

## 矿产铜、锌量价齐升，上半年业绩高速增长

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2018年半年报，上半年营业收入498.1亿，同比增长32.8%；归母净利润25.3亿，同比增长67.8%。
- **矿产铜、锌量价齐升，2018上半年业绩高速增长。** 上半年整体业绩上升主要是因为矿产铜、锌量价齐升。矿产铜、锌价格分别同比增13.4%、21.9%，产量分别同比增30.4%、4.5%。其中，铜产量大幅上升得益于刚果(金)科卢韦齐铜矿浮选系统在2017年下半年投产并迅速达产。
- **波格拉金矿逐步复产，Q2业绩逆市增长。** 公司Q2营收269.5亿，环比增17.9%；归母净利润14.4亿，环比增32.8%。Q2公司主营产品价格均环比小幅度下滑，业绩环比上升主要是由于波格拉金矿Q2产量逐步回升，公司矿产金产量环比增21.4%。此外，公司目前已收到理赔预付款4000万美元，且波格拉金矿已于6月全面恢复生产。因此，地震虽导致公司金矿产量减少，但总体上对公司业绩的负面影响有限。
- **汇兑损益方向有利于公司业绩，财务费用大降。** 受人民币汇率贬值影响，公司上半年汇兑损失同比减少，2018年上半年的财务费用为6.6亿元，同比下降45.8%。
- **多个优质项目产能待释放，公司未来业绩可期。** 公司目前有多个项目稳步推进，2018、2019年陆续有产能逐步释放。多宝山二期扩建项目有望今年年底开始投产，并释放部分产能。2019年该项目预期可全面达产，带来5-6万吨新增产能释放。此外，公司目前正在启动科卢韦齐二期建设，预期二期建设明年投产，建成后科卢韦齐铜产量可达10万吨/年，钴2400吨/年。公司未来最大的利润增长点是卡莫阿铜矿，预期2020-2021年投产，实现铜产量30-40万吨/年。
- **盈利预测与评级。** 预计2018-2020年EPS分别为0.21元、0.27元、0.32元，对应PE分别为15倍、12倍和10倍，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 铜、锌、金金属价格或大幅波动，矿山项目投产或不达预期，汇率风险。

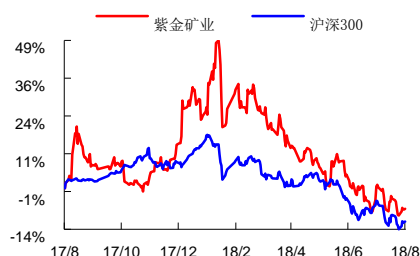
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	94548.62	108705.54	123122.72	134247.20
增长率	19.91%	14.97%	13.26%	9.04%
归属母公司净利润(百万元)	3507.72	4948.94	6203.13	7461.34
增长率	90.66%	41.09%	25.34%	20.28%
每股收益EPS(元)	0.15	0.21	0.27	0.32
净资产收益率ROE	8.63%	11.05%	12.43%	13.32%
PE	22	15	12	10
PB	2.03	1.84	1.65	1.47

数据来源: Wind, 西南证券

### 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)	168.76
52周内股价区间(元)	3.23-5.41
总市值(亿元)	762.33
总资产(亿元)	909.89
每股净资产(元)	1.52

### 相关研究

1. 紫金矿业(601899): 量价齐升带动业绩高速增长 (2018-07-24)
2. 紫金矿业(601899): 兼具成长的矿业龙头, 尽享铜价上涨周期 (2018-02-01)

**关键假设：**

公司是中国最大的黄金生产企业之一，主要的矿产铜、锌生产企业和重要的钨、铁生产企业、中国控制金属矿产资源最多的企业之一。

假设 1：公司 2018-2020 年铜产量分别为 24.4 万吨、30 万吨、30 万吨。

假设 2：公司 2018-2020 年黄金生产量分别为 35.5 吨、37 吨、37 吨。

假设 3：铜、黄金 2018-2020 年价格温和小幅上涨。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
冶炼加工及贸易金	收入	48436.9	53280.6	59141.5	66238.4
	增速	5.8%	10.0%	11.0%	12.0%
	毛利率	0.6%	0.5%	0.6%	0.7%
冶炼产铜	收入	18060.5	21672.6	24923.5	27166.6
	增速	36.6%	20.0%	15.0%	9.0%
	毛利率	5.6%	5.5%	5.0%	5.0%
矿山产金	收入	9320.3	9180.5	9364.1	9551.4
	增速	-4.5%	-1.5%	2.0%	2.0%
	毛利率	34.0%	31.5%	32.5%	33.0%
矿山产铜	收入	7162.8	9311.6	11639.6	12221.5
	增速	77.7%	30.0%	25.0%	5.0%
	毛利率	50.6%	51.5%	52.5%	53.5%
矿山产锌	收入	4066.7	5286.7	6608.4	7269.2
	增速	106.0%	30.0%	25.0%	10.0%
	毛利率	66.7%	74.0%	69.0%	66.0%
冶炼产锌	收入	3968.8	4564.1	4974.8	5422.6
	增速	30.3%	15.0%	9.0%	9.0%
	毛利率	9.0%	7.0%	6.0%	5.0%
铁精矿	收入	1116.6	1898.3	2467.7	2837.9
	增速	76.6%	70.0%	30.0%	15.0%
	毛利率	66.1%	75.0%	70.0%	70.0%
矿山产银	收入	603.2	542.9	597.2	656.9
	增速	17.4%	-10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	39.1%	25.0%	30.0%	30.0%
其他	收入	23215.6	27858.7	32037.5	35241.2
	增速	47.4%	20.0%	15.0%	10.0%
	毛利率	7.3%	6.0%	5.0%	5.0%
内部抵消	收入	-21402.76	-25041.2	-28797.4	-32541.1
合计	收入	94548.6	108705.5	123122.7	134247.2
	增速	19.9%	15.0%	13.3%	9.0%
	毛利率	13.9%	14.2%	14.4%	14.1%

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)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	94548.62	108705.54	123122.72	134247.20	净利润	3247.55	4581.87	5743.04	6907.93
营业成本	81371.97	93311.55	105390.97	115292.55	折旧与摊销	4327.46	3582.10	3582.10	3582.10
营业税金及附加	1352.34	1392.08	1611.65	926.31	财务费用	2012.95	3194.81	3238.97	3121.07
销售费用	748.94	905.97	1011.87	1101.83	资产减值损失	2220.91	500.00	500.00	500.00
管理费用	2994.07	3591.95	4011.87	4394.88	经营营运资本变动	-5286.63	-160.24	-927.21	-700.31
财务费用	2012.95	3194.81	3238.97	3121.07	其他	3242.12	-845.23	-871.26	-878.51
资产减值损失	2220.91	500.00	500.00	500.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>9764.36</b>	<b>10853.32</b>	<b>11265.64</b>	<b>12532.27</b>
投资收益	155.67	100.00	100.00	100.00	资本支出	2685.77	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	750.20	300.00	300.00	300.00	其他	-8633.38	657.78	400.00	400.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-5947.60</b>	<b>657.78</b>	<b>400.00</b>	<b>400.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>5026.64</b>	<b>6209.17</b>	<b>7757.39</b>	<b>9310.57</b>	短期借款	-2494.17	1992.61	-5995.17	-5853.32
其他非经营损益	-458.68	-100.00	-100.00	-100.00	长期借款	823.62	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>4567.96</b>	<b>6109.17</b>	<b>7657.39</b>	<b>9210.57</b>	股权融资	4555.61	0.00	0.00	0.00
所得税	1320.41	1527.29	1914.35	2302.64	支付股利	-1381.87	-701.54	-989.79	-1240.63
净利润	3247.55	4581.87	5743.04	6907.93	其他	-4177.48	-7867.68	-3238.97	-3121.07
少数股东损益	-260.17	-367.06	-460.09	-553.41	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-2674.29</b>	<b>-6576.61</b>	<b>-10223.93</b>	<b>-10215.02</b>
归属母公司股东净利润	3507.72	4948.94	6203.13	7461.34	<b>现金流量净额</b>	<b>1041.52</b>	<b>4934.49</b>	<b>1441.72</b>	<b>2717.26</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	5936.07	10870.55	12312.27	15029.53	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	5309.38	5892.17	6695.67	7317.59	销售收入增长率	19.91%	14.97%	13.26%	9.04%
存货	11089.83	12727.39	14393.65	15760.19	营业利润增长率	117.42%	23.53%	24.93%	20.02%
其他流动资产	6339.72	6610.21	7148.17	7563.28	净利润增长率	92.47%	41.09%	25.34%	20.28%
长期股权投资	6797.35	6797.35	6797.35	6797.35	EBITDA 增长率	62.14%	14.24%	12.26%	9.85%
投资性房地产	350.54	350.54	350.54	350.54	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	33258.50	31101.83	28945.16	26788.50	毛利率	13.94%	14.16%	14.40%	14.12%
无形资产和开发支出	10367.12	9053.17	7739.21	6425.26	三费率	6.09%	7.08%	6.71%	6.42%
其他非流动资产	9866.74	9755.27	9643.79	9532.32	净利率	3.43%	4.21%	4.66%	5.15%
<b>资产总计</b>	<b>89315.26</b>	<b>93158.48</b>	<b>94025.82</b>	<b>95564.55</b>	ROE	8.63%	11.05%	12.43%	13.32%
短期借款	9855.87	11848.49	5853.32	0.00	ROA	3.64%	4.92%	6.11%	7.23%
应付和预收款项	8376.82	10145.37	11369.81	12369.25	ROIC	8.97%	12.53%	15.06%	17.47%
长期借款	6599.05	6599.05	6599.05	6599.05	EBITDA/销售收入	12.02%	11.95%	11.84%	11.93%
其他负债	26840.68	23114.91	23999.74	24725.04	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>51672.42</b>	<b>51707.82</b>	<b>47821.91</b>	<b>43693.34</b>	总资产周转率	1.06	1.19	1.32	1.42
股本	2303.12	2303.12	2303.12	2303.12	固定资产周转率	3.02	3.74	4.58	5.43
资本公积	11109.92	11109.92	11109.92	11109.92	应收账款周转率	90.32	82.70	86.50	83.76
留存收益	21514.16	25761.56	30974.90	37195.61	存货周转率	6.96	7.75	7.69	7.58
归属母公司股东权益	34999.72	39174.60	44387.94	50608.65	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.69%	—	—	—
少数股东权益	2643.12	2276.06	1815.97	1262.56	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>37642.85</b>	<b>41450.66</b>	<b>46203.91</b>	<b>51871.21</b>	资产负债率	57.85%	55.51%	50.86%	45.72%
负债和股东权益合计	89315.26	93158.48	94025.82	95564.55	带息债务/总负债	58.51%	62.32%	54.85%	46.64%
					流动比率	1.00	1.25	1.63	2.19
					速动比率	0.61	0.81	1.05	1.44
					股利支付率	39.40%	14.18%	15.96%	16.63%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.15	0.21	0.27	0.32
					每股净资产	1.63	1.80	2.01	2.25
					每股经营现金	0.42	0.47	0.49	0.54
					每股股利	0.06	0.03	0.04	0.05
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	11367.05	12986.08	14578.46	16013.74					
PE	21.73	15.40	12.29	10.22					
PB	2.03	1.84	1.65	1.47					
PS	0.81	0.70	0.62	0.57					
EV/EBITDA	2.13	1.28	0.63	0.04					
股息率	1.81%	0.92%	1.30%	1.63%					

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
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@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
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn