

紫金矿业（601899）：资源优势已向效益优势转变，国际化战略提升公司市值空间

——紫金矿业（601899）2020年报点评

2021年03月24日

推荐/维持

紫金矿业

公司报告

投资要点：

- **事件：**公司发布2020年度报告。公司2020实现营业收入1715亿元，同比增长26%；实现归母净利润65.1亿元，同比增长51.9%；归母扣非净利润63.2亿元，同比增58.2%；基本每股收益+38.9%至0.25元。
- **持续性创新发展是公司作为矿业企业最核心的竞争力。**公司持续在管理、技术及运营中创新发展，公司所有权与经营权有效分离，经营机制及决策效率具有明显市场化优势。公司在矿山勘探设计、建设运营及管理方面已形成独特的紫金模式，矿业项目从信息技术的产学研到工程端的设计实施已达到高度融合，“矿石流五环归一”管理模式从勘探至选冶及环保形成高效率及高效益的统筹控制，这些均有助于公司自主勘探有远景增储能力的矿业项目（提升公司价值弹性），以及有助于公司矿业项目的低成本高效率运营（提升公司业绩弹性）。
- **公司卓越的资源优势具有增长性：**公司是中国拥有矿产资源量最多的企业，亦是国内黄金资源储量及铜资源储量最大的上市集团。公司拥有291个探矿权及236个采矿权，拥有黄金金属储量2334吨（同比+23.7%占全国储量16.5%），铜金属储量6206万吨（+8.4%占全国储量52.6%）及1033万吨锌（+20.7%占全国储量5.1%）及其他金属。公司拥有13座国家级绿色矿山，4家国家级绿色工厂及19家权属企业通过ISO14001环境认证，并将ESG体系全面纳入企业生产运营（环保绿色生产运营）。此外，公司的矿储资源具有持续增长性。考虑到公司自主勘探累计新增铜近2800万吨、金1207吨及铅锌811万吨，我们认为公司勘探方面的技术优势将保障公司矿产资源有效增长，这对提升公司已有矿产价值将起到积极作用。
- **公司已成长为国内最大的矿产金、铜及锌生产企业，冶炼产能亦持续释放：**公司2020年金、铜、锌及银业务产量持续增长，各+4.6%/+18.1%/-6.9%/+38.6%；其中矿产品：金/铜/锌产量分别达40.5吨/45.3万吨/34.2万吨，分别占全国总产量的13.4%/27.1%/12.4%。此外，公司冶炼产能处于持续增长阶段，当前公司总冶炼产能约73万吨，预计至2023年前后公司总冶炼产能有望提升34%至98万吨。
- **公司资源优势已向效益优势有效转变：**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，低成本的矿产资源叠加有效的项目优化令公司整体生产成本竞争力凸显，带动公司效益优势出现持续性释放。公司2020年整体矿产毛利增5.08pct至47.7%，其中矿产金、矿产铜及矿产银毛利分别增9.6pct、1.01pct及11.5pct至51.4%、46.6%及54.2%；考虑到公司矿产金/铜及锌采选品位在2021年的提升，我们认为公司整体毛利水平有望持续改善，公司综合毛利率或有望由11.9%增至14.4%。
- **公司5年规划及2030年发展目标将加速公司规模扩张：**高技术效益型的特大国际化矿业集团是公司十年发展的最终目标，其中矿产品产量的跨越式增长是公司最重要的核心目标之一。我们通过拆分梳理公司各矿山的产出规划，发现至2023年（公司十年规划第二阶段），公司矿产金及矿产铜增量或分别达到80%及96%，折合权益现金流增量贡献约450亿元。从公司矿产金板块观察，随着2021年武里蒂卡金矿的技改扩建完成（年权益矿产金6.3吨）、圭亚那技改及流程优化完成（年矿产金约4吨）、陇南紫金李坝金矿1万吨/日采选完成（年贡献矿产金4.5吨）、山西紫金6000吨/日改扩建工程达产（年矿产金约3.5吨）、诺顿150万吨/年帕丁顿选厂改造完成（矿产金年产5.5吨）以及水银洞金矿等技改，我们预计公司**2023年后年矿产金产量或达到73吨，较2020年增长80%**；此外，从铜板块观察，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

公司简介：

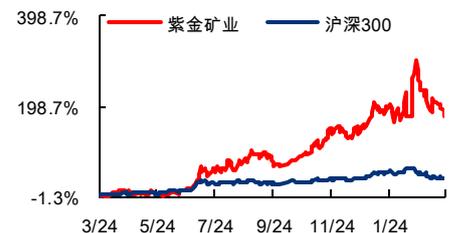
公司在2020年《福布斯》全球2000强黄金企业排第3位、中国企业500强有色金属矿企利润指标第1位，公司为首批纳入MSCI 234只大盘A股企业，亦纳入富时中国A50成份股。公司是中国矿业行业效益最好、控制金属资源储量和产量最多、最具竞争力的大型矿业公司之一。公司在全球12个国际及中国14个省（区）经营金、铜、锌等金属矿产资源的勘探、冶炼加工及销售。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

交易数据

| | |
|--------------|---------------------|
| 52周股价区间（元） | 14.63-3.4 |
| 总市值（亿元） | 2,715.45 |
| 流通市值（亿元） | 2,093.66 |
| 总股本/流通A股（万股） | 2,547,324/1,964,032 |
| 流通B股/H股（万股） | /573,694 |
| 52周日均换手率 | 1.57 |

52周股价走势图



资料来源：wind，东兴证券研究所

分析师：张天丰

021-25102914

zhang_tf@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520100001

分析师：胡道恒

021-25102923

hudh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519080001

分析师：张清清

021-25102904

zhangqq@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520080002

矿（均值约 9.14 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 89 万吨，较 2020 年增长 96%。**

- **可比性角度显示公司合理市值或为 4500 亿-6000 亿元。**从公司黄金业务观察，公司矿产金年产量当前对标山东黄金（远期年矿产金有 80% 增长空间），金金属储量约为山东黄金 1.6 倍，储量可对标巴里克黄金及纽蒙特（黄金储量分别为 6500 万盎司及 100.2 百万盎司），显示公司黄金板块的业务从产量及储量角度或至少为 2000-2500 亿元；从公司铜业务观察，公司矿产铜储量及产量全国第一，国内对标江西铜业（1380 万吨铜储量及 20 万吨年矿产铜产量），全球化铜储量对标 Freeport（铜储量 5260 万吨），考虑到公司矿产铜年产量仍有 96% 的增长空间，公司铜业务从产量及储量角度或至少为 1500-2000 亿元。此外，公司有铅锌、白银、铁矿以及钴等其他小金属业务，相关业务从储量及产量释放角度对比业内相关上市公司或至少为 500 亿元之上。综合公司相关业务板块，我们认为公司合理市值应为 4500 亿元（对应股价 17.65 元）；在流动性溢价持续发酵背景下，伴随金铜价格的进一步攀升，宏观周期与公司产能周期的再共振或推动公司市值有望达到 6000 亿元（对应股价 23.5 元）。
- **金价重心上的移，铜价高位运行：**考虑到黄金避险溢价、流动性溢价及汇率溢价的发酵及全球实物持仓 ETF 的趋势性扩张，人民币黄金均价或维持 400 元/克之上。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，铜供需持续紧平衡的状态有望引导铜价在 2023 年前维持高位运行。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2021-2023 年实现营业收入分别为 2183.5 亿元、2437.5 亿元、2790.3 亿元；归母净利润分别为 117.9 亿元、154.8 亿元和 196 亿元；EPS 分别为 0.46 元、0.61 元和 0.77 元，对应 PE 分别为 22.95、17.5 和 13.8。我们给予公司 2021 年第一目标价 17.65 元（对应 4500 亿市值），维持“推荐”评级。
- **风险提示：流动性大幅收缩风险，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低于预期风险，汇率波动风险及项目所在国非可抗力风险。**

财务指标预测

| 指标 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 136,097. | 171,501. | 218,351. | 243,746. | 279,030. |
| 增长率 (%) | 28.40% | 26.01% | 27.32% | 11.63% | 14.48% |
| 净利润(百万元) | 4,283.96 | 6,508.55 | 11,786.5 | 15,481.9 | 19,599.1 |
| 增长率 (%) | 4.65% | 51.93% | 81.09% | 31.35% | 26.59% |
| 净资产收益率 (%) | 8.37% | 11.51% | 13.91% | 15.45% | 16.45% |
| 每股收益(元) | 0.18 | 0.25 | 0.46 | 0.61 | 0.77 |
| PE | 59.22 | 42.64 | 22.95 | 17.47 | 13.80 |
| PB | 5.29 | 4.78 | 3.19 | 2.70 | 2.27 |

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 | | | | | 利润表 | | | | | | | | | |
|-----------------|----------|----------|--------|---------|-----------|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 单位: 百万元 | | | | | 单位: 百万元 | | | | | | | | | |
| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | | |
| 流动资产合计 | 28594 | 39262 | 51965 | 54747 | 64498 | 营业收入 | 136098 | 171501 | 218352 | 243746 | 279031 | | | |
| 货币资金 | 6225 | 11955 | 17516 | 19107 | 23678 | 营业成本 | 120583 | 151071 | 186925 | 203341 | 234110 | | | |
| 应收账款 | 944 | 1141 | 1484 | 1639 | 1887 | 营业税金及附加 | 1874 | 2499 | 3094 | 3503 | 3906 | | | |
| 其他应收款 | 881 | 1168 | 1487 | 1659 | 1900 | 营业费用 | 574 | 428 | 830 | 1584 | 1646 | | | |
| 预付款项 | 1323 | 1410 | 1389 | 1437 | 1451 | 管理费用 | 3689 | 3846 | 6114 | 8044 | 7813 | | | |
| 存货 | 14887 | 18064 | 25504 | 26029 | 30955 | 财务费用 | 1467 | 1784 | 2510 | 2402 | 2357 | | | |
| 其他流动资产 | 1352 | 1942 | 1436 | 1510 | 1371 | 资产减值损失 | -368.38 | -357.11 | 1500.00 | 1500.00 | 1500.00 | | | |
| 非流动资产合计 | 95237 | 143051 | 136822 | 129619 | 123373 | 公允价值变动收益 | -59.75 | 342.36 | 141.30 | 0.00 | 0.00 | | | |
| 长期股权投资 | 6924 | 7100 | 7095 | 7040 | 7078 | 投资净收益 | 34.41 | -522.07 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | |
| 固定资产 | 38625 | 48546 | 44729 | 40907 | 37080 | 营业利润 | 7242 | 11240 | 17078 | 22851 | 27063 | | | |
| 无形资产 | 24163 | 46760 | 43955 | 41317 | 38838 | 营业外收入 | 50.08 | 138.76 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | |
| 其他非流动资产 | 11444 | 15472 | 16133 | 15803 | 15968 | 营业外支出 | 317.88 | 532.47 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | | | |
| 资产总计 | 123831 | 182313 | 188786 | 184366 | 187871 | 利润总额 | 6974 | 10846 | 17078 | 22851 | 27063 | | | |
| 流动负债合计 | 33363 | 47036 | 47432 | 42409 | 44195 | 所得税 | 1913 | 2388 | 3928 | 5713 | 5954 | | | |
| 短期借款 | 14441 | 20719 | 18309 | 17823 | 18950 | 净利润 | 5061 | 8458 | 13150 | 17138 | 21109 | | | |
| 应付账款 | 4382 | 5543 | 4431 | 4785 | 4920 | 少数股东损益 | 777 | 1949 | 1363 | 1656 | 1510 | | | |
| 预收款项 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属母公司净利润 | 4284 | 6509 | 11787 | 15482 | 19599 | | | |
| 一年内到期的非流动负债 | 5769 | 7976 | 10220 | 7988 | 8728 | EBITDA | 37424 | 65282 | 26280 | 31782 | 35796 | | | |
| 非流动负债合计 | 33389 | 60681 | 42608 | 47338 | 49379 | EV/EBITDA | 8.29 | 5.09 | 9.51 | 9.80 | 8.66 | | | |
| 长期借款 | 13826 | 29083 | 16838 | 19916 | 21945 | 主要财务比率 | | | | | | | | |
| 应付债券 | 11966 | 16110 | 12765 | 14437 | 13601 | | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | | |
| 负债合计 | 66751 | 107717 | 90040 | 89747 | 93574 | 成长能力 | | | | | | | | |
| 少数股东权益 | 5894 | 18058 | 19421 | 21077 | 22587 | 营业收入增长 | 28.40% | 26.01% | 27.32% | 11.63% | 14.48% | | | |
| 资本公积 | 18690 | 18610 | 18610 | 18610 | 18610 | 营业利润增长 | 17.16% | 55.20% | 51.94% | 33.81% | 18.43% | | | |
| 未分配利润 | 24006 | 27748 | 36264 | 47434 | 61584 | 属于母公司净利润增 | 81.09% | 31.35% | 81.09% | 31.35% | 26.59% | | | |
| 属母公司股东权益合 | 51186 | 56539 | 84746 | 100185 | 119172 | 获利能力 | | | | | | | | |
| 负债和所有者权益 | 123831 | 182313 | 188786 | 184366 | 187871 | 毛利率(%) | 11.40% | 11.91% | 14.39% | 16.58% | 16.10% | | | |
| 现金流量表 | | | | | 总资产净利润(%) | | | | | 总资产净利 | 3.46% | 3.57% | 6.24% | 8.40% |
| 单位: 百万元 | | | | | ROE(%) | | | | | 8.37% | 11.51% | 13.91% | 15.45% | 16.45% |
| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 偿债能力 | | | | | | | | |
| 经营活动现金流 | 10666 | 14268 | 14880 | 24561 | 26601 | 资产负债率(%) | 54% | 59% | 48% | 49% | 50% | | | |
| 净利润 | 5061 | 8458 | 13150 | 17138 | 21109 | 流动比率 | 0.86 | 0.83 | 1.10 | 1.29 | 1.46 | | | |
| 折旧摊销 | 28715.46 | 52257.66 | 0.00 | 3892.05 | 3897.65 | 速动比率 | 0.41 | 0.45 | 0.56 | 0.68 | 0.76 | | | |
| 财务费用 | 1467 | 1784 | 2510 | 2402 | 2357 | 营运能力 | | | | | | | | |
| 应收账款减少 | 0 | 0 | -343 | -155 | -247 | 总资产周转率 | 1.15 | 1.12 | 1.18 | 1.31 | 1.50 | | | |
| 预收账款增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应收账款周转率 | 139 | 164 | 166 | 156 | 158 | | | |
| 投资活动现金流 | -14103 | -29174 | -1846 | -1211 | -1665 | 应付账款周转率 | 30.51 | 34.56 | 43.78 | 52.89 | 57.50 | | | |
| 公允价值变动收益 | -60 | 342 | 141 | 0 | 0 | 每股指标(元) | | | | | | | | |
| 长期股权投资减少 | 0 | 0 | 2 | 55 | -37 | 每股收益(最新摊薄) | 0.18 | 0.25 | 0.46 | 0.61 | 0.77 | | | |
| 投资收益 | 34 | -522 | 0 | 0 | 0 | 股净现金流(最新摊) | -0.15 | 0.24 | 0.22 | 0.06 | 0.18 | | | |
| 筹资活动现金流 | -326 | 20928 | -7472 | -21760 | -20365 | 股净资产(最新摊薄) | 2.02 | 2.23 | 3.34 | 3.95 | 4.70 | | | |
| 应付债券增加 | 0 | 0 | -3345 | 1672 | -836 | 估值比率 | | | | | | | | |
| 长期借款增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | P/E | 59.22 | 42.64 | 22.95 | 17.47 | 13.80 | | | |
| 普通股增加 | 23074 | 0 | 0 | 0 | 0 | P/B | 5.29 | 4.78 | 3.19 | 2.70 | 2.27 | | | |
| 资本公积增加 | 7596 | -80 | 0 | 0 | 0 | EV/EBITDA | 8.29 | 5.09 | 9.51 | 9.80 | 8.66 | | | |
| 现金净增加额 | -3763 | 6022 | 5561 | 1590 | 4571 | | | | | | | | | |

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张天丰

金属与金属新材料行业首席分析师。英国布里斯托大学金融与投资学硕士。11 年金融衍生品研究、投资及团队管理经验。曾担任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, 中金所股指期货期权做市商大赛入围奖。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。

胡道恒

有色金属行业分析师, 清华大学材料科学与工程硕士, 北京科技大学材料学学士。拥有 1 年 PE 机构及 4 年证券从业经历, 曾任东兴证券做市业务部高级投资经理; 2019 年 7 月加入东兴证券研究所。

张清清

钢铁行业分析师, 北京航空航天大学工学博士, 在金属及金属新材料领域发表十多篇学术论文, 其中包含第一作者发表的 SCI 论文 5 篇 (累计 IF>10); 2015-2018 年在宝钢从事研究工作, 期间主持或参与多项新产品开发项目并应用于重点工程; 2018 年 5 月加盟东兴证券。

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。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526