

证券研究报告—动态报告

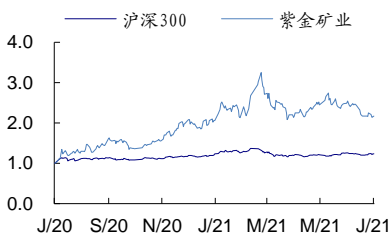
有色金属

有色金属冶炼

紫金矿业(601899)
买入
2021 年半年度业绩预增点评

(维持评级)

2021 年 07 月 02 日

一年该股与沪深 300 走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	26,328/26,232
总市值/流通(百万元)	257,747/200,643
上证综指/深圳成指	3,589/15,039
12 个月最高/最低(元)	15.00/4.47

相关研究报告:

《紫金矿业-601899-2021 年一季报点评: 经营业绩兑现高速增长, 铜、金项目即将迎来重大突破》——2021-04-19

《紫金矿业-601899-2020 年年报点评: 全年业绩实现跨越式增长, 中长期成长路径进一步确认》——2021-03-23

《紫金矿业-601899-2020 年三季度报告点评: 三季度业绩大超预期, 上调全年预测》——2020-10-20

《紫金矿业-601899-2020 年中报点评: Q2 利润超预期, 重大项目建设和资源并购齐头并进》——2020-08-24

《紫金矿业-601899-2020 年第一季度报告点评: 业绩逆势增长, 产品组合展现出良好的抗风险能力》——2020-04-30

证券分析师: 刘孟茜

电话: 010-88005312
 E-MAIL: liumengluan@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040001

证券分析师: 杨耀洪

电话: 021-60933161
 E-MAIL: yangyaohong@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040005

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

经营业绩持续超预期, 三大铜矿项目将迎来重大突破

● 2021Q2 经营业绩继续实现跨越式增长

公司发布半年度业绩预增公告: 预计上半年实现归母净利润 62-66 亿元, 同比增长 156.09%到 172.61%。公司 2021Q1 实现归母净利润 25 亿元, 据此推算预计 2021Q2 实现归母净利润 37-41 亿元, 单季度环比增长 48%-64%, 超市场预期。

我们认为, 公司业绩超预期有几方面因素: 1) 矿产品金、铜、锌产量同比上升; 2) 铜、锌等金属价格同比大幅上涨。2020Q3/Q4/2021Q1/Q2 Comex 黄金价格分别为 1917/1876/1793/1817 美元/盎司; LME 铜价分别为 6519/7278/8507/9690 美元/吨; 沪锌价格分别为 18967/20569/20995/22148 元/吨。2021Q2 金价虽有所回调, 但铜、锌价格表现强势。

● 三大铜矿项目将相继投产, 下半年铜矿产销量将大幅提升

公司三大铜矿项目将相继投产, 预计下半年铜矿产量相比上半年会有明显增长。1) 刚果(金)卡莫阿-卡库拉铜矿一期项目第一序列年处理矿石 380 万吨产能提前投产, 于 5 月 25 日正式启动铜精矿生产。根据年度生产计划, 今年预计生产铜精矿含铜金属 8-9.5 万吨。2) 塞尔维亚佩吉铜金矿(Timok)上带矿采选项目获得塞尔维亚矿业与能源部颁发的选矿设施试生产许可, 进入试生产阶段, 计划于今年 9 月之前完成试生产阶段所有工作并提交矿业部验收。3) 西藏巨龙铜业驱龙铜矿项目一期计划于年底建成投产, 达产后预计年均产铜约 16 万吨。三大铜矿项目都是公司在前期投入巨大资本开支的项目, 即将迎来收获期。

● 风险提示: 项目建设进度不达预期, 矿产品销售价格不达预期。

● 投资建议: 维持“买入”评级。

预计公司 2020-2022 年营收为 1957/2113/2209 亿元, 同比增速 14.1%/8.0%/4.5%, 归母净利润为 141.1/192.3/224.7 亿元, 同比增速 116.8%/36.3%/16.8%; 摊薄 EPS 为 0.54/0.73/0.85 元, 当前股价对应 PE 仅 18/13/11X。考虑到公司是国内有色上市公司核心标的, 矿产资源储量丰富, 且国际化进程不断加快, 中长期成长路径明确, 未来有望跻身全球超一流国际矿业企业, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	171,501	195,694	211,311	220,866
(+/-%)	26.0%	14.1%	8.0%	4.5%
净利润(百万元)	6,509	14,110	19,228	22,467
(+/-%)	51.9%	116.8%	36.3%	16.8%
摊薄每股收益(元)	0.26	0.54	0.73	0.85
EBIT Margin	8.0%	13.3%	16.4%	18.1%
净资产收益率(ROE)	11.5%	21.2%	24.1%	23.5%
市盈率(PE)	38.2	18.3	13.4	11.5
EV/EBITDA	17.3	11.4	8.9	7.8
市净率(PB)	4.39	3.88	3.23	2.70

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

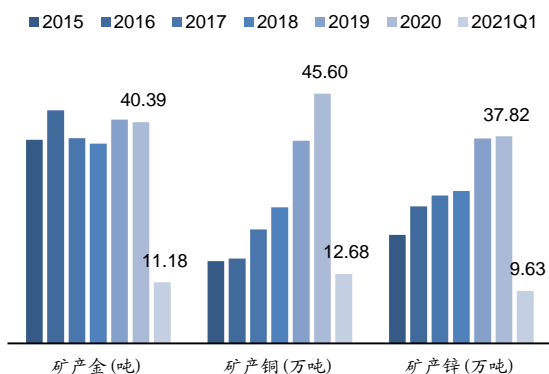
2021Q2 经营业绩继续实现跨越式增长

公司发布半年度业绩预增公告：预计上半年实现归母净利润 62-66 亿元，同比增长 156.09%到 172.61%。公司 2021Q1 实现归母净利润 25 亿元，据此推算预计 2021Q2 实现归母净利润 37-41 亿元，单季度环比增长 48%-64%，超市场预期。我们认为，公司业绩超预期有几方面因素：

1) 矿产品金、铜、锌产量同比上升

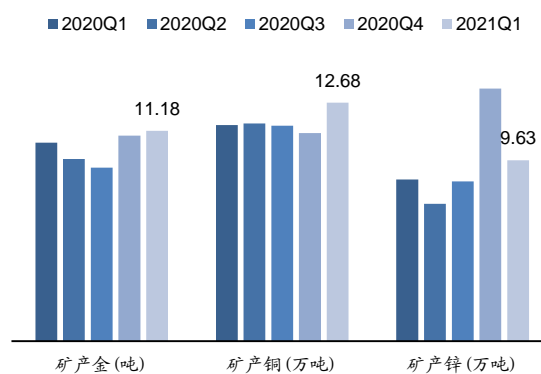
公司 2021Q1 矿产金产量 11.18 吨，同比+5.95%，环比+2.26%；矿产铜 12.68 万吨，同比+10.36%，环比+14.58%；矿产锌产量 9.63 万吨，同比+11.91%，环比-28.29%。预计 2021Q2 在 Q1 基础上还略有提升。

图 1: 公司 2021Q1 核心矿产品产量数据



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司 2021Q1 核心矿产品分季度产量数据



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2) 铜、锌等金属价格同比大幅上涨

公司核心矿种是金、铜、锌。2020Q3/Q4/2021Q1/Q2Comex 黄金价格分别为 1917/1876/1793/1817 美元/盎司；LME 铜价分别为 6519/7278/8507/9690 美元/吨；沪锌价格分别为 18967/20569/20995/22148 元/吨。2021Q2 金价虽有所回调，但铜、锌价格表现强势。

公司三大铜矿项目将相继投产，下半年铜矿产销量将大幅提升

根据公司年报规划：预计 2021 年矿产金 53-56 吨，同比增长 30.86-38.27%；矿产铜 54-58 万吨，同比增长 19.21-28.04%；矿产锌（铅）45-48 万吨，同比增长 19.05-26.98%；矿产银 240-300 吨，铁精矿 350-380 万吨。公司预计 2021 年发生项目建设（含技改）投资支出计划 183 亿元。公司三大铜矿项目将相继投产，预计下半年铜矿产量相比上半年会有明显增长。

表 1: 公司主要矿产品产量指标规划情况

	2020 年	2021 年	2022 年	2025 年	未来 5 年 CAGR
矿产金 (吨)	40.5	53-56	67-72	80-90	14.58-17.32%
矿产铜 (万吨)	45.3	54-58	80-85	100-110	17.16-19.42%
矿产锌 (铅) (万吨)	37.8	45-48	47-50	—	—
铁精矿 (万吨)	387	350-380	290-330	—	—
矿产银 (吨)	299	240-300	270-310	—	—

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

1) 刚果(金)卡莫阿-卡库拉铜矿提前投产

今年5月27日,公司发布公告:刚果(金)卡莫阿-卡库拉铜矿一期项目第一序列年处理矿石380万吨矿石选厂提前投产,于2021年5月25日正式启动铜精矿生产。根据年度生产计划,卡莫阿-卡库拉项目今年预计生产铜精矿含铜金属8-9.5万吨,按照紫金矿业39.6%的持股比例,今年能贡献权益产量3.168-3.762万吨;另外公司还持有艾芬豪矿业13.69%股权,权益合计约为45%。

今年4月份,卡库拉矿段采出35.7万吨矿石,平均铜品位5.70%,其中12.1万吨来自高品位采矿区域,品位达8.40%。截止4月底,地表原矿堆已储备约300万吨中高品位矿石,平均铜品位约4.74%。5月20日,380万吨/年选厂使用第一批矿石进行球磨机和其他选矿设备的带料试车;5月25日起,铜品位约5%~6%的矿石直接从卡库拉井下运输至选厂进行处理。

卡莫阿-卡库拉项目一期工程设计产能为年处理矿石量760万吨,按两序列各380万吨/年分期建设,第一序列达产后预计年产铜金属约20万吨。第二序列建设目前正在快速推进中,预计于2022年第三季度建成投产。两个序列达产后项目年产铜金属约40万吨。

2) 塞尔维亚佩吉铜金矿上部矿带进入试生产阶段

今年6月17日,公司发布公告:塞尔维亚佩吉铜金矿(Timok)上部矿带采选项目近日获得由塞尔维亚矿业与能源部颁发的选矿设施试生产许可,进入试生产的阶段。塞尔维亚丘卡卢-佩吉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。目前该项目选矿设施已完成建设,正全力推进试生产运行及工程扫尾、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并提交矿业部验收,实现从矿山基建向生产运营的顺利过渡。

塞尔维亚佩吉铜金矿为超大型铜金矿,分上部矿带和下部矿带。上部矿带拥有的资源储量为铜金属128万吨、平均品位3%,金金属81吨、平均品位1.91克/吨,首采矿段为超高品位矿体;下部矿带拥有资源量为铜金属1,430万吨、平均品位0.86%,金金属299吨、平均品位0.18克/吨。

3) 西藏巨龙铜业驱龙铜矿项目一期计划于年底建成投产

公司于2020年6月收购西藏巨龙铜业50.1%股权,实现对中国最大斑岩型铜矿主导开发,项目铜金属量约1,040万吨@0.41%,同时斑岩体中还存在大量低品位铜钼资源。巨龙铜业拥有驱龙铜多金属矿、荣木错拉铜多金属矿和知不拉铜多金属矿。按照规划,驱龙铜矿区将实施大规模露天开采,分两期建设,一期计划2021年底建成投产,达产后预计年均产铜约16万吨;二期按30万吨/天建设,建成后年产铜26万吨。

投资建议:维持“买入”评级。预计公司2020-2022年营收为1957/2113/2209亿元,同比增速14.1%/8.0%/4.5%,归母净利润为141.1/192.3/224.7亿元,同比增速116.8%/36.3%/16.8%;摊薄EPS为0.54/0.73/0.85元,当前股价对应PE仅18/13/11X。考虑到公司是国内有色上市公司核心标的,矿产资源储量丰富,且国际化进程不断加快,中长期成长路径明确,未来有望跻身全球超一流国际矿业企业,维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	11955	6000	16655	32949	营业收入	171501	195694	211311	220866
应收款项	2309	2635	2845	2974	营业成本	151071	161399	167921	171856
存货净额	18064	19569	20390	20886	营业税金及附加	2499	2935	3170	3313
其他流动资产	4964	5664	6116	6392	销售费用	428	489	528	552
流动资产合计	39262	35838	47976	65171	管理费用	3846	6763	6942	6950
固定资产	63782	77370	82966	88567	财务费用	1784	2035	2155	2209
无形资产及其他	46760	44890	43019	41149	投资收益	(522)	100	100	100
投资性房地产	25409	25409	25409	25409	资产减值及公允价值变动	699	(400)	(400)	(400)
长期股权投资	7100	7100	7100	7100	其他收入	(811)	1970	1970	1970
资产总计	182313	190606	206471	227395	营业利润	11240	23742	32265	37657
短期借款及交易性金融负债	28695	22456	20000	20000	营业外净收支	(394)	(250)	(250)	(250)
应付款项	6499	7040	7335	7514	利润总额	10846	23492	32015	37407
其他流动负债	11842	13006	13551	13873	所得税费用	2388	5168	7043	8230
流动负债合计	47036	42502	40886	41386	少数股东损益	1949	4215	5744	6711
长期借款及应付债券	45193	45193	45193	45193	归属于母公司净利润	6509	14110	19228	22467
其他长期负债	15489	15489	15489	15489					
长期负债合计	60681	60681	60681	60681					
负债合计	107717	103183	101567	102067					
少数股东权益	18058	21008	25029	29726					
股东权益	56539	66415	79875	95602					
负债和股东权益总计	182313	190606	206471	227395					

现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	6509	14110	19228	22467
资产减值准备	(208)	84	48	35
折旧摊销	6889	5798	5826	5836
公允价值变动损失	(699)	400	400	400
财务费用	1784	2035	2155	2209
营运资本变动	2500	(741)	(595)	(367)
其它	458	2866	3973	4663
经营活动现金流	15448	22516	28880	33033
资本开支	(25269)	(18000)	(10000)	(10000)
其它投资现金流	(326)	0	0	0
投资活动现金流	(25770)	(18000)	(10000)	(10000)
权益性融资	6632	0	0	0
负债净变化	15257	0	0	0
支付股利、利息	(5671)	(4233)	(5769)	(6740)
其它融资现金流	(9750)	(6239)	(2456)	0
融资活动现金流	16052	(10472)	(8225)	(6740)
现金净变动	5730	(5955)	10655	16293
货币资金的期初余额	6225	11955	6000	16655
货币资金的期末余额	11955	6000	16655	32949
企业自由现金流	(5230)	7319	22235	26720
权益自由现金流	276	(1284)	17613	24860

关键财务与估值指标				
	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.26	0.54	0.73	0.85
每股红利	0.22	0.16	0.22	0.26
每股净资产	2.23	2.52	3.03	3.63
ROIC	10%	14%	18%	21%
ROE	12%	21%	24%	24%
毛利率	12%	18%	21%	22%
EBIT Margin	8%	13%	16%	18%
EBITDA Margin	12%	16%	19%	21%
收入增长	26%	14%	8%	5%
净利润增长率	52%	117%	36%	17%
资产负债率	69%	65%	61%	58%
息率	2.3%	1.7%	2.3%	2.7%
P/E	38.2	18.3	13.4	11.5
P/B	4.4	3.9	3.2	2.7
EV/EBITDA	17.3	11.4	8.9	7.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032