

# 紫金矿业 (601899)

证券研究报告

2019年02月13日

## 预可研进展顺利，世界级铜矿开发愈见清晰

**事件：公司公告其与艾芬豪、刚果金政府完成了卡库拉铜矿段（Kakula）预可研和卡莫阿-卡库拉（Kamoa-Kakula）整体开发规划初步经济评估。**

### 世界级铜矿开发进展愈见清晰

卡库拉 2019 年预可研估算概略级别的铜矿石储量 1.2 亿吨，平均铜品位 5.48%，铜金属量 656 万吨，首期年处理 600 万吨矿石量的地采开发方案，前 10 年平均品位达到 6.4%。相较于前次初步经济评估结果，卡库拉生产前两年铜品位很高，第二年可以达到 7.1%，前十年预期年产铜达到 29.1 万吨，现金成本 0.46 美元/磅。长期铜价 3.1 美元/磅的假设下按照 8%折现率投资回收期仅为 2.6 年。预计 2019 年完成基础工程施工和最终可研报告。

卡莫阿-卡库拉 2019 年初步经济评估完善了模块化/一体化、年处理矿石量拓展至 1800 万吨三阶段逐步开采卡莫阿-卡库拉高品位铜矿体的开发方案，。前 10 年平均年产铜 38.2 万吨，总现金成本 0.93 美元/磅，而除卡库拉外，后续坎索克、卡库拉西矿段的拓展等资本开支将由卡库拉矿段运营产生的现金流承担。

公司 2018 年现有矿产铜预计近 25 万吨，该项目预计 2020-2022 年自产铜有望带来大幅增长，产量爬坡仍有望给公司带来盈利持续增长。

### 公开发行铜锌资源储量大幅增厚

公司收购 Nevsun 取得 Timok 铜金矿上带矿和 Bisha 铜锌矿的控制权，将显著增加公司优质资源储量。收购完成后，公司将新增铜资源储量（按权益）约 825.30 万吨，占公司现有铜资源储量的 26.22%；新增金资源储量（按权益）约 241.80 吨，占公司现有金资源储量的 18.32%；新增锌资源储量（按权益）约 187.70 万吨，占公司现有锌资源储量的 23.97%。公司坚持资源战略布局，提升公司核心竞争力和国际行业地位。选择目前市场很少见的公开发行彰显公司一定信心，由于定价是等发行时才能确定，公告中不超过 34 亿股并不代表实际对应的发行价格，预计摊薄大概率在可控范围内，并有望进一步改善资产负债情况。铜锌金产量有望继续爬坡，增厚利润。

### 盈利预测与评级

考虑 2018 年铜锌价格下跌，我们下调公司 2018-20 年归母净利润为 43.8 亿元、53 亿元、63.7 亿元（原值为 52.4、65.8、72.7 亿元），EPS 为 0.19 元/股、0.23 元/股、0.28 元/股（原值 EPS 为 0.23 元/股、0.29 元/股、0.32 元/股）、对应当前收盘价 PE 为 16.2、13、11 倍，维持买入评级。

**风险提示：**卡莫阿勘探储量出现下滑风险，开发进展不及预期风险，开发成本大幅高于预期风险，铜价大幅下跌风险

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	78,851.14	94,548.62	102,382.96	110,400.10	120,590.95
增长率(%)	6.12	19.91	8.29	7.83	9.23
EBITDA(百万元)	6,790.86	10,836.23	9,720.04	11,071.96	12,728.87
净利润(百万元)	1,839.80	3,507.72	4,384.73	5,317.10	6,370.94
增长率(%)	11.12	90.66	25.00	21.26	19.82
EPS(元/股)	0.08	0.15	0.19	0.23	0.28
市盈率(P/E)	38.56	20.22	16.18	13.34	11.13
市净率(P/B)	2.56	2.03	0.20	0.19	0.18
市销率(P/S)	0.90	0.75	0.07	0.06	0.06
EV/EBITDA	4.83	2.70	2.00	1.36	0.73

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	有色金属/黄金
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	3.08 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	17,294.28
流通 A 股股本(百万股)	16,875.73
A 股总市值(百万元)	53,266.38
流通 A 股市值(百万元)	51,977.24
每股净资产(元)	1.53
资产负债率(%)	58.08
一年内最高/最低(元)	4.95/2.93

### 作者

**杨诚笑** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517020002  
yangchengxiao@tfzq.com

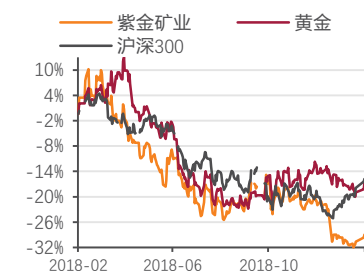
**孙亮** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516110003  
sunliang@tfzq.com

**田源** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517030003  
tianyuan@tfzq.com

**王小芃** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517060003  
wangxp@tfzq.com

**田庆争** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518080005  
tianqingzheng@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《紫金矿业-公司点评:公开发行收购海外资产，铜锌产储持续攀升》2019-01-03
- 2 《紫金矿业-半年报点评:矿铜业务量价齐升，期待产能继续增长》2018-08-26
- 3 《紫金矿业-公司点评:中期业绩大幅增长，期待矿铜继续放量》2018-07-23



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	5,022.50	5,936.07	11,395.60	17,002.80	22,760.04
应收账款	1,780.28	2,445.87	2,851.75	(391.27)	(427.39)
预付账款	869.77	1,344.14	761.87	1,653.17	998.46
存货	12,002.63	11,089.83	15,374.85	13,786.07	17,985.58
其他	4,465.03	7,859.10	4,236.39	6,830.77	5,357.28
<b>流动资产合计</b>	<b>24,140.21</b>	<b>28,675.01</b>	<b>34,620.46</b>	<b>38,881.53</b>	<b>46,673.98</b>
长期股权投资	7,909.03	6,797.35	6,797.35	6,797.35	6,797.35
固定资产	32,530.61	30,136.20	29,785.17	28,887.20	27,648.08
在建工程	3,984.84	3,122.30	1,909.38	1,193.63	746.18
无形资产	10,257.01	9,903.53	9,280.92	8,658.31	8,035.71
其他	10,396.00	10,680.88	9,726.98	9,686.44	9,456.20
<b>非流动资产合计</b>	<b>65,077.49</b>	<b>60,640.25</b>	<b>57,499.80</b>	<b>55,222.93</b>	<b>52,683.51</b>
<b>资产总计</b>	<b>89,217.70</b>	<b>89,315.26</b>	<b>92,120.26</b>	<b>94,104.46</b>	<b>99,357.49</b>
短期借款	12,350.04	9,855.87	9,000.00	9,000.00	9,000.00
应付账款	8,680.87	7,858.95	11,540.82	9,950.58	12,575.52
其他	12,821.08	11,078.77	12,121.35	12,258.68	12,764.33
<b>流动负债合计</b>	<b>33,851.99</b>	<b>28,793.59</b>	<b>32,662.18</b>	<b>31,209.26</b>	<b>34,339.85</b>
长期借款	5,775.42	6,599.05	5,000.00	5,000.00	5,000.00
应付债券	16,270.31	13,779.12	12,783.14	14,277.52	13,613.26
其他	2,203.47	2,500.66	2,537.45	2,413.86	2,483.99
<b>非流动负债合计</b>	<b>24,249.21</b>	<b>22,878.83</b>	<b>20,320.59</b>	<b>21,691.38</b>	<b>21,097.25</b>
<b>负债合计</b>	<b>58,101.19</b>	<b>51,672.42</b>	<b>52,982.76</b>	<b>52,900.65</b>	<b>55,437.10</b>
少数股东权益	3,354.03	2,643.12	2,927.97	3,309.79	3,863.79
股本	2,154.07	2,303.12	2,303.12	2,303.12	2,303.12
资本公积	6,703.36	11,109.92	11,109.92	11,109.92	11,109.92
留存收益	26,091.68	32,624.08	33,906.40	35,590.90	37,753.48
其他	(7,186.63)	(11,037.40)	(11,109.92)	(11,109.92)	(11,109.92)
<b>股东权益合计</b>	<b>31,116.51</b>	<b>37,642.85</b>	<b>39,137.49</b>	<b>41,203.82</b>	<b>43,920.39</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>89,217.70</b>	<b>89,315.26</b>	<b>92,120.26</b>	<b>94,104.46</b>	<b>99,357.49</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,687.27	3,247.55	4,384.73	5,317.10	6,370.94
折旧摊销	4,117.20	4,327.46	2,316.27	2,358.15	2,384.27
财务费用	1,505.61	2,082.11	1,164.01	1,044.00	1,015.59
投资损失	575.61	(581.05)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
营运资金变动	1,903.86	(7,398.36)	5,221.05	355.26	1,270.29
其它	(1,187.89)	8,086.65	(2,281.98)	752.83	850.85
<b>经营活动现金流</b>	<b>8,601.67</b>	<b>9,764.36</b>	<b>10,704.09</b>	<b>9,727.34</b>	<b>11,791.95</b>
资本支出	6,459.25	(969.18)	23.22	203.59	(20.13)
长期投资	967.91	(1,111.68)	0.00	0.00	0.00
其他	(15,906.02)	(3,866.75)	2,118.94	(753.16)	(250.87)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(8,478.86)</b>	<b>(5,947.60)</b>	<b>2,142.16</b>	<b>(549.58)</b>	<b>(271.00)</b>
债权融资	38,614.38	34,834.38	31,740.68	32,869.69	32,329.94
股权融资	(876.41)	3,102.65	(1,186.41)	(1,016.84)	(988.44)
其他	(38,245.86)	(40,611.31)	(37,940.98)	(35,423.40)	(37,105.21)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(507.89)</b>	<b>(2,674.29)</b>	<b>(7,386.71)</b>	<b>(3,570.56)</b>	<b>(5,763.70)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	(270.00)	(270.00)	(270.00)
<b>现金净增加额</b>	<b>(385.07)</b>	<b>1,142.47</b>	<b>5,189.53</b>	<b>5,337.20</b>	<b>5,487.25</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>78,851.14</b>	<b>94,548.62</b>	<b>102,382.96</b>	<b>110,400.10</b>	<b>120,590.95</b>
营业成本	69,782.25	81,371.97	85,738.51	94,946.18	103,034.22
营业税金及附加	907.96	1,352.34	1,252.98	1,400.47	1,576.80
营业费用	667.48	748.94	877.00	918.24	997.07
管理费用	2,822.47	2,994.07	3,173.87	3,422.40	3,765.13
财务费用	581.53	2,012.95	1,164.01	1,044.00	1,015.59
资产减值损失	560.84	2,220.91	1,200.00	1,200.00	1,000.00
公允价值变动收益	756.64	750.20	(2,566.82)	371.00	296.86
投资净收益	(1,973.34)	155.67	(170.00)	(170.00)	(170.00)
其他	2,433.39	(2,085.08)	5,473.64	(402.00)	(253.72)
<b>营业利润</b>	<b>2,311.92</b>	<b>5,026.64</b>	<b>6,239.76</b>	<b>7,669.80</b>	<b>9,329.01</b>
营业外收入	262.36	57.61	246.33	188.77	164.24
营业外支出	448.23	516.30	260.00	260.00	260.00
<b>利润总额</b>	<b>2,126.05</b>	<b>4,567.96</b>	<b>6,226.09</b>	<b>7,598.57</b>	<b>9,233.24</b>
所得税	438.78	1,320.41	1,556.52	1,899.64	2,308.31
<b>净利润</b>	<b>1,687.27</b>	<b>3,247.55</b>	<b>4,669.57</b>	<b>5,698.93</b>	<b>6,924.93</b>
少数股东损益	(152.53)	(260.17)	284.84	381.83	553.99
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,839.80</b>	<b>3,507.72</b>	<b>4,384.73</b>	<b>5,317.10</b>	<b>6,370.94</b>
每股收益(元)	0.08	0.15	0.19	0.23	0.28

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	6.12%	19.91%	8.29%	7.83%	9.23%
营业利润	18.90%	117.42%	24.13%	22.92%	21.63%
归属于母公司净利润	11.12%	90.66%	25.00%	21.26%	19.82%
<b>获利能力</b>					
毛利率	11.50%	13.94%	16.26%	14.00%	14.56%
净利率	2.33%	3.71%	4.28%	4.82%	5.28%
ROE	6.63%	10.02%	12.11%	14.03%	15.90%
ROIC	5.02%	9.38%	10.34%	13.47%	16.93%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	65.12%	57.85%	57.51%	56.21%	55.80%
净负债率	56.20%	38.43%	27.86%	23.90%	6.89%
流动比率	0.71	1.00	1.06	1.25	1.36
速动比率	0.36	0.61	0.59	0.80	0.84
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	40.85	44.74	38.65	89.74	-294.60
存货周转率	6.87	8.19	7.74	7.57	7.59
总资产周转率	0.91	1.06	1.13	1.19	1.25
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.08	0.15	0.19	0.23	0.28
每股经营现金流	0.37	0.42	0.46	0.42	0.51
每股净资产	1.21	1.52	15.72	16.45	17.39
<b>估值比率</b>					
市盈率	38.56	20.22	1.62	1.33	1.11
市净率	2.56	2.03	0.20	0.19	0.18
EV/EBITDA	4.83	2.70	2.00	1.36	0.73
EV/EBIT	11.33	4.32	2.62	1.72	0.90

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com