



# 紫金矿业 (601899): 对冲及流动性溢价叠加产量增长将提升公司安全边际并推升市值规模释放

2020年03月23日

推荐/维持

紫金矿业 | 公司报告

- **事件:** 公司发布 2019 年度报告。公司 2019 年实现营业收入 1360.98 亿元, 同比增长 28.4%; 实现归母净利润 42.84 亿元, 同比增长 4.65%; 归母扣非净利润 39.97 亿元, 同比增 30.56%; 基本每股收益维持于 0.18 元。
- **公司具有显著矿产资源优势:** 从资源储量观察, 公司当前黄金储量 2130 吨 (占全国 13.8%), 铜储量 5725 万吨 (占全国 50%), 锌储量 974 万吨, 公司储量价值与市值比已高达 40.68。考虑到矿产企业的安全边际核心为矿储资源的有效性, 极高的储量市值比意味着公司具有明确的护城河。
- **公司主要矿品产量延续增长, 境外项目占比明显:** 公司 2019 年矿产金、铜及锌分别+11.9%/+48.8%/+34.6%至 40.83 吨/37 万吨/37.4 万吨; 冶炼金、铜及锌亦+27%/+15.4%/+24.8%至 20.5 吨/43.5 万吨/22.9 万吨。此外, 境外项目矿产金、铜及锌持续增长, 分别占公司产量总量 62.5% (金)、41.4% (铜) 及 52.5% (锌)。公司矿产及冶炼产量的双增长主要源于波格拉复产、Bisha 并表、多宝山二期及科卢韦齐等多项项目的投达产释放。
- **金铜为公司主营业务, 公司三费比例下降且财务结构显现优化:** 公司 2019 黄金、铜收入占主营收入比例升至 77.2% (+4.3%), 其中黄金占比 58% (毛利 31%), 铜占比 19.2% (毛利 35.6%)。公司综合毛利同比-1.19%至 11.4%, 矿产品毛利-3.68%至 42.6%, 主因矿产铜及矿产锌销售成本+9.24%及+31.75% (受铜锌均价下跌影响及并表所致)。此外, 公司 2019 年三费总计 62.06 亿, 同比+15.3%, 其中管理及财务费用+28.6%及+17%, 因并表及研发支持加大及银行借款利息支出增加有关, 但销售费用-35.3%, 主因运费转计营业成本所致, 公司三费占总营收比例降至 4.56%。公司资产负债率得益于 2019 年末 80 亿元增发降至 53.9%, 公司对外融资总额 501 亿@4%, 考虑到公司经营净现金流 107 亿及 1591 亿银行授信, 现金流风险可控。
- **公司具有明确产量释放预期: 公司矿产品及冶炼产能将会进入快速双增长阶段。** 矿产品方面, 我们预计 2020 年公司矿产金、铜及锌产量或增至 44 吨、41 万吨及 39 万吨, 增幅为+7.8%/+10.8%/+4.3%; 至 2022 年公司矿产金及矿产铜产量将分别增长至 52 吨及 71 万吨, 较 2019 年增 28% 及 92%。冶炼产能方面, 预计至 2022 年公司总冶炼产能增长 34% 至 98 万吨, 其中铜冶炼产能或达 69 万吨, 锌冶炼产能至 29 万吨, 公司增长性明确。
- **金价重心仍将上移, 铜价安全边际逐渐显著:** 黄金在 2019 及 2020 年分别展现汇率溢价, 利率溢价及避险溢价 (铜金比、油金比与金银比有效反映), 考虑到全球负收益率债券规模仍在 7 万亿之上且全球仍然维持低息状态, 金价有望在市场情绪回暖后上移, 预计年内金价重心至 1600 美元/盎司; 铜供应端或因矿山减产而逐渐收紧, 价格跌至 75% 成本分位附近的安全边际显现, 预计铜价年内将呈先抑后扬。全球高风险及低利率并存的意味着金铜对冲属性显现并均将受流动性溢价推动从而对公司估值予以提振。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2020-2022 年实现营收 1383.5 亿元、1616.9 亿元、1783.9 亿元; 归母净利润 53.2 亿元/67.98 亿元/76.6 亿元; EPS 为 0.18/0.24/0.28 元, 对应 PE 为 19/14.5/12.5, 给予“推荐”评级。
- **风险提示:** 金属价格持续大跌; 产量不及预期风险, 贸易货运及销售风险。

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	105,994.	136,097.	138,352.	161,688.	178,390.
净利润 (百万元)	4,682.68	5,060.90	5,317.30	6,797.65	7,756.13
增长率 (%)	44.19%	8.08%	5.07%	27.84%	14.10%
每股收益 (元)	0.18	0.18	0.18	0.24	0.28
PE	19.22	19.22	18.95	14.47	12.46

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 公司简介:

公司在 2019 年《福布斯》全球有色金属企业排第 10 位、全球黄金企业排第 1 位。公司是中国规模最大的多金属矿业集团之一, 亦是中国矿企在海外拥有矿产资源储量最多的企业之一。公司主营金、铜、锌等金属矿产资源的勘发及销售。

## 交易数据

52 周股价区间 (元)	3.46-3.64
总市值 (亿元)	878.05
流通市值 (亿元)	665.07
总股本/流通 A 股 (万股)	2537726/1922177
流通 B 股/H 股 (万股)	/573694
52 周日均换手率	1.1

## 52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

## 分析师: 郑闵钢

010-66554031 zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号: S1480510120012

## 分析师: 胡道恒

021-25102923 hudh@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480519080001

## 研究助理: 张天丰

021-25102858 tfzhang901@126.com

执业证书编号: S1480118100014

附表：公司盈利预测表

资产负债表		单位:百万元					利润表		单位:百万元								
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产合计</b>	30449	28594	33446	36234	50239	<b>营业收入</b>	105994	136098	138352	161689	178390	<b>营业收入</b>	105994	136098	138352	161689	178390
货币资金	10090	6225	9749	11712	23918	<b>营业成本</b>	92651	120583	121263	140995	155499	<b>营业成本</b>	92651	120583	121263	140995	155499
应收账款	1010	944	1139	1226	1411	营业税金及附加	1599	1874	1909	2264	2676	营业税金及附加	1599	1874	1909	2264	2676
其他应收款	1392	881	896	1047	1155	营业费用	887	574	553	1051	1338	营业费用	887	574	553	1051	1338
预付款项	1419	1323	1324	1269	1238	管理费用	2965	3689	4234	5336	5887	管理费用	2965	3689	4234	5336	5887
存货	12670	14887	16545	18322	20711	财务费用	1254	1467	1631	1170	790	财务费用	1254	1467	1631	1170	790
其他流动资产	2504	1352	1208	17	-943	资产减值损失	1500.40	-368.38	1500.00	1500.00	1500.00	资产减值损失	1500.40	-368.38	1500.00	1500.00	1500.00
<b>非流动资产合计</b>	82431	95237	88300	84502	79586	公允价值变动收益	-135.78	-59.75	-97.77	0.00	0.00	公允价值变动收益	-135.78	-59.75	-97.77	0.00	0.00
长期股权投资	7042	6924	6924	6924	6924	投资净收益	1060.52	34.41	0.00	0.00	0.00	投资净收益	1060.52	34.41	0.00	0.00	0.00
固定资产	34144	38625	35602	32574	29540	<b>营业利润</b>	6181	7242	6906	9064	10342	<b>营业利润</b>	6181	7242	6906	9064	10342
无形资产	22510	24163	22713	21350	20069	营业外收入	365.95	50.08	0.00	0.00	0.00	营业外收入	365.95	50.08	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	8199	11444	9821	10633	10227	营业外支出	417.14	317.88	0.00	0.00	0.00	营业外支出	417.14	317.88	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	112879	123831	121745	120736	129825	<b>利润总额</b>	6130	6974	6906	9064	10342	<b>利润总额</b>	6130	6974	6906	9064	10342
<b>流动负债合计</b>	37223	33363	28978	19337	20070	所得税	1448	1913	1588	2266	2585	所得税	1448	1913	1588	2266	2585
短期借款	15617	14441	10314	0	0	<b>净利润</b>	4683	5061	5317	6798	7756	<b>净利润</b>	4683	5061	5317	6798	7756
应付账款	4540	4382	5104	5494	6302	少数股东损益	589	777	683	730	706	少数股东损益	589	777	683	730	706
预收款项	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	4094	4284	4634	6068	7050	归属母公司净利润	4094	4284	4634	6068	7050
一年内到期的非流	9707	5769	5769	5769	5769	EBITDA	33397	37424	13079	14695	15516	EBITDA	33397	37424	13079	14695	15516
<b>非流动负债合计</b>	28382	33389	27746	28484	28019	EV/EBITDA	3.49	3.41	7.53	7.27	6.08	EV/EBITDA	3.49	3.41	7.53	7.27	6.08
长期借款	12918	13826	13826	13826	13826	<b>主要财务比率</b>						<b>主要财务比率</b>					
应付债券	8879	11966	10423	11195	10809		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>负债合计</b>	65606	66751	56723	47821	48090	<b>成长能力</b>						<b>成长能力</b>					
少数股东权益	6818	5894	6577	7306	8013	营业收入增长	12.11%	28.40%	1.66%	16.87%	10.33%	营业收入增长	12.11%	28.40%	1.66%	16.87%	10.33%
实收资本(或股本)	23031	25377	25377	25377	25377	营业利润增长	22.97%	17.16%	-4.65%	31.25%	14.10%	营业利润增长	22.97%	17.16%	-4.65%	31.25%	14.10%
资本公积	11095	18690	18690	18690	18690	归属于母公司净利	8.18%	30.93%	8.18%	30.93%	16.18%	归属于母公司净利	8.18%	30.93%	8.18%	30.93%	16.18%
未分配利润	22181	24006	28492	34366	41190	<b>获利能力</b>						<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权	40455	51186	74695	81858	89972	毛利率(%)	12.59%	11.40%	12.35%	12.80%	12.83%	毛利率(%)	12.59%	11.40%	12.35%	12.80%	12.83%
<b>负债和所有者权益</b>	112879	123831	121745	120736	129825	净利率(%)	4.42%	3.72%	3.84%	4.20%	4.35%	净利率(%)	4.42%	3.72%	3.84%	4.20%	4.35%
<b>现金流量表</b>						总资产净利润(%)		3.63%	3.46%	3.81%	5.03%	总资产净利润(%)		3.63%	3.46%	3.81%	5.03%
						ROE(%)	10.12%	8.37%	6.20%	7.41%	7.84%	ROE(%)	10.12%	8.37%	6.20%	7.41%	7.84%
<b>经营活动现金流</b>	10233	10666	8869	13874	13566	<b>偿债能力</b>						<b>偿债能力</b>					
净利润	4683	5061	5317	6798	7756	资产负债率(%)	58%	54%	47%	40%	37%	资产负债率(%)	58%	54%	47%	40%	37%
折旧摊销	25961.68	28715.46	0.00	3098.38	3103.98	流动比率	0.82	0.86	1.15	1.87	2.50	流动比率	0.82	0.86	1.15	1.87	2.50
财务费用	1254	1467	1631	1170	790	速动比率	0.48	0.41	0.58	0.93	1.47	速动比率	0.48	0.41	0.58	0.93	1.47
应付账款的变化	0	0	-195	-87	-184	<b>营运能力</b>						<b>营运能力</b>					
预收账款的变化	0	0	0	0	0	总资产周转率	1.05	1.15	1.13	1.33	1.42	总资产周转率	1.05	1.15	1.13	1.33	1.42
<b>投资活动现金流</b>	-13640	-14103	2303	-1086	81	应收账款周转率	92	139	133	137	135	应收账款周转率	92	139	133	137	135
公允价值变动收益	-136	-60	-98	0	0	应付账款周转率	24.21	30.51	29.17	30.51	30.25	应付账款周转率	24.21	30.51	29.17	30.51	30.25
长期股权投资减少	0	0	449	-83	-94	<b>每股指标(元)</b>						<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	1061	34	0	0	0	每股收益(最新摊	0.18	0.18	0.18	0.24	0.28	每股收益(最新摊	0.18	0.18	0.18	0.24	0.28
<b>筹资活动现金流</b>	7655	-326	-7647	-10825	-1442	每股净现金流(最	0.18	-0.15	0.14	0.08	0.48	每股净现金流(最	0.18	-0.15	0.14	0.08	0.48
应付债券增加	0	0	-1544	772	-386	每股净资产(最新	1.76	2.02	2.94	3.23	3.55	每股净资产(最新	1.76	2.02	2.94	3.23	3.55
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>						<b>估值比率</b>					
普通股增加	20728	2346	0	0	0	P/E	19.22	19.22	18.95	14.47	12.46	P/E	19.22	19.22	18.95	14.47	12.46
资本公积增加	-15	7596	0	0	0	P/B	1.97	1.72	1.18	1.07	0.98	P/B	1.97	1.72	1.18	1.07	0.98
<b>现金净增加额</b>	4248	-3763	3524	1963	12206	EV/EBITDA	3.49	3.41	7.53	7.27	6.08	EV/EBITDA	3.49	3.41	7.53	7.27	6.08

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续2012年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

### 胡道恒

清华大学材料科学与工程硕士，北京科技大学材料学学士。3年证券从业经验，2019年加入东兴证券研究所，从事有色金属行业研究。

## 研究助理简介

### 张天丰

英国布里斯托大学金融与投资学硕士。10年金融衍生品研究、投资及团队管理经验，曾任职东兴期货投资咨询部总经理，有色金属、期权及量化策略组组长；曾担任圆信永丰东兴资产管理计划投资经理。曾获得中国金融期货交易所（中金所）期权联合研究课题二等奖，中金所期权联合研究课题三等奖；曾获得中金所期权产品大赛文本类银奖及多媒体类铜奖；曾获得大连商品期货交易所豆粕期权做市商仿真大赛三等奖，中金所股指期权做市商仿真大赛入围奖。曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报“期货气象”特约撰稿人。2018年9月加入东兴证券研究所。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。