

紫金矿业 (601899)

证券研究报告

2021年10月11日

当矿业巨头布局锂资源意味着什么？

溢价收购股权获低成本锂资源。紫金矿业拟以 9.6 亿加元溢价 36% 收购 Neo Lithium 所有股份, 预计交易将于 2022 年上半年完成。10月8日, Neo Lithium 公司披露公告显示, 紫金已同意以每股 6.5 加元、总对价 9.6 亿加元收购 Neo Lithium 的所有已发行股票, 与公司过去 20 日股价加权平均价相比, 溢价约为 36%。本次收购已获得 Neo Lithium 董事会一致批准, 交易的全部细节将于 2021 年 11 月邮寄给股东。交易将根据安大略省《商业公司法》下的安排计划完成。本次交易须获得至少 66% 的股东投票通过, 股东大会预计将在 2021 年 12 月举行, 该交易预计将在 2022 年上半年完成。**700 万吨 LCE 资源量+790PPM 卤水浓度, 3Q 项目远期产量有望翻番至 4 万吨 LCE/年。**品位/储量: Neo Lithium 拥有 Tres Quebradas (3Q) 盐湖 100% 权益, 3Q 项目碳酸锂当量总资源量约 756.5 万吨 (锂离子浓度边界品位 400mg/L), 其中低品位湖区平均锂浓度为 636PPM, 高品位湖区平均锂浓度高达 926PPM, 运行周期内平均品位高达 790PPM。且镁锂比极低。投资额/运营成本: 项目计划投资 3.19 亿美元, 设计产能 2 万吨 LCE/年, 对应单吨碳酸锂投资额 1.6 万美元, 为全球锂矿绿地项目最低。项目单吨碳酸锂运营成本仅为 2914 美元, 同时, 现有勘探数据可支持 3Q 项目碳酸锂年产量升至 4 万吨 LCE/年。中试线/投产时间: 项目预计在 2021 年 Q4 发布终可研报告, 并在当年获得环评许可后开工建设。同时, 公司已在 Fiambalá 建成 1:500 (对应 40 吨/年) 中试工厂, 产出碳酸锂纯度高达 99.797%, 获得宁德时代认可。

大宗化碳酸锂领域, 卓越资源识别/矿业运营管理能力有望再现紫金奇迹

全球范围来看, 传统周期品资源有限性决定矿业公司内生禀赋。因此, 并购发展是矿业公司成长的必经之路。而资源甄别能力, 对应高品位资源的稀缺性, 给予矿业公司估值溢价空间。**对于锂行业而言, 大宗化碳酸锂/精细化-氢氧化锂是我们看好的两条主线。**其中, 大宗化碳酸锂领域, 中资企业走出去并购锂资源已成趋势, 阿根廷作为锂资源布局必争之地对应一定溢价空间, 紫金利用传统矿业海外并购丰富经验, 在战略资源领域有望大放异彩。**对公司而言, 在进一步勘探增储/开发年限提升/资本开支优化/开发规模提升/运营成本降低多个方面, 有望再现公司在传统矿业公司的优势。**此次并购大概率只是紫金矿业布局锂资源的开端, 全球范围突出的资源识别/矿业运营管理能力, 助力公司充分实现资源优势向经济效益转变。

盈利预测与评级。紫金矿业矿铜矿金产量持续爬坡, 降本效应带来盈利能力超预期, 考虑全球范围铜、金、锌价格中枢高位, 我们上调公司盈利预测, 预计公司 2021-2023 年实现 EPS 为 0.52、0.72、0.9 元/股, (前值为 0.48、0.65、0.75 元/股) 对应当前动态 PE 为 20、14、11 倍, 维持买入评级。

风险提示: 项目开发及产量释放不及预期, 全球流动性收紧/需要不及预期带来金铜价格大幅下跌

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	136,097.98	171,501.34	231,526.81	300,984.85	376,231.06
增长率(%)	28.40	26.01	35.00	30.00	25.00
EBITDA(百万元)	15,124.75	20,724.05	33,567.87	44,845.13	48,909.65
净利润(百万元)	4,283.96	6,508.55	13,645.13	18,838.83	23,693.61
增长率(%)	4.65	51.93	109.65	38.06	25.77
EPS(元/股)	0.16	0.25	0.52	0.72	0.90
市盈率(P/E)	63.05	41.50	19.80	14.34	11.40
市净率(P/B)	5.28	4.78	0.48	0.41	0.35
市销率(P/S)	1.98	1.58	0.12	0.09	0.07
EV/EBITDA	2.40	3.69	2.84	1.81	1.42

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	有色金属/黄金
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	10.26 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	20,590.66
流通 A 股股本(百万股)	20,494.68
A 股总市值(百万元)	211,260.19
流通 A 股市值(百万元)	210,275.43
每股净资产(元)	2.37
资产负债率(%)	55.49
一年内最高/最低(元)	15.00/6.24

作者

杨诚笑 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517020002
yangchengxiao@tfzq.com

孙亮 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516110003
sunliang@tfzq.com

田源 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517030003
tianyuan@tfzq.com

王小芃 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517060003
wangxp@tfzq.com

田庆争 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518080005
tianqingzheng@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《紫金矿业-公司点评:卡莫阿投产&佩吉试生产, 国际化运营管理持续发力》2021-06-18
- 《紫金矿业-公司专题研究:龙头复盘系列 1: 目前怎么看空间?》2021-01-18
- 《紫金矿业-季报点评:业绩持续高速增长, 彰显资源/运营/融资优势》2020-10-20

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	6,225.14	11,955.34	18,522.14	27,088.64	33,860.80
应收票据及应收账款	944.12	1,141.45	2,845.96	1,575.94	3,649.49
预付账款	1,323.25	1,410.05	3,197.96	2,293.10	4,473.87
存货	14,886.55	18,064.16	23,237.65	23,665.82	31,734.20
其他	4,258.64	6,651.15	7,048.18	6,100.20	8,572.12
流动资产合计	27,637.70	39,222.15	54,851.89	60,723.70	82,290.47
长期股权投资	6,924.42	7,099.65	7,099.65	7,099.65	7,099.65
固定资产	38,624.77	48,545.67	55,546.60	59,663.67	56,767.27
在建工程	5,876.83	15,236.03	11,529.51	9,689.71	9,405.64
无形资产	24,162.51	46,760.24	44,925.71	43,091.18	41,256.65
其他	19,648.03	25,409.25	22,488.26	21,701.71	22,403.87
非流动资产合计	95,236.55	143,050.85	141,589.74	141,245.94	136,933.08
资产总计	123,830.95	182,313.25	196,876.35	202,446.86	219,540.95
短期借款	14,440.92	20,719.12	41,077.06	31,488.97	22,683.45
应付票据及应付账款	4,802.96	6,498.56	8,489.65	2,880.89	13,202.99
其他	14,118.77	19,818.02	19,298.59	26,265.02	25,362.03
流动负债合计	33,362.66	47,035.70	68,865.30	60,634.87	61,248.31
长期借款	13,826.22	29,082.89	29,282.89	29,482.89	29,682.89
应付债券	11,966.47	16,109.68	12,318.53	13,464.89	13,964.37
其他	7,596.00	15,488.54	9,889.89	10,991.48	12,123.30
非流动负债合计	33,388.69	60,681.11	51,491.31	53,939.26	55,770.56
负债合计	66,751.35	107,716.81	120,356.61	114,574.13	117,018.87
少数股东权益	5,893.63	18,057.89	20,025.03	22,740.93	26,125.73
股本	2,537.73	2,537.73	2,632.76	2,632.76	2,632.76
资本公积	18,690.34	18,610.08	18,610.08	18,610.08	18,610.08
留存收益	44,015.72	47,677.89	53,861.96	62,499.05	73,763.55
其他	(14,057.82)	(12,287.15)	(18,610.08)	(18,610.08)	(18,610.08)
股东权益合计	57,079.60	74,596.44	76,519.75	87,872.73	102,522.03
负债和股东权益总计	123,830.95	182,313.25	196,876.35	202,446.86	219,540.95

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	5,060.90	8,458.04	13,645.13	18,838.83	23,693.61
折旧摊销	5,755.44	7,376.03	9,720.55	12,738.02	11,001.36
财务费用	1,529.98	1,869.83	2,974.10	3,005.24	1,932.31
投资损失	(75.33)	(331.42)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
营运资金变动	(7,206.60)	(450.98)	(10,663.35)	6,632.12	(5,275.61)
其它	5,601.17	(2,653.09)	929.95	2,886.17	3,617.01
经营活动现金流	10,665.56	14,268.40	16,506.37	44,000.38	34,868.69
资本支出	10,929.60	41,049.20	16,779.08	12,079.18	4,854.52
长期投资	(117.34)	175.24	0.00	0.00	0.00
其他	(24,915.10)	(70,398.88)	(26,663.84)	(25,434.41)	(10,956.45)
投资活动现金流	(14,102.83)	(29,174.44)	(9,884.76)	(13,355.23)	(6,101.93)
债权融资	46,002.45	73,887.44	90,495.70	81,624.02	73,990.84
股权融资	7,443.13	(169.89)	(9,197.81)	(3,001.05)	(1,928.11)
其他	(53,771.38)	(52,789.35)	(81,352.69)	(100,701.63)	(94,057.16)
筹资活动现金流	(325.81)	20,928.20	(54.80)	(22,078.66)	(21,994.65)
汇率变动影响	0.00	0.00	(270.00)	(270.00)	(270.00)
现金净增加额	(3,763.08)	6,022.16	6,296.81	8,296.49	6,502.11

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	136,097.98	171,501.34	231,526.81	300,984.85	376,231.06
营业成本	120,582.63	151,070.86	195,640.15	255,837.12	321,677.56
营业税金及附加	1,874.14	2,499.20	3,380.29	4,376.32	5,455.35
营业费用	574.43	427.68	810.34	1,024.80	1,178.68
管理费用	2,994.07	3,845.61	5,556.64	6,772.16	8,653.31
研发费用	333.09	582.51	826.55	1,023.35	1,504.92
财务费用	1,466.85	1,784.24	2,974.10	3,005.24	1,932.31
资产减值损失	(368.38)	(357.11)	258.30	(155.73)	(84.85)
公允价值变动收益	(59.75)	342.36	(1,037.20)	170.28	232.21
投资净收益	34.41	(522.07)	(170.00)	(170.00)	(170.00)
其他	1,424.42	588.31	2,414.40	(0.56)	(124.42)
营业利润	7,242.07	11,239.74	20,873.23	29,101.86	35,975.99
营业外收入	50.08	138.76	94.42	116.59	105.50
营业外支出	317.88	532.47	425.17	478.82	452.00
利润总额	6,974.28	10,846.03	20,542.47	28,739.63	35,629.49
所得税	1,913.37	2,387.99	4,930.19	7,184.91	8,551.08
净利润	5,060.90	8,458.04	15,612.28	21,554.72	27,078.41
少数股东损益	776.95	1,949.49	1,967.15	2,715.89	3,384.80
归属于母公司净利润	4,283.96	6,508.55	13,645.13	18,838.83	23,693.61
每股收益(元)	0.16	0.25	0.52	0.72	0.90

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	28.40%	26.01%	35.00%	30.00%	25.00%
营业利润	17.16%	55.20%	85.71%	39.42%	23.62%
归属于母公司净利润	4.65%	51.93%	109.65%	38.06%	25.77%
获利能力					
毛利率	11.40%	11.91%	15.50%	15.00%	14.50%
净利率	3.15%	3.80%	5.89%	6.26%	6.30%
ROE	8.37%	11.51%	24.15%	28.92%	31.01%
ROIC	9.01%	13.39%	16.56%	19.30%	24.15%
偿债能力					
资产负债率	53.91%	59.08%	61.13%	56.59%	53.30%
净负债率	69.69%	83.02%	94.06%	62.06%	39.14%
流动比率	0.86	0.83	0.80	1.01	1.35
速动比率	0.41	0.45	0.47	0.62	0.83
营运能力					
应收账款周转率	139.30	164.47	116.13	136.13	144.00
存货周转率	9.88	10.41	11.21	12.83	13.58
总资产周转率	1.15	1.12	1.22	1.51	1.78
每股指标(元)					
每股收益	0.16	0.25	0.52	0.72	0.90
每股经营现金流	0.41	0.54	0.63	1.67	1.32
每股净资产	1.94	2.15	21.46	24.74	29.02
估值比率					
市盈率	63.05	41.50	19.80	14.34	11.40
市净率	5.28	4.78	0.48	0.41	0.35
EV/EBITDA	2.40	3.69	2.84	1.81	1.42
EV/EBIT	3.74	5.53	3.99	2.53	1.83

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com