

# 紫金矿业(601899.SH/02899.HK)

## 中报业绩预告超预期

(注: 下文如无特殊说明, 货币单位均为人民币)

### 核心观点:

- **中报归母净利 62-66 亿元, 超预期。**据公司业绩预告, 公司上半年实现归母净利 62-66 亿元, 同增 156-173%; 二季度实现归母净利 37-41 亿元, 业绩超我们预期。盈利大幅提升主要是受益于矿产金、铜、锌等产量同比上升, 以及铜、锌等金属价格同比大幅上涨。
- **Kamoa 和 Timok 项目进展符合预期。**上半年, 卡莫阿-卡库拉(Kamoa-Kakula)铜矿项目一期工程第一序列年处理 380 万吨矿石选厂提前投产, 预计 21 年矿产铜产量 8-9.5 万吨, 达产后预计年产铜金属约 20 万吨; 一期工程第二序列预计于 22 年第三季度建成投产, 一期工程满产后矿产铜产量约 40 万吨/年。塞尔维亚 Timok 铜金矿上部矿带采选项目设计年处理矿石 330 万吨, 投产后预计年均产铜 9.1 万吨, 产金 2.5 吨, 目前正全力推进试生产运行以及工程扫尾、绿化等工作, 计划于今年 9 月之前完成试生产阶段所有工作。Kamoa 和 Timok 项目均为公司铜板块重点项目, 项目进展符合预期。
- **给予公司“买入”评级。**预计公司 21-23 年 EPS 分别为 0.58/0.98/1.08 元/股, 对应最新收盘价的 PE 分别为 17/10/9 倍。考虑到公司的龙头地位和产量持续快速增长的情况, 参考可比公司 PE 估值, 我们认为给予公司 21 年 30 倍的 PE 估值较为合理, 对应公司 A 股合理价值 17.40 元/股, 参考当前 AH 溢价比例, H 股合理价值为 18.56 港币/股, 给予公司 AH 股“买入”评级。
- **风险提示。**疫情的发展给金属价格带来较大的不确定性; 在建项目投产进度的不确定性; 海外矿山可能面临所在国政治和军事风险。

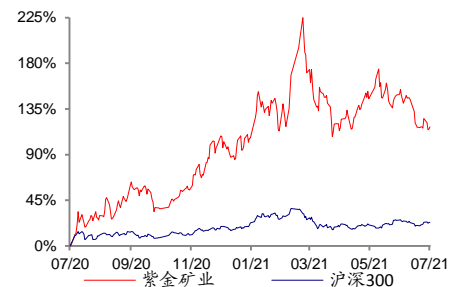
### 盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	136,098	171,501	202,923	231,627	237,013
增长率(%)	28.4	26.0	18.3	14.1	2.3
EBITDA(百万元)	14,754	20,581	33,971	48,057	51,769
归母净利润(百万元)	4,284	6,509	15,200	25,746	28,563
增长率(%)	4.6	51.9	133.5	69.4	10.9
EPS(元/股)	0.17	0.26	0.58	0.98	1.08
市盈率(P/E)	27.19	36.22	16.96	10.01	9.02
ROE(%)	8.4	11.5	19.5	24.9	21.6
EV/EBITDA	10.61	14.47	8.83	5.65	4.61

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	9.79 元/10.44 港元
合理价值	17.40 元/18.56 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2021-07-02

### 相对市场表现



### 分析师:

巨国贤



SAC 执证号: S0260512050006

SFC CE No. BNW287



0755-23608197



juguoxian@gf.com.cn

### 分析师:

宫帅



SAC 执证号: S0260518070003

SFC CE No. BOB672



010-59136660



gongshuai@gf.com.cn

### 分析师:

李超



SAC 执证号: S0260521060001



021-38003592



shlichao@gf.com.cn

请注意, 李超并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究:

紫金矿业 2021-04-18

(601899.SH/02899.HK):Q1

产量符合预期, 成本有望继续下降

(注: 下文如无特殊说明, 货币单位均为人民币)

**表1: 关键假设信息-价格假设**

价格假设	2019	2020	2021E	2022E	2023E
矿产金(元/克)	297	365	358	377	377
矿产铜(元/吨)	35,420	37,316	50,755	52,881	52,969
矿产锌(元/吨)	10,447	9,621	10,973	10,973	10,973
矿产银(元/克)	2.48	3.17	3.63	3.63	3.66
铁精矿(元/吨)	619	624	619	619	619
冶炼金(元/克)	310	387	380	400	400
冶炼铜(元/吨)	41,700	42,984	60,177	61,947	61,947
冶炼锌(元/吨)	17,665	16,295	18,584	18,584	18,584

数据来源: 公司年报、Wind、广发证券发展研究中心

说明: 以上产品价格均不含增值税; 矿产铜的数据口径包含公司披露的矿山产阴极铜、矿山产电解铜和矿山产铜精矿, 价格采用加权平均法计算得出。

**表2: 关键假设信息-成本假设**

成本假设	2019	2020	2021E	2022E	2023E
矿产金(元/克)	173	177	175	170	170
矿产铜(元/吨)	20,749	20,095	19,500	19,200	19,000
矿产锌(元/吨)	6,478	6,570	6,570	6,570	6,570
矿产银(元/克)	1.42	1.45	1.45	1.45	1.45
铁精矿(元/吨)	192	175	175	175	175
冶炼金(元/克)	309	385	378	398	398
冶炼铜(元/吨)	40,356	41,360	51,239	51,239	51,239
冶炼锌(元/吨)	16,052	14,655	16,372	16,372	16,372

数据来源: 公司年报、Wind、广发证券发展研究中心

**表3: 关键假设信息-销量假设**

销量假设	2019	2020	2021E	2022E	2023E
矿产金(千克)	39,199	38,213	53,365	67,960	73,850
矿产铜(吨)	371,074	449,943	550,225	827,744	886,019
矿产锌(吨)	372,233	347,604	388,307	388,307	388,307
矿产银(千克)	265,196	286,943	278,700	278,700	278,700
铁精矿(吨)	2,996,300	3,048,000	3,000,000	2,500,000	2,500,000
冶炼金(千克)	260,446	274,317	280,000	280,000	280,000
冶炼铜(吨)	501,167	576,367	600,000	600,000	600,000
冶炼锌(吨)	228,622	218,133	320,000	320,000	320,000

数据来源: 公司年报、Wind、广发证券发展研究中心

**表4: 紫金矿业主要铜矿产量假设 (单位: 吨)**

矿山	权益	2019	2020	2021E	2022E	2023E
刚果(金)科卢韦齐铜矿	72%	84,286	114,265	112,597	112,597	112,597
多宝山铜矿	100%	71,107	100,506	103,478	103,478	103,478
紫金山铜矿	100%	77,715	81,103	82,144	82,144	82,144
阿舍勒铜矿	51%	43,611	45,003	44,897	44,897	44,897
卡莫阿铜矿	39.6%	-	-	22,854	76,181	76,181
Nevsun Timok 铜金矿	100%	-	-	56,525	136,800	141,075
驱龙铜矿	50.1%	-	2,309	19,238	131,085	185,085
塞尔维亚波尔铜矿	63%	43,550	52,207	55,500	87,570	87,570
Nevsun Bisha 铜锌矿	55%	17,640	21,024	18,900	18,900	18,900
珲春紫金曙光金铜矿	100%	16,525	14,405	14,850	14,850	14,850
矿产铜合计		369,857	453,447	550,225	827,744	886,019

数据来源: 公司年报、公司资产收购公告、广发证券发展研究中心

说明: 卡莫阿铜矿为权益产量; 矿产铜产量的数据口径包含公司披露的矿山产阴极铜、矿山产电解铜和矿山产铜精矿。

**表5: 紫金矿业主要金矿产量假设 (单位: 千克)**

矿山	权益	2019	2020	2021E	2022E	2023E
巴新波格拉金矿(新几内亚)	47.5%	8,827	2,675	-	-	-
澳洲诺顿金田帕丁顿金矿	100%	5,748	5,773	6,569	11,351	14,726
大陆黄金武里蒂卡金矿	69.28%	-	2,201	7,910	9,040	9,040
Nevsun Timok 铜金矿	100%	-	-	3,230	5,472	6,270
泽拉夫尚吉劳、塔罗金矿	70%	5,723	6,289	6,191	6,191	6,191
陇南紫金	100%	-	915	3,240	5,346	5,346
山西紫金义兴寨金矿	100%	-	1,455	1,261	2,979	4,696
塞尔维亚 RTB bor	63%	-	1,550	1,536	4,540	4,540
圭亚那金田奥罗拉金矿	100%	3,872	864	4,320	4,320	4,320
奥同克左岸金矿	60%	3,776	4,198	4,269	4,269	4,269
珲春紫金(曙光金铜矿)	100%	3,138	2,744	3,205	3,205	3,205
贵州紫金水银洞金矿	56%	2,040	2,201	2,637	2,637	2,637
矿产金合计		40,831	40,509	53,365	67,960	73,850

数据来源: 公司年报、公司资产收购公告、广发证券发展研究中心

**表6: 紫金矿业主要锌矿产量假设 (单位: 吨)**

矿山	权益	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Nevsun Bisha 锌矿	55%	121,260	121,930	116,640	116,640	116,640
图瓦克兹尔-塔什特克多金属矿	70%	74,995	49,081	70,470	70,470	70,470
新疆紫金锌业乌拉根铅锌矿	100%	90,049	110,121	124,625	124,625	124,625
乌拉特后旗紫金铅锌矿	95%	75,335	47,662	66,300	66,300	66,300
锌矿产量合计		376,721	342,131	388,307	388,307	388,307

数据来源: 公司年报、公司资产收购公告、广发证券发展研究中心

**表7: 紫金矿业可比公司PE估值情况可比 (市值统计截止2021.07.01收盘)**

公司名称	公司代码	业务类型	股价 (元/股)	EPS (元/股)			PE估值水平		
				2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
山东黄金	600547.SH	黄金	19.40	0.52	0.58	0.68	37	34	29
中金黄金	600489.SH	黄金	8.70	0.34	0.52	0.62	26	17	14
江西铜业	600362.SH	铜	21.95	0.67	0.92	1.03	33	24	21
云南铜业	000878.SZ	铜	12.56	0.22	0.52	0.57	56	24	22
驰宏锌锗	600497.SH	铅锌	4.23	0.09	0.25	0.29	37	17	15
中金岭南	000060.SZ	铅锌	4.42	0.28	0.27	0.32	20	16	14

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 以上可比公司的盈利预测来自 Wind 一致预测。

**风险提示:**

1. 在建矿山项目进度的不确定性。
2. 疫情发展的不确定性或造成金属价格的大幅波动。
3. 公司部分海外矿山所在国政治、军事局面并不稳定, 存在受政局变化和军事行动影响的风险。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>28,594</b>	<b>39,262</b>	<b>56,958</b>	<b>79,773</b>	<b>102,928</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>10,666</b>	<b>14,268</b>	<b>29,036</b>	<b>40,576</b>	<b>44,389</b>
货币资金	6,225	11,955	26,879	47,513	70,344	净利润	5,061	8,458	17,618	28,724	32,042
应收及预付	2,267	2,552	2,930	3,251	3,305	折旧摊销	5,853	7,506	9,006	9,506	10,006
存货	14,887	18,064	20,239	21,899	22,132	营运资金变动	-2,376	-2,842	-695	-639	-264
其他流动资产	5,215	6,691	6,910	7,110	7,148	其它	2,127	1,147	3,106	2,984	2,605
<b>非流动资产</b>	<b>95,237</b>	<b>143,051</b>	<b>146,229</b>	<b>145,890</b>	<b>145,037</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-14,103</b>	<b>-29,174</b>	<b>-12,582</b>	<b>-9,552</b>	<b>-9,546</b>
长期股权投资	6,924	7,100	7,100	7,100	7,100	资本支出	-11,687	-13,786	-12,785	-9,783	-9,783
固定资产	38,625	48,546	49,430	47,798	46,651	投资变动	-1,768	-13,154	0	0	0
在建工程	5,877	15,236	18,236	20,236	21,236	其他	-648	-2,234	203	232	237
无形资产	24,163	46,760	46,060	45,360	44,660	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-326</b>	<b>20,928</b>	<b>-1,530</b>	<b>-10,390</b>	<b>-12,012</b>
其他长期资产	19,648	25,409	25,403	25,396	25,390	银行借款	12,452	38,074	-3,000	-5,000	-5,000
<b>资产总计</b>	<b>123,831</b>	<b>182,313</b>	<b>203,187</b>	<b>225,663</b>	<b>247,965</b>	股权融资	7,861	6,632	95	0	0
<b>流动负债</b>	<b>33,363</b>	<b>47,036</b>	<b>49,263</b>	<b>51,015</b>	<b>51,276</b>	其他	-20,639	-23,778	1,375	-5,390	-7,012
短期借款	14,441	20,719	20,719	20,719	20,719	<b>现金净增加额</b>	<b>-3,847</b>	<b>5,701</b>	<b>14,924</b>	<b>20,634</b>	<b>22,831</b>
应付及预收	4,803	6,499	7,281	7,878	7,962	<b>期初现金余额</b>	<b>9,818</b>	<b>6,086</b>	<b>11,955</b>	<b>26,879</b>	<b>47,513</b>
其他流动负债	14,119	19,818	21,263	22,418	22,595	<b>期末现金余额</b>	<b>5,863</b>	<b>11,787</b>	<b>26,879</b>	<b>47,513</b>	<b>70,344</b>
<b>非流动负债</b>	<b>33,389</b>	<b>60,681</b>	<b>55,681</b>	<b>47,681</b>	<b>37,681</b>						
长期借款	13,826	29,083	26,083	21,083	16,083						
应付债券	11,966	16,110	14,110	11,110	6,110						
其他非流动负债	7,596	15,489	15,489	15,489	15,489						
<b>负债合计</b>	<b>66,751</b>	<b>107,717</b>	<b>104,944</b>	<b>98,696</b>	<b>88,957</b>						
股本	2,538	2,538	2,633	2,633	2,633						
资本公积	18,690	18,610	24,543	24,543	24,543						
留存收益	25,325	29,068	44,268	70,014	98,577						
归属母公司股东权益	51,186	56,539	77,766	103,513	132,076						
少数股东权益	5,894	18,058	20,476	23,454	26,933						
<b>负债和股东权益</b>	<b>123,831</b>	<b>182,313</b>	<b>203,187</b>	<b>225,663</b>	<b>247,965</b>						

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	28.4%	26.0%	18.3%	14.1%	2.3%
营业利润增长	17.2%	55.2%	103.7%	62.2%	11.5%
归母净利润增长	4.6%	51.9%	133.5%	69.4%	10.9%
<b>获利能力</b>					
毛利率	11.4%	11.9%	16.6%	20.9%	21.9%
净利率	3.7%	4.9%	8.7%	12.4%	13.5%
ROE	8.4%	11.5%	19.5%	24.9%	21.6%
ROIC	6.2%	6.9%	11.6%	16.0%	15.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	53.9%	59.1%	51.6%	43.7%	35.9%
净负债比率	116.9%	144.4%	106.8%	77.7%	55.9%
流动比率	0.86	0.83	1.16	1.56	2.01
速动比率	0.37	0.42	0.71	1.10	1.54
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.10	0.94	1.00	1.03	0.96
应收账款周转率	144.15	150.25	150.25	150.25	150.25
存货周转率	9.14	9.49	10.03	10.58	10.71
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.17	0.26	0.58	0.98	1.08
每股经营现金流	4.20	5.62	11.03	15.41	16.86
每股净资产	2.02	2.23	2.95	3.93	5.02
<b>估值比率</b>					
P/E	27.19	36.22	16.96	10.01	9.02
P/B	2.28	4.17	3.31	2.49	1.95
EV/EBITDA	10.61	14.47	8.83	5.65	4.61

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>136,098</b>	<b>171,501</b>	<b>202,923</b>	<b>231,627</b>	<b>237,013</b>
营业成本	120,583	151,071	169,256	183,143	185,086
营业税金及附加	1,874	2,499	2,957	3,375	3,454
销售费用	574	428	506	578	591
管理费用	3,689	3,846	4,550	5,194	5,315
研发费用	476	583	689	787	805
财务费用	1,467	1,784	2,229	1,585	555
资产减值损失	368	-357	-466	-542	-547
公允价值变动收益	-60	342	0	0	0
投资净收益	34	-522	203	232	237
<b>营业利润</b>	<b>7,242</b>	<b>11,240</b>	<b>22,893</b>	<b>37,134</b>	<b>41,388</b>
营业外收支	-268	-394	-300	-300	-300
<b>利润总额</b>	<b>6,974</b>	<b>10,846</b>	<b>22,593</b>	<b>36,834</b>	<b>41,088</b>
所得税	1,913	2,388	4,974	8,110	9,046
<b>净利润</b>	<b>5,061</b>	<b>8,458</b>	<b>17,618</b>	<b>28,724</b>	<b>32,042</b>
少数股东损益	777	1,949	2,418	2,978	3,479
<b>归属母公司净利润</b>	<b>4,284</b>	<b>6,509</b>	<b>15,200</b>	<b>25,746</b>	<b>28,563</b>
EBITDA	14,754	20,581	33,971	48,057	51,769
EPS (元)	0.17	0.26	0.58	0.98	1.08

## 广发有色行业研究小组

- 巨国贤：首席分析师，材料学硕士，21年有色金属及新材料产业、上市公司研究经验。
- 官帅：资深分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，4年有色金属行业工作经验。
- 李超：高级分析师，CPA，上海财经大学经济学硕士，5年有色金属行业研究经验，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 陈先龙：研究助理，复旦大学-LUISS 大学国际商务双硕士，东北大学矿物加工本科，3年金属商品分析工作经验，曾任 CRU 中国首位电池金属材料分析师，2020年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -10% ~ +10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15% 以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -5% ~ +5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5% 以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。