

业绩稳增，海外扩张或助力产能爆发式增长

——紫金矿业（601899）点评报告

增持（维持）

日期：2019年04月02日

事件：

紫金矿业2018年年报公布：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%。实现毛利率12.59%，净利率4.42%，EPS为0.18元。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%。集团综合毛利率为12.59%，同比下降了1.35个百分点，若剔除冶炼加工产品后，矿产品毛利率为46.31%，同比下降了0.93个百分点，主要原因是矿产品成本上涨。

投资要点：

- **铜业务成公司盈利主要增长点：**2018年，公司矿产铜产量增幅明显，加上受铜价攀升影响，铜业务销售收入占营业收入的19.90%，毛利占集团毛利的36.24%。铜业务成公司利润的主要来源。金价有提高，但是矿产金产量受地震影响，加上开产成本升高，虽销售收入占比达到50.82%，但毛利占集团毛利的21.4%。锌精矿产量基本持平，锌价下调，因成本控制成效显著，铅锌业务销售收入占2018年营业收入的6.59%，毛利占集团毛利的21.30%。
- **海外收购，助力公司未来竞争力和盈利能力：**公司正通过加快已并购的境外重大矿业项目建设投产，重点加快刚果（金）卡莫阿铜矿、塞尔维亚Timok铜矿上部矿带建设，积极推进刚果（金）科卢韦齐铜矿、塞尔维亚Bor铜矿技改扩建，以及Bisha矿整合运营，境外项目将成为公司提升未来的竞争力和盈利能力的一大助力。

盈利预测与投资建议：

我们预计紫金矿业19-21年的归母净利润为：62.77、73.41、80.82亿元，EPS分别为：0.27、0.32、0.35元。对应19年4月1日收盘价3.65元的PE分别为：13.39、11.45、10.40倍。维持增持评级。

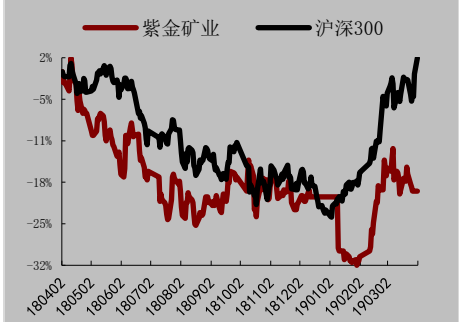
风险因素：

矿山储量不及预期风险，主营产品价格下跌风险，开发成本过高风险，矿山安全风险。

基础数据

行业	有色金属
公司网址	
大股东/持股	闽西兴杭国有资产投资经营有限公司 /27.43%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	23,031.22
流通A股(百万股)	16,875.73
收盘价(元)	3.47
总市值(亿元)	799.18
流通A股市值(亿元)	585.59

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：2019年04月01日

相关研究

- 万联证券研究所 20190307_紫金矿业调研简报_AAA
- 万联证券研究所 20181116_公司深度报告_AAA_紫金矿业
- 万联证券研究所 20181113_公司季报点评_AAA_紫金矿业

分析师：宋江波

执业证书编号：S0270516070001

电话：02160883490

邮箱：songjb@wlzq.com.cn

研究助理：夏振荣

电话：01056508505

邮箱：xiazr@wlzq.com.cn

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	1059.94	1150.87	1207.78	1275.64
增长比率(%)	12.11%	8.58%	4.95%	5.62%
归母净利润(亿元)	40.94	62.77	73.41	80.82
增长比率(%)	16.71%	53.32%	16.96%	10.09%
每股收益(元)	0.18	0.27	0.32	0.35
市盈率(倍)	18.79	13.39	11.45	10.40

1、主营金、铜、锌三种金属，铜业务成公司最大利润来源。

公司金、铜、锌资源储量丰富，其中，铜资源储量 4,952 万吨，接近国际一流矿业公司的水平。报告期内，矿产金产量下降，矿产铜产量大幅提升，矿产锌产量小幅提高。铜板块业务，成公司主要利润来源。

图表 1：公司储量

	紫金矿业	中国矿山总量	紫金矿业/中国矿山总量
保有黄金资源储量 (吨)	1,727.97	13,195.56	13.10%
矿产金产量 (吨)	36.50	345.97	10.55%
保有铜资源储量 (万吨)	4,952.11	10,607.75	46.68%
矿产铜产量 (万吨)	24.86	150.60	16.51%
保有锌资源储量 (万吨)	836.61	18,493.85	4.52%
矿产锌产量 (万吨)	27.80	284.03	9.79%

资料来源：公司年报、万联证券

图表 2：2016-2018 年公司主要矿产品产量对比表

	矿产金 (吨)	矿产铜 (万吨)	矿产锌 (万吨)
2016年	42.55	15.50	25.00
2017年	37.48	20.80	27.00
2018年	36.50	24.86	27.80

资料来源：公司年报、万联证券

1.1 铜量价齐升，助力公司业绩稳定增长

2018 年，伦铜全年均价为 6,527 美元/吨，同比上涨 5.7%。国内铜现货均价为 50,689 元/吨，同比上涨 2.9%。另外，刚果（金）科卢韦齐二期铜钴矿湿法厂、黑龙江多宝山铜矿二期扩建工程顺利建成试投产，铜产量增幅明显。2018 年，铜业务销售收入占营业收入的 19.90%，毛利占集团毛利的 36.24%。铜业务成公司利润的主要来源。

1.2 黄金产量下滑，成本上涨

由于部分矿山开采品味下降，单吨成本上涨，毛利率回落，同时受制于 2018 年年初波格拉金矿地震等因素，产量下滑 1 吨。另外，2018 年，国际黄金价格整体表现为宽幅震荡，全年平均价格为 1,269 美元/盎司，同比上涨 0.8%。国内金价受美元指数影响整体呈先抑后扬的趋势，全年均价为 271 元/克，同比下跌 1.5%。2018 年黄金业务销售收入占营业收入的 50.82%（抵销后），毛利占集团毛利的 21.40%。

1.3 锌价下跌，产量小幅增长。

2018 年，伦锌全年均价为 2,919 美元/吨，与上年均价基本持平。国内锌现货均价 23,674 元/吨，同比下降 1.7%。尽管锌价下跌，但是锌矿开采成本控制效果显现，几乎与 2017 年持平，毛利率依然维持在 65% 以上水平。铅锌业务销售收入占 2018 年营业收入的 6.59%（抵销后），毛利占集团毛利的 21.30%。

2、海外收购助力提升公司长期竞争力及盈利能力

2018 年，公司海外并购取得实质性进展，先后完成收购塞尔维亚国有铜业公司 RTBBOR 集团和加拿大上市公司 Nevsun Resources Ltd.（以下简称“Nevsun”）两个重大项目，实现了公司黄金、铜、锌等资源储量的进一步增长，提升了公司的核心竞争力和长期盈利能力。目前，公司拥有 RTBBOR 集团 63% 的股权，持有 Nevsun 100% 股份

公司拥有 RTBBOR 集团 63% 的股权。RTBBOR 集团是塞尔维亚国有铜业公司，拥有该国唯一在产的铜矿及冶炼厂，2018 年矿山产铜 4.25 万吨，冶炼产阴极铜 6.7 万吨。按计划，RTBBOR 集团将在 2018 年 12 月 18 日起 6 年内累计投入约 12.6 亿美元用于旗下 4 个矿山和 1 个冶炼厂技改扩建或新建，一期项目完成后预计矿山年产铜 8.2 万吨，冶炼年产阴极铜 8 万吨；二期项目完成后（含一期）矿山年产铜 12 万吨，冶炼年产阴极铜约 15 万吨。

公司通过持有 Nevsun100% 股份，取得 Timok 铜金矿（上带矿 100%；下带矿 60.4%）、Bisha 铜锌矿（60%）控制权。其中 Timok 铜金矿尚未开发；Bisha 铜锌矿为在产矿山，2018 年产锌约 12.5 万吨，产铜约 1.7 万吨。

通过加快已并购的境外重大矿业项目建设投产，重点加快刚果（金）卡莫阿铜矿、塞尔维亚 Timok 铜矿上部矿带建设，积极推进刚果（金）科卢韦齐铜矿、塞尔维亚 Bor 铜矿技改扩建，以及厄立特里亚 Bisha 锌多金属矿整合运营，境外项目盈利能力将逐步凸显。

预计未来公司铜、锌产量会大幅提升，为公司的长期竞争力和盈利能力带来更多助力。

图表 3：未来产量可能增长点

	矿铜（万吨/年）	矿锌（万吨/年）	备注
多宝山铜矿二期	8		二期待达产
紫金有色		10	项目待建
科卢韦齐	4		2019 年达产
RTBBOR	4.5		一期 8.2 万吨，二期 12 万吨
Nevsun-Timok	8.6		预估
Nevsun-Bisha	1.7	12.5	已在产
卡莫阿铜矿	12.9		预可研

资料来源：公司年报、万联证券

3、盈利预测与投资建议

随着公司海内外收购项目的建设投产，公司在年报中给出了 19 年的产能估计量，金、铜、锌产量较 18 年有大幅增长。所以，考虑到 19 年的产能爆发情况，我们在进行产能估计时，19 年的产能预算以公司年报披露的估算数据为准。在以后年份的产能预测中，在 19 年的基础上，产能维持稳定增长，涨幅小于 19 年较 18 年的涨幅。

假设：19-21 年公司矿产金产量分别为：40 吨，42.50 吨和 44.07 吨；矿产铜产量分别为：35 万吨、39.41 万吨、42.81 万吨；矿产锌产量分别为：38 万吨、45 万吨和 50 万吨。

假设：产品产销比为 99%，19-21 年铜价保持不变，为 3.54 万元/吨；19 年金价格相对 18 年上涨 1%，19-21 年，保持 25.46 万元/千克不变；锌价 19 年相比 18 年下跌 2.7%，19-21 年保持 1.38 万元/吨不变。

根据以上假设，我们预计紫金矿业 19-21 年的归母净利润分别为：62.77、73.41、80.82 亿元，EPS 分别为：0.27、0.32、0.35 元。对应 19 年 4 月 1 日收盘价 3.65 元的 PE 分别为：13.39、11.45、10.40 倍。维持增持评级。

4、风险因素

矿山储量不及预期风险，主营产品价格下跌风险，开发成本过高风险，矿山安全风险。

资产负债表单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	30,448.69	35,869.90	41,923.78	45,721.13
货币资金	10,089.89	15,742.86	19,520.44	23,025.47
应收及预付	2,425.38	3,145.83	3,723.81	3,755.16
存货	12,669.67	11,683.27	13,247.20	13,464.64
其他流动资产	5,263.74	5,297.95	5,432.33	5,475.86
非流动资产	82,430.62	87,833.63	93,517.81	101,355.85
长期股权投资	7,041.75	7,041.75	7,041.75	7,041.75
固定资产	34,144.46	34,883.00	35,111.36	34,675.57
在建工程	5,355.81	7,141.07	8,128.45	9,739.07
无形资产	22,510.28	25,389.49	29,857.94	36,521.14
其他长期资产	13,378.31	13,378.31	13,378.31	13,378.31
资产总计	112,879.30	123,703.53	135,441.60	147,076.98
流动负债	37,223.10	38,994.60	39,391.43	39,944.79
短期借款	15,616.68	15,616.68	15,616.68	15,616.68
应付及预收	9,680.57	9,942.03	10,410.87	10,914.51
其他流动负债	11,925.85	13,435.89	13,363.88	13,413.60
非流动负债	28,382.49	29,582.49	33,582.49	36,582.49
长期借款	12,917.92	18,917.92	20,917.92	22,917.92
应付债券	8,879.45	4,079.45	6,079.45	7,079.45
其他非流动负债	6,585.12	6,585.12	6,585.12	6,585.12
负债合计	65,605.59	68,577.10	72,973.92	76,527.28
股本	2,303.12	2,303.12	2,303.12	2,303.12
资本公积	11,094.77	11,094.77	11,094.77	11,094.77
留存收益	29,360.67	30,327.00	38,556.00	47,442.00
归属母公司股东权益	40,455.43	48,308.15	55,649.39	63,731.41
少数股东权益	6,818.28	6,818.28	6,818.28	6,818.28
负债和股东权益	112,879.30	123,703.53	135,441.60	147,076.98

现金流量表

单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	10,233.01	14,930.17	12,705.44	16,461.96
净利润	4,682.68	6,276.75	7,341.24	8,082.02
折旧摊销	5,949.57	6,230.29	6,682.80	7,460.03
营运资金变动	-1,475.60	2,003.26	-1,879.47	261.04
其它	1,076.36	419.87	560.87	658.87
投资活动现金流	-13,640.21	-10,983.30	-11,679.99	-14,554.07
资本支出	0.00	0.00	0.00	0.00
投资变动	-7,445.46	-11,983.30	-12,779.99	-15,654.07
其他	-6,194.75	1,000.00	1,100.00	1,100.00
筹资活动现金流	7,655.17	1,706.10	2,752.13	1,597.13
银行借款	8,820.61	6,000.00	2,000.00	2,000.00
债券融资	0.00	-4,800.00	2,000.00	1,000.00
股权融资	78.00	0.00	0.00	0.00
其他	-1,243.44	506.10	-1,247.87	-1,402.87
现金净增加额	4,247.97	5,652.97	3,777.58	3,505.03
期初现金余额	5,754.34	10,089.89	15,742.86	19,520.44
汇率变动影响	-69.47	0.00	0.00	0.00
期末现金余额	9,932.84	15,742.86	19,520.44	23,025.47

资料来源：公司年报、万联证券

利润表单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	105,994.25	115,086.59	120,777.83	127,563.72
营业成本	92,651.37	98,422.72	102,210.92	107,279.02
营业税金及附加	1,599.00	1,726.30	1,811.67	1,913.46
销售费用	887.45	1,150.87	1,207.78	1,275.64
管理费用	2,964.96	3,682.77	3,864.89	4,082.04
财务费用	1,254.24	1,069.87	1,247.87	1,402.87
资产减值损失	1,500.40	960.00	930.00	1,200.00
公允价值变动收益	-135.78	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1,060.52	1,000.00	1,100.00	1,100.00
营业利润	6,181.37	8,785.79	10,285.22	11,181.50
营业外收入	365.95	400.00	420.00	435.00
营业外支出	417.14	830.00	900.00	870.00
利润总额	6,181.37	8,785.79	10,285.22	11,181.50
所得税	1,447.50	2,079.04	2,463.98	2,664.48
净利润	4,093.77	6,276.75	7,341.24	8,082.02
少数股东损益	588.90	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	4,093.77	6,276.75	7,341.24	8,082.02
EBITDA	3.73	2.75	2.43	2.17
EPS (元)	0.18	0.27	0.32	0.35

主要财务比率

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	12.11%	8.58%	4.95%	5.62%
营业利润	22.97%	42.13%	17.07%	8.71%
归属于母公司净利润	16.71%	53.32%	16.96%	10.09%
获利能力				
毛利率	12.59%	14.48%	15.37%	15.90%
净利率	5.78%	7.26%	8.12%	8.42%
ROE	10.12%	12.99%	13.19%	12.68%
ROIC	6.95%	8.39%	8.93%	9.27%
偿债能力				
资产负债率	58.12%	55.44%	53.88%	52.03%
净负债比率	138.78%	124.40%	116.82%	108.47%
流动比率	0.82	0.92	1.06	1.14
速动比率	0.44	0.58	0.69	0.77
营运能力				
总资产周转率	1.05	0.97	0.93	0.90
应收账款周转率	55.46	57.48	50.79	54.43
存货周转率	7.80	8.42	7.72	7.97
每股指标 (元)				
每股收益	0.18	0.27	0.32	0.35
每股经营现金流	0.44	0.65	0.55	0.71
每股净资产	1.76	2.10	2.42	2.77
估值比率				
P/E	18.79	13.39	11.45	10.40
P/B	1.90	1.74	1.51	1.32
EV/EBITDA	3.73	2.75	2.43	2.17

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

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。

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

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场