

产销保持较快增长，国际化进程值得期待

——紫金矿业（601899）点评报告

增持（维持）

日期：2020年03月26日

事件：

公司发布2019年年度报告。报告期内，公司实现营业收入1360.98亿元，同比增长28.40%；实现归母净利润42.84亿元，同比增长4.65%；对应EPS为0.17元/股，同比持平；实现扣非后归母净利润39.97亿元，同比增长30.56%，业绩基本符合预期。

投资要点：

- **主要矿产销量增长，黄金价格上涨：**报告期内，公司矿产品产销量同比均有所增长。其中，矿产金40.83吨，同比增长11.87%；矿产铜36.99万吨，同比增长48.79%；矿产锌精矿含锌37.41万吨，同比增长34.54%。从价格来看，公司矿产金单价（不含税）为296.8元/克，同比上升17.75%；矿产铜精矿单价（不含税）为33665元/吨，同比下降3.05%；矿产锌单价（不含税）为10447元/吨，同比下降26.36%。2019年，公司综合毛利率为11.40%，其中，矿产品毛利率为42.63%，同比下降3.68pct，主要是由于矿产铜、矿产锌毛利率下滑。
- **财务结构优化，费用率有所下降：**公司于2019年完成A股80亿元公开增发，财务结构得到优化。资产负债率下降至53.91%，同比下降4.21pct。费用率方面，三费占营收比例为4.56%，同比下降0.52pct。经营活动现金流持续增长，2019年达到106.66亿元。虽然期末现金余额有所减少，但财务风险总体可控。
- **海外项目逐渐发力，未来矿产量有望持续增长：**2020年一季度哥伦比亚武里蒂卡金矿有望完成交割试生产；塞尔维亚Timok铜金矿、刚果（金）卡莫阿-卡库拉铜矿有望于2021年投产并于2023年实现全面达产，看好黄金、铜等板块发力为公司业绩带来的持续增长。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计20-22年公司归母净利润分别为48.95亿元、64.22亿元和87.50亿元，EPS分别为0.19、0.25和0.34元/股，对应近期收盘价3.80元的PE分别为19.7、15和11倍，维持“增持”评级。
- **风险因素：**项目建设投产不及预期，主要矿产黄金、铜、锌等价格大幅下跌。

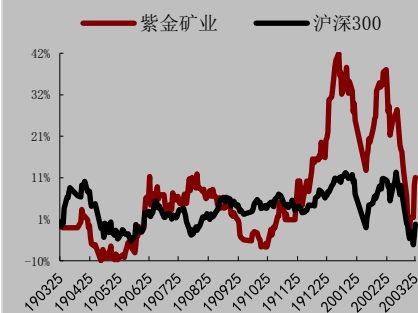
	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	1360.98	1549.57	1667.06	1833.67
增长比率(%)	28.40%	13.86%	7.58%	9.99%
归母净利润(亿元)	42.84	48.95	64.22	87.50
增长比率(%)	4.65%	14.26%	31.21%	36.25%
每股收益(元)	0.17	0.19	0.25	0.34
市盈率(倍)	22.51	19.70	15.02	11.02

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)	25,377.26
流通A股(百万股)	19,221.77
收盘价(元)	3.80
总市值(亿元)	964.34
流通A股市值(亿元)	730.43

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：2020年03月25日

相关研究

万联证券研究所 20191114_紫金矿业深度报告_AAA

万联证券研究所 20191031_紫金矿业报点评_AAA

万联证券研究所 20190830_紫金矿业半年报点评_AAA

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

1、主要矿产产销量增长，黄金价格上涨

1.1 黄金价格涨幅较大，产销亦有所增长

2019年，国际黄金价格保持增长。全年平均价格达1396美元/盎司，比2018年增长9.84%。国内上海黄金交易所Au9999黄金年平均价格为309元/克，较2018年增长13.73%。受此影响，公司矿产金全年均价（不含税）为296.80元/克，较2018年252.06元/克的价格涨幅较大。2019年，公司矿产金产销量分别达到40.83吨和39.20吨，同比增长11.87%和8.49%。量价齐升使得公司矿产金业务实现毛利48.65亿元，同比增长70.3%。

图表1：19年公司矿产金业务实现量价齐升

矿产金	2017	2018	2019
矿产金-产量（吨）	37.48	36.50	40.83
矿产金-销量（吨）	37.38	36.13	39.20
矿产金-单价（元/克）	249.36	252.06	296.80
矿产金-成本（元/克）	164.70	172.99	172.69
矿产金-毛利（元/克）	84.66	79.07	124.11
矿产金-毛利率	33.95%	31.37%	41.82%

资料来源：公司年报、万联证券

1.2 矿产铜产销大幅增长，毛利率有所下降

2019年，公司矿产铜产销量分别达到36.99万吨和37.11万吨（包含铜精矿、阴极铜、电解铜），同比均实现较大增长。2019年，伦铜全年均价为6005美元/吨，同比下降8%。国内市场铜现货均价为47739元/吨，同比下降5.8%。价格下跌叠加成本有所上升，矿产铜业务毛利率有所下滑。

图表2：19年公司矿产铜大幅增长，但毛利率有所下滑

矿产铜	2017	2018	2019
矿产铜-产量（万吨）	20.80	24.86	36.99
矿产铜-销量（万吨）	20.82	24.95	37.11
矿产铜-单价（万元/吨）	3.44	3.54	3.54
矿产铜-成本（万元/吨）	1.70	1.77	2.07
矿产铜-毛利（万元/吨）	1.74	1.77	1.47
矿产铜-毛利率	50.58%	50.00%	41.53%

资料来源：公司年报、万联证券

1.3 矿产锌产销增长较快，但毛利率下滑明显

2019年，公司矿产锌产销量分别达到37.41万吨和37.22万吨，同比分别增长34.6%和31.6%。价格来看，2019年伦锌全年均价为2548美元/吨，同比下降12.7%；国内锌现货均价为20489元/吨，同比下跌13.5%。公司19年矿产锌业务受到影响，毛利率下滑较为明显，为37.50%。

图表3：19年公司矿产铜大幅增长，但毛利率有所下滑

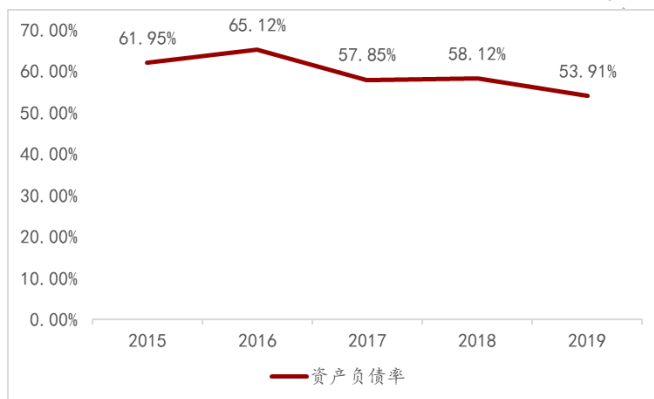
矿产锌	2017	2018	2019
矿产锌-产量 (万吨)	27.00	27.80	37.41
矿产锌-销量 (万吨)	27.96	28.28	37.22
矿产锌-单价 (万元/吨)	1.42	1.42	1.04
矿产锌-成本 (万元/吨)	0.48	0.49	0.65
矿产锌-毛利 (万元/吨)	0.94	0.93	0.39
矿产锌-毛利率	66.20%	65.49%	37.50%

资料来源：公司年报、万联证券

2、财务结构优化，费用率有所下降

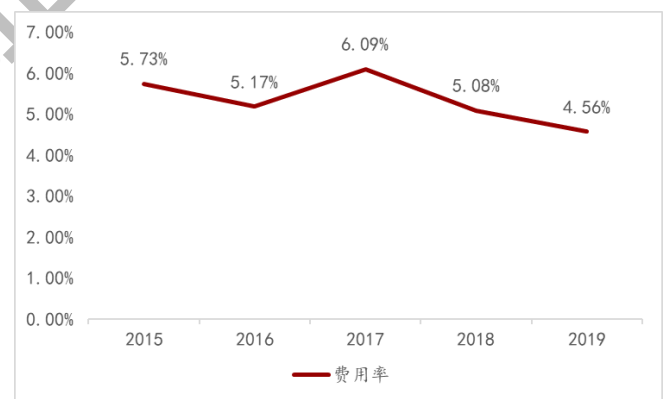
公司于2019年完成A股80亿元公开增发，财务结构得到优化。资产负债率下降至53.91%，同比下降4.21pct。费用率方面，三费占营收比例为4.56%，同比下降0.52pct。经营活动现金流持续增长，2019年达到106.66亿元。虽然期末现金余额有所减少，但财务风险总体可控。

图表4：19年公司资产负债率下降4.21pct



资料来源：公司年报、万联证券

图表5：19年公司费用率下降0.52pct



资料来源：公司年报、万联证券

3、海外项目逐渐发力，未来矿产量有望持续增长

海外黄金项目维持增长。2019年，公司完成哥伦比亚大陆黄金公司的收购，其核心资产为武里蒂卡金矿项目100%权益，该项目拥有黄金资源储量353吨，平均品位9.3克/吨，银1469吨，平均品位38.8克/吨，开采条件良好，同时探矿增储潜力较大。预计于20年一季度完成交割试生产，达产后可能达到年均产金7.8吨，产银14.5吨。

矿产铜业务逐渐加力，是未来业绩增长重点。公司收购的塞尔维亚Timok铜金矿、刚果（金）卡莫阿-卡库拉铜矿有望于2021年投产并实现设计产能的30%，2022年实现设计产能的70%，并于2023年实现全面达产。同时，公司加快塞尔维亚波尔铜矿的技改扩建，推动厄立特里亚碧沙锌多金属矿、刚果（金）科卢韦齐铜钴矿、多宝山铜矿等铜矿山项目实现达产达标。

图表6：公司未来三年发展规划中，矿产铜业务为增长重点

产品名称	2019	2020	2021	2022	年复合增长率
矿产金 (吨)	40.8	44	42-47	49-54	6.3%-9.8%
矿产铜 (万吨)	37	41	50-56	67-74	21.9%-26.0%
矿产锌 (万吨)	37	40	37-41	38-42	0.9%-4.3%
矿产银 (吨)	263	246	236-262	242-269	-
铁精矿 (万吨)	353	332	299-332	299-332	-

资料来源：公司年报、万联证券

盈利预测与投资建议：我们预计20-22年公司归母净利润分别为48.95亿元、64.22亿元和87.50亿元，EPS分别为0.19、0.25和0.34元/股，对应近期收盘价3.80元的PE分别为19.7、15和11倍，维持“增持”评级。

风险因素：项目建设投产不及预期，主要矿产黄金、铜、锌等价格大幅下跌。

万联证券

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	28,594.40	33,792.62	31,558.88	35,854.26
货币资金	6,225.14	6,672.38	4,751.83	8,100.60
应收及预付	1,843.96	2,430.47	2,614.75	2,876.08
存货	14,886.55	15,613.95	16,585.53	17,968.53
其他流动资产	5,638.74	9,075.81	7,606.76	6,909.06
非流动资产	95,236.55	101,059.55	106,235.55	110,353.55
长期股权投资	6,924.42	6,924.42	6,924.42	6,924.42
固定资产	38,624.77	42,820.77	46,865.77	50,709.77
在建工程	5,876.83	5,997.83	5,766.83	5,084.83
无形资产	24,162.51	25,668.51	27,030.51	27,986.51
其他长期资产	19,648.03	19,648.03	19,648.03	19,648.03
资产总计	123,830.95	134,852.16	137,794.43	146,207.81
流动负债	33,362.66	35,967.57	34,838.79	35,060.71
短期借款	14,440.92	15,455.92	13,445.92	12,413.92
应付及预收	10,129.81	11,421.76	12,132.48	13,144.15
其他流动负债	8,791.92	9,089.90	9,260.40	9,502.63
非流动负债	33,388.69	35,548.70	32,032.70	29,886.70
长期借款	13,826.22	13,826.22	13,826.22	13,826.22
应付债券	11,966.47	14,126.47	10,610.47	8,464.47
其他非流动负债	7,596.00	7,596.00	7,596.00	7,596.00
负债合计	66,751.35	71,516.27	66,871.49	64,947.40
股本	2,537.73	2,537.73	2,537.73	2,537.73
资本公积	18,690.34	18,690.34	18,690.34	18,690.34
留存收益	32,495.62	37,864.22	44,286.50	53,036.97
归属母公司股东权益	51,185.97	56,554.56	62,976.85	71,727.31
少数股东权益	5,893.63	6,781.34	7,946.10	9,533.10
负债和股东权益	123,830.95	134,852.16	137,794.43	146,207.81

现金流量表

单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	10,567.98	12,568.76	13,948.61	16,810.13
净利润	5,060.90	4,894.66	6,422.29	8,750.46
折旧摊销	6,189.44	4,380.00	4,600.00	4,780.00
营运资金变动	-2,375.80	-112.06	-713.60	-570.70
其它	1,693.44	3,406.16	3,639.93	3,850.37
投资活动现金流	-14,102.83	-7,844.00	-6,684.00	-6,154.00
资本支出	-11,686.90	-6,566.00	-5,690.00	-5,531.00
投资变动	-1,767.83	-1,253.00	-965.00	-585.00
其他	-648.10	-25.00	-29.00	-38.00
筹资活动现金流	-325.81	-4,277.52	-9,185.17	-7,307.37
银行借款	-7,188.00	-4,688.00	-3,508.00	-3,226.00
债券融资	0.00	2,160.00	-3,516.00	-2,146.00
股权融资	7,861.07	0.00	0.00	0.00
其他	-998.88	-1,749.52	-2,161.17	-1,935.37
现金净增加额	-3,847.25	447.24	-1,920.55	3,348.76
期初现金余额	9,932.84	6,225.14	6,672.38	4,751.83
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00
期末现金余额	6,085.59	6,672.38	4,751.83	8,100.60

利润表

单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	136,097.98	154,956.60	166,706.00	183,367.00
营业成本	120,582.63	136,649.44	145,152.47	157,256.13
营业税金及附加	1,874.14	2,138.40	2,367.23	2,603.81
销售费用	574.43	650.82	750.18	806.81
管理费用	3,689.33	4,183.83	4,534.40	4,950.91
财务费用	1,466.85	2,199.76	2,136.13	1,924.73
研发费用	476.34	511.36	566.80	641.78
资产减值损失	-368.38	580.00	650.00	830.00
公允价值变动收益	-59.75	-65.00	-69.00	-78.00
投资净收益	34.41	40.00	40.00	40.00
营业利润	7,242.07	8,257.99	10,759.80	14,554.82
营业外收入	50.08	60.00	60.00	60.00
营业外支出	317.88	350.00	365.00	370.00
利润总额	6,974.28	7,967.99	10,454.80	14,244.82
所得税	1,913.37	2,185.62	2,867.75	3,907.35
净利润	5,060.90	5,782.37	7,587.05	10,337.47
少数股东损益	776.95	887.71	1,164.76	1,587.00
归属母公司净利润	4,283.96	4,894.66	6,422.29	8,750.46
EBITDA	14,656.54	14,622.75	17,284.92	21,057.55
EPS (元)	0.17	0.19	0.25	0.34

主要财务比率

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	28.40%	13.86%	7.58%	9.99%
营业利润	17.16%	14.03%	30.30%	35.27%
归属于母公司净利润	4.65%	14.26%	31.21%	36.25%
获利能力				
毛利率	11.40%	11.81%	12.93%	14.24%
净利率	3.15%	3.16%	3.85%	4.77%
ROE	8.37%	8.65%	10.20%	12.20%
ROIC	6.69%	7.45%	8.84%	10.96%
偿债能力				
资产负债率	53.91%	53.03%	48.53%	44.42%
净负债比率	116.94%	112.92%	94.29%	79.93%
流动比率	0.86	0.94	0.91	1.02
速动比率	0.37	0.46	0.38	0.46
营运能力				
总资产周转率	1.16	1.20	1.22	1.29
应收账款周转率	139.30	139.30	139.30	139.30
存货周转率	8.75	8.75	8.75	8.75
每股指标 (元)				
每股收益	0.17	0.19	0.25	0.34
每股经营现金流	0.42	0.50	0.55	0.66
每股净资产	2.02	2.23	2.48	2.83
估值比率				
P/E	22.51	19.70	15.02	11.02
P/B	1.88	1.71	1.53	1.34
EV/EBITDA	3.39	3.59	2.83	2.01

资料来源: Wind, 万联证券研究所

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