

净利润符合预期, 矿业巨头估值修复值得期待

投资要点

- 业绩总结:** 公司2018年实现营业收入1059.94亿元, 同比增长12.11%; 实现归母净利润40.94亿元, 同比增长16.71%; 实现扣非净利润30.61亿元, 同比增长13.51%。同时披露公司2018年度股利分配预案为: 每10股派发现金红利1元(含税), 合计23.03亿元, 占归母净利润的56.26%。
- 核心优势:** 公司2018年生产矿产金36.50吨, 约占国内总产量的10.5%; 矿产铜24.86万吨, 约占国内总产量的16.5%; 矿产锌27.80万吨, 约占国内总产量的9.8%。铜业务销售收入占报告期内营业收入的19.90%(内部抵销后), 毛利占集团毛利的36.24%, 铜业务已然成为公司净利润的最主要贡献力量。
- 业绩解读:** 公司2018年矿产品产量基本符合年初的经营计划, 其中矿产金产量低于计划0.5吨, 主要系由于波格拉金矿受到地震的影响全年减少了将近1吨的产量(权益量), 但同时公司也收到了当地保险的赔付, 完全对冲掉这部分的损失。另外公司2018年销售、管理(包括研发费用)和财务费用合计占营业收入的5.08%, 低于2017年的6.09%, 主要系由于财务费用当中的汇兑损益同比大幅度减少所致(同比减少7.70亿元)。资产减值方面, 公司共计提减值损失14.18亿元, 同比减少36.14%, 对归母净利润影响约为9.79亿元。
- 2019年主要经营计划:** 矿产金40吨(+9.6%), 矿产铜35万吨(+41.1%), 矿产锌38万吨(+36.7%)。其中矿产铜产量的增加主要来自于黑龙江多宝山铜矿二期产能的释放, 刚果(金)科卢韦齐二期铜钴矿湿法厂(4万吨/年)的投产以及塞尔维亚RTB BOR集团的并表; 矿产锌产量的增加主要来自于Nevsun的并表, Nevsun2018年度生产锌金属量约为12.5万吨。
- 2019年金属价格预判:** 全球流动性边际宽松有利于大宗商品价格上涨。全球铜精矿供应结构性短缺, 铜价处于长周期上行通道; 美国经济在2019年见顶回落的迹象累积, 打开黄金价格上涨空间; 全球锌精矿供应宽松, 但国内精锌冶炼产能存在瓶颈, 对锌价形成支撑。
- 盈利预测与评级:** 预计2019-2021年EPS分别为0.22元、0.24元、0.28元, 未来三年归母净利润将保持16.4%复合增长率。考虑到牛市行情下的估值修复, 给予公司2019年25倍估值, 对应目标价5.50元, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 项目建设和投产进或不及预期, 国内需求不达预期影响金属价格, 非公开发行进度或不及预期, 汇率风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	105994.25	109656.49	117755.76	120980.05
增长率	12.11%	3.46%	7.39%	2.74%
归属母公司净利润(百万元)	4093.77	4983.71	5522.83	6456.64
增长率	16.71%	21.74%	10.82%	16.91%
每股收益EPS(元)	0.18	0.22	0.24	0.28
净资产收益率ROE	9.91%	8.07%	7.64%	8.30%
PE	20	17	15	13
PB	2.04	1.31	1.11	1.04

数据来源: Wind, 西南证券

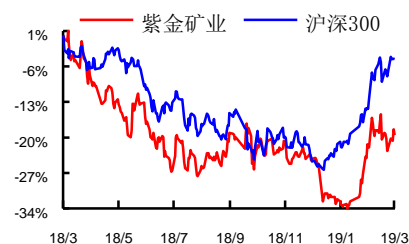
西南证券研究发展中心

分析师: 刘岗
执业证号: S1250517100001
电话: 010-57631191
邮箱: lg@swsc.com.cn

联系人: 刘孟杰
电话: 15210216914
邮箱: lml@swsc.com.cn

联系人: 杨耀洪
电话: 18659008657
邮箱: yyhong@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)	2.95-4.61
总市值(亿元)	826.82
总资产(亿元)	912.66
每股净资产(元)	1.53

相关研究

- 紫金矿业(601899): 矿山利润增长稳健, 铜矿资源版图再扩展 (2018-10-29)
- 紫金矿业(601899): 矿产铜、锌量价齐升, 上半年业绩高速增长 (2018-08-26)
- 紫金矿业(601899): 量价齐升带动业绩高速增长 (2018-07-24)

关键假设：

假设 1：2019-2021 年，铜精矿加工费 TC 分别为 80.8、80.0、80.0 美元/吨；

假设 2：2019-2021 年，在不考虑二八分成机制的情况下，锌冶炼加工费分别为 6000、5500、5000 元/吨；

假设 3：公司收购的塞尔维亚 RTB BOR 集团和 Nevsun 在 2019 年全部并表；

假设 4：公司 2019 年 10 月完成本次公开增发，总股本加权平均数增加至 235.98 亿股；2020 年总股本加权平均数增加至 264.31 亿股；

假设 5：公司三费率无明显变化。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 1：公司主营业务产量及毛利率

		2018A	2019E	2020E	2021E
矿产金	产量 (吨)	36.50	39.72	39.21	38.22
	销售单价 (元/克)	252.06	264.23	272.16	272.16
	毛利率	31.37%	33.39%	34.60%	33.86%
矿产铜	产量 (万吨)	24.86	36.16	39.14	45.61
	销售单价 (元/吨)	35,353.00	37,043.76	38,277.21	39,103.37
	毛利率	49.95%	52.76%	54.28%	55.25%
矿产锌	产量 (万吨)	27.80	41.78	40.75	40.27
	销售单价 (元/吨)	14,186.00	10,851.28	10,615.38	11,008.55
	毛利率	65.34%	54.69%	53.68%	55.33%
合计	收入	105994.25	109656.49	117755.76	120980.05
	增速	12.11%	3.46%	7.39%	2.74%
	综合毛利率	12.59%	13.69%	13.87%	14.82%

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)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	105994.25	109656.49	117755.76	120980.05	净利润	4682.68	5700.63	6317.30	7385.45
营业成本	92651.37	94648.04	101426.27	103047.70	折旧与摊销	4449.17	4538.92	4831.60	5171.48
营业税金及附加	1599.00	1654.24	1776.43	1825.07	财务费用	1254.24	1315.88	1413.07	1451.76
销售费用	887.45	918.11	985.93	1012.92	资产减值损失	1500.40	1000.00	1000.00	1000.00
管理费用	2964.96	3067.41	3293.97	3384.16	经营营运资本变动	-1390.30	19.90	-706.50	-158.28
财务费用	1254.24	1315.88	1413.07	1451.76	其他	-263.18	-365.68	-502.19	-354.62
资产减值损失	1500.40	1000.00	1000.00	1000.00	经营活动现金流净额	10233.01	12209.65	12353.27	14495.78
投资收益	1060.52	400.00	400.00	400.00	资本支出	-6116.32	-5000.00	-5000.00	-5000.00
公允价值变动损益	-135.78	0.00	0.00	0.00	其他	-7523.89	107.23	-200.00	-200.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-13640.21	-4892.77	-5200.00	-5200.00
营业利润	6181.37	7452.80	8260.10	9658.43	短期借款	5760.81	-13403.91	-2212.77	0.00
其他非经营损益	-51.19	10.00	10.00	10.00	长期借款	6318.87	0.00	0.00	0.00
利润总额	6130.18	7462.80	8270.10	9668.43	股权融资	-15.15	1333.33	6666.67	0.00
所得税	1447.50	1762.17	1952.80	2282.98	支付股利	-2303.12	-818.75	-996.74	-1104.57
净利润	4682.68	5700.63	6317.30	7385.45	其他	-2106.23	6448.21	-1113.07	-1151.76
少数股东损益	588.90	716.92	794.48	928.81	筹资活动现金流净额	7655.17	-6441.12	2344.09	-2256.33
归属母公司股东净利润	4093.77	4983.71	5522.83	6456.64	现金流量净额	4178.49	875.76	9497.36	7039.45
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	10089.89	10965.65	20463.01	27502.46	成长能力				
应收和预付款项	3821.17	4163.22	4468.84	4530.72	销售收入增长率	12.11%	3.46%	7.39%	2.74%
存货	12669.67	12909.90	13944.10	14121.67	营业利润增长率	22.97%	20.57%	10.83%	16.93%
其他流动资产	3867.95	3401.85	3594.98	3671.86	净利润增长率	44.19%	21.74%	10.82%	16.91%
长期股权投资	7041.75	7041.75	7041.75	7041.75	EBITDA 增长率	4.55%	11.97%	9.00%	12.25%
投资性房地产	608.22	608.22	608.22	608.22	获利能力				
固定资产和在建工程	38951.64	39981.19	40718.07	41115.06	毛利率	12.59%	13.69%	13.87%	14.82%
无形资产和开发支出	22824.43	21354.69	19884.95	18415.21	三费率	4.82%	4.83%	4.83%	4.83%
其他非流动资产	13004.57	13505.84	14007.11	14508.37	净利率	4.42%	5.20%	5.36%	6.10%
资产总计	112879.30	113932.31	124731.02	131515.33	ROE	9.91%	8.07%	7.64%	8.30%
短期借款	15616.68	2212.77	0.00	0.00	ROA	4.15%	5.00%	5.06%	5.62%
应付和预收款项	6331.39	7042.35	7384.55	7496.59	ROIC	8.64%	9.06%	9.98%	11.49%
长期借款	12917.92	12917.92	12917.92	12917.92	EBITDA/销售收入	11.21%	12.14%	12.32%	13.46%
其他负债	30739.60	21099.18	21781.22	22172.61	营运能力				
负债合计	65605.59	43272.22	42083.69	42587.12	总资产周转率	1.05	0.97	0.99	0.94
股本	23031.22	23597.89	26431.22	26431.22	固定资产周转率	3.30	3.26	3.59	3.77
资本公积	11094.77	11861.43	15694.77	15694.77	应收账款周转率	91.61	98.82	94.07	93.21
留存收益	23500.63	27665.58	32191.66	37543.74	存货周转率	7.73	7.35	7.52	7.33
归属母公司股东权益	40455.43	63124.90	74317.65	79669.72	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.01%	—	—	—
少数股东权益	6818.28	7535.20	8329.68	9258.49	资本结构				
股东权益合计	47273.71	70660.10	82647.32	88928.21	资产负债率	58.12%	37.98%	33.74%	32.38%
负债和股东权益合计	112879.30	113932.31	124731.02	131515.33	带息债务/总负债	57.03%	55.49%	51.80%	51.18%
					流动比率	0.82	2.15	3.24	3.75
					速动比率	0.48	1.27	2.18	2.68
					股利支付率	56.26%	16.43%	18.05%	17.11%
					每股指标				
					每股收益	0.18	0.22	0.24	0.28
					每股净资产	1.76	2.74	3.23	3.46
					每股经营现金	0.44	0.53	0.54	0.63
					每股股利	0.10	0.04	0.04	0.05
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	11884.78	13307.60	14504.77	16281.67					
PE	20.20	16.59	14.97	12.81					
PB	2.04	1.31	1.11	1.04					
PS	0.78	0.75	0.70	0.68					
EV/EBITDA	8.84	6.20	5.54	4.47					
股息率	2.79%	0.99%	1.21%	1.34%					

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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn