

有色金属

2019年01月03日

紫金矿业 (601899)

——公开增发长期利于公司资源储量增长，短期盈利摊薄或令股价承压，调整至“增持”评级

报告原因：有信息公布需要点评

增持 (下调)

市场数据：2019年01月02日

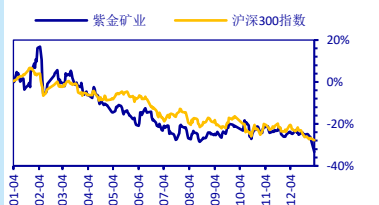
收盘价(元)	3.01
一年内最高/最低(元)	5.55/3.01
市净率	1.9
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	50796
上证指数/深证成指	2465.29/7149.27

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2018年09月30日

每股净资产(元)	15.54
资产负债率%	58.08
总股本/流通A股(百万)	23031/16876
流通B股/H股(百万)	-/5737

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《紫金矿业(601899)点评：主营产品价格下降，资产减值计提，Q3季度业绩略低于预期，维持买入评级！》2018/10/31

《紫金矿业(601899)点评：积极推进资源优先海外拓展战略，铜矿资源储量产量大幅提升》2018/09/20

证券分析师

徐若旭 A0230514070002
xurx@swsresearch.com

联系人

史霜霜
(8621)23297818×转
shiss@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 2019年1月1日公司公告，拟以公开增发方式向A股境内自然人、法人和证券投资基金等合法投资者发行股票，本次增发计划发行数量不超过34亿股，募集资金总额(含发行费用)将不超过80亿元。本次发行将以一定比例向登记在册全体A股股东优先配售，具体配售比例待定，未获认购部分将向其他有意向认购的投资者发售，本次公开发行业股票没有限售期。预计此次公开增发于2019年10月完成。
- 中长期看，本次公开增发资金所用于收购的矿山项目有效增加公司资源储量，提高核心竞争力。本次公开增发所募集资金(扣除发行费用后)将全部用于收购Nevsun 100%股权项目。Nevsun在塞尔维亚拥有Timok铜金矿，在厄立特里亚拥有Bisha铜锌矿，该项目将提高公司铜、锌、金权益金属资源量分别约825万吨、锌188万吨、金242吨，分别占现有资源量的26%、24%、18%，优秀的资源储量是公司未来的核心竞争力。本次公开增发募集资金用于置换前期自筹资金，有效降低公司财务成本，改善资本结构，预计增发后负债率降低到55%左右。
- 公开增发或对股东即期回报产生摊薄影响，调整评级至“增持”。短期看，公司所收购Nevsun项目Timok矿山尚未开发，根据Hatch等机构预可研，上带矿项目从2020年开始建设，到2022年建成，2023年正式达产，建设期项目初始资本开支5.74亿美元。而在产矿Bisha铜锌矿目前年产锌金属产量约9.5万吨，铜金属产量约0.8万吨，预计2023年之前Nevsun项目整体对公司利润贡献有限，股本增加将对股东回报产生摊薄。盈利预测方面，Nevsun项目和塞尔维亚项目的收购将提高公司未来矿产铜、锌、金产量，价格方面考虑全球经济周期回落影响需求预期，小幅调低2019、2020年铜均价至49500元/吨，48900元/吨。同时考虑新收矿山目前成本相对较高，以及2018年公司计提资产减值略高于预计，我们预测2018-2020年归母净利润分别为43.1/45.9/53.0亿元(原值44.7/47.7/56.3亿元)。根据公告，增发稀释后公司2019年加权平均235.9亿股，2020年加权平均258.3亿股，得到2019年每股收益0.195元/股，2020年每股收益0.205元/股，相比稀释前分别下降2.5%，12.6%。考虑增发后净利润摊薄效应，我们调整评级至“增持”，摊薄后目前股价对应2019年、2020年PE约15.4X、14.7X。

财务数据及盈利预测

	2017	18Q1-Q3	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	94,549	76,173	99,106	103,367	109,761
同比增长率(%)	19.91	22.90	4.80	4.30	6.20
净利润(百万元)	3,508	3,352	4,308	4,587	5,302
同比增长率(%)	90.66	51.40	33.20	6.50	15.60
每股收益(元/股)	0.15	0.15	0.19	0.20	0.23
毛利率(%)	13.9	13.4	13.3	13.0	13.7
ROE(%)	10.0	9.4	11.0	8.9	9.3
市盈率	20		16	15	13

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE。(该表未考虑增发摊薄)

财务摘要

百万元, 百万股	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	74,304	78,851	94,549	99,106	103,367	109,761
营业收入同比增长率 (yoy)	26.45%	6.12%	19.91%	4.80%	4.30%	6.20%
减: 营业成本	68,008	69,782	81,372	85,884	89,912	94,747
毛利率 (%)	8.47%	11.50%	13.94%	13.30%	13.00%	13.70%
减: 营业税金及附加	810	908	1,352	1,417	1,344	1,427
主营业务利润	5,486	8,161	11,824	11,805	12,111	13,587
主营业务利润率 (%)	7.38%	10.35%	12.51%	11.91%	11.72%	12.38%
减: 销售费用	692	667	749	783	827	1,098
减: 管理费用	2,621	2,822	2,994	2,577	2,998	3,293
减: 财务费用	946	582	2,013	1,413	1,509	1,422
经营性利润	1,228	4,089	6,068	7,032	6,777	7,774
经营性利润同比增长率 (yoy)	-61.53%	233.04%	48.39%	15.88%	-3.63%	14.71%
经营性利润率 (%)	1.65%	5.19%	6.42%	7.10%	6.56%	7.08%
减: 资产减值损失	471	561	2,221	1,125	657	540
加: 投资收益及其他	1,313	-1,973	156	200	0	-227
营业利润	1,944	2,312	5,027	6,107	6,220	7,208
加: 营业外净收入	142	-186	-459	-429	-120	-100
利润总额	2,086	2,126	4,568	5,678	6,100	7,108
减: 所得税	743	439	1,320	1,096	1,220	1,467
净利润	1,343	1,687	3,248	4,582	4,880	5,641
少数股东损益	-313	-153	-260	275	293	338
归属于母公司所有者的净利润	1,656	1,840	3,508	4,308	4,587	5,302
净利润同比增长率 (yoy)	-29.40%	11.12%	90.66%	33.20%	6.50%	15.60%
全面摊薄总股本	2,1541	2,1541	2,3031	2,3031	2,5831	2,5831
每股收益 (元)	0.08	0.09	0.16	0.19	0.20	0.23
归属母公司所有者净利润率 (%)	2.23%	2.33%	3.71%	-	-	-
ROE	6.01%	6.63%	10.02%	11.00%	8.90%	9.30%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】= 主营业务利润 - (销售费用 + 管理费用 + 财务费用)

【ROE】(摊薄后) = 净利润 ÷ 所有者权益合计(当年期末值)

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swsresearch.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swsresearch.com
华南	陈雪红	021-23297530	13917267648	chenxuehong@swsresearch.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。