

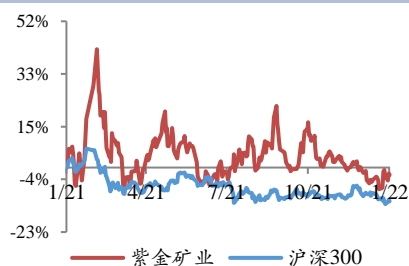
铜锌量价齐升叠加黄金量增推动业绩大涨

投资评级: 买入 (维持)

报告日期: 2022-01-18

收盘价 (元)	9.89
近 12 个月最高/最低 (元)	14.45/9.24
总股本 (百万股)	26,329
流通股本 (百万股)	20,495
流通股比例 (%)	77.84
总市值 (亿元)	2,604
流通市值 (亿元)	2,027

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师: 王洪岩

执业证书号: S0010521010001

邮箱: wanghy@hazq.com

联系人: 许勇其

执业证书号: S0010120070052

邮箱: xuqy@hazq.com

联系人: 王亚琪

执业证书号: S0010121050049

邮箱: wangyaqi@hazq.com

联系人: 李煦阳

执业证书号: S0010121090014

邮箱: lixy@hazq.com

相关报告

1.Q2 业绩高增长, 项目推进持续贡献增量 2021-08-01

2.矿业龙头量价齐升, “紫金模式”助力业绩继续增长 2021-03-22

主要观点:

- **事件: 公司披露 2021 业绩预增报告。** 1) 从全年看, 预计 2021 年实现归母净利润约 156 亿元, 同比增 139.67%; 实现扣非净利润约 145 亿元, 同比增 129.36%。 2) 从 Q4 单季度看, 预计 21Q4 实现归母净利润约 43 亿元, 同比增 122.0%, 环比降 7.6%; 实现扣非净利润 40 亿元, 同比增 142.2%, 环比降 8.4%。
- **量价齐升助推全年业绩大涨, Q4 净利受卡莫阿存货结转影响。** 量: 2021 年公司矿产金、铜、锌 (铅)、银、铁精矿的产量分别为 47.5 吨、58.4 万吨、43.4 万吨、309 吨、424.8 万吨, 同比分别增 17.3%、28.9%、14.8%、3.3%、9.7%; 价: 核心矿种金、铜、锌 2021 年均价分别为 373.1 元/克、6.86 万元/吨、2.24 万元/吨, 同比分别-4%、+41%、+21%。铜、锌的量价齐升以及金产量增长共同助推 2021 年业绩大涨。单独看 Q4, 业绩环比下降, 主要是包销卡莫阿铜矿存在未外销的铜做为存货结转处理, 抵消归母净利润约 4 亿元, 卡莫阿铜矿的业绩并未完全在报表中得以体现。
- **黄金产能释放受疫情影响, 三大铜矿投产进展顺利并将持续放量。** 由于疫情等因素, 大陆金矿等海外金矿产能释放节奏不及预期, 相对于 2021 年产量指引提到的 53-56 吨, 实际产量 47.5 吨, 比年初预期少 5.5-8.5 吨, 并且业绩预告中的 2022 年产量指引 60 吨, 也相应调低了 7-12 吨。在铜价大涨的背景下, 卡莫阿-卡库拉、Timok、巨龙三大世界级铜矿如期释放产能, 实际产量略超产量指引, 并且 2022 年产量指引进一步提升至 86 万吨。
- **多点开花, 并购锂资源跻身新能源赛道。** 三大铜矿相继投产后将持续放量: 卡莫阿-卡库拉于 21 年 5 月提前投产, 预计年产铜 20 万吨, 二期预计 22 年 Q2 投产; Timok 于 21 年 10 月投产, 预计年产铜 9.14 万吨+金 2.5 吨; 巨龙一期 (预计年产能 16 万吨) 投产, 22 年预计产铜 12-13 万吨。21 年 10 月, 公司收购阿根廷 3Q 锂盐湖项目, 碳酸锂资源量 765.5 万吨, 平均锂浓度 621mg/L, 体量排名全球前五, 紫金借此快速跻身新能源赛道。
- **投资建议:** 受海外经济复苏以及通胀预期等多因素的影响, 铜、金价格继续维持高位。公司矿产资源储量丰富并且“紫金模式”提升企业经营效率, 我们预计 2021-2023 年公司营收分别为 2091.9/ 2274.6 / 2407.6 亿元, 同比增速分别为 22.0%/8.7%/5.8%; 对应归母净利润分别为 156.7/209.7/258.3 亿元, 同比增速分别为 140.8%/33.8%/23.2%, 当前股价对应 PE 分别为 17X/12X/10X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 公司重要在建矿山项目投产不及预期; 铜金价格大幅下跌;

人民币汇率波动等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	171501	209194	227459	240764
收入同比 (%)	26.0%	22.0%	8.7%	5.8%
归属母公司净利润	6509	15671	20968	25830
净利润同比 (%)	51.9%	140.8%	33.8%	23.2%
毛利率 (%)	11.9%	17.7%	19.9%	21.7%
ROE (%)	11.5%	21.6%	22.3%	21.4%
每股收益 (元)	0.25	0.60	12.42	10.08
P/E	37.58	16.62	12.42	10.08
P/B	4.33	3.59	2.77	2.16
EV/EBITDA	4.16	2.80	2.23	1.79

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	
流动资产	39262	47030	63103	82154	
现金	11955	15196	30156	48157	
应收账款	1141	1512	1590	1688	
其他应收款	1195	1656	1679	1803	
预付账款	1410	1872	1892	1955	
存货	18064	21297	22290	23054	
其他流动资产	5496	5496	5496	5496	
非流动资产	143051	166414	191289	218797	
长期投资	7100	7100	7100	7100	
固定资产	48546	51954	56479	61128	
无形资产	46760	60880	75825	91814	
其他非流动资产	40645	46480	51886	58755	
资产总计	182313	213444	254392	300951	
流动负债	47036	56469	67801	79434	
短期借款	20719	27574	37190	47132	
应付账款	5543	6649	6853	7123	
其他流动负债	20774	22246	23758	25179	
非流动负债	60681	62685	65694	67727	
长期借款	29083	30084	30960	31736	
其他非流动负债	31598	32601	34734	35991	
负债合计	107717	119154	133495	147161	
少数股东权益	18058	21671	26786	33201	
股本	2538	2538	2538	2538	
资本公积	18610	18610	18610	18610	
留存收益	35391	51470	72963	99441	
归属母公司股东权	56539	72618	94111	120589	
负债和股东权益	182313	213444	254392	300951	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	14268	25366	34579	41074	
净利润	6509	15671	20968	25830	
折旧摊销	7506	5500	5500	5501	
财务费用	1870	1869	2109	2380	
投资损失	-331	-48	195	207	
营运资金变动	-2842	-2483	-39	-122	
其他经营现金流	10909	23011	26854	33231	
投资活动现金流	-29174	-29651	-30777	-33432	
资本支出	-13786	-28311	-30756	-32184	
长期投资	-13154	-551	536	-454	
其他投资现金流	-2234	-789	-558	-793	
筹资活动现金流	20928	7526	11158	10358	
短期借款	6278	6855	9616	9942	
长期借款	15257	1001	876	776	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	-80	0	0	0	
其他筹资现金流	-526	-331	666	-360	
现金净增加额	5701	3241	14960	18000	

资料来源:公司公告,华安证券研究所

利润表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业收入	171501	209194	227459	240764	
营业成本	151071	172125	182259	188473	
营业税金及附加	2499	3010	3207	3371	
销售费用	428	523	569	602	
管理费用	3846	5211	5561	5842	
财务费用	1784	3084	3250	3186	
资产减值损失	-357	-536	-488	-513	
公允价值变动收益	-342	714	238	351	
投资净收益	-522	48	-195	-207	
营业利润	11240	23826	31443	37952	
营业外收入	139	300	300	300	
营业外支出	532	318	318	318	
利润总额	10846	23808	31425	37934	
所得税	2388	4523	5342	5690	
净利润	8458	19284	26083	32244	
少数股东损益	1949	3613	5115	6414	
归属母公司净利润	6509	15671	20968	25830	
EBITDA	20581	33156	40635	47199	
EPS (元)	0.25	0.60	0.80	0.98	

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	26.0%	22.0%	8.7%	5.8%
营业利润	55.2%	112.0%	32.0%	20.7%
归属于母公司净利	51.9%	140.8%	33.8%	23.2%
获利能力				
毛利率 (%)	11.9%	17.7%	19.9%	21.7%
净利率 (%)	3.8%	7.5%	9.2%	10.7%
ROE (%)	11.5%	21.6%	22.3%	21.4%
ROIC (%)	6.9%	12.6%	13.5%	13.6%
偿债能力				
资产负债率 (%)	59.1%	55.8%	52.5%	48.9%
净负债比率 (%)	144.4%	126.4%	110.4%	95.7%
流动比率	0.83	0.83	0.93	1.03
速动比率	0.42	0.42	0.57	0.72
营运能力				
总资产周转率	0.94	0.98	0.89	0.80
应收账款周转率	150.25	138.35	143.09	142.59
应付账款周转率	27.25	25.89	26.60	26.46
每股指标 (元)				
每股收益	0.25	0.60	0.80	0.98
每股经营现金流薄)	0.54	0.96	1.31	1.56
每股净资产	2.15	2.76	3.57	4.58
估值比率				
P/E	37.58	16.62	12.42	10.08
P/B	4.33	3.59	2.77	2.16
EV/EBITDA	4.16	2.80	2.23	1.79

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。