

紫金矿业(601899.SH/02899.HK)

19Q1 净利降 19%，铜产量继续增长

(注：下文如无特殊说明，货币单位均为人民币)

● 受铜锌跌价影响，19Q1 归母净利降 19%

据一季报，公司 19Q1 实现营收 290 亿元，同增 27%；实现归母净利 8.7 亿元，同降 19%。业绩下降主要是一季度矿产铜精矿售价同降 10%，矿产锌精矿售价同降 21%，而同期上期所铜、锌均价同比分别降 8%、17%。

● 多宝山二期、科卢韦齐二期投产，矿产铜产量有望继续保持增长

公司 19Q1 实现矿产铜、锌、金产量分别为 8.4 万吨、9.4 万吨、9.7 吨，同比分别增长 42%、26%、27%，产量增长主要是 Nevsun 和 RTB bor 纳入合并范围；矿产铜（含矿产阴极铜）、锌、金单位销售成本分别为 1.82 万元/吨、0.54 万元/吨、172 元/克，同比分别增长 5.3%、20.4%、-3.5%，多宝山和科卢韦齐二期项目投产后，矿产铜成本或将有所下降。

● 资产质量的提升仍是公司未来的核心看点

据公司公告，收购卡莫阿铜矿、Timok 铜金矿、RTB bor 铜矿，扩建多宝山铜矿和科卢韦齐铜矿，公司近年将重点放在核心资产的布局上；同时在低效无效资产的处置上也下大功夫，17、18 年计提大量无效矿山的资产减值，一季报显示公司完成崇礼紫金的处置，公司资产质量将得到持续提升。

● 给予公司“买入”评级

预计公司 19-21 年 EPS 分别为 0.19/0.23/0.29 元/股，对应 PE 分别为 17/15/11 倍，考虑到公司铜产量持续快速增长，结合可比公司 19 年平均 PE 估值水平 27 倍，我们认为给予公司 A 股 19 年 20 倍 PE 估值较为合理，A 股合理价值为人民币 3.80 元/股，参考当前 AH 溢价比例，H 股合理价值为 3.38 港元/股，维持 A、H 股“买入”评级。

● 风险提示：

新矿建设投产不及预期；金属价格大幅下跌；公司继续大额计提资产减值；汇率波动造成汇兑损失；环保事件及自然灾害造成采矿停产。

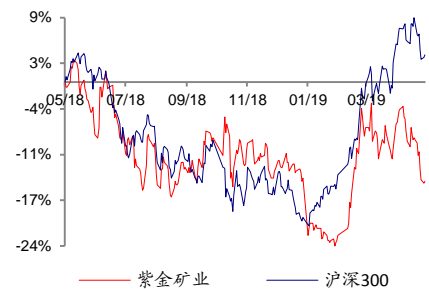
盈利预测（货币：人民币）：

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	94,549	105,994	119,877	122,237	126,894
增长率(%)	19.9	12.1	13.1	2.0	3.8
EBITDA(百万元)	12,409	12,066	14,530	15,807	18,019
净利润(百万元)	3,508	4,094	4,427	5,193	6,674
增长率(%)	90.7	16.7	8.1	17.3	28.5
EPS（元/股）	0.15	0.18	0.19	0.23	0.29
市盈率（P/E）	30.14	18.79	17.27	14.72	11.46
市净率（P/B）	3.02	1.90	1.73	1.63	1.51
EV/EBITDA	11.03	9.46	7.56	6.71	5.60

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	3.32 元/2.95 港元
合理价值	3.80 元/3.38 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2019-05-05

相对市场表现



分析师： 巨国贤



SAC 执证号：S0260512050006

SFC CE No. BNW287



0755-82535901



juguoxian@gf.com.cn

分析师：

赵鑫



SAC 执证号：S0260515090002



021-60759794



gzzhaoxin@gf.com.cn

分析师：

姜永刚



SAC 执证号：S0260519010003



010-59136699



louyonggang@gf.com.cn

分析师：

宫帅



SAC 执证号：S0260518070003



SFC CE No. BOB672



010-59136627



gongshuai@gf.com.cn

请注意，赵鑫、姜永刚并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

紫金矿业 2019-03-25

(601899.SH/02899.HK) :19

年矿产铜产量或增 41%

联系人： 黄礼恒 0755-88286912

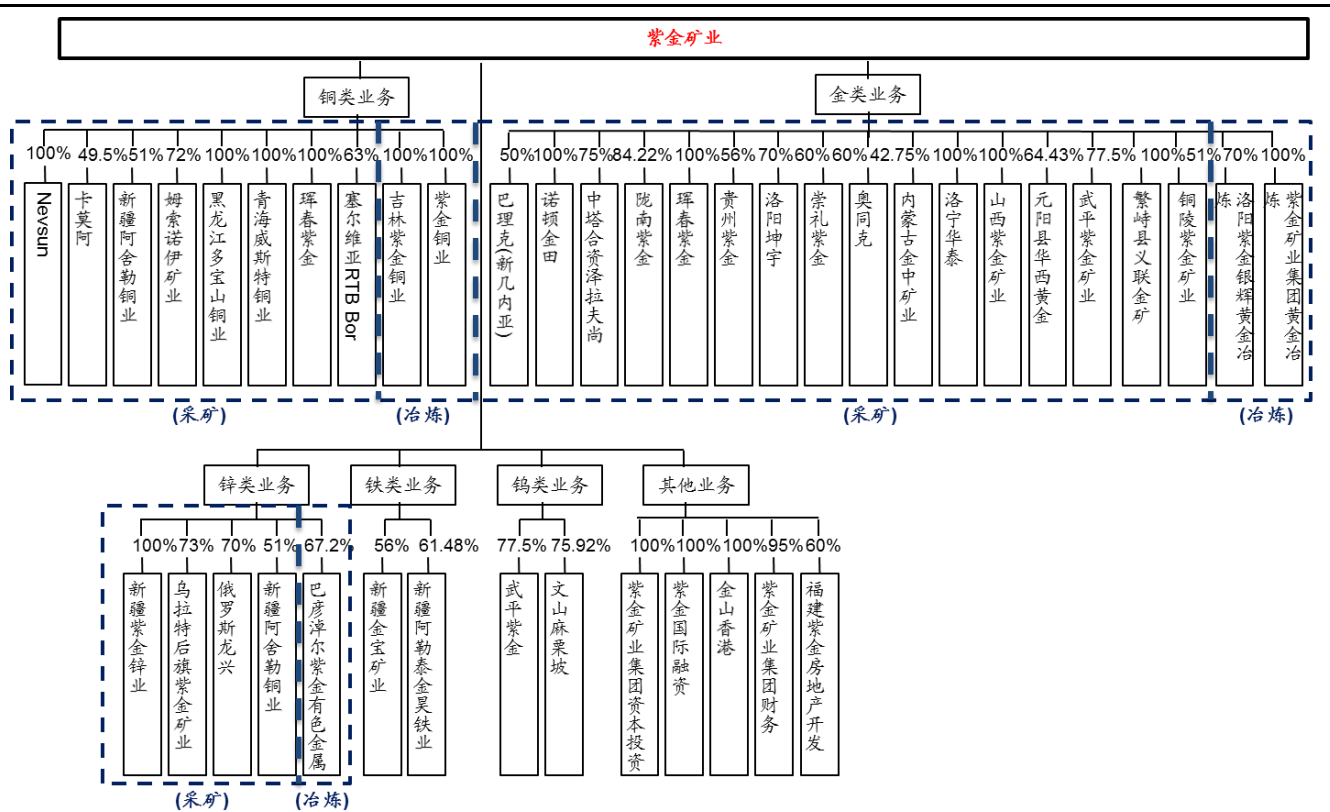
huangliheng@gf.com.cn

图表索引

图 1: 紫金矿业主要控股公司股权结构图 (截至 2019 年 3 月)	3
表 1: 紫金矿业主要铜矿产量 (单位: 吨)	3
表 2: 紫金矿业主要金矿产量 (单位: 千克)	4
表 3: 紫金矿业主要锌矿产量 (单位: 吨)	4
表 4: 关键假设信息-价格假设	4
表 5: 关键假设信息-销量假设	5
表 6: 关键假设信息-成本假设	5
表 7: 紫金矿业可比公司 PE 估值情况可比 (市值统计截止 2019.04.30 收盘) ...	5

(注：下文如无特殊说明，货币单位均为人民币)

图1：紫金矿业主要控股公司股权结构图（截至2019年3月）



数据来源：公司年报、国家企业信用信息公示系统、广发证券发展研究中心

表1：紫金矿业主要铜矿产量（单位：吨）

矿山	权益	2017	2018	2019E	2020E	2021E
紫金山铜矿	100%	75,850	76,631	75,458	75,458	75,458
刚果（金）科卢韦齐铜矿	72%	21,940	53,235	74,105	101,105	101,105
阿舍勒铜矿	51%	44,057	44,528	44,897	44,897	44,897
多宝山铜矿	100%	33,735	39,775	54,596	81,393	82,328
卡莫拉铜矿	39.6%	0	0	0	0	43,169
Nevsun Timok 铜金矿	100%	0	0	0	0	92,400
塞尔维亚 RTB bor 铜矿	63%	0	0	53,651	53,651	53,651
Nevsun Bisha 锌矿	60%	0	0	19,800	20,328	20,328
青海威斯特海德厄尼铜矿	100%	9,767	9,665	6,443	3,222	0
珙春紫金曙光金铜矿	100%	11,745	15,182	14,850	14,850	14,850
其他	-	10,893	10,261	8,458	9,154	9,154
矿产铜合计		207,987	248,577	354,058	405,857	539,140

数据来源：公司年报、公司官网、环评报告、矿权评估书、广发证券发展研究中心

说明：产量预测根据公司公告、官方网站以及综合环保部门、国土部门的评价报告、矿权登记信息做出预测；卡莫阿铜矿为权益产量。

表2: 紫金矿业主要金矿产量 (单位: 千克)

矿山	权益	2017	2018	2019E	2020E	2021E
巴新波格拉金矿	47.5%	7,824	6,766	7,884	7,884	7,884
澳洲诺顿金田帕丁顿金矿	100%	6,267	4,262	6,262	6,262	6,262
泽拉夫尚吉劳、塔罗金矿	75%	4,014	4,567	4,806	5,056	5,056
紫金山金矿	100%	3,875	3,241	1,935	1,161	1,161
珲春紫金曙光金铜矿	100%	2,571	3,111	3,393	3,581	3,581
奥同克左岸金矿	60%	1,424	3,237	3,264	3,264	3,264
其他	-	11,508	11,313	12,786	13,878	13,878
矿产金合计		37,483	42,551	40,332	41,087	41,087

数据来源: 公司年报、公司官网、环评报告、矿权评估书、广发证券发展研究中心

说明: 产量预测根据公司公告、官方网站以及综合环保部门、国土部门的评价报告、矿权登记信息做出预测。

表3: 紫金矿业主要锌矿产量 (单位: 吨)

矿山	权益	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Nevsun Bisha 锌矿	60%	-	-	132,600	139,392	141,504
图瓦克兹尔-塔什特克多金属矿	70%	93,272	99,918	87,585	99,263	99,263
新疆紫金锌业乌拉根铅锌矿	100%	79,398	93,551	78,849	87,610	87,610
乌拉特后旗紫金铅锌矿	95%	87,529	74,435	74,953	74,953	74,953
阿舍勒铜矿	51%	7,790	9,001	9,139	9,139	9,139
其他	-	2,000	1,133	1,133	1,133	1,133
锌矿产量合计		269,989	278,038	384,259	411,490	413,602

数据来源: 公司年报、公司官网、环评报告、矿权评估书、广发证券发展研究中心

说明: 产量预测根据公司公告、官方网站以及综合环保部门、国土部门的评价报告、矿权登记信息做出预测。

表4: 关键假设信息-价格假设

价格假设	2017	2018	2019E	2020E	2021E
矿产金(元/克)	249	252	261	261	261
矿产铜(元/吨)	34,406	35,353	35,128	35,124	35,030
矿产锌(元/吨)	14,547	14,186	12,667	12,667	12,667
矿产银(元/克)	2.56	2.29	2.40	2.40	2.40
铁精矿(元/吨)	460	588	600	600	600
冶炼金(元/克)	275	274	280	280	280
冶炼铜(元/吨)	49,005	50,741	50,000	50,000	50,000
冶炼锌(元/吨)	23,396	23,121	22,000	22,000	22,000

数据来源: 公司年报、Wind、广发证券发展研究中心

说明: 矿产品价格不含增值税, 冶炼产品价格含增值税。

表5: 关键假设信息-销量假设

销量假设	2017	2018	2019E	2020E	2021E
矿产金(千克)	37,377	36,133	40,332	41,087	41,087
矿产铜(吨)	208,183	249,475	354,058	405,857	539,140
矿产锌(吨)	279,562	282,805	384,259	411,490	413,602
矿产银(千克)	235,961	220,801	220,801	220,801	220,801
铁精矿(吨)	2,425,000	2,467,700	2,493,346	2,493,346	2,493,346
冶炼金(千克)	176,152	205,478	200,000	200,000	200,000
冶炼铜(吨)	431,191	435,964	450,000	450,000	450,000
冶炼锌(吨)	198,470	182,591	200,000	200,000	200,000

数据来源: 公司年报、Wind、广发证券发展研究中心

表6: 关键假设信息-成本假设

成本假设	2017	2018	2019E	2020E	2021E
矿产金(元/克)	165	173	173	173	173
矿产铜(元/吨)	16,992	17,694	18,500	18,500	18,500
矿产锌(元/吨)	4,838	4,917	6,000	6,000	6,000
矿产银(元/克)	2	2	2	2	2
铁精矿(元/吨)	156	170	190	190	190
冶炼金(元/克)	273	270	279	279	279
冶炼铜(元/吨)	39,547	41,958	41,595	41,595	41,595
冶炼锌(元/吨)	18,198	19,559	18,397	18,397	18,397

数据来源: 公司年报、Wind、广发证券发展研究中心

表 7: 紫金矿业可比公司PE估值情况可比 (市值统计截止2019.04.30收盘)

公司名称	公司代码	业务类型	市值(亿元)	净利润(百万元)			PE估值水平		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
山东黄金	600547.SH	黄金	593	996	1,568	1,905	66	41	34
中金黄金	600489.SH	黄金	274	207	315	407	165	87	67
江西铜业	600362.SH	铜	440	2,459	3,011	3,341	22	18	16
云南铜业	000878.SZ	铜	190	149	494	682	28	38	28
驰宏锌锗	600497.SH	铅锌	255	623	1,177	1,244	18	22	20
中金岭南	000060.SZ	铅锌	181	928	1,013	1,109	15	18	16

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 以上可比公司的盈利预测来自 Wind 一致预测。

资产负债表

单位：人民币百万元

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	28,675	30,449	36,114	40,151	45,735
货币资金	5,936	10,090	14,015	17,801	22,889
应收及预付	4,156	2,429	3,750	3,812	3,934
存货	11,090	12,670	13,298	13,459	13,776
其他流动资产	7,493	5,260	5,051	5,079	5,136
非流动资产	60,640	82,431	82,444	82,050	81,249
长期股权投资	6,797	7,042	7,042	7,042	7,042
固定资产	30,136	34,144	33,739	32,948	31,771
在建工程	3,297	5,356	6,756	8,156	9,556
无形资产	9,904	22,510	21,679	20,827	19,952
其他长期资产	10,507	13,378	13,228	13,078	12,928
资产总计	89,315	112,879	118,558	122,201	126,984
流动负债	28,794	37,223	38,447	38,609	38,930
短期借款	9,856	15,617	15,617	15,617	15,617
应付及预收	6,539	4,701	5,092	5,153	5,275
其他流动负债	12,398	16,905	17,738	17,839	18,039
非流动负债	22,879	28,382	28,382	28,382	28,382
长期借款	6,599	12,918	12,918	12,918	12,918
应付债券	13,779	8,879	8,879	8,879	8,879
其他非流动负债	2,501	6,585	6,585	6,585	6,585
负债合计	51,672	65,606	66,829	66,991	67,313
股本	2,303	2,303	2,303	2,303	2,303
资本公积	11,110	11,095	11,095	11,095	11,095
留存收益	21,514	23,501	25,628	28,321	31,995
归属母公司股东权益	35,000	40,455	44,159	46,852	50,526
少数股东权益	2,643	6,818	7,571	8,358	9,145
负债和股东权益	89,315	112,879	118,558	122,201	126,984

利润表

单位：人民币百万元

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	94,549	105,994	119,877	122,237	126,894
营业成本	81,372	92,651	103,713	104,965	107,444
营业税金及附加	1,352	1,599	1,808	1,844	1,914
销售费用	749	887	1,252	1,277	1,326
管理费用	2,695	2,965	3,699	3,772	3,915
研发费用	299.38	274.38	310.32	316.43	328.48
财务费用	2012.95	1254.24	1944.09	1763.67	1629.98
资产减值损失	2220.91	1500.40	550.00	650.00	750.00
公允价值变动收益	750.20	-135.78	0.00	0.00	0.00
投资净收益	155.67	1060.52	320.00	320.00	320.00
营业利润	5026.64	6181.37	7147.75	8196.53	10134.4
营业外收支	-458.68	-51.19	-367.14	-367.14	-367.14
利润总额	4,568	6,130	6,781	7,829	9,767
所得税	1,320	1,448	1,601	1,849	2,306
净利润	3,248	4,683	5,180	5,981	7,461
少数股东损益	-260	589	752	788	787
归属母公司净利润	3,508	4,094	4,427	5,193	6,674
EBITDA	12408.7	12066.2	14530.4	15806.5	18018.5
EPS (元)	0.15	0.18	0.19	0.23	0.29

现金流量表

单位：人民币百万元

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	9,764	10,233	12,842	14,421	16,267
净利润	3,248	4,683	5,180	5,981	7,461
折旧摊销	4,327	4,449	5,436	5,744	6,052
营运资金变动	-1,155	-1,476	-517	-88	-175
其它	3,345	2,577	2,743	2,785	2,929
投资活动现金流	-5,948	-13,640	-6,047	-6,047	-6,047
资本支出	-4,942	-7,445	-6,367	-6,367	-6,367
投资变动	8	-8,388	0	0	0
其他	-1,014	2,193	320	320	320
筹资活动现金流	-2,674	7,655	-2,870	-4,588	-5,131
银行借款	-6,207	8,821	0	0	0
股权融资	4,621	78	0	0	0
其他	-1,088	-1,243	-2,870	-4,588	-5,131
现金净增加额	1,142	4,248	3,925	3,786	5,088
期初现金余额	4,713	5,754	10,090	14,015	17,801
期末现金余额	5,754	9,933	14,015	17,801	22,889

主要财务比率

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力(%)					
营业收入增长	19.9	12.1	13.1	2.0	3.8
营业利润增长	117.3	23.0	15.6	14.7	23.6
归母净利润增长	90.7	16.7	8.1	17.3	28.5
获利能力					
毛利率	13.9	12.6	13.9	12.6	13.5
净利率	3.4	4.4	4.3	4.9	5.9
ROE	10.0	10.1	10.0	11.1	13.2
ROIC	8.8	6.9	8.2	9.2	11.0
偿债能力(%)					
资产负债率	57.9	58.1	56.4	54.8	53.0
净负债比率	41.6	42.0	39.9	38.8	37.3
流动比率	1.00	0.82	0.94	1.04	1.17
速动比率	0.56	0.44	0.55	0.65	0.78
营运能力					
总资产周转率	1.06	1.05	1.04	1.02	1.02
应收账款周转率	42.29	55.46	55.46	55.46	55.46
存货周转率	7.05	7.80	7.80	7.80	7.80
每股指标(元)					
每股收益	0.15	0.18	0.19	0.23	0.29
每股经营现金流	4.24	4.44	5.58	6.26	7.06
每股净资产	1.52	1.76	1.92	2.03	2.19
估值比率					
P/E	30.14	18.79	17.27	14.72	11.46
P/B	3.02	1.90	1.73	1.63	1.51
EV/EBITDA	11.03	9.46	7.56	6.71	5.60

广发有色行业研究小组

- 巨国贤：首席分析师，材料学硕士，四年北京有色金属研究总院工作经历，四年矿业与新材料产业投资经历，六年证券从业经历，2013年、2014年新财富最佳分析师第一名，2012年新财富最佳分析师第二名，金牛最佳分析师第二名。
- 赵鑫：资深分析师，CFA，材料学硕士，两年国际铜业公司工作经验，四年证券从业经历，2015年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大 道8号国金中心一期16 楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广

发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。