴极铜7万余吨，其中自有矿山产铜4.3万吨。该项目为低品位斑岩铜矿，与紫金山金铜矿矿床类型相近。紫金矿业在低品位难处理矿产开发利用方面的丰富经验将有助于未来降低项目开采成本。预期一期扩建项目完成后矿山年产铜精矿含铜8.2万吨，冶炼厂年生产阴极铜8万吨。二期项目完成后矿山合计年产铜精矿含铜12万吨，冶炼厂年生产阴极铜约15万吨。
- 盈利预测及估值：下调盈利预测，维持买入评级！我们预判贸易战和高油价最终会损伤美国消费且房地产也呈现高位回落迹象，预计美国长短端利率未来会共同回落，利好金价；而铜价伴随全球需求弹性减弱，中短期基建提升改善需求，价格在5000-7500美元/吨区间震荡。预计2018-2020年SHFE铜均价为51454/50168/50168元/吨，SHFE锌价23160/21723/20855元/吨，SHFE黄金价格273元/克、278元/克、283元/克。考虑到公司收购及开发塞尔维亚集团增加2018、2019年财务开支，我们下调公司2018-2020年净利润预测至44.65亿元、47.72亿元、56.29亿元(原预测为45.56/48.06/56.31亿元)。假设公司2019年股权融资80亿元，对应当前股价动态PE分别为19/17/15X。考虑到公司雄厚的资源储量带来的远景上升，我们用复杂FCFF测算979亿元，对应目前市值758亿元，有29%上涨空间，维持买入评级！

财务数据及盈利预测

	2017	2018H1	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	94,549	49,814	99,106	103,372	110,050
同比增长率(%)	19.91	32.75	4.80	4.30	6.50
净利润(百万元)	3,508	2,526	4,465	4,772	5,629
同比增长率(%)	90.66	67.82	38.00	6.90	17.90
每股收益(元/股)	0.15	0.11	0.19	0.21	0.24
毛利率(%)	13.9	14.3	13.4	13.9	14.4
ROE(%)	10.0	7.2	11.3	9.1	9.7
市盈率	23		19	17	15

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	74,304	78,851	94,549	99,106	103,372	110,050
营业收入同比增长率 (yoy)	26.45%	6.12%	19.91%	4.80%	4.30%	6.50%
减: 营业成本	68,008	69,782	81,372	85,875	88,966	94,240
毛利率 (%)	8.47%	11.50%	13.94%	13.40%	13.90%	14.40%
减: 营业税金及附加	810	908	1,352	1,417	1,344	1,431
主营业务利润	5,486	8,161	11,824	11,814	13,062	14,379
主营业务利润率 (%)	7.38%	10.35%	12.51%	11.92%	12.64%	13.07%
减: 销售费用	692	667	749	783	1,034	1,100
减: 管理费用	2,621	2,822	2,994	2,577	2,998	3,301
减: 财务费用	946	582	2,013	1,413	1,677	1,568
经营性利润	1,228	4,089	6,068	7,041	7,353	8,410
经营性利润同比增长率 (yoy)	-61.53%	233.04%	48.39%	16.03%	4.43%	14.38%
经营性利润率 (%)	1.65%	5.19%	6.42%	7.10%	7.11%	7.64%
减: 资产减值损失	471	561	2,221	925	957	740
加: 投资收益及其他	1,313	-1,973	156	200	0	-227
营业利润	1,944	2,312	5,027	6,316	6,496	7,642
加: 营业外净收入	142	-186	-459	-429	-150	-100
利润总额	2,086	2,126	4,568	5,887	6,346	7,542
减: 所得税	743	439	1,320	1,137	1,269	1,554
净利润	1,343	1,687	3,248	4,750	5,077	5,988
少数股东损益	-313	-153	-260	285	305	359
归属于母公司所有者的净利润	1,656	1,840	3,508	4,465	4,772	5,629
净利润同比增长率 (yoy)	-29.40%	11.12%	90.66%	38.00%	6.90%	17.90%
全面摊薄总股本	21,573	21,541	23,031	23,031	23,031	23,031
每股收益 (元)	0.08	0.09	0.16	0.19	0.21	0.24
归属母公司所有者净利润率 (%)	2.23%	2.33%	3.71%	-	-	-
ROE	6.01%	6.63%	10.02%	11.30%	9.10%	9.70%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao1@swyhsc.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan4@swyhsc.com
深圳	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swyhsc.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang2@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。