

紫金矿业 (601899)

金价上涨拉动环比改善，公增获批价值有望回归

公司发布 2019 年三季报:实现营业收入 1016.3 亿元,同比增长 33.42%,归母净利润 30.06 亿元,同比下滑 10.34%,其中 Q3 实现归母净利润 11.52 亿元,同比回升 39.52%,环比提升 17.7%,符合预期。

金价上涨拉动环比改善,铜锌持续量增价跌

黄金量价齐升。2019 年前三季度公司黄金板块实现毛利 34.9 亿元,占总毛利比 30.3%,其中矿产金锭/金精矿合计同比增长 13%至 29.4 吨,受益金价上涨金锭售价同比增长 12.9%,毛利率回升 9 个百分点,金精矿受制于开采品位下滑成本上涨 13.5%但价格上涨 16.5%毛利率依然实现上涨,黄金板块延续量价齐升。**铜锌量增价跌。**2019 前三季度铜板块实现毛利 44 亿元,占比 38%,矿产铜合计 26.4 万吨,同比增长 45%,其中矿产铜精矿 20 万吨,受制于价格回落毛利率回落 5 个百分点。锌板块实现毛利 15.9 亿元,占比 14%,其中矿产锌产量增长 27%至 27.9 万吨,由于矿锌价同比持续下滑 27%且成本上涨 20%,带来毛利率较大幅度回落。

费用/减值影响逐渐弱化,公开发行落地有望改善负债结构。2019 前三季度公司三费 51.5 亿元,费用率保持 5%,同时资产减值实现大幅改善。其中管理费用由于并购公司并表,同比上涨 33%至 27.7 亿元。公司目前资产负债率近 59.4%,三季报财务费用同比上涨 44%至 11.6 亿元,其中主要由于短期借款 169.5 亿元,长期借款 141.3 亿元带来的利息费用增加。公司公告公开发行不超过 80 亿元获得批文,用于置换 Nevsun 并购费用后有望改善财务费用。现有矿山科卢维奇/多宝山等扩产不断在摊薄成本,并购 RTB/Nevsun 公司管理有望逐渐优化,公司三季报经营净现金流 60.6 亿元,未来大概率能够持续 80-100 亿元经营性净现金流,RTB 和卡莫阿后续投资基本能够满足。

RTB/Nevsun/卡莫阿进展顺利,增持艾芬豪股份海外布局持续发力。公司 2018 年完成 RTB 和 Nevsun 的收购及卡莫阿的预可研报告,其中 RTB 目前自产铜矿 4.3 万吨(扩建一期年产铜矿 8.2 万吨),Nevsun 在产 Bisha 矿 12.5 万吨锌,铜 1.7 万吨(2018 年)。公司增持艾芬豪股份至 13.88%合作开发卡莫阿,预可研前十年平均可达 29.1 万吨,第四年达到 36 万吨,Kakula 铜矿开发进展顺利预计 2021 年第三季度投产。海外矿产铜锌产量爬坡仍有望给公司带来盈利持续增长。

盈利预测与评级。公司完成海外矿山收购后,铜锌金产量有望持续增长,我们预测公司 2019-2021 年归母净利润为 39.6、50.2、62.9 亿元,对应公开发行前股本 EPS 为 0.17 元/股、0.22 元/股、0.27 元/股,对应当前收盘价 PE 为 19.23、15.17、12.11 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,铜锌价大幅下跌风险

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	3.31 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)	57,244.06
流通 A 股市值(百万元)	55,858.65
每股净资产(元)	1.59
资产负债率(%)	59.40
一年内最高/最低(元)	3.99/2.93

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-半年报点评:铜锌价格拖累业绩,公开发行获批》2019-08-31
- 2 《紫金矿业-季报点评:锌板块小幅拖累业绩,财务费用有望改善》2019-05-07
- 3 《紫金矿业-年报点评报告:矿铜放量助力业绩稳增长,海外项目有望持续发力》2019-03-25

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	94,548.62	105,994.25	119,561.51	123,746.16	126,839.82
增长率(%)	19.91	12.11	12.80	3.50	2.50
EBITDA(百万元)	10,836.23	11,540.69	10,283.61	11,728.08	13,052.47
净利润(百万元)	3,507.72	4,093.77	3,964.20	5,024.95	6,294.65
增长率(%)	90.66	16.71	(3.17)	26.76	25.27
EPS(元/股)	0.15	0.18	0.17	0.22	0.27
市盈率(P/E)	21.73	18.62	19.23	15.17	12.11
市净率(P/B)	2.18	1.88	0.20	0.19	0.18
市销率(P/S)	0.81	0.72	0.06	0.06	0.06
EV/EBITDA	2.70	3.24	3.62	2.99	2.39

资料来源: wind, 天风证券研究所



财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	5,936.07	10,089.89	9,564.92	11,137.15	13,346.42	营业收入	94,548.62	105,994.25	119,561.51	123,746.16	126,839.82
应收票据及应收账款	2,812.24	1,009.87	2,643.40	1,825.21	2,966.51	营业成本	81,371.97	92,651.37	105,811.94	107,659.16	108,574.88
预付账款	1,344.14	1,419.16	1,457.83	1,564.58	1,514.90	营业税金及附加	1,352.34	1,599.00	1,630.17	1,774.66	1,820.63
存货	11,089.83	12,669.67	17,986.35	11,797.58	17,981.33	营业费用	748.94	887.45	992.36	1,027.09	1,040.09
其他	7,234.95	4,952.85	5,855.73	6,027.66	5,852.74	管理费用	2,994.07	2,964.96	3,108.60	3,167.90	3,272.47
流动资产合计	28,417.23	30,141.45	37,508.23	32,352.19	41,661.90	研发费用	333.09	274.38	298.90	321.74	317.10
长期股权投资	6,797.35	7,041.75	7,041.75	7,041.75	7,041.75	财务费用	2,012.95	1,254.24	1,542.14	1,503.28	1,219.69
固定资产	30,136.20	34,144.46	35,645.66	37,145.74	36,092.15	资产减值损失	2,220.91	1,500.40	1,390.00	1,160.00	840.00
在建工程	3,296.57	5,355.81	3,249.48	1,997.69	1,228.61	公允价值变动收益	750.20	(135.78)	1,384.62	356.44	(699.17)
无形资产	9,903.53	22,510.28	21,435.96	20,361.64	19,287.32	投资净收益	155.67	1,060.52	(170.00)	(170.00)	(170.00)
其他	10,506.61	13,378.31	10,549.23	10,861.11	11,174.86	其他	(2,418.17)	(2,243.67)	(2,429.24)	(372.88)	1,738.33
非流动资产合计	60,640.25	82,430.62	77,922.09	77,407.93	74,824.69	营业利润	5,026.64	6,181.37	6,002.02	7,318.77	8,885.80
资产总计	89,315.26	112,879.30	115,740.82	110,051.96	116,789.78	营业外收入	57.61	365.95	211.78	288.87	250.33
短期借款	9,855.87	15,616.68	11,844.62	11,531.38	9,256.00	营业外支出	516.30	417.14	466.72	441.93	454.33
应付票据及应付账款	4,396.25	4,700.98	7,705.31	4,160.77	7,625.23	利润总额	4,567.96	6,130.18	5,747.09	7,165.70	8,681.80
其他	14,541.47	16,905.44	20,840.58	17,014.71	19,574.89	所得税	1,320.41	1,447.50	1,436.77	1,791.43	2,083.63
流动负债合计	28,793.59	37,223.10	40,390.51	32,706.86	36,456.12	净利润	3,247.55	4,682.68	4,310.31	5,374.28	6,598.16
长期借款	6,599.05	12,917.92	13,117.92	13,317.92	13,517.92	少数股东损益	(260.17)	588.90	346.12	349.33	303.52
应付债券	13,779.12	8,879.45	12,976.29	11,878.29	11,244.68	归属于母公司净利润	3,507.72	4,093.77	3,964.20	5,024.95	6,294.65
其他	2,500.66	6,585.12	3,763.09	4,282.96	4,877.06	每股收益(元)	0.15	0.18	0.17	0.22	0.27
非流动负债合计	22,878.83	28,382.49	29,857.30	29,479.16	29,639.65						
负债合计	51,672.42	65,605.59	70,247.81	62,186.02	66,095.77						
少数股东权益	2,643.12	6,818.28	7,147.09	7,490.60	7,787.37	主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	2,303.12	2,303.12	2,303.10	2,303.10	2,303.10	成长能力					
资本公积	11,109.92	11,094.77	11,094.77	11,094.77	11,094.77	营业收入	19.91%	12.11%	12.80%	3.50%	2.50%
留存收益	32,624.08	34,595.39	36,042.83	38,072.25	40,603.54	营业利润	117.42%	22.97%	-2.90%	21.94%	21.41%
其他	(11,037.40)	(7,537.85)	(11,094.77)	(11,094.77)	(11,094.77)	归属于母公司净利润	90.66%	16.71%	-3.17%	26.76%	25.27%
股东权益合计	37,642.85	47,273.71	45,493.02	47,865.94	50,694.01	获利能力					
负债和股东权益总	89,315.26	112,879.30	115,740.82	110,051.96	116,789.78	毛利率	13.94%	12.59%	11.50%	13.00%	14.40%
						净利率	3.71%	3.86%	3.32%	4.06%	4.96%
						ROE	10.02%	10.12%	10.34%	12.45%	14.67%
						ROIC	9.38%	10.58%	8.07%	9.74%	11.32%
						偿债能力					
						资产负债率	57.85%	58.12%	60.69%	56.51%	56.59%
						净负债率	76.77%	78.33%	75.94%	67.73%	55.71%
						流动比率	1.00	0.82	0.94	1.00	1.15
						速动比率	0.61	0.48	0.49	0.64	0.66
						营运能力					
						应收账款周转率	42.29	55.46	65.45	55.38	52.94
						存货周转率	8.19	8.92	7.80	8.31	8.52
						总资产周转率	1.06	1.05	1.05	1.10	1.12
						每股指标(元)					
						每股收益	0.15	0.18	0.17	0.22	0.27
						每股经营现金流	0.42	0.44	0.55	0.38	0.37
						每股净资产	1.52	1.76	16.65	17.53	18.63
						估值比率					
						市盈率	21.73	18.62	19.23	15.17	12.11
						市净率	2.18	1.88	0.20	0.19	0.18
						EV/EBITDA	2.70	3.24	3.62	2.99	2.39
						EV/EBIT	4.32	5.11	4.94	3.98	3.08

现金流量表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	3,247.55	4,682.68	3,964.20	5,024.95	6,294.65
折旧摊销	4,327.46	4,449.17	2,739.45	2,906.04	2,946.99
财务费用	2,082.11	1,523.23	1,542.14	1,503.28	1,219.69
投资损失	(581.05)	(884.03)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
营运资金变动	(7,398.36)	(416.18)	2,689.52	(1,256.72)	(1,458.65)
其它	8,086.65	878.15	1,730.74	705.77	(395.65)
经营活动现金流	9,764.36	10,233.01	12,566.04	8,783.31	8,507.02
资本支出	(969.18)	18,909.64	3,882.04	1,560.13	(544.10)
长期投资	(1,111.68)	244.41	0.00	0.00	0.00
其他	(3,866.75)	(32,794.26)	(6,332.93)	(3,707.58)	1,202.69
投资活动现金流	(5,947.60)	(13,640.21)	(2,450.89)	(2,147.45)	658.60
债权融资	34,834.38	47,121.14	44,114.17	43,555.18	41,588.60
股权融资	3,217.45	2,334.01	(4,980.08)	(1,384.28)	(1,100.69)
其他	(40,726.12)	(41,799.98)	(49,774.21)	(47,234.53)	(47,444.27)
筹资活动现金流	(2,674.29)	7,655.17	(10,640.11)	(5,063.63)	(6,956.36)
汇率变动影响	0.00	0.00	(270.00)	(270.00)	(270.00)
现金净增加额	1,142.47	4,247.97	(794.97)	1,302.23	1,939.26

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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