

低成本铜矿待放量，无惧价格调整

——紫金矿业（601899）点评报告

增持（首次）

日期：2018年03月26日

	2016年	2017年	2018E	2019E
营业收入(亿元)	788.51	945.49	1041.37	1154.98
增长比率(%)	6.12%	19.91%	10.14%	10.91%
净利润(亿元)	18.40	35.08	51.99	62.34
增长比率(%)	11.12%	90.66%	48.21%	19.90%
每股收益(元)	0.08	0.15	0.23	0.27
市盈率(倍)	56.83	29.81	20.11	16.77

事件：

公司于2018年3月24日发布了2017年度报告，报告期内，公司实现营业收入945.49亿元，同比增长19.91%；实现归属上市公司股东净利润35.08亿元，同比增长90.66%；实现归母扣非净利润26.97亿元，同比增长172.39%。

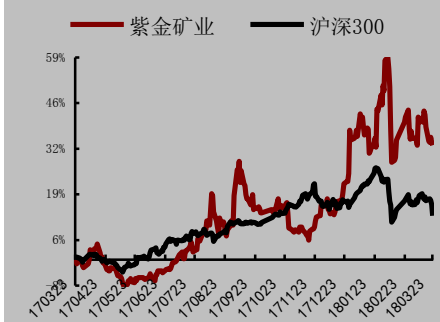
投资要点：

- **矿产品量价齐升驱动公司2017年业绩增长：**公司2017年业绩大幅增长的主要原因包括：1) 锌、铜和铁精矿等产品价格的上涨带动营收增长：SHFE锌2017年全年平均价格为23594.81元/吨，同比上涨40.94%，SHFE铜2017年全年均价为49286.78元/吨，同比上涨28.97%，公司铁精矿2017年销售均价为460元/吨，同比上涨25.00%；2) 矿产铜，矿产锌，矿产银和铁精矿等产品销量的增长带动营收增长：2017年公司矿产铜实现销量20.82万吨，同比增长37.65%，矿产锌实现销量27.96万吨，同比增长14.38%，矿产银实现销量为253.96吨，同比增长9.05%，铁精矿实现销量242.50万吨，同比增长41.15%；3) 矿产铜，矿产锌和铁精矿产品毛利率的上涨带动公司整体毛利率提升：公司整体毛利率（包括冶炼产品和矿产品）由2016年的11.50%提升至2017年的13.94%，其中，矿产铜毛利率由37.86%提升至50.61%，矿产锌毛利率由51.15%提升至2017年的66.74%，铁精矿毛利率由55.10%提升至66.13%。2017年对公司利润形成拖累的主要因素有：1) 2017年公司矿产金销量同比下降9.42%，一定程度上拖累公司营收的增长；2) 2017年公司财务费用率和资产减值损失占营收的比例均显著增加，分别由2016年的0.74%和0.71%提高至2017年的2.13%和2.35%，因而对销售净利率构成拖累，从而影响净利润。
- **2018年矿产金计划产量稳定，矿产铜和矿产锌计划产量增长：**在年报中，公司披露了今年的生产经营计划，2018年公司矿产铜计划产量为24.40万吨，同比增长17.32%；矿产锌计划产量为27.41万吨，同比增长1.52%；铁精矿计划产量为260万吨，同比增长7.00%；矿产金计划产量为37.00吨，与2017年基本持平；矿产银计划产量为213吨，同比下降10.54%。根据以上生产计划，2018年公司矿产铜和矿

基础数据

收盘价(元)	4.54
市净率(倍)	3.03
流通市值(亿元)	717.49
每股净资产(元)	1.50
每股经营现金流(元)	0.42
营业利润率(%)	5.32
净资产收益率(%)	11.10
资产负债率(%)	57.85
总股本(万股)	2,303,122
流通股(万股)	1,580,380

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所

数据截止日期：2018年03月23日

相关研究

- 万联证券研究所 20170830_公司点评报告
- _AAA_云铝股份(000807)点评报告
- 万联证券研究所 20170329_公司点评报告
- _AAA_东睦股份(600114)点评报告
- 万联证券研究所 20170822_公司点评报告
- _AAA_明泰铝业(601677)点评报告
- 万联证券研究所 20170824_公司点评报告
- _AAA_赣锋锂业(002460)点评报告

分析师：宋江波

执业证书编号：S0270516070001

电话：02160883480

邮箱：songjb@wlzq.com.cn

研究助理：程文祥

电话：021-60883481

邮箱：chengwx@wlzq.com.cn

产锌的产量将继续保持增长态势，其中矿产铜产量的增量主要来自科卢韦奇项目和多宝山铜矿项目。在公司2017年的各项产品的毛利构成中，铜业务板块已经成为公司第一大毛利来源，占比为33.57%，其次为黄金业务板块，占比24.78%，然后是铅锌板块业务，占比为24.25%，因此在矿产金产量维持稳定的背景下，矿产铜和矿产锌产量的增加将为公司2018年业绩的增长提供重要支撑。

- **行业低谷并购的铜矿陆续达产，助推公司跨越周期：**近年来，公司在有色金属下行周期积极进行矿产的并购：公司于2014年收购了刚果科卢韦奇铜矿51%的权益；在2015年公司认购艾芬豪9.9%股权，并收购了艾芬豪持有的卡莫阿控股公司49.5%股权，获得了刚果卡莫阿铜矿43.52%权益；2016年公司又收购了黑龙江宝山铜业公司49%的少数股东权益及铜山铜权，实现了对多宝山铜业公司的全资控股和整个多宝山铜矿和周边资源的全面并购，此后，公司又增持科卢韦奇铜矿项目21%的股权，持股比例增加至72%。正是受益于前期的并购，近期而言，多宝山和科卢韦奇铜矿项目产量的增加是公司业绩重要增长点，其中多宝山铜矿有望在2018年下半年建成投产，达产后多宝山铜矿产能将扩大至年产8万吨（2017年产量3.37万吨）；刚果科卢韦奇铜矿于2017年7月顺利投产，2017年全年的产量2.19万吨，预计2018年贡献5万吨左右的矿产铜。远期而言，卡莫阿铜矿的一期卡库拉矿段开采项目预计2020年建成投产，一期项目投产后预计前五年年均产铜为24.6万吨，届时公司矿产铜年产量有望达到60万吨左右。
- **盈利预测与投资建议：**预计公司2018-2019年EPS为0.23元和0.27元，结合2018年3月23日收盘价4.54元，对应的PE为20.11和16.77倍，公司近期和远期产销量增长确定性强，看好公司的成长性，首次覆盖，我们给予“增持”评级。
- **风险因素：**有色金属价格大幅下跌；矿山产量释放不及预期

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

姓名：宋江波

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可登录www.wlzq.cn万联研究栏目查询静默期安排。对于本公司持有比例超过已发行数量1%（不超过3%）的投资标的，将会在涉及的研究报告中进行有关的信息披露。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 世纪大道1528号陆家嘴基金大厦603

电话：021-60883482 传真：021-60883484