

投资评级：增持(维持)

紫金矿业(601899)

合理价格收购优质金矿，公司未来业绩可期

市场数据 2019-12-03

| | |
|-------------|-----------|
| 收盘价(元) | 3.73 |
| 一年内最低/最高(元) | 2.93/3.99 |
| 市盈率 | 21.4 |
| 市净率 | 2.27 |

基础数据

| | |
|-----------|--------|
| 净资产收益率(%) | 11.70 |
| 资产负债率(%) | 58.1 |
| 总股本(亿股) | 253.77 |

最近12月股价走势



联系信息

李帅华 分析师
SAC 证书编号: S0160518030001
lishuaihua@ctsec.com

相关报告

- 《紫金矿业(601899):业绩稳增长,矿业龙头海外布局显成效》 2019-03-24
- 《紫金矿业(601899):储产量快速增长,被低估的矿业龙头》 2018-01-03

事件: 公司发布公告,与大陆黄金于2019年12月2日签署《安排协议》,拟以约合人民币70.3亿元现金收购大陆黄金100%股权。

- **公司优质贵金属资源储量大幅增厚。**大陆黄金核心资产是位于哥伦比亚安蒂奇省的武里蒂卡(Buritica)金矿项目100%权益。武里蒂卡金矿是世界级高品位大型金矿,探明+控制级别的金资源量165.47吨、银653.17吨,平均品位分别为10.32g/t,40.76g/t,另有推断的资源量黄金187.24吨,银815.53吨,平均品位分别为8.56g/t,37.28g/t,资源禀赋好,同时在项目的深部和外围有较好的找矿前景,增储潜力大。本次收购完成后公司黄金资源储量将超过两千吨,增加矿山黄金产量约20%(达产后)。该项目符合公司发展战略,较大幅度提高公司黄金板块业务比重和盈利能力,显著提升公司在黄金行业地位。
- **收购价格合理,公司利润将明显增厚。**武里蒂卡金矿项目基建已接近尾声,截至2019年10月底武里蒂卡金矿项目选厂建设已完成88%,预计2020年第一季度建成投产。项目设计的第一期服务年限为14年,年均产金7.8吨,产银14.5吨(其中前5年年均产金8.8吨,产银15.4吨),全维持成本约为492美元/盎司(如考虑前期建设费用,则全维持成本为604美元/盎司)。考虑公司贷款本息余额约3.22亿美元,利率LIBOR+9%的负债以及1亿美元黄金/白银金属流负债,我们预计大陆黄金每年可贡献净利润7.5亿元,对应不到10PE的收购价格,收购价格合理。
- **盈利预测及投资评级。**随着公司接连收购全球高品位的优质铜矿和金矿,未来公司铜矿和金矿产量将大幅增长,公司利润将大幅增厚。铜价方面,国内方面随着地产竣工的回暖以及市场预期的基建投资发力,2020年国内铜的需求有望回暖;海外方面,全球央行接连降息有望托底经济,2020年海外铜的需求存在边际改善的可能。我们维持公司“增持”评级,预计2019-2021年公司EPS分别为0.18元、0.19元和0.27元,对应当前股价的PE分别为21.2倍、19.2倍和13.8倍。

风险提示: 铜、锌、黄金价格下跌的风险,矿山产量不及预期的风险,矿山品位下滑的风险。

| 表 1:公司财务及预测数据摘要 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万) | 94,549 | 105,994 | 106,353 | 113,674 | 120,365 |
| 增长率 | 19.9% | 12.1% | 0.3% | 6.9% | 5.9% |
| 归属母公司股东净利润(百万) | 3,508 | 4,094 | 4,455 | 4,932 | 6,840 |
| 增长率 | 90.7% | 16.7% | 8.8% | 10.7% | 38.7% |
| 每股收益(元) | 0.14 | 0.16 | 0.18 | 0.19 | 0.27 |
| 市盈率(倍) | 27.0 | 23.1 | 21.2 | 19.2 | 13.8 |

数据来源:贝格数据,财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

| 公司财务报表及指标预测 | | | | | | 公司财务报表及指标预测 | | | | | |
|-------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 利润表 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 财务指标 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 营业收入 | 94,549 | 105,994 | 106,353 | 113,674 | 120,365 | 成长性 | | | | | |
| 减: 营业成本 | 81,372 | 92,651 | 92,651 | 97,284 | 100,202 | 营业收入增长率 | 19.9% | 12.1% | 0.3% | 6.9% | 5.9% |
| 营业税费 | 1,352 | 1,599 | 1,599 | 1,709 | 1,810 | 营业利润增长率 | 117.4% | 23.0% | 5.9% | 22.6% | 38.7% |
| 销售费用 | 749 | 887 | 887 | 1,064 | 1,277 | 净利润增长率 | 90.7% | 16.7% | 8.8% | 10.7% | 38.7% |
| 管理费用 | 2,994 | 2,965 | 3,239 | 3,563 | 3,919 | EBITDA 增长率 | 59.7% | 6.5% | 5.2% | 18.9% | 21.7% |
| 财务费用 | 2,013 | 1,254 | 1,254 | 2,035 | 2,035 | EBIT 增长率 | 133.8% | 8.1% | 6.6% | 28.9% | 30.9% |
| 资产减值损失 | 2,221 | 1,500 | 1,418 | - | - | NOPLAT 增长率 | 117.9% | 13.5% | 7.2% | 23.9% | 30.9% |
| 加: 公允价值变动收益 | 750 | -136 | -136 | - | - | 投资资本增长率 | 0.6% | 30.7% | 33.8% | -50.9% | 178.6% |
| 投资和汇兑收益 | 156 | 1,061 | 1,374 | - | - | 净资产增长率 | 21.0% | 25.6% | 51.7% | 8.0% | 10.3% |
| 营业利润 | 5,027 | 6,181 | 6,543 | 8,019 | 11,122 | 利润率 | | | | | |
| 加: 营业外净收支 | -459 | -51 | -51 | - | - | 毛利率 | 13.9% | 12.6% | 12.9% | 14.4% | 16.8% |
| 利润总额 | 4,568 | 6,130 | 6,492 | 8,019 | 11,122 | 营业利润率 | 5.3% | 5.8% | 6.2% | 7.1% | 9.2% |
| 减: 所得税 | 1,320 | 1,448 | 1,448 | 2,005 | 2,780 | 净利润率 | 3.7% | 3.9% | 4.2% | 4.3% | 5.7% |
| 净利润 | 3,508 | 4,094 | 4,455 | 4,932 | 6,840 | EBITDA/营业收入 | 11.4% | 10.9% | 11.4% | 12.7% | 14.6% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 7.2% | 6.9% | 7.3% | 8.8% | 10.9% |
| 资产负债表 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 运营效率 | | | | | |
| 货币资金 | 5,936 | 10,090 | 9,032 | 28,988 | 9,629 | 固定资产周转天数 | 119 | 109 | 110 | 94 | 79 |
| 交易性金融资产 | 2,554 | 787 | 1,531 | 1,624 | 1,314 | 流动营业资本周转天数 | 11 | 22 | 61 | 21 | 83 |
| 应收账款 | 2,446 | 1,010 | 64,084 | 5,491 | 68,179 | 流动资产周转天数 | 101 | 100 | 270 | 295 | 290 |
| 应收票据 | 1,519 | - | 21,903 | 2,076 | 23,314 | 应收账款周转天数 | 8 | 6 | 110 | 110 | 110 |
| 预付账款 | 1,344 | 1,419 | 579 | 637 | 616 | 存货周转天数 | 44 | 40 | 69 | 68 | 66 |
| 存货 | 11,090 | 12,670 | 28,390 | 14,723 | 29,684 | 总资产周转天数 | 340 | 343 | 523 | 511 | 491 |
| 其他流动资产 | 3,786 | 4,473 | 3,532 | 3,930 | 3,978 | 投资资本周转天数 | 204 | 210 | 278 | 222 | 261 |
| 可供出售金融资产 | 778 | - | 173 | 186 | 194 | 投资回报率 | | | | | |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROE | 10.0% | 10.1% | 6.9% | 7.1% | 9.1% |
| 长期股权投资 | 6,797 | 7,042 | 7,116 | 7,198 | 7,293 | ROA | 3.6% | 4.1% | 2.6% | 4.7% | 4.1% |
| 投资性房地产 | 351 | 608 | 638 | 668 | 698 | ROIC | 9.4% | 10.6% | 8.7% | 8.0% | 21.4% |
| 固定资产 | 30,136 | 34,144 | 31,080 | 27,993 | 24,882 | 费用率 | | | | | |
| 在建工程 | 3,122 | 5,356 | 5,411 | 5,478 | 5,561 | 销售费用率 | 0.8% | 0.8% | 0.8% | 0.9% | 1.1% |
| 无形资产 | 9,904 | 22,510 | 21,579 | 20,640 | 19,694 | 管理费用率 | 3.2% | 2.8% | 3.0% | 3.1% | 3.3% |
| 其他非流动资产 | 9,552 | 12,770 | 1,095 | 7,173 | 6,417 | 财务费用率 | 2.1% | 1.2% | 1.2% | 1.8% | 1.7% |
| 资产总额 | 89,315 | 112,879 | 196,143 | 126,807 | 201,454 | 三费/营业收入 | 6.1% | 4.8% | 5.1% | 5.9% | 6.0% |
| 短期债务 | 9,856 | 15,617 | - | - | 1,639 | 偿债能力 | | | | | |
| 应付账款 | 7,859 | 4,540 | 67,388 | 31,801 | 34,855 | 资产负债率 | 57.9% | 58.1% | 63.4% | 38.9% | 57.6% |
| 应付票据 | 179 | 161 | 20,428 | 6,660 | 18,497 | 负债权益比 | 137.3% | 138.8% | 173.4% | 63.7% | 135.9% |
| 其他流动负债 | 10,899 | 16,905 | 8,026 | 10,242 | 8,697 | 流动比率 | 1.00 | 0.82 | 1.35 | 1.18 | 2.15 |
| 长期借款 | 6,599 | 12,918 | 15,514 | - | 51,650 | 速动比率 | 0.61 | 0.48 | 1.05 | 0.88 | 1.68 |
| 其他非流动负债 | 16,280 | 15,465 | 13,055 | 635 | 702 | 利息保障倍数 | 3.36 | 5.83 | 6.22 | 4.94 | 6.47 |
| 负债总额 | 51,672 | 65,606 | 124,411 | 49,338 | 116,041 | 分红指标 | | | | | |
| 少数股东权益 | 2,643 | 6,818 | 7,407 | 8,490 | 9,991 | DPS(元) | 0.01 | 0.01 | 0.01 | 0.01 | 0.02 |
| 股本 | 2,303 | 2,303 | 25,377 | 25,377 | 25,377 | 分红比率 | 5.9% | 5.6% | 6.2% | 5.9% | 5.9% |
| 留存收益 | 32,624 | 34,595 | 38,948 | 43,601 | 50,045 | 股息收益率 | 0.2% | 0.2% | 0.3% | 0.3% | 0.4% |
| 股东权益 | 37,643 | 47,274 | 71,732 | 77,469 | 85,413 | 业绩和估值指标 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 现金流量表 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | EPS(元) | 0.14 | 0.16 | 0.18 | 0.19 | 0.27 |
| 净利润 | 3,248 | 4,683 | 4,455 | 4,932 | 6,840 | BVPS(元) | 1.38 | 1.59 | 2.53 | 2.72 | 2.97 |
| 加: 折旧和摊销 | 4,314 | 4,434 | 4,325 | 4,353 | 4,382 | PE(X) | 27.0 | 23.1 | 21.2 | 19.2 | 13.8 |
| 资产减值准备 | 2,221 | 1,500 | 21 | 22 | 26 | PB(X) | 2.7 | 2.3 | 1.5 | 1.4 | 1.3 |
| 公允价值变动损失 | -750 | 136 | -136 | - | - | P/FCF | -156.0 | -1,191.3 | -3.0 | 3.7 | -4.4 |
| 财务费用 | 2,082 | 1,523 | 1,254 | 2,035 | 2,035 | P/S | 1.0 | 0.9 | 0.9 | 0.8 | 0.8 |
| 投资收益 | -581 | -884 | -1,289 | - | - | EV/EBITDA | 2.5 | 3.3 | 10.2 | 5.0 | 8.4 |
| 少数股东损益 | -260 | 589 | 589 | 1,083 | 1,501 | CAGR(%) | 22.8% | 21.2% | 44.1% | 22.8% | 21.2% |
| 营运资金的变动 | -7,398 | 3,148 | -16,703 | 37,410 | -85,232 | PEG | 1.2 | 1.1 | 0.5 | 0.8 | 0.7 |
| 经营活动产生现金流量 | 9,764 | 10,233 | -7,484 | 49,835 | -70,448 | ROIC/WACC | 1.0 | 1.1 | 0.9 | 0.9 | 2.3 |
| 投资活动产生现金流量 | -5,948 | -13,640 | 710 | -271 | -561 | REP | 0.5 | 0.5 | 1.4 | 1.8 | 0.5 |
| 融资活动产生现金流量 | -2,674 | 7,655 | 5,716 | -29,607 | 51,650 | | | | | | |

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均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。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而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应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。