

**投资评级 优于大市 维持**

## 主营金属产量大增，有望受益金价上涨

**股票数据**

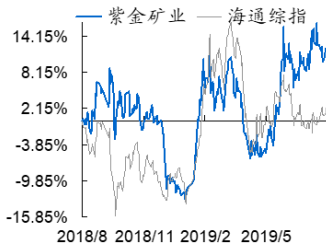
08月29日收盘价(元)	3.70
52周股价波动(元)	2.93-3.99
总股本/流通A股(百万股)	23031/16876
总市值/流通市值(百万元)	85216/83667

**相关研究**

 《有色龙头业绩稳增，海外项目蓄势待发》  
 2019.03.26

 《公开增发收购 Nevsun，金属储量全面提升》  
 2019.01.02

 《获 RTB BOR 投标第一，持续推进海外并购战略》  
 2018.09.04

**市场表现**


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	3.2	20.5	6.2
相对涨幅 (%)	-5.8	-1.5	-20.3

资料来源：海通证券研究所

分析师:施毅

Tel:(021)23219480

Email:sy8486@htsec.com

证书:S0850512070008

联系人:陈晓航

Tel:(021)23154392

Email:cxh11840@htsec.com

联系人:甘嘉尧

Tel:(021)23154394

Email:gjy11909@htsec.com

**投资要点:**

- **紫金矿业发布 2019 年中报。**紫金矿业 2019H1 实现销售收入 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%；EPS 0.08 元，利润下滑原因主要是铜、锌销售价格同比分别下降 3.7%，27.2%。
- 公司贵金属板块的金、银销售价格同比上涨 8.2%，0.8%，总体来看 2019H1 公司矿山企业综合毛利率为 44%，同比下降 5.82 个百分点。2019 年 8 月金银价格持续上涨，我们预计有望支撑公司下半年利润。此外公司 2019Q2 较 2019Q1 节省财务费用 2.5 亿元，多计提资产减值损失 1.5 亿元，公允价值变动净收益增加 1.8 亿元。
- **2019 上半年主要金属产量大增。**2019H1 公司生产矿产金 19.10 吨，同比增长 13.18%；矿产铜 17.11 万吨，同比增长 43.33%，原因系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带来增量；生产矿产锌 18.67 万吨，同比增长 25.92%，增量主要源于新并购的 Bisha 项目。
- **海外项目进展顺利。**公司近期发展的海外项目中：1、收购塞尔维亚波尔铜（金）矿仅半年就实现扭亏为盈，运营实力可见一斑。2、刚果（金）科卢韦齐铜（钴）矿 5 万吨产能湿法系统全线投产，进入 10 万吨/年级大型铜矿行列，铜钴资源增储持续开展；3、卡莫阿-卡库拉铜矿工程建设取得重要进展，在卡莫阿北部新发现高品位矿体；4、Timok 铜金矿建设有序推进；其他如波格拉金矿、吉尔吉斯奥同克金矿等项目也进展顺利。
- **美联储十年来首次降息，实际利率下行利好金价。**美联储 7 月利率决议结果是美联储降息 25 基点，利率降至至 2.00-2.25%，是近十年来美联储首次降息。近期美国长短期国债收益率倒挂，我们认为预示美国经济走弱，实际利率下行利好黄金价格，持续看好贵金属板块。
- **盈利预测与估值。**公司黄金、铜等金属资源储量居全球前列，产量持续提升，显示强大的全球竞争力和利润弹性。公司 2019 年矿产品增量包括科卢韦齐二期铜钴回收项目，多宝山铜矿二期达产，紫金波尔铜业以及 Nevsun 并表等，我们预计 2021 年公司卡莫阿铜矿和 Timok 上带矿将投产运营，大幅提升公司铜产量。暂不考虑增发影响，我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.20、0.22 和 0.28 元/股，参考可比公司估值水平，给予 2019 年 23-24 倍 PE 估值，对应合理价值区间 4.60-4.80 元，给予“优于大市”评级。
- **风险提示。**铜扩产进度风险，铅锌需求不及预期，黄金受金融属性影响波动。

**主要财务数据及预测**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	94549	105994	110491	113760	119904
(+/-)YoY(%)	19.9%	12.1%	4.2%	3.0%	5.4%
净利润(百万元)	3508	4094	4625	5158	6497
(+/-)YoY(%)	90.7%	16.7%	13.0%	11.5%	25.9%
全面摊薄 EPS(元)	0.15	0.18	0.20	0.22	0.28
毛利率(%)	13.9%	12.6%	12.7%	13.1%	14.3%
净资产收益率(%)	10.0%	10.1%	9.9%	10.0%	11.1%

 资料来源：公司年报（2017-2018），海通证券研究所  
 备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS (倍)	PB (倍)
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2019E	2019E
000878	云南铜业	168.4	0.07	0.28	0.40	90.02	34.87	24.86	0.34	2.14
600547	山东黄金	1252.2	0.40	0.51	0.63	76.48	79.77	64.49	2.44	5.72
600362	江西铜业	493.4	0.71	0.80	0.93	18.62	17.72	15.30	0.23	0.98
	均值		0.39	0.53	0.65	61.71	44.12	34.88	1.00	2.95

注：收盘价为 2019 年 8 月 29 日价格，EPS 为 Wind 一致预期  
资料来源：Wind，海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标(元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>105994</b>	<b>110491</b>	<b>113760</b>	<b>119904</b>
每股收益	0.18	0.20	0.22	0.28	营业成本	92651	96501	98843	102728
每股净资产	1.76	2.03	2.25	2.53	毛利率%	12.6%	12.7%	13.1%	14.3%
每股经营现金流	0.44	0.49	0.52	0.60	营业税金及附加	1599	1638	1696	1785
					营业税金率%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
<b>价值评估(倍)</b>					营业费用	887	908	941	990
P/E	18.79	18.43	16.52	13.12	营业费用率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
P/B	1.90	1.83	1.64	1.46	管理费用	2965	3110	3196	3370
P/S	0.08	0.08	0.07	0.07	管理费用率%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%
EV/EBITDA	3.73	2.84	2.08	1.16	EBIT	7617	8026	8775	10704
					财务费用	1254	1239	980	711
<b>盈利能力指标(%)</b>					财务费用率%	1.2%	1.1%	0.9%	0.6%
毛利率	12.6%	12.7%	13.1%	14.3%	资产减值损失	1500	973	1200	1482
净利润率	3.9%	4.2%	4.5%	5.4%	投资收益	1061	759	859	826
净资产收益率	10.1%	9.9%	10.0%	11.1%	<b>营业利润</b>	<b>6181</b>	<b>6573</b>	<b>7455</b>	<b>9336</b>
资产回报率	3.6%	4.4%	4.7%	5.5%	营业外收支	-51	0	0	0
投资回报率	6.9%	7.4%	8.4%	10.6%	<b>利润总额</b>	<b>6130</b>	<b>6573</b>	<b>7455</b>	<b>9336</b>
<b>盈利增长(%)</b>					EBITDA	12066	12800	13683	15886
营业收入增长率	12.1%	4.2%	3.0%	5.4%	所得税	1448	1668	1848	2333
EBIT增长率	-5.7%	5.4%	9.3%	22.0%	有效所得税率%	23.6%	25.4%	24.8%	25.0%
净利润增长率	16.7%	13.0%	11.5%	25.9%	少数股东损益	589	280	449	507
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>4094</b>	<b>4625</b>	<b>5158</b>	<b>6497</b>
资产负债率	58.1%	48.8%	46.3%	43.9%					
流动比率	0.8	1.1	1.5	1.9	<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
速动比率	0.4	0.5	0.8	1.3	货币资金	10090	3925	11740	21857
现金比率	0.3	0.2	0.5	0.9	应收账款及应收票据	1010	2199	2193	2336
<b>经营效率指标</b>					存货	12670	12813	12974	13536
应收帐款周转天数	6.6	7.3	7.0	7.1	其它流动资产	6679	6673	6744	6880
存货周转天数	46.8	48.5	47.9	48.1	流动资产合计	30449	25609	33652	44609
总资产周转率	1.0	1.0	1.1	1.0	长期股权投资	7042	7042	7042	7042
固定资产周转率	3.3	3.3	3.6	4.0	固定资产	34144	32217	30785	28852
					在建工程	5356	6435	7840	9137
					无形资产	22510	20265	17874	15191
					非流动资产合计	82431	79336	76920	73600
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>资产总计</b>	<b>112879</b>	<b>104945</b>	<b>110571</b>	<b>118209</b>
净利润	4094	4625	5158	6497	短期借款	15617	0	0	0
少数股东损益	589	280	449	507	应付票据及应付账款	4701	5012	5040	5270
非现金支出	5950	5747	6108	6665	预收账款	0	835	573	705
非经营收益	1076	690	356	389	其它流动负债	16905	16962	17215	17486
营运资金变动	-1476	-124	-208	-207	流动负债合计	37223	22808	22827	23461
<b>经营活动现金流</b>	<b>10233</b>	<b>11218</b>	<b>11862</b>	<b>13851</b>	长期借款	12918	12918	12918	12918
资产	-7445	-2653	-3691	-3345	其它长期负债	15465	15465	15465	15465
投资	-8388	0	0	0	非流动负债合计	28382	28382	28382	28382
其他	2193	759	859	826	<b>负债总计</b>	<b>65606</b>	<b>51191</b>	<b>51210</b>	<b>51844</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-13640</b>	<b>-1894</b>	<b>-2832</b>	<b>-2519</b>	实收资本	2303	2303	2303	2303
债权募资	15710	-15617	0	0	普通股股东权益	40455	46656	51814	58311
股权募资	78	0	0	0	少数股东权益	6818	7099	7547	8054
其他	-8133	127	-1215	-1215	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>112879</b>	<b>104945</b>	<b>110571</b>	<b>118209</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>7655</b>	<b>-15490</b>	<b>-1215</b>	<b>-1215</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>4248</b>	<b>-6165</b>	<b>7816</b>	<b>10117</b>					

备注:表中计算估值指标的收盘价日期为08月29日

资料来源:公司年报(2018),海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

施毅 有色金属行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：久立特材,方大特钢,新钢股份,华菱钢铁,横店东磁,盛达矿业,紫金矿业,永兴材料,锡业股份,海亮股份,天齐锂业,宝钢股份,驰宏锌锗,四通新材,金诚信,南钢股份,深圳新星,洛阳钼业,中矿资源

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。