



兼具成长的矿业龙头，尽享铜价上涨周期

投资要点

- **事件:** 截止到2018年1月31日铜价环比2017年12月上涨1.6%。
- **多品种金属量价齐升，公司业绩大幅增长:** 2017年铜价、锌价和黄金价格同比分别上涨28.9%、43.4%和2.6%。公司2017年全年预计铜和锌的产量分别为20.5万吨和26万吨，分别同比增32%和4%。铜、锌产量和金属价格的增加带来公司业绩大幅增长，根据公司业绩预报，2017年度全年归母净利润预计增加15.7~17.5亿元，同比增加85%到95%。
- **未来矿产铜产量持续增长:** 公司在科卢韦齐铜矿2017年6月份投产，预计2018年产能达到5-6万吨，多宝山铜矿二期扩建预计2018年10月份投产，预计2018年产能达到4万吨左右，紫金山铜矿预计2018年产能达到8万吨，在其他项目产能稳定的基础上，我们预计公司2017-2019年铜产量分别为20.5万吨、25万吨和30万吨。
- **极具成长性的铜业巨头。** 公司在建的卡莫阿铜矿项目储量大、品位高、成本低，是目前世界上最大的未开发铜矿项目。收购时拥有的铜资源量为2400万吨，而最新勘探的铜资源储量为3600万吨，占到我国铜资源量的36%，平均品位为2.8%，是我国铜矿平均品位的5倍，随着勘探的进一步深入，未来仍有增储空间。项目预计初始投资10亿美元，项目税后净现值47亿美元，C1成本位于全球前20%。预计2020-2021年建成年产40万吨铜产能，最终建成80-100万吨的世界级铜矿。
- **铜价中枢有望继续上移，公司尽享景气周期。** 全球经济稳步复苏，受2016年以前大宗商品市场的持续低迷，新增铜矿项目逐渐减少。铜矿供给依然偏紧，铜价中枢有望逐步上移，公司在2018-2019年矿产铜产量持续增长，尽享铜价上涨周期。
- **盈利预测与评级。** 预计公司2017-2019年归母净利润为35.7亿元、56.5亿元、67.4亿元，同比增94%、58%、19%，考虑到公司作为龙头的溢价，给予公司2018年高于行业平均PE(23X)25倍，对应目标价6.25元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 铜价、黄金价格大幅波动风险、新建产能达产进度或不达预期、海外项目建设不达预期风险。

西南证券研究发展中心

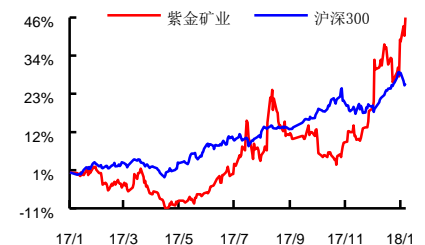
分析师: 刘岗

执业证号: S1250517100001

电话: 010-57631191

邮箱: lg@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	230.31
流通A股(亿股)	158.04
52周内股价区间(元)	3.2-5.13
总市值(亿元)	1,181.50
总资产(亿元)	936.59
每股净资产(元)	1.49

相关研究

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	78851.14	85036.51	90919.68	93554.25
增长率	6.12%	7.84%	6.92%	2.90%
归属母公司净利润(百万元)	1839.80	3570.11	5651.39	6740.06
增长率	11.12%	94.05%	58.30%	19.26%
每股收益EPS(元)	0.08	0.16	0.25	0.29
净资产收益率ROE	5.42%	11.27%	15.40%	15.89%
PE	64	33	21	18
PB	3.80	3.36	2.90	2.51

数据来源: Wind, 西南证券

关键假设：

公司主营业务构成主要为黄金、铜、锌等金属矿产和冶炼加工，根据公司公告的新建项目投产进度及计划产量，科卢韦齐铜矿 2017 年 6 月份投产，多宝山铜矿二期扩建预计 2018 年 10 月份投产，紫金山铜矿预计 2018 年产能达到 8 万吨，陇南紫金预计 2018 年复产，在其他项目稳定生产的情况下，我们对 2018-2019 年黄金、铜、锌价格和产量预测做如下主要假设：

表 1：公司盈利预测主要假设

公司盈利预测主要假设		单位	2017E	2018E	2019E
价格假设	黄金	元/g	275.00	280.00	280.00
	铜	元/吨	49000	54000	55000
	锌	元/吨	24000	25500	26000
产量假设	矿产金	吨	37	39	40
	矿产铜	万吨	20.5	25	30
	矿产锌	万吨	27	28	30

数据来源：Wind, 西南证券

表 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
矿产金	收入	9762.13	9176.0	9984.0	10160.0
	增速		-6.0%	8.8%	1.8%
	毛利率	33.9%	33.9%	34.7%	35.0%
矿产铜	收入	4031.38	7047.9	9500.0	11430.0
	增速		74.8%	34.8%	20.3%
	毛利率	37.9%	52.0%	56.6%	56.6%
矿产锌	收入	1794.46	3742.2	4284.0	4590.0
	增速		108.5%	14.5%	7.1%
	毛利率	46.3%	63.6%	66.7%	66.7%
加工贸易金	收入	45772.09	41970.0	42090.2	42090.2
	增速		-8.3%	0.3%	0.0%
	毛利率	0.8%	0.8%	1.1%	1.1%
矿产银	收入	513.94	616.8	639.9	642.5
	增速		20.0%	3.8%	0.4%
	毛利率	44.8%	41.6%	43.7%	44.0%
铁精矿	收入	632.28	1029.6	1029.6	1029.6
	增速		62.8%	0.0%	0.0%
	毛利率	55.1%	65.0%	65.0%	65.0%
冶炼铜	收入	13220.03	17464.0	19152.0	19362.0
	增速		32.1%	9.7%	1.1%
	毛利率	6.4%	5.7%	5.9%	5.9%
冶炼锌	收入	3046.63	3990.0	4240.0	4250.0
	增速		31.0%	6.3%	0.2%
	毛利率	12.9%	9.8%	10.5%	10.6%
抵消	收入	78.2	--	-	
合计	收入	78851.1	85036.5	90919.7	93554.3
	增速		7.8%	6.9%	2.9%
	毛利率	11.5%	13.9%	16.1%	17.2%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	78851.14	85036.51	90919.68	93554.25	净利润	1687.27	3966.79	6279.32	7488.96
营业成本	69782.25	73223.80	76239.30	77477.30	折旧与摊销	4117.20	3493.22	3493.22	3493.22
营业税金及附加	907.96	979.18	1046.92	1077.26	财务费用	581.53	2011.32	1860.20	1597.78
销售费用	667.48	719.84	769.65	791.95	资产减值损失	560.84	300.00	0.00	0.00
管理费用	2822.47	3043.88	3254.47	3348.77	经营营运资本变动	-5143.02	2855.01	-636.64	-155.82
财务费用	581.53	2011.32	1860.20	1597.78	其他	6797.85	-265.56	4.19	9.27
资产减值损失	560.84	300.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	8601.67	12360.78	11000.28	12433.40
投资收益	-1973.34	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1966.17	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	756.64	0.00	0.00	0.00	其他	-6512.69	900.72	-128.31	-24.88
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-8478.86	900.72	-128.31	-24.88
营业利润	2311.92	4758.49	7749.15	9261.20	短期借款	6955.57	1436.46	-7356.45	-6430.06
其他非经营损益	-185.86	200.00	100.00	100.00	长期借款	-3475.77	0.00	0.00	0.00
利润总额	2126.05	4958.49	7849.15	9361.20	股权融资	-529.43	0.00	0.00	0.00
所得税	438.78	991.70	1569.83	1872.24	支付股利	-1292.44	-367.96	-714.02	-1130.28
净利润	1687.27	3966.79	6279.32	7488.96	其他	-2165.81	-5746.66	-1860.20	-1597.78
少数股东损益	-152.53	396.68	627.93	748.90	筹资活动现金流净额	-507.89	-4678.15	-9930.66	-9158.11
归属母公司股东净利润	1839.80	3570.11	5651.39	6740.06	现金流量净额	-132.87	8583.34	941.31	3250.41
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	5022.50	13605.84	14547.15	17797.56	成长能力				
应收和预付款项	3525.81	3817.51	3982.62	4121.77	销售收入增长率	6.12%	7.84%	6.92%	2.90%
存货	12002.63	12330.03	12938.59	13119.20	营业利润增长率	18.90%	105.82%	62.85%	19.51%
其他流动资产	3589.27	2635.25	2880.09	3004.22	净利润增长率	25.66%	135.10%	58.30%	19.26%
长期股权投资	7909.03	7909.03	7909.03	7909.03	EBITDA 增长率	13.10%	46.39%	27.67%	9.54%
投资性房地产	193.29	181.83	183.41	184.53	获利能力				
固定资产和在建工程	36515.45	34400.39	32285.33	30170.26	毛利率	11.50%	13.89%	16.15%	17.18%
无形资产和开发支出	10720.61	9461.05	8201.49	6941.94	三费率	5.16%	6.79%	6.47%	6.13%
其他非流动资产	9739.11	9488.82	9418.66	9297.79	净利率	2.14%	4.66%	6.91%	8.00%
资产总计	89217.70	93829.75	92346.37	92546.29	ROE	5.42%	11.27%	15.40%	15.89%
短期借款	12350.04	13786.50	6430.06	0.00	ROA	1.89%	4.23%	6.80%	8.09%
应付和预收款项	8209.56	8749.04	9148.82	9344.63	ROIC	4.15%	9.60%	14.54%	17.18%
长期借款	5775.42	5775.42	5775.42	5775.42	EBITDA/销售收入	8.89%	12.07%	14.41%	15.34%
其他负债	31766.17	30320.17	30228.16	30303.65	营运能力				
负债合计	58101.19	58631.14	51582.45	45423.70	总资产周转率	0.91	0.93	0.98	1.01
股本	2154.07	2303.07	2303.07	2303.07	固定资产周转率	2.55	2.70	3.10	3.43
资本公积	6703.36	6554.36	6554.36	6554.36	应收账款周转率	94.94	100.66	98.55	97.28
留存收益	19388.32	22590.47	27527.84	33137.62	存货周转率	6.00	5.94	5.96	5.88
归属母公司股东权益	27762.47	31447.90	36385.27	41995.05	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.57%	—	—	—
少数股东权益	3354.03	3750.71	4378.64	5127.54	资本结构				
股东权益合计	31116.51	35198.61	40763.91	47122.59	资产负债率	65.12%	62.49%	55.86%	49.08%
负债和股东权益合计	89217.70	93829.75	92346.37	92546.29	带息债务/总负债	59.20%	61.11%	55.20%	48.53%
					流动比率	0.71	0.94	1.26	1.80
					速动比率	0.36	0.58	0.78	1.18
					股利支付率	70.25%	10.31%	12.63%	16.77%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
EBITDA	7010.65	10263.03	13102.56	14352.19	每股收益	0.08	0.16	0.25	0.29
PE	64.22	33.09	20.91	17.53	每股净资产	1.35	1.53	1.77	2.05
PB	3.80	3.36	2.90	2.51	每股经营现金	0.37	0.54	0.48	0.54
PS	1.50	1.39	1.30	1.26	每股股利	0.06	0.02	0.03	0.05
EV/EBITDA	4.89	2.36	1.20	0.42					
股息率	1.09%	0.31%	0.60%	0.96%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn