

## 境外项目持续发力, 公开增发获批将优化财务结构

### 投资要点

- 业绩总结:** 公司2019年上半年实现营业收入671.98亿元, 同比增长34.90%; 实现归母净利润18.53亿元, 同比减少26.64%; 实现扣非净利润16.57亿元, 同比减少30.28%。
- 核心资产:** 公司上半年矿产金产量19.10吨, 同比增长13.18%; 矿产铜产量17.11万吨, 同比增长43.33%, 增量主要是来自于科卢韦齐铜矿浮选系统达产和湿法系统投产、多宝山二期投产以及新并购紫金波尔铜业增量; 矿产锌产量29.54万吨, 同比增长21.24%, 增量主要是来自于新并购的Bisha项目。公司境外项目持续发力, 矿产品规模实现大幅度增长。其中公司接管塞尔维亚波尔铜(金)矿后顺利过渡, 实现扭亏为盈; 科卢韦齐湿法系统全线投产, 进入10万吨/年级别大型铜矿行列。
- 业绩解读:** 公司主要矿产品产量同比均有较大幅度增长, 但是金属价格不佳拖累整体业绩。其中矿产铜单位售价3.56万元/吨, 同比下滑3.67%; 矿产锌单位售价1.16万元/吨, 同比下滑27.22%。从利润贡献的角度来看, 矿产铜仍然是公司净利润最大的贡献者, 贡献毛利25.96亿元, 同比增长12.78%; 而矿产金贡献度有所提升, 贡献毛利18.30亿元, 同比增长37.81%; 矿产锌贡献度明显下降, 贡献毛利10.82亿元, 同比减少35.47%(不考虑内部抵消)。
- 财务分析:** 截止至上半年, 公司资产负债率59.67%, 相比于去年同期提升1.13个百分点; 财务费用8.51亿元, 同比上升28.84%。除此之外公司销售和管理费用同比均有所增加, 主要是由于新并购企业纳入合并范围所致, 三费率合计约4.97%, 高于去年年报的4.82%, 有进一步提升的空间。公司积极推进A股公开增发工作, 目前已获得证监会发行审核委员会审核通过, 公司财务结构将实现优化。
- 价格预判:** 全球开启降息周期, 避险情绪将进一步推升黄金价格; 终端需求的疲软拖累铜价, 但中长期全球铜矿供应不足带来的结构性短缺将使得铜价重新回到上行通道; 全球锌精矿供应宽松, 终端需求疲软使得锌价进一步承压。
- 盈利预测与投资建议:** 预计2019-2021年EPS分别为0.18元、0.22元、0.28元, 对应的PE分别为20倍、17倍和13倍。考虑到公司是国内最优质的矿山企业, 矿产资源储量丰富, 国际化进程不断加快, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 项目建设和投产进度或不及预期, 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。

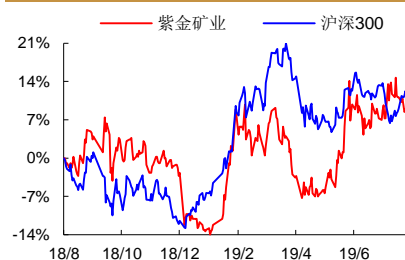
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	105994.25	140027.77	156663.95	166021.27
增长率	12.11%	32.11%	11.88%	5.97%
归属母公司净利润(百万元)	4093.77	4288.36	5844.15	7359.62
增长率	16.71%	4.75%	36.28%	25.93%
每股收益EPS(元)	0.18	0.18	0.22	0.28
净资产收益率ROE	9.91%	7.28%	8.32%	9.48%
PE	21	20	17	13
PB	2.16	1.55	1.29	1.18

数据来源: Wind, 西南证券。备注: EPS已考虑公开发行摊薄的影响

### 西南证券研究发展中心

分析师: 刘孟峦  
执业证号: S1250519060005  
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)	2.95-3.92
总市值(亿元)	852.16
总资产(亿元)	1,165.82
每股净资产(元)	1.56

### 相关研究

- 紫金矿业(601899): 净利润符合预期, 矿业巨头估值修复值得期待 (2019-03-24)

**关键假设：**

假设 1：2019-2021 年，矿产金产量分别为 37.98 吨、37.48 吨和 36.48 吨；

假设 2：2019-2021 年，矿产铜产量分别为 37.72 万吨、39.42 万吨和 45.12 万吨；

假设 3：2019-2021 年，矿产锌产量分别为 41.81 万吨、40.78 万吨和 40.30 万吨；

假设 4：2019-2021 年，铜精矿加工费 TC 分别为 80.8、60.0 和 60.0 美元/吨；

假设 5：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 和 5000 元/吨；

假设 6：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 7：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	37.98	37.48	36.48
	销售单价 (不含税, 元/克)	252.06	286.88	314.13	329.84
	毛利率	31.37%	38.65%	43.34%	45.43%
矿产铜	产量 (万吨)	24.86	37.72	39.42	45.12
	销售单价 (不含税, 元/吨)	35353.00	34835.05	39412.65	41496.94
	毛利率	49.95%	42.59%	49.25%	51.80%
矿产锌	产量 (万吨)	27.80	41.81	40.78	40.30
	销售单价 (不含税, 元/吨)	14186.00	10584.07	9688.50	10095.58
	毛利率	65.34%	43.88%	38.69%	41.16%
合计	收入 (亿元)	1059.95	1400.28	1566.65	1660.22
	增速	12.11%	32.11%	11.88%	5.97%
	综合毛利率	12.59%	11.46%	12.00%	12.88%

数据来源：公司公告，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	140027.77	156663.95	166021.27	净利润	4682.68	5166.70	7041.14	8867.02
营业成本	92651.37	123979.41	137866.29	144634.57	折旧与摊销	4449.17	4485.37	4704.79	4966.38
营业税金及附加	1599.00	1820.36	2036.63	2158.28	财务费用	1254.24	1701.99	1701.99	1701.99
销售费用	887.45	1257.99	1257.99	1257.99	资产减值损失	1500.40	450.00	450.00	450.00
管理费用	2964.96	3985.98	3985.98	3985.98	经营营运资本变动	-1390.30	-2136.44	-1336.11	-567.03
财务费用	1254.24	1701.99	1701.99	1701.99	其他	-263.18	-215.68	-352.19	-204.62
资产减值损失	1500.40	450.00	450.00	450.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>10233.01</b>	<b>9451.95</b>	<b>12209.62</b>	<b>15213.74</b>
投资收益	1060.52	400.00	400.00	400.00	资本支出	-6116.32	-6000.00	-6000.00	-6000.00
公允价值变动损益	-135.78	0.00	0.00	0.00	其他	-7523.89	707.23	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>-13640.21</b>	<b>-5292.77</b>	<b>-5600.00</b>	<b>-5600.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>6181.37</b>	<b>7232.03</b>	<b>9765.06</b>	<b>12232.46</b>	短期借款	5760.81	-7341.72	-8274.96	0.00
其他非经营损益	-51.19	-250.00	-250.00	-250.00	长期借款	6318.87	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>6130.18</b>	<b>6982.03</b>	<b>9515.06</b>	<b>11982.46</b>	股权融资	-15.15	1333.33	6666.67	0.00
所得税	1447.50	1815.33	2473.91	3115.44	支付股利	-2303.12	0.00	0.00	0.00
净利润	4682.68	5166.70	7041.14	8867.02	其他	-2106.23	5762.09	-1701.99	-1701.99
少数股东损益	588.90	878.34	1196.99	1507.39	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>7655.17</b>	<b>-246.29</b>	<b>-3310.28</b>	<b>-1701.99</b>
归属母公司股东净利润	4093.77	4288.36	5844.15	7359.62	<b>现金流量净额</b>	<b>4178.49</b>	<b>3912.89</b>	<b>3299.34</b>	<b>7911.75</b>
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	14002.78	17302.11	25213.86	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	3821.17	5363.80	5990.72	6267.05	销售收入增长率	12.11%	32.11%	11.88%	5.97%
存货	12669.67	16942.95	18954.59	19839.85	营业利润增长率	22.97%	17.00%	35.03%	25.27%
其他流动资产	3867.95	4126.05	4522.73	4745.85	净利润增长率	44.19%	10.34%	36.28%	25.93%
长期股权投资	7041.75	7041.75	7041.75	7041.75	EBITDA 增长率	4.55%	12.91%	20.51%	16.87%
投资性房地产	608.22	608.22	608.22	608.22	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	38951.64	40965.63	42760.19	44293.16	毛利率	12.59%	11.46%	12.00%	12.88%
无形资产和开发支出	22824.43	21823.81	20823.18	19822.56	三费率	4.82%	4.96%	4.43%	4.18%
其他非流动资产	13004.57	12905.84	12807.11	12708.37	净利率	4.42%	3.69%	4.49%	5.34%
<b>资产总计</b>	<b>112879.30</b>	<b>123780.83</b>	<b>130810.61</b>	<b>140540.69</b>	ROE	9.91%	7.28%	8.32%	9.48%
短期借款	15616.68	8274.96	0.00	0.00	ROA	4.15%	4.17%	5.38%	6.31%
应付和预收款项	6331.39	9190.65	10004.89	10486.47	ROIC	8.64%	8.54%	10.27%	12.05%
长期借款	12917.92	12917.92	12917.92	12917.92	EBITDA/销售收入	11.21%	9.58%	10.32%	11.38%
其他负债	30739.60	22452.38	23235.08	23616.55	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>65605.59</b>	<b>52835.90</b>	<b>46157.88</b>	<b>47020.94</b>	总资产周转率	1.05	1.18	1.23	1.22
股本	23031.22	23597.89	26431.22	26431.22	固定资产周转率	3.30	4.15	4.70	4.98
资本公积	11094.77	11861.43	15694.77	15694.77	应收账款周转率	91.61	109.64	95.93	94.65
留存收益	23500.63	27788.99	33633.13	40992.76	存货周转率	7.73	8.32	7.66	7.45
归属母公司股东权益	40455.43	63248.31	75759.12	83118.74	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	7696.62	8893.61	10401.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>47273.71</b>	<b>70944.92</b>	<b>84652.73</b>	<b>93519.75</b>	资产负债率	58.12%	42.69%	35.29%	33.46%
负债和股东权益合计	112879.30	123780.83	130810.61	140540.69	带息债务/总负债	57.03%	56.92%	47.22%	46.36%
					流动比率	0.82	1.65	2.63	3.01
					速动比率	0.48	0.96	1.56	1.94
					股利支付率	56.26%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标					每股指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	11884.78	13419.39	16171.84	18900.83	每股收益	0.18	0.18	0.22	0.28
PE	20.82	20.36	16.73	13.29	每股净资产	1.71	2.39	2.87	3.14
PB	2.16	1.55	1.29	1.18	每股经营现金	0.43	0.36	0.46	0.58
PS	0.82	0.70	0.62	0.59	每股股利	0.10	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	9.06	6.61	5.42	4.22					
股息率	2.64%	0.00%	0.00%	0.00%					

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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 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
	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
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@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
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn