

## 证券研究报告

### 公司研究——事项点评

#### 紫金矿业 (601899.SH)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2019.3.26  
 丁士涛 行业分析师  
 执业编号: S1500514080001  
 联系电话: +86 10 83326718  
 邮箱: dingshitao@cindasc.com

冯孟乾 研究助理  
 联系电话: +86 10 83326730  
 邮箱: fengmengqian@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
 CINDA SECURITIES CO.,LTD  
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
 邮编: 100031

## 并购步伐从未停止, 国际矿业巨头继续起航

2019年12月13日

**事件:** 2019年11月15日, 公司公开发行2,346,041,055股A股股票, 发行价格为3.41元/股, 募集资金总额约为80亿元。12月2日, 公司与大陆黄金签署《安排协议》, 以现金方式收购大陆黄金100%股权, 总对价约为13.3亿加元。大陆黄金核心资产是位于哥伦比亚安蒂奇省的武里蒂卡(Buriticá)金矿项目100%权益。

### 点评:

- **受益金价上涨, 公司业绩环比改善。**2019年前三季度, 公司实现营业收入1016.3亿元, 同比增长33.42%, 实现归母净利润30.06亿元, 同比减少10.34%。其中, 公司三季度单季实现归母净利润11.52亿元, 同比增长39.52%。进入2019年下半年, 公司业绩明显提升的主要原因在于黄金价格的持续上涨, 公司黄金板块业务整体出现量价齐升的局面。
- **公开发行顺利完成, 收购Nevsun Resources将大幅增厚资源储量。**2019年11月15日, 公司公开发行23.46亿股A股股票, 募集资金主要用于收购Nevsun Resources Ltd. 100%股权项目。Nevsun拥有Timok铜金矿及Bisha铜锌矿两大核心资产, 其中Timok铜金矿尚未开发, Bisha铜锌矿为在产矿山。根据公司公告, 公司完成收购后, 将新增铜资源储量(按权益)约819.01万吨, 占公司现有储量的26.02%; 新增金资源储量(按权益)约236.36吨, 占公司现有储量的17.90%; 新增锌资源储量(按权益)约187.69万吨, 占公司现有储量的23.97%。TIMOK铜金矿的铜平均品位为0.86%, 金平均品位为0.18g/t; BISHA铜锌矿的锌品位为7.02%, 铜品位为1.15%, 金品位为0.79g/t, 银品位为48.55g/t。
- **收购大陆黄金高品位金矿, 黄金业务版图再拓展。**2019年12月, 公司拟以现金方式收购大陆黄金100%股权。大陆黄金旗下武里蒂卡(Buriticá)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、银资源量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。目前武里蒂卡金矿已经完成大部分工程建设, 2020年即可建成投产, 年均产金7.8吨, 产银14.5吨, 新增黄金产量约为公司2018年黄金产量的21.38%。
- **三年产量规划, 指引前行方向。**2019年11月, 公司公布“未来三年(2020-2022)主要产品产量规划”。根据此规划, 至2022年, 公司矿产金产量为49-54吨, 年复合增长率7.9-11.5%; 矿产铜产量为67-74万吨, 年复合增长率21.9-26.0%; 矿产锌产量为38-42万吨, 年复合增长率0.9-4.3%; 冶炼铜产量为61-76万吨, 年复合增长率为3.5-11.4%; 冶炼锌产量为26-32万吨, 年复合增长率5.7-13.3%。公司矿产铜板块未来将成为业绩增长的重要推动力, 旗下的塞尔维亚Timok铜(金)矿、刚果(金)卡莫阿-卡库拉铜矿都有形成世界级矿山的资源条件, 是实现紫金全球矿业梦的重要支撑。根据

公司公告，卡莫阿-卡库拉铜矿项目控制级别+推断级别的铜金属资源量合计为 4,249 万吨，矿石量为 16.55 亿吨，平均品位为 2.56%。当前卡莫阿控股公司卡库拉项目采选工程建设投资已完成内部立项，首期 600 万 t/a 规模总投资将达到 14.72 亿美元。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2019-2021 年摊薄每股收益分别为 0.16 元、0.19 元、0.22 元，根据 2019-12-12 收盘价计算，对应 PE 分别为 25 倍、20 倍、18 倍，维持“买入”评级。
- **风险因素：**全球经济大幅下滑；金属价格大幅波动；在建矿山达产不及预期；环保、安全等突发事件影响。

重要财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	94,548.62	105,994.25	138,914.19	155,372.14	167,021.52
增长率 YoY %	19.91%	12.11%	31.06%	11.85%	7.50%
归属母公司净利润(百万元)	3,507.72	4,093.77	3,958.06	4,904.48	5,502.18
增长率 YoY%	90.66%	16.71%	-3.32%	23.91%	12.19%
毛利率%	13.94%	12.59%	10.79%	11.27%	11.11%
净资产收益率 ROE%	11.18%	10.85%	9.58%	10.99%	11.05%
EPS(摊薄)(元)	0.14	0.16	0.16	0.19	0.22
市盈率 P/E(倍)	28	24	25	20	18
市净率 P/B(倍)	2.85	2.47	2.37	2.12	1.90

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为 2019 年 12 月 12 日收盘价

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	28,675.01	30,448.69	33,026.95	36,698.79	39,945.74
货币资金	5,936.07	10,089.89	7,598.62	8,993.92	10,517.96
应收票据	1,519.38	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款	1,292.86	1,009.87	1,323.52	1,480.32	1,591.31
预付账款	1,344.14	1,419.16	1,898.22	2,111.74	2,274.11
存货	11,089.83	12,669.67	16,946.50	18,852.72	20,302.27
其他	7,492.73	5,260.09	5,260.09	5,260.09	5,260.09
<b>非流动资产</b>	60,640.25	82,430.62	83,866.04	86,489.63	89,991.10
长期股权投资	6,797.35	7,041.75	7,041.75	7,041.75	7,041.75
固定资产(合计)	30,136.20	34,144.46	37,592.00	43,050.91	46,703.94
无形资产	9,903.53	22,510.28	21,784.98	21,134.79	20,659.97
其他	13,803.18	18,734.12	17,447.31	15,262.18	15,585.44
<b>资产总计</b>	89,315.26	112,879.30	116,892.98	123,188.43	129,936.84
<b>流动负债</b>	28,793.59	37,223.10	39,090.68	39,938.30	40,575.47
短期借款	9,855.87	15,616.68	15,616.68	15,616.68	15,616.68
应付票据	179.42	160.73	214.99	239.17	257.56
应付账款	4,216.84	4,540.25	6,072.87	6,755.98	7,275.43
其他	14,541.47	16,905.44	17,186.13	17,326.47	17,425.80
<b>非流动负债</b>	22,878.83	28,382.49	28,382.49	28,382.49	28,382.49
长期借款	6,599.05	12,917.92	12,917.92	12,917.92	12,917.92
其他	16,279.78	15,464.58	15,464.58	15,464.58	15,464.58
<b>负债合计</b>	51,672.42	65,605.59	67,473.17	68,320.79	68,957.97
少数股东权益	2,643.12	6,818.28	7,258.06	7,803.00	8,414.36
归属母公司股东权益	34,999.72	40,455.43	42,161.75	47,064.63	52,564.52
<b>负债和股东权益</b>	89,315.26	112,879.30	116,892.98	123,188.43	129,936.84

**重要财务指标**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	94,548.62	105,994.25	138,914.19	155,372.14	167,021.52
同比(%)	19.91%	12.11%	31.06%	11.85%	7.50%
归属母公司净利润	3,507.72	4,093.77	3,958.06	4,904.48	5,502.18
同比(%)	90.66%	16.71%	-3.32%	23.91%	12.19%
毛利率(%)	13.94%	12.59%	10.79%	11.27%	11.11%
ROE%	11.18%	10.85%	9.58%	10.99%	11.05%
EPS(摊薄)(元)	0.14	0.16	0.16	0.19	0.22
P/E	28	24	25	20	18
P/B	2.85	2.47	2.37	2.12	1.90
EV/EBITDA	4.00	4.64	4.24	3.66	3.30

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业总收入</b>	94,548.62	105,994.25	138,914.19	155,372.14	167,021.52
营业成本	81,371.97	92,651.37	123,927.11	137,867.05	148,467.35
营业税金及附加	1,352.34	1,599.00	2,095.62	2,343.89	2,519.63
销售费用	748.94	887.45	1,163.08	1,300.87	1,398.41
管理费用	2,994.07	2,964.96	3,885.83	4,346.21	4,672.07
研发费用	0.00	274.38	359.60	402.20	432.36
财务费用	2,012.95	1,254.24	1,590.80	1,765.35	1,674.11
减值损失合计	2,220.91	1,418.38	551.60	428.44	232.64
投资净收益	155.67	1,060.52	374.58	167.14	305.43
其他	1,023.54	176.39	228.25	227.93	228.09
<b>营业利润</b>	5,026.64	6,181.37	5,943.40	7,313.19	8,158.47
营业外收支	-458.68	-51.19	-231.91	-236.02	-218.81
<b>利润总额</b>	4,567.96	6,130.18	5,711.48	7,077.17	7,939.66
所得税	1,320.41	1,447.50	1,313.64	1,627.75	1,826.12
<b>净利润</b>	3,247.55	4,682.68	4,397.84	5,449.42	6,113.54
少数股东损益	-260.17	588.90	439.78	544.94	611.35
<b>归属母公司净利润</b>	3,507.72	4,093.77	3,958.06	4,904.48	5,502.18
EBITDA	10,977.53	12,102.58	13,451.08	15,591.51	17,301.52
EPS(当年)(元)	0.15	0.18	0.16	0.19	0.22

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	9,764.36	10,233.01	9,287.16	12,979.33	14,474.24
净利润	3,247.55	4,682.68	4,397.84	5,449.42	6,113.54
折旧摊销	4,327.46	4,449.17	5,634.96	6,409.70	7,257.22
财务费用	2,082.11	1,523.23	2,104.64	2,104.64	2,104.64
投资损失	-581.05	-884.03	-374.58	-167.14	-305.43
营运资金变动	-1,315.47	-1,748.16	-3,233.55	-1,437.37	-1,098.37
其它	2,003.76	2,210.13	757.85	620.08	402.65
<b>投资活动现金流</b>	-5,947.60	-13,640.21	-8,155.47	-9,479.40	-10,845.56
资本支出	-4,941.62	-7,445.46	-8,530.05	-9,646.54	-11,150.99
长期投资	1,341.80	-6,324.23	374.58	167.14	305.43
其他	-2,347.78	129.48	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	-2,674.29	7,655.17	-3,622.96	-2,104.64	-2,104.64
吸收投资	4,620.68	78.00	784.80	0.00	0.00
借款	-6,207.00	8,820.61	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	3,188.45	4,594.95	4,407.76	2,104.64	2,104.64
<b>现金流净增加额</b>	1,041.52	4,178.49	-2,491.27	1,395.29	1,524.04

## 研究团队简介

丁士涛，有色金属行业研究员。中央财经大学管理学硕士，3年银行业工作经验，2012年2月加盟信达证券研发中心，从事有色金属行业研究。

冯孟乾，有色金属行业研究助理。中国矿业大学（北京）采矿工程硕士，2018年7月加入信达证券研究开发中心，从事有色金属行业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	13818525553	hongchen@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。