

紫金矿业 (601899): 金铜量价齐升, 资源优势向效益优势持续转变

——紫金矿业 (601899) 2020 中报点评

- **事件:** 公司发布 2020 年半年度报告。公司 2020H1 实现营业收入 831.42 亿元, 同比增长 23.7%; 实现归母净利润 24.21 亿元, 同比增长 31%; 归母扣非净利润 24.2 亿元, 同比增 46%; 基本每股收益+18.8%至 0.095 元。
- **公司具有绝对资源优势:** 公司是国内金资源储量及铜资源储量最大的上市集团且矿储资源具有显著增长性。公司拥有黄金金属储量 2130 吨 (同比+23%占全国储量 15.6%), 铜金属储量 6247 万吨 (+26%占全国储量 54.5%) 及 856 万吨锌 (+2%占全国储量 4.5%) 及其他各类金属。公司的储量市值比为 25.7, 为业内最优质的有色企业之一。
- **公司 20H1 金、铜产量全线增长, 境外项目产出占比增加:** 公司 H1 金、银、铜及锌业务产量各+6.9%/+55%/+31%/-10.4%; 其中矿产品: 金/银/铜/锌产量各为 20.24 吨(+6%)/144 吨(+31%)/23.1 万吨(+35%)/15.9 万吨(-15%)。武里蒂卡金矿顺利接管投产, 泽拉夫尚(+9%)、诺顿金田(+36%)、琿春紫金(+2%) 矿金产量增加抵消了波格拉金矿停产造成的黄金产量损失(-32%); 科卢韦齐铜矿(+66%)、RTB BOR(+36%)、多宝山铜矿(+59%) 矿产铜释放提振公司整体铜产量的增长。此外, 公司境外项目占比出现进一步攀升, 其中矿产金、矿产铜及矿产锌分别占集团总量 60%(+6%至 12.1 吨)、43.7%(+53%至 10.1 万吨) 及 48.8%(-19.7%至 7.8 万吨)。随着境外项目有序推进, 公司矿产品产出将进一步增长。我们预计年内公司矿产金、铜及锌产量或分别至 43 吨(+5%)、45 万吨(+21%) 及 35 万吨(-6%)。
- **金铜板块为公司主营业务及利润贡献点, 资本开支导致杠杆率上升:** 公司 H1 黄金及铜业务营收占公司总营收 79.2%, 其中黄金业务占主营收入比例 61.3%, 铜占比 17.95%; 从利润角度观察, 金铜业务毛利占集团总毛利 76%, 其中黄金占比 38.6%, 铜占比 37.4%。矿产品销售数量与销售价格的共同增长带动公司矿产毛利的明显改善(矿山企业综合毛利率+1.13%至 45.13%)。公司年内进行的大额并购导致杠杆率出现上升(资产负债率 60.3%), 并因此受到穆迪、惠誉及标普的信用评级调降。考虑到公司矿业项目产量的有效释放所带来的预期现金流增长及即将发行的 60 亿元可转债(已于 7 月 28 日获证监会受理), 预计公司流动性风险有限, 伴随公司营收规模的放大其财务结构会出现进一步优化。
- **矿产资源优先战略带动成本竞争力凸显, 资源优势逐渐转化为效益优势:** 公司坚持矿产资源优先战略并自 2015 年起实施逆周期并购策略, 分别收购卡莫阿铜矿, RTB BOR, Timok 铜金矿、武里蒂卡金矿及今年的巨龙铜业与圭亚那金矿, 公司低成本的项目优化令公司整体生产成本竞争力凸显(2020H1 平均单位销售成本-13.6%, 成本下降带动宽山产品毛利增长 20%)。未来随着武里蒂卡金矿的逐步达产及技改完成(年权益矿产金 6.26 吨), 李坝金矿 1 万吨/日采选完成(年贡献矿产金 5.5 吨), 诺顿 150 万吨/年帕丁顿选矿厂改造完成(矿产金年产 5.5 吨), 圭亚那的交割完成(年产矿产金约 5 吨)及水银洞金矿等技改, 预计公司 2023 年后年矿产金产量或达到 65 吨, 较 2019 年增长 59%; 此外, 考虑到卡莫阿卡库拉铜矿 2021 年的试产(30%产能约 8 万吨权益矿产铜)及 2023 年的达产(约 15.7 万吨权益矿产铜), 以及 Timok 上带矿(14.5 万吨矿产铜)、驱龙铜矿(预计 2022 年权益矿产铜贡献达 8.3 万吨)与 RTB Bor 一期技改的完成(约 8 万吨权益矿产铜), 预计公司 2023 年后的铜产量有望升至 71 万吨, 较 2019 年增长 92%。至 2023 年, 公司矿产金铜增量折合权益现金流贡献约 248 亿元, 毛利贡献约 82 亿元。
- **金价重心上升, 铜价整体稳定:** 国内基础金价均价年内, 考虑到黄金避险溢价、流动性溢价及汇率溢价的持续及央行购金与实物持仓 ETF 的一致性 & 趋势性, 人民币黄金均价冲破 400 元/克可待。铜价阶段性仍受矿端供应偏紧及流动性溢出而维持强势, 从长期观察, 铜供应缺口的趋势性放大

2020 年 08 月 25 日

推荐/维持

紫金矿业 | 公司报告

公司简介:

公司在 2019 年《福布斯》全球有色金属企业排第 10 位、中国有色金属企业第 1 位, 全球黄金企业排第 1 位。公司是中国矿业行业效益最好、控制金属资源储量和产量最多、最具竞争力的大型矿业公司之一。公司主营金、铜、锌等金属矿产资源开发及销售。

未来 3-6 个月重大事项提示:

公司公开发行人 A 股可转换公司债券(60 亿元)

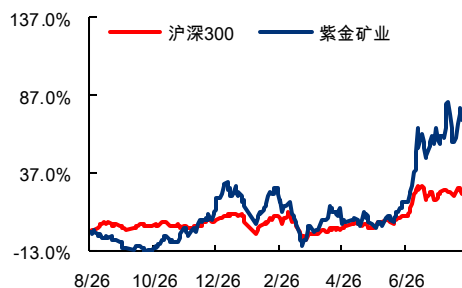
申请已获证监会受理;

2020-08 至 2020-12 共有 11 笔共计 60 亿元超短期融资券到期。

交易数据

52 周股价区间 (元)	6.7-3.69
总市值 (亿元)	1700.28
流通市值 (亿元)	1315.9
总股本/流通 A 股 (万股)	2537726/1964032
流通 B 股/H 股 (万股)	/573694
52 周日均换手率	1.24

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

021-25102914 tfzhang901@126.com

执业证书编号: S1480118100014

有望引导铜价在 2023 年前 (矿端供应再度释放年份) 维持相对稳定运行。

- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2020-2022 年实现营业收入分别为 1718.3 亿元、1923.8 亿元、2198.1 亿元; 归母净利润分别为 72.42 亿元、82.4 亿元和 102.6 亿元; EPS 分别为 0.26 元、0.3 元和 0.38 元, 对应 PE 分别为 25.9、22.6 和 17.8, 给予“推荐”评级。
- **风险提示:** 金属价格下跌风险; 产量不及预期风险; 项目募投进度及项目技改进度不及预期风险, 汇率波动风险及项目所在国非不可抗力风险。

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	105,994.	136,097.	171,828.	192,375.	219,805.
增长率 (%)	12.11%	28.40%	26.25%	11.96%	14.26%
净利润 (百万元)	4,682.68	5,060.90	7,241.73	8,239.71	10,260.0
增长率 (%)	44.19%	8.08%	43.09%	13.78%	24.52%
净资产收益率 (%)	10.12%	8.37%	8.57%	8.82%	9.99%
每股收益 (元)	0.18	0.18	0.26	0.30	0.38
PE	37.22	37.22	25.92	22.64	17.80
PB	3.81	3.32	2.22	2.00	1.78

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

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		
流动资产合计	30449	28594	40009	37995	43718	营业收入	105994	136098	171828	192376	219806		
货币资金	10090	6225	12915	11178	14130	营业成本	92651	120583	151360	167392	190408		
应收账款	1010	944	1415	1459	1738	营业税金及附加	1599	1874	2320	2693	3297		
其他应收款	1392	881	1112	1245	1423	营业费用	887	574	653	1250	1649		
预付款项	1419	1323	1324	1258	1222	管理费用	2965	3689	4811	6348	7254		
存货	12670	14887	20651	21752	25361	财务费用	1254	1467	1305	1788	1514		
其他流动资产	2504	1352	-929	-1979	-3555	资产减值损失	1500.40	-368.38	1500.00	1500.00	1500.00		
非流动资产合计	82431	95237	95443	88585	85129	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	7095	7020	7013	投资净收益	1060.52	34.41	0.00	0.00	0.00		
固定资产	34144	38625	35602	32574	29540	营业利润	6181	7242	9405	10986	13680		
无形资产	22510	24163	22713	21350	20069	营业外收入	365.95	50.08	0.00	0.00	0.00		
其他非流动资产	8199	11444	16133	13789	14961	营业外支出	417.14	317.88	0.00	0.00	0.00		
资产总计	112879	123831	149805	148665	161454	利润总额	6130	6974	9405	10986	13680		
流动负债合计	37223	33363	49876	38715	39198	所得税	1448	1913	2163	2747	3420		
短期借款	15617	14441	18309	16122	16291	净利润	4683	5061	7242	8240	10260		
应付账款	4540	4382	4431	4451	4421	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	6559	7510	9554		
一年内到期的非流动	9707	5769	10220	8565	8185	EBITDA	33397	37424	15253	17236	19579		
非流动负债合计	28382	33389	40012	33777	34839	EV/EBITDA	5.73	5.61	11.59	12.21	10.62		
长期借款	12918	13826	16838	14527	15064	主要财务比率							
应付债券	8879	11966	12765	12366	12565		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		
负债合计	65606	66751	89888	72491	74037	成长能力							
少数股东权益	6818	5894	6577	7306	8013	营业收入增长	12.11%	28.40%	26.25%	11.96%	14.26%		
实收资本(或股本)	23031	25377	25377	25377	25377	营业利润增长	22.97%	17.16%	29.86%	16.82%	24.52%		
资本公积	11095	18690	18690	18690	18690	归属于母公司净利	53.10%	14.50%	53.10%	14.50%	27.22%		
未分配利润	22181	24006	30355	37624	46872	获利能力							
归属母公司股东权益	40455	51186	76558	85117	95654	毛利率(%)	12.59%	11.40%	11.91%	12.99%	13.37%		
负债和所有者权益	112879	123831	149805	148665	161454	净利率(%)	4.42%	3.72%	4.21%	4.28%	4.67%		
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	3.63%	3.46%	4.38%	5.05%			
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	10.12%	8.37%	8.57%	8.82%	9.99%		
经营活动现金流	10233	10666	17515	10191	15998	偿债能力							
净利润	4683	5061	7242	8240	10260	资产负债率(%)	58%	54%	60%	49%	46%		
折旧摊销	25961.68	28715.46	0.00	3098.38	3103.98	流动比率	0.82	0.86	0.80	0.98	1.12		
财务费用	1254	1467	1305	1788	1514	速动比率	0.48	0.41	0.39	0.42	0.47		
应收账款减少	0	0	-470	-45	-279	营运能力							
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	1.05	1.15	1.26	1.29	1.42		
投资活动现金流	-13640	-14103	-5694	2471	-1590	应收账款周转率	92	139	146	134	137		
公允价值变动收益	-136	-60	-98	0	0	应付账款周转率	24.21	30.51	38.99	43.32	49.55		
长期股权投资减少	0	0	111	-56	0	每股指标(元)							
投资收益	1061	34	0	0	0	每股收益(最新摊)	0.18	0.18	0.26	0.30	0.38		
筹资活动现金流	7655	-326	-5132	-14400	-11456	每股净现金流(最)	0.18	-0.15	0.26	-0.07	0.12		
应付债券增加	0	0	799	-399	200	每股净资产(最新)	1.76	2.02	3.02	3.35	3.77		
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率							
普通股增加	20728	2346	0	0	0	P/E	37.22	37.22	25.92	22.64	17.80		
资本公积增加	-15	7596	0	0	0	P/B	3.81	3.32	2.22	2.00	1.78		
现金净增加额	4248	-3763	6690	-1737	2952	EV/EBITDA	5.73	5.61	11.59	12.21	10.62		

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

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。曾担任圆信永丰东兴资产管理计划投资经理 (CTA), 东兴期货投资咨询部总经理。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大赛三等奖, 中金所股指期货做市商大赛入围奖。曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报特约撰稿人, 上海期货交易所注册期权讲师, 中国金融期货交易所注册期权讲师。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。