

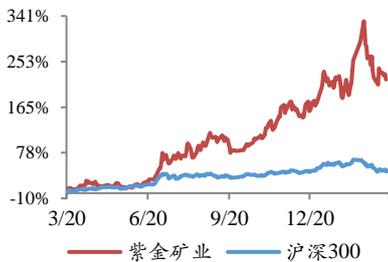
## 矿业龙头量价齐升，“紫金模式”助力业绩继续增长

**投资评级：买入（维持）**

报告日期：2021-03-22

收盘价(元)	10.66
近12个月最高/最低(元)	14.63/3.40
总股本(百万股)	25,473
流通股本(百万股)	19,640
流通股比例(%)	77.10
总市值(亿元)	2,759
流通市值(亿元)	2,127

### 公司价格与沪深300走势比较



### 分析师：石林

执业证书号：S0010520060001

电话：15652540369

邮箱：shilin@hazq.com

### 联系人：许勇其

执业证书号：S0010120070052

电话：18019001956

邮箱：xuqy@hazq.com

### 联系人：翁嘉敏

执业证书号：S0010120070014

电话：13777083119

邮箱：wengjm@hazq.com

### 相关报告

1. 三季度业绩超预期增长，海外矿山项目进展顺利 2020-10-21

2. 海外千亿级矿山放量，行业龙头地位凸显 2020-09-25

### 主要观点：

#### ● 公司事件

公司发布2020年年报，全年实现营收1715.01亿元，同比增长26.01%，实现归母净利润65.09亿元，同比增长51.93%，扣非后归母净利润63.22亿元，同比增长58.18%，EPS0.25元/股，同比增长38.89%。与公司此前公布的业绩预告相符。

#### ● 公司业绩大增主要受益于①铜量价齐升以及②黄金全年均价大幅抬升。

铜和黄金业务是依旧公司的主要业绩贡献板块，2020年毛利占比分别达34.40%及39.01%，其中：铜矿业务方面，公司全年产铜102.9万吨，同比大增18.12%，其中矿产铜45.3万吨，同比增长22.60%。2020年矿产铜销售单价约3.7万元/吨，同比增5.35%，量价齐升，贡献报告期主要业绩增量。在黄金矿业务方面，金价强势上涨为驱动业绩增长的核心因素，国际金价全年平均为1769.64美元/盎司，同比大增26.77%，公司矿产金销售单价由19年300元/克提升至365元/克，同比增22.97%；公司矿产金产量基本维持不变，略微下降0.79%。

#### ● “紫金模式”助推公司优质铜金产能加速释放。

高效率、低成本和高效益的“紫金模式”赋能企业成长。在矿山运营方面，公司目前拥有超过30家高增长主力在产矿业项目和超大型、高潜力在建矿业增量项目。**1) 海外铜金矿山方面：**刚果（金）卡莫阿铜矿以及塞尔维亚佩吉铜金矿等世界级超大型高品位铜矿预计将在2021年6月建成投产，其中卡莫阿铜矿预计年产铜实现40万吨、佩吉铜金矿投产后预计年均产铜及金分别达到9.14万吨和2.5万吨，产量峰值预计可达到13.5万吨及6.1万吨；**2) 国内铜矿方面：**中国最大的斑岩型铜矿驱龙铜矿一期预计于2021年建成投产，达产后预计年均产铜约16万吨。

#### ● 公司五年规划及2030年发展目标彰显公司高质量发展的决心。

据公司产量指标规划情况，公司2021年将分别实现53-56吨矿产金以及54-58万吨矿产铜，根据我们的测算，2021年及2022年分别将引来铜和黄金的集中释放期。公司2021-2023年将实现权益矿产金产量49万吨、61万吨和68万吨（同比+38.28%、25.47%、10.15%）；实现权益矿产铜产量45万吨、58万吨和59万吨（同比+33.38%、39.90%、1.18%）。倘若波格拉金矿纠纷案超预期解决，并且国内驱龙铜矿今年能超预期建成并投产，我们认为产量指标规划均有望实现突破。

#### ● 投资建议

受海外经济复苏以及通胀预期等多因素的影响，铜、金价格重心继续维

持高位。公司矿产资源储量丰富并且“紫金模式”提升企业经营效率，我们上调盈利预测，预计 2021-2023 年公司营收分别为 1855.63 / 2004.10 / 2059.28 亿元，同比增速分别为 8.2%/8.0%/2.8%；对应归母净利润分别为 112.48/169.42/199.06 亿元，同比增速分别为 72.8%/50.6%/17.5%，当前股价对应 PE 分别为 24X/16X/14X，维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

公司重要在建矿山项目投产不及预期；铜金价格大幅下跌；人民币汇率波动等。

#### ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	171501	185563	200410	205928
收入同比 (%)	26.0%	8.2%	8.0%	2.8%
归属母公司净利润	6509	11248	16942	19906
净利润同比 (%)	51.9%	72.8%	50.6%	17.5%
毛利率 (%)	11.9%	16.3%	19.6%	21.2%
ROE (%)	11.5%	16.5%	19.8%	18.7%
每股收益 (元)	0.26	0.44	0.67	0.78
P/E	36.36	24.14	16.03	13.64
P/B	4.19	3.98	3.17	2.56
EV/EBITDA	4.19	3.68	2.87	2.60

资料来源: wind, 华安证券研究所

## 图表目录

图表 1 公司五年（2+3）规划和 2030 年发展目标，2030 年全面建成高技术效益型特大国际矿业集团.....	4
图表 2 公司主要矿产品产量指标规划.....	4
图表 3 公司矿产金产量情况.....	5
图表 4 公司矿产铜产量情况.....	5

图表 1 公司五年 (2+3) 规划和 2030 年发展目标, 2030 年全面建成高技术效益型特大国际矿业集团

	第一阶段 2021-2022	第二阶段 2023-2025	第三阶段 2025-2030
运营管理体系	初步建成全球化运营管理体系, 流程化组织和信息平台建设初见成效	基本建成全球化运营管理体系, 基本解决国际化人才紧缺问题	建成先进的全球运营管理体系, 形成全球竞争力和比较竞争优势
项目并购	新项目并购和地址勘探取得进展	加大地质勘探力度, 关注中大型金铜生产性矿业公司并购机会	
矿山建设	主要黄金矿山通过技改扩能产量大幅增加、部分世界级铜金矿床建成投产	继续全面发开已有矿产资源	
综合实力	主要矿产品产量和主要经济指标跨越增长, 经济实力和公司规模显著提升	主要经济指标及效益迈上新台阶, 基本达到全球一流金属矿业公司水平	主要经济指标接近或基本达到全球一流矿业公司水平 (全球前3-5位)
其他	争取多个地下斑岩铜矿自然崩落法采矿项目开工建设		全面建成高技术效益型特大国际矿业集团, 公司进入全新阶段

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 2 公司主要矿产品产量指标规划

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2025E	年复合增长率
矿产金 (吨)	37.48	36.5	40.83	40.5	53-56	67-72	80-90	6.3%-9.8%
矿产铜 (万吨)	20.8	24.86	36.99	45.3	54-58	80-85	100-110	21.9%~26.0%
矿产锌 (万吨)	27	27.8	37.41	37.8	45-58	47-50	—	0.9%~4.3%
矿产银 (吨)	238	221	263	299	350-380	290-330	—	/
铁精矿 (万吨)	243	297	353	387	240-300	270-310	—	/

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

**图表 3 公司矿产金产量情况**

矿山	直接控制公司	权益占比	所在地	可控年产量 (吨)					权益产量 (吨)				
				2019	2020	2021E	2022E	2023E	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
Aurora金矿	圭亚那金田	100%	南美洲	-	-	4.00	4.00	6.00	-	1.33	4.00	4.00	6.00
武里蒂卡金矿	大陆黄金	69%	哥伦比亚	-	2.20	9.10	9.10	9.10	-	1.52	6.30	6.30	6.30
塞尔维亚佩吉铜金矿上带矿	紫金矿业	100%	塞尔维亚波尔市	-	-	1.25	2.50	2.50	-	-	1.25	2.50	2.50
塞尔维亚紫金铜业	紫金矿业	63%	塞尔维亚波尔市	-	1.55	1.55	1.55	1.55	-	0.98	0.98	0.98	0.98
吉劳、塔罗金矿	中塔泽拉夫尚	70%	塔吉克斯坦	5.72	6.29	6.00	6.00	6.00	4.00	4.40	4.20	4.20	4.20
左岸金矿	吉尔吉斯斯坦奥同克公司	60%	吉尔吉斯共和国	3.78	4.20	4.00	4.00	4.00	2.27	2.52	2.40	2.40	2.40
波格拉金矿	紫金矿业/巴里克	48%	新几内亚	8.83	2.68	2.68	2.68	2.68	8.83	2.68	2.68	2.68	2.68
帕丁顿金矿	诺顿金田	100%	澳大利亚	5.75	5.77	5.77	7.00	7.00	5.75	5.77	5.77	7.00	7.00
Timok上带矿	紫金矿业	100%	塞尔维亚	-	-	2.46	7.00	7.00	-	-	2.46	7.00	7.00
Timok下带矿	紫金矿业	100%	塞尔维亚	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
曙光金铜矿	珲春紫金矿业	100%	吉林	3.14	2.74	2.74	2.74	2.74	3.14	2.74	2.74	2.74	2.74
李坝金矿	甘肃陇南紫金	84%	甘肃	0.00	-	4.50	9.00	9.00	0.00	-	3.79	7.58	7.58
上宫金矿	洛阳坤宇	70%	河南	1.90	2.03	2.03	2.03	4.50	1.33	1.42	1.42	1.42	3.15
陆院沟金矿	洛宁华泰	70%	河南	0.77	0.00	0.00	0.00	0.00	0.54	0.00	0.00	0.00	0.00
水银洞金矿	贵州紫金	56%	贵州	2.04	2.20	2.20	2.20	3.50	1.14	1.23	1.23	1.23	1.96
义联/义兴寨金矿	山西紫金	100%	山西	1.34	1.46	1.46	3.12	4.90	1.34	1.46	1.46	3.12	4.90
紫金山金铜矿	福建紫金山金铜矿	100%	福建	2.25	2.08	1.00	1.00	1.00	2.25	2.08	1.00	1.00	1.00
多宝山铜矿	黑龙江多宝山铜业	100%	黑龙江	1.38	1.94	1.94	1.94	1.94	1.38	1.94	1.94	1.94	1.94
内蒙古金中	内蒙古金中矿业公司	100%	内蒙古	1.50	1.12	1.12	1.12	1.12	1.50	1.12	1.12	1.12	1.12
集团其他黄金企业合计				2.40	4.23	4.23	4.23	4.23	2.40	4.23	4.23	4.23	4.23
<b>总计</b>				<b>40.80</b>	<b>40.47</b>	<b>58.02</b>	<b>71.20</b>	<b>78.75</b>	<b>35.87</b>	<b>35.41</b>	<b>48.96</b>	<b>61.43</b>	<b>67.67</b>

资料来源：公司公告，华安证券研究所

**图表 4 公司矿产铜产量情况**

矿山	直接控制公司	权益占比	所在地	年可控产量 (万吨)					权益产量 (万吨)				
				2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
塞尔维亚佩吉铜金矿上带矿	紫金矿业	63%	塞尔维亚波尔市	0.00	0.00	4.57	8.00	13.50	0.00	0.00	2.88	5.04	8.51
波尔铜矿 (RTB)	塞尔维亚紫金铜业	63%	塞尔维亚	4.36	5.22	8.20	9.50	10.80	2.74	3.29	5.17	5.99	6.80
Timok上带矿	紫金矿业	100%	塞尔维亚	-	-	3.98	7.96	7.96	-	-	3.98	7.96	7.96
Timok下带矿	紫金矿业	100%	塞尔维亚	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
卡莫阿铜矿	卡莫阿控股公司	45%	刚果(金)	-	-	8.44	9.61	10.00	-	-	3.80	4.33	4.50
科卢伟齐矿山	穆索诺伊矿业	72%	刚果(金)	8.43	11.43	10.00	10.00	10.00	6.07	8.23	7.20	7.20	7.20
多宝山铜矿	黑龙江多宝山铜业	100%	黑龙江	7.11	10.05	9.00	9.00	9.00	7.11	10.05	9.00	9.00	9.00
阿舍勒铜矿	新疆哈密阿舍勒铜业	51%	新疆	4.36	4.50	4.50	4.50	4.50	2.22	2.30	2.30	2.30	2.30
德尔尼铜矿	青海威斯特铜业	100%	青海	0.46	0.00	0.46	0.46	0.46	0.46	0.00	0.46	0.46	0.46
驱龙铜多金属矿、荣木错拉铜矿、知不拉铜多金属矿	巨龙铜业-西藏紫金	50%	西藏	-	-	-	16.50	16.50	-	-	-	8.27	8.27
紫金山金铜矿	福建紫金	100%	福建	7.77	8.11	8.00	8.00	8.00	7.77	8.11	8.00	8.00	8.00
曙光金铜矿	珲春紫金矿业	100%	吉林	1.65	1.65	1.65	1.65	1.65	1.65	1.65	1.65	1.65	1.65
碧沙铜锌矿	碧沙矿业	55%		1.60	2.17	2.17	2.17	2.17	0.88	1.19	1.19	1.19	1.19
其他矿山合计		100%		1.25	2.42	2.00	1.50	1.50	1.25	2.42	2.00	1.50	1.50
<b>总计</b>				<b>36.99</b>	<b>45.56</b>	<b>58.40</b>	<b>88.86</b>	<b>96.04</b>	<b>30.16</b>	<b>37.24</b>	<b>44.75</b>	<b>57.84</b>	<b>58.83</b>

资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 风险提示：

公司重要在建矿山项目投产不及预期；铜金价格大幅下跌；人民币汇率波动等。

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	39262	12074	13061	14171	<b>营业收入</b>	171501	185563	200410	205928
现金	11955	-17142	-16692	-15854	营业成本	151071	155339	161113	162346
应收账款	1141	1341	1401	1444	营业税金及附加	2499	2670	2875	2965
其他应收款	1195	1469	1479	1542	销售费用	428	751	713	730
预付账款	1410	1690	1672	1684	管理费用	3846	4622	4899	4997
存货	18064	19220	19704	19858	财务费用	1784	2515	1927	1022
其他流动资产	5496	5496	5496	5496	资产减值损失	-357	-536	-488	-513
<b>非流动资产</b>	143051	166414	191289	218797	公允价值变动收益	-342	714	238	351
长期投资	7100	7100	7100	7100	投资净收益	-522	43	-172	-177
固定资产	48546	51954	56479	61128	<b>营业利润</b>	11240	18251	27732	32575
无形资产	46760	60880	75825	91814	营业外收入	139	300	300	300
其他非流动资产	40645	46480	51886	58755	营业外支出	532	318	318	318
<b>资产总计</b>	182313	178488	204350	232968	<b>利润总额</b>	10846	18233	27714	32557
<b>流动负债</b>	47036	26957	28210	29298	所得税	2388	4392	6639	7709
短期借款	20719	0	0	0	<b>净利润</b>	8458	13841	21075	24849
应付账款	5543	6000	6058	6135	少数股东损益	1949	2594	4133	4943
其他流动负债	20774	20956	22152	23163	<b>归属母公司净利润</b>	6509	11248	16942	19906
<b>非流动负债</b>	60681	62685	65694	67727	EBITDA	20451	27068	35634	39702
长期借款	29083	30084	30960	31736	EPS (元)	0.26	0.44	0.67	0.78
其他非流动负债	31598	32601	34734	35991					
<b>负债合计</b>	107717	89642	93904	97025					
少数股东权益	18058	20651	24784	29727					
股本	2538	2538	2538	2538					
资本公积	18610	18610	18610	18610					
留存收益	35391	47047	64514	85068					
归属母公司股东权益	56539	68195	85661	106216					
<b>负债和股东权益</b>	182313	178488	204350	232968					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	14139	20335	29016	32983
净利润	6509	11248	16942	19906
折旧摊销	7376	5500	5500	5501
财务费用	1870	1593	1461	1537
投资损失	-331	-43	172	177
营运资金变动	-2842	-1804	75	53
其他经营现金流	10909	16891	21733	25663
<b>投资活动现金流</b>	-29174	-29659	-30755	-33404
资本支出	-13786	-28314	-30757	-32187
长期投资	-13154	-551	536	-454
其他投资现金流	-2234	-794	-534	-763
<b>筹资活动现金流</b>	20928	-19773	2190	1259
短期借款	6278	-20719	0	0
长期借款	15257	1001	876	776
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-80	0	0	0
其他筹资现金流	-526	-55	1314	483
<b>现金净增加额</b>	5701	-29097	450	838

主要财务比率				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>				
营业收入	26.0%	8.2%	8.0%	2.8%
营业利润	55.2%	62.4%	51.9%	17.5%
归属于母公司净利	51.9%	72.8%	50.6%	17.5%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	11.9%	16.3%	19.6%	21.2%
净利率 (%)	3.8%	6.1%	8.5%	9.7%
ROE (%)	11.5%	16.5%	19.8%	18.7%
ROIC (%)	6.9%	11.4%	13.6%	13.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	59.1%	50.2%	46.0%	41.6%
净负债比率 (%)	144.4%	100.9%	85.0%	71.4%
流动比率	0.83	0.45	0.46	0.48
速动比率	0.42	-0.33	-0.29	-0.25
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.94	1.04	0.98	0.88
应收账款周转率	150.25	138.35	143.09	142.59
应付账款周转率	27.25	25.89	26.60	26.46
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.26	0.44	0.67	0.78
每股经营现金流薄)	0.56	0.80	1.14	1.29
每股净资产	2.22	2.68	3.36	4.17
<b>估值比率</b>				
P/E	36.36	24.14	16.03	13.64
P/B	4.19	3.98	3.17	2.56
EV/EBITDA	4.19	3.68	2.87	2.60

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。