

2021年08月01日

紫金矿业 (601899.SH)

公司快报

有色金属 | 黄金 III

 投资评级 **买入-B(维持)**

 股价(2021-07-30) **10.25 元**

交易数据

| | |
|-----------|--------------|
| 总市值(百万元) | 269,857.92 |
| 流通市值(百万元) | 210,070.49 |
| 总股本(百万股) | 26,327.60 |
| 流通股本(百万股) | 20,494.68 |
| 12个月价格区间 | 5.44/15.00 元 |

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|------|-------|-------|
| 相对收益 | 12.5 | -4.48 | 81.04 |
| 绝对收益 | 7.1 | -5.91 | 83.68 |

分析师

 杨立宏
 SAC 执业证书编号: S0910518030001
 yanglihong@huajinsec.com

报告联系人

 胡锦琛
 hujinchen@huajinsec.com

相关报告

- 紫金矿业: 产品放量叠加景气周期, 看好全年业绩高速增长 2021-04-19
- 紫金矿业: 业绩高速增长, 揭开全球化之路新篇章 2021-03-21
- 紫金矿业: 业绩超预期, 五年规划发布彰显公司成长信心 2021-01-31
- 紫金矿业: 国内铜资源龙头, 业绩进入快速增长阶段 2021-01-15

周期兼具成长, 量价齐升带动业绩快速增长

投资要点

- ◆ **事件内容:** 公司发布 2021 年上半年半年度财务报告: 报告期内公司实现营业收入 1098.63 亿元, 同比增长 32.14%, 实现归属母公司股东的净利润 66.49 亿元, 同比增长 174.6%, 实现扣非归母净利润 61.13 亿元, 同比增长 152.6%。2021H1 公司综合毛利率为 14.48%, 矿山企业综合毛利率为 58.54%。
- ◆ **公司业绩增速符合预期, 盈利能力进一步提升:** 上半年内公司实现归母净利润 66.49 亿元, 达到历史新高, 业绩规模与增速整体符合预期。Q2 单季度来看, 公司实现营业收入 623.61 亿元, 同比增长 32.74%, 环比 2021Q1 增长 31.28%, 实现归母净利润 41.38 亿元, 199.56%, 环比增长 64.8%。盈利能力来看, 上半年公司盈利能力进一步提升, 公司销售综合毛利率为 14.48%, 同比提升 3.5pct, 矿山企业综合毛利率为 58.54%, 同比提升 13.41pct。Q2 单季度公司 ROE 达到 6.57, 同比提升 3.81pct, 环比提升 2.23pct, ROE 水平达到过去十年来新高。
- ◆ **业绩增长主要原因为上半年主要矿产品产量及价格均同比上升:** 公司主要产品为金、铜、锌。价格(现货不含税)方面, 2021 年 H1, 公司矿产金销售单价为 352.18 元/克, 较去年同期提升 0.4%, 黄金价格基本稳定。矿产铜销售单价为 53226 元/吨, 同比提升 37.2%, 矿产铜价格整体大幅增长。矿产锌销售单价为 13313 元/吨, 同比提升 43.8%, 价格涨幅明显。其他产品矿产银、铁精矿销售单价分别同比增长 30.1%、17.9%。产量方面, 上半年公司矿产金产量 22.02 吨, 同比增长 8.78%, 矿产铜产量 24.06 万吨, 同比增长 4.30%, 矿产锌产量 19.64 万吨, 同比增长 23.46%, 矿产银作为新兴伴生增量, 上半年实现矿产银产量 166.73 吨, 同比增长 15.88%。整体来看, 上半年公司主要矿产品量价齐升, 带动公司业绩快速增长, 彰显了一定的盈利弹性。同时我们注意到, 公司上半年矿产铜单位销售成本同比下滑-4.24%, 公司矿山的高效管理能力, 使得矿山整体开采运营成本进一步下降, 也为公司盈利能力的提升产生了贡献。
- ◆ **展望来看, 多个重点项目仍处建设当中, 金、铜产量增速高峰仍在逐步到来:** 现阶段, 卡莫阿-卡库拉铜矿一期项目第一序列年处理矿石 380 万吨项目于 2021 年 5 月正式启动铜精矿生产, 年内有望贡献权益产量 3.6-4.3 万吨, 二期项目预计 2022 年三季度建成投产; 西藏巨龙铜业驱龙铜矿预计 2021 年底建成投产; 塞尔维亚佩吉铜金矿上部矿带采选项目于 2021 年 6 月进入试生产阶段, 前期产量峰值预计年产铜 13.5 万吨, 产金 6.1 吨。除以上项目外, 公司目前还有李坝金矿、山西义兴寨、圭亚那奥罗拉转地采等多个项目都处于快速建设、投产在即状态, 我们认为公司仍处于逐步进入金、铜增量高峰的前期阶段。
- ◆ **投资建议:** 我们预测公司 2021 年至 2023 年每股收益分别为 0.50、0.85 和 1.11 元。净资产收益率分别为 18.3%、23.7% 和 23.7%。维持公司买入-B 建议。
- ◆ **风险提示:** 1, 海外项目正常经营受干扰的风险; 2, 金、铜等价格大幅波动的风险;

3, 新增(扩产)项目进度不及预期的风险。

财务数据与估值

| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 136,098 | 171,501 | 197,633 | 230,666 | 246,888 |
| YoY(%) | 28.4 | 26.0 | 15.2 | 16.7 | 7.0 |
| 净利润(百万元) | 4,284 | 6,509 | 12,822 | 21,630 | 28,279 |
| YoY(%) | 4.6 | 51.9 | 97.0 | 68.7 | 30.7 |
| 毛利率(%) | 11.4 | 11.9 | 16.9 | 21.1 | 24.0 |
| EPS(摊薄/元) | 0.17 | 0.26 | 0.50 | 0.85 | 1.11 |
| ROE(%) | 8.9 | 11.3 | 18.3 | 23.7 | 23.7 |
| P/E(倍) | 64.4 | 42.4 | 21.5 | 12.8 | 9.8 |
| P/B(倍) | 6.0 | 5.4 | 4.3 | 3.2 | 2.4 |
| 净利率(%) | 3.1 | 3.8 | 6.5 | 9.4 | 11.5 |

数据来源: 贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

| 资产负债表(百万元) | | | | | | 利润表(百万元) | | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产 | 28594 | 39262 | 57450 | 83874 | 111954 | 营业收入 | 136098 | 171501 | 197633 | 230666 | 246888 |
| 现金 | 6225 | 11955 | 29623 | 50970 | 82211 | 营业成本 | 120583 | 151071 | 164241 | 182036 | 187537 |
| 应收票据及应收账款 | 944 | 1141 | 1262 | 1543 | 1459 | 营业税金及附加 | 1874 | 2499 | 2852 | 3337 | 3533 |
| 预付账款 | 1323 | 1410 | 1740 | 1937 | 1998 | 营业费用 | 574 | 428 | 1137 | 1202 | 1091 |
| 存货 | 14887 | 18064 | 17759 | 21946 | 18959 | 管理费用 | 3689 | 3846 | 5394 | 6043 | 6359 |
| 其他流动资产 | 5215 | 6691 | 7066 | 7478 | 7326 | 研发费用 | 476 | 583 | 671 | 783 | 839 |
| 非流动资产 | 95237 | 143051 | 144832 | 158630 | 166301 | 财务费用 | 1467 | 1784 | 2012 | 1341 | 364 |
| 长期投资 | 6924 | 7100 | 7437 | 7823 | 8168 | 资产减值损失 | -368 | -357 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 38625 | 48546 | 55203 | 62029 | 62271 | 公允价值变动收益 | -60 | 342 | 141 | 242 | 192 |
| 无形资产 | 24163 | 46760 | 51900 | 58156 | 65812 | 投资净收益 | 34 | -522 | -109 | -180 | -238 |
| 其他非流动资产 | 25525 | 40645 | 30291 | 30623 | 30050 | 营业利润 | 7242 | 11240 | 21659 | 36295 | 47427 |
| 资产总计 | 123831 | 182313 | 202282 | 242504 | 278254 | 营业外收入 | 50 | 139 | 153 | 177 | 130 |
| 流动负债 | 33363 | 47036 | 44770 | 54450 | 54946 | 营业外支出 | 318 | 532 | 446 | 428 | 431 |
| 短期借款 | 14441 | 20719 | 15158 | 16484 | 16700 | 利润总额 | 6974 | 10846 | 21366 | 36044 | 47126 |
| 应付票据及应付账款 | 4803 | 6499 | 5788 | 7830 | 6200 | 所得税 | 1913 | 2388 | 4704 | 7936 | 10376 |
| 其他流动负债 | 14119 | 19818 | 23823 | 30137 | 32046 | 税后利润 | 5061 | 8458 | 16662 | 28108 | 36750 |
| 非流动负债 | 33389 | 60681 | 66558 | 69252 | 68025 | 少数股东损益 | 777 | 1949 | 3840 | 6479 | 8470 |
| 长期借款 | 25793 | 45193 | 51674 | 54275 | 52997 | 归属母公司净利润 | 4284 | 6509 | 12822 | 21630 | 28279 |
| 其他非流动负债 | 7596 | 15489 | 14884 | 14977 | 15028 | EBITDA | 15105 | 22095 | 32667 | 48481 | 60286 |
| 负债合计 | 66751 | 107717 | 111328 | 123702 | 122971 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 5894 | 18058 | 21898 | 28377 | 36847 | 主要财务比率 | | | | | |
| 股本 | 2538 | 2538 | 2538 | 2538 | 2538 | 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 资本公积 | 18690 | 18610 | 18610 | 18610 | 18610 | 成长能力 | | | | | |
| 留存收益 | 25325 | 29068 | 44808 | 71387 | 106154 | 营业收入(%) | 28.4 | 26.0 | 15.2 | 16.7 | 7.0 |
| 归属母公司股东权益 | 51186 | 56539 | 69056 | 90425 | 118436 | 营业利润(%) | 17.2 | 55.2 | 92.7 | 67.6 | 30.7 |
| 负债和股东权益 | 123831 | 182313 | 202282 | 242504 | 278254 | 归属于母公司净利润(%) | 4.6 | 51.9 | 97.0 | 68.7 | 30.7 |
| | | | | | | 获利能力 | | | | | |
| | | | | | | 毛利率(%) | 11.4 | 11.9 | 16.9 | 21.1 | 24.0 |
| | | | | | | 净利率(%) | 3.1 | 3.8 | 6.5 | 9.4 | 11.5 |
| | | | | | | ROE(%) | 8.9 | 11.3 | 18.3 | 23.7 | 23.7 |
| | | | | | | ROIC(%) | 6.9 | 8.5 | 12.8 | 16.8 | 18.2 |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率(%) | 53.9 | 59.1 | 55.0 | 51.0 | 44.2 |
| | | | | | | 流动比率 | 0.9 | 0.8 | 1.3 | 1.5 | 2.0 |
| | | | | | | 速动比率 | 0.3 | 0.3 | 0.8 | 1.0 | 1.6 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 总资产周转率 | 1.1 | 1.1 | 1.0 | 1.0 | 0.9 |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 139.3 | 164.5 | 164.5 | 164.5 | 164.5 |
| | | | | | | 应付账款周转率 | 25.4 | 26.7 | 26.7 | 26.7 | 26.7 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | P/E | 64.4 | 42.4 | 21.5 | 12.8 | 9.8 |
| | | | | | | P/B | 6.0 | 5.4 | 4.3 | 3.2 | 2.4 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 4.9 | 5.0 | 3.1 | 2.0 | 1.2 |

| 现金流量表(百万元) | | | | | |
|----------------|--------|--------|-------|--------|--------|
| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 经营活动现金流 | 10666 | 14268 | 24086 | 37950 | 47322 |
| 净利润 | 5061 | 8458 | 16662 | 28108 | 36750 |
| 折旧摊销 | 5740 | 7370 | 7641 | 9191 | 10613 |
| 财务费用 | 1467 | 1784 | 2012 | 1341 | 364 |
| 投资损失 | -34 | 522 | 109 | 180 | 238 |
| 营运资金变动 | -2488 | -2943 | -2167 | -602 | -440 |
| 其他经营现金流 | 921 | -922 | -171 | -268 | -203 |
| 投资活动现金流 | -14103 | -29174 | -9361 | -22902 | -18319 |
| 筹资活动现金流 | -326 | 20928 | 2942 | 6299 | 2238 |

| 每股指标(元) | | | | | |
|---------------|------|------|------|------|------|
| 每股收益(最新摊薄) | 0.17 | 0.26 | 0.50 | 0.85 | 1.11 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.42 | 0.56 | 0.95 | 1.49 | 1.86 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 1.81 | 2.01 | 2.50 | 3.34 | 4.44 |

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

杨立宏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn