

受铜锌业务拖累，营收增加难抵毛利降低

——紫金矿业（601899）点评报告

增持（维持）

日期：2019年09月02日

事件：

紫金矿业2019年半年报发布，实现营收671.98亿元，同比增长34.90%，归母净利润18.53亿元，同比下降26.64%，低于预期。

投资要点：

● **主营金属获境外项目助力，产量增长，公司总营收大幅上涨，但是铜锌毛利下降拖累了公司业绩：**上半年得益于公司境外矿山项目的顺利投产，公司主营矿产金、矿产铜、矿产锌产量分别同比上涨13.18%、44.33%和25.92%。冶炼产量也有大幅上涨。从而带动公司总营收同比增长34.90%。虽然公司矿产金毛利率有所增长，但是，由于铜业务的利润在公司总利润中的占比较大，受铜、锌需求疲软、价格下行影响，集团综合毛利率为11.24%，同比下降3.01个百分点。矿山企业综合毛利率为44%，同比下降5.82个百分点；冶炼企业综合毛利率为1.41%，同比下降0.18个百分点，公司归母净利润同比下降26.64%。

● **境外项目持续发力，国际运营水平提升：**公司新并购项目整合工作高效开展，塞尔维亚波尔铜（金）矿接管后顺利过渡，实现扭亏为盈，Timok铜金矿建设有序推进；刚果（金）卡莫阿-卡库拉铜矿项目工程建设取得重要进展，在卡莫阿北部勘探新发现高品位块状硫化铜矿化体；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；巴新波格拉金矿产能恢复提升，图瓦龙兴锌多金属矿地采系统贯通，吉尔吉斯奥同克金矿、塔吉克泽拉夫尚金矿技改成果突出，公司国际运营水平持续提升。

● **预计未来锌价格依然承压，黄金价格处于上行通道，铜价短期维持震荡，仍具有长期上涨动力：**受宏观经济影响，锌需求疲软，价格承压；铜矿山端供应偏紧，TC/RC持续走低，或影响冶炼端积极性，随着我国经济回暖，铜需求20年后有望回升；受中美贸易摩擦等不确定因素影响，金价持续走高。我们对于公司未来经营持乐观态度。

● **盈利预测与投资建议：**我们预计19-21年，公司归母净利润分别为：34.16、39.39、50.34亿，EPS分别为：0.15、0.17、0.22元，对应收盘价3.70元的PE分别为：24.95、21.63、16.93倍，维持“增持”评级。

● **风险因素：**主营产品价格持续走低，汇率波动、海外矿山所在地政策变动、新项目投产不及预期、生产安全问题、国家环保政策变化等。

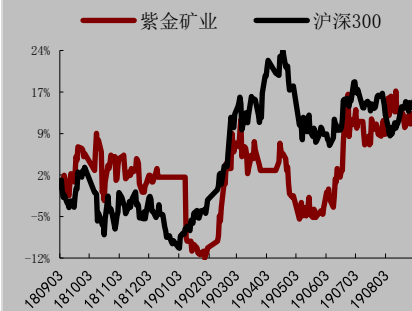
	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(亿元)	1059.94	1379.08	1712.39	2050.06
增长比率(%)	12.11%	30.11%	24.17%	19.72%
归母净利润(亿元)	40.94	34.16	39.39	50.34
增长比率(%)	16.71%	-16.56%	15.33%	27.78%
每股收益(元)	0.18	0.15	0.17	0.22
市盈率(倍)	16.56	24.95	21.63	16.93

数据来源：WIND，万联证券研究所

基础数据

行业	有色金属
公司网址	
大股东/持股	闽西兴杭国有资产投资经营有限公司 /27.43%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	23,031.22
流通A股(百万股)	16,875.73
收盘价(元)	3.66
总市值(亿元)	842.94
流通A股市值(亿元)	617.65

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2019年09月02日

相关研究

万联证券研究所 20190401_紫金矿业年报点评_AAA

万联证券研究所 20181116_公司深度报告_AAA_紫金矿业

分析师：王思敏

执业证书编号：S0270518060001

电话：01056508508

邮箱：wangsm@wlzq.com.cn

研究助理：夏振荣

电话：01056508505

邮箱：xiazr@wlzq.com.cn

资产负债表单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	30,448.69	36,293.53	42,442.91	46,404.81
货币资金	10,089.89	12,171.72	10,941.23	10,617.73
应收及预付	2,425.38	3,769.64	5,279.63	6,034.86
存货	12,669.67	14,681.27	19,982.46	23,108.03
其他流动资产	5,263.74	5,670.89	6,239.59	6,644.19
非流动资产	82,430.62	87,833.63	93,517.81	101,355.85
长期股权投资	7,041.75	7,041.75	7,041.75	7,041.75
固定资产	34,144.46	34,883.00	35,111.36	34,675.57
在建工程	5,355.81	7,141.07	8,128.45	9,739.07
无形资产	22,510.28	25,389.49	29,857.94	36,521.14
其他长期资产	13,378.31	13,378.31	13,378.31	13,378.31
资产总计	112,879.30	124,127.15	135,960.73	147,760.65
流动负债	37,223.10	42,279.08	46,173.28	49,939.35
短期借款	15,616.68	15,616.68	15,616.68	15,616.68
应付及预收	9,680.57	12,493.23	15,704.06	18,731.49
其他流动负债	11,925.85	14,169.18	14,852.54	15,591.19
非流动负债	28,382.49	29,582.49	33,582.49	36,582.49
长期借款	12,917.92	18,917.92	20,917.92	22,917.92
应付债券	8,879.45	4,079.45	6,079.45	7,079.45
其他非流动负债	6,585.12	6,585.12	6,585.12	6,585.12
负债合计	65,605.59	71,861.58	79,755.77	86,521.85
股本	2,303.12	2,303.12	2,303.12	2,303.12
资本公积	11,094.77	11,094.77	11,094.77	11,094.77
留存收益	29,360.67	30,327.00	38,556.00	47,442.00
归属母公司股东权益	40,455.43	45,447.30	49,386.68	54,420.53
少数股东权益	6,818.28	6,818.28	6,818.28	6,818.28
负债和股东权益	112,879.30	124,127.15	135,960.73	147,760.65

现金流量表

单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	10,233.01	11,359.03	7,697.37	12,633.43
净利润	4,682.68	3,415.89	3,939.38	5,033.85
折旧摊销	5,949.57	6,230.29	6,682.80	7,460.03
营运资金变动	-1,475.60	1,292.98	-3,485.68	-519.32
其它	1,076.36	419.87	560.87	658.87
投资活动现金流	-13,640.21	-10,983.30	-11,679.99	-14,554.07
资本支出	-8,388.19	0.00	0.00	0.00
投资变动	-7,445.46	-11,983.30	-12,779.99	-15,654.07
其他	2,193.44	1,000.00	1,100.00	1,100.00
筹资活动现金流	7,655.17	1,706.10	2,752.13	1,597.13
银行借款	8,820.61	6,000.00	2,000.00	2,000.00
债券融资	0.00	-4,800.00	2,000.00	1,000.00
股权融资	78.00	0.00	0.00	0.00
其他	-1,243.44	506.10	-1,247.87	-1,402.87
汇率变动影响	-69.47	0.00	0.00	0.00
期初现金余额	5,754.34	10,089.89	12,171.72	10,941.23
现金净增加额	4,178.50	2,081.83	-1,230.49	-323.50
期末现金余额	9,932.84	12,171.72	10,941.23	10,617.73

资料来源：wind、万联证券

利润表单位：百万元

至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	105,994.25	137,907.92	171,238.99	205,006.01
营业成本	92,651.37	123,678.66	154,177.96	184,112.37
营业税金及附加	1,599.00	2,068.62	2,568.58	3,075.09
销售费用	887.45	1,379.08	1,712.39	2,050.06
管理费用	2,964.96	4,413.05	5,479.65	6,560.19
财务费用	1,254.24	1,069.87	1,247.87	1,402.87
研发费用	274.38	441.31	547.96	656.02
资产减值损失	1,500.40	960.00	930.00	1,200.00
公允价值变动收益	-135.78	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1,060.52	1,000.00	1,100.00	1,100.00
营业利润	6,181.37	4,977.33	5,741.57	7,128.41
营业外收入	365.95	400.00	420.00	435.00
营业外支出	417.14	830.00	900.00	870.00
利润总额	6,181.37	4,977.33	5,741.57	7,128.41
所得税	1,447.50	1,131.44	1,322.20	1,659.56
净利润	4,093.77	3,415.89	3,939.38	5,033.85
少数股东损益	588.90	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	4,093.77	3,415.89	3,939.38	5,033.85
EBITDA	3.65	4.01	4.01	3.61
EPS (元)	0.18	0.15	0.17	0.22
主要财务比率				
至12月31日	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入	12.11%	30.11%	24.17%	19.72%
营业利润	22.97%	-19.48%	15.35%	24.15%
归属于母公司净利润	16.71%	-16.56%	15.33%	27.78%
获利能力				
毛利率	12.59%	10.32%	9.96%	10.19%
净利率	5.78%	3.30%	3.07%	3.26%
ROE	10.12%	7.52%	7.98%	9.25%
ROIC	6.95%	5.07%	5.21%	6.10%
偿债能力				
资产负债率	58.12%	57.89%	58.66%	58.56%
净负债比率	138.78%	137.49%	141.90%	141.29%
流动比率	0.82	0.86	0.92	0.93
速动比率	0.44	0.47	0.43	0.41
营运能力				
总资产周转率	1.05	1.16	1.32	1.45
应收账款周转率	55.46	57.48	50.79	54.43
存货周转率	7.80	8.42	7.72	7.97
每股指标 (元)				
每股收益	0.18	0.15	0.17	0.22
每股经营现金流	0.44	0.49	0.33	0.55
每股净资产	1.76	1.97	2.14	2.36
估值比率				
P/E	16.56	24.95	21.63	16.93
P/B	1.68	1.88	1.73	1.57
EV/EBITDA	3.65	4.01	4.01	3.61

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将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。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京西城区平安里西大街28号中海国际中心
深圳福田区深南大道2007号金地中心
广州天河区珠江东路11号高德置地广场