



2020-03-21

公司点评报告

买入/维持

紫金矿业(601899)

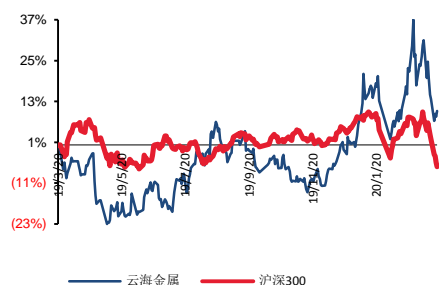
目标价: 4.39

昨收盘: 3.46

材料 材料 II

铜金产量增加明显，持续处于资源变现期——紫金矿业跟踪点评

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	25,377/24,959
总市值/流通(百万元)	87,805/86,357
12 个月最高/最低(元)	4.86/3.18

■ 相关研究报告:

紫金矿业(601899)《战略性看多铜板块和紫金矿业》--2019/12/10

紫金矿业(601899)《紫金矿业:收购大陆黄金,海外并购再下一城》--2019/12/03

紫金矿业(601899)《单季利润明显回升,金铜贡献主要增量——紫金矿业跟踪点评》--2019/11/01

证券分析师: 杨坤河

电话: 010-88695229

E-MAIL: yangkh@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518070001

■ 事件:

紫金矿业年报显示,公司2019年实现营业收入1361亿元,同比增加28.40%;实现归母净利润42.84亿元,同比增加4.65%。扣非后净利润39.97亿元,同比增加30.56%。

■ 点评:

1、黄金板块:量价齐升,贡献全年主要收入和利润增量。2019年公司黄金板块实现销售收入924.58亿元(+42.89%, +277.5亿元),实现毛利53.13亿元(+77.22%, +23.15亿元)。公司全年生产黄金301.29吨,其中矿产金40.83吨,分别同比增加24.69%及11.87%(+4.33吨)。矿产金增量基本都来自海外,包括巴布亚新几内亚波格拉金矿(+30.46%, +2.06吨)、澳洲诺顿金田黄金公司(+34.86%, +1.49吨)、塔吉克斯坦泽拉夫尚公司(+25.31%, +1.16吨)。同时由于全年金价增幅可观(+14.32),公司矿产金毛利率大幅增加10.45个百分点至41.82%。量价齐升下,黄金业务贡献收入增量占全部增量的92%,贡献毛利增量占全部增量的106.55%。

2、铜板块:价格回落,但产销提升保障收入利润增速稳定。2019年公司铜板块实现销售收入340.42亿元(+22.52%, +62.58亿元),实现毛利61.17亿元(+20.48%, +10.4亿元)。因为铜均价的回落,2019年公司矿铜毛利率回落8.53个百分点至41.42%。但产销量增加,总体保障了板块收入和毛利的稳定增长。公司全年产铜87.13万吨,其中矿产铜36.99吨,分别同比增加27.55%及48.79%(+12.13万吨)。矿铜增量主要来自于Bisha矿业带来的1.6万吨增量、黑龙江多宝山铜矿二期扩建(+78.77%, +3.13万吨)、刚果(金)科卢韦齐铜矿(+58.33%, +3.11万吨)等。

3、拖累项来自于锌等其它工业金属,以及投资收益回落:2019年公司锌板块收入同比基本持平,但整理毛利率(包含矿产锌和冶炼锌)大幅回落12.28个百分点,导致锌板块毛利同比下降32.6%,拖累整体毛利8.93亿元。同时投资收益同比回落10.26亿元,亦是最终利润的同比拖累项。

4、公司将持续处于资源优势向效益优势的变现期。2019年公司铜金产销均增量明显,其中矿产铜、矿产银、矿产锌产量均为历史最高水平。2020-2022年公司成长性将有所延续。一方面黄金产量有望实现大幅增长,增量项目包括:新并购的哥伦比亚武里蒂卡金矿将于2020Q1试车试产;陇南紫金、山西紫金、贵州紫金黄金增产计划;以

及澳大利亚诺顿金田黄金公司低品位金矿和难处理金矿技改扩能。另一方面，铜板块产量增速可观，塞尔维亚 Timok 铜金矿、刚果（金）卡莫阿-卡库拉铜矿、塞尔维亚波尔铜矿都是未来增长点。根据公司产量规划，2020-2022 年公司矿产金和矿产铜产量年复合增速将分别达到 6.3%-9.8%、以及 21.9%-26.0%。

5、铜价向下空间有限，金价向上空间充足。受新冠疫情影响，铜需求短期疲弱。但目前急跌后已接近成本曲线末段，向下空间有限。同时随着全球流动性宽松政策开启，铜价中长期仍有望缓慢反弹。此外金价受恐慌和通缩担忧影响而出现下跌，但通过类比历史和逻辑推演，我们认为金价有望逐步企稳并开启新一轮牛市，金价向上空间充足。即便铜板块短期遭遇经济周期波动，但在黄金业务对冲下，公司业绩仍大概率有望实现稳定增长。

6、盈利预测及投资建议：预计公司 2020-22 年归母净利润 48.45/58.17/78.59 亿元，对应 EPS 为 0.19/0.23/0.31 元。我们长期看好公司的投资价值，对公司维持买入评级。6 个月目标价 4.39 元，短期目标价相对谨慎，主要考虑当前新冠疫情可能拖累公司铜业务。

7、风险提示：短期通缩预期强化、全球宽松及美元调整不及预期、公司产能投放进度不及预期

■ **盈利预测和财务指标：**

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	136098	165274	186676	206839
(+/-%)	28.40	21.44	12.95	10.80
净利润(百万元)	4284	4845	6042	7858
(+/-%)	4.65	13.10	24.71	30.06
摊薄每股收益(元)	0.17	0.19	0.24	0.31
市盈率(PE)	27.19	18.12	14.53	11.17

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	10090	6225	8158	6000	8000	营业收入	105994	136098	165274	186676	206839
应收和预付款项	1010	944	1996	2135	2263	营业成本	92651	120583	147148	165014	180624
存货	12670	14887	17498	19367	21292	营业税金及附加	1599	1874	2281	2613	2999
其他流动资产	5436	5220	6566	6861	7247	销售费用	887	574	698	933	1241
流动资产合计	29206	27276	34218	34362	38803	管理费用	2965	3689	4480	5060	5607
长期股权投资	7042	6924	6924	6924	6924	财务费用	1254	1467	1720	2050	2239
投资性房地产	608	130	132	132	132	资产减值损失	1500	-368	1044	1070	1170
固定资产	34144	38625	40513	42530	43985	投资收益	1061	34	548	548	548
在建工程	5356	5877	5877	5943	5855	公允价值变动	-136	-60	-96	-98	-98
无形资产开发支出	22510	24163	22698	22386	24163	营业利润	6181	7242	8062	10017	12970
长期待摊费用	987	1206	1206	1206	1206	其他非经营损益	-51	-268	-259	-285	-313
其他非流动资产	11783	17957	23970	30281	32127	利润总额	6130	6974	7803	9732	12657
资产总计	111636	122158	135537	143765	153195	所得税	1448	1913	2080	2593	3373
短期借款	15617	14441	21077	20723	19442	净利润	4683	5061	5724	7138	9284
应付和预收款项	4701	4803	6274	6858	7572	少数股东损益	589	777	879	1096	1425
长期借款	12918	13826	13826	13826	13826	归母股东净利润	4094	4284	4845	6042	7858
其他负债	32370	33399	32727	33841	34808	预测指标					
负债合计	65606	66469	73904	75248	75648		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	2303	2538	2538	2538	2538	毛利率	12.59%	11.40%	10.97%	11.60%	12.67%
资本公积	11095	18690	18690	18690	18690	销售净利率	3.86%	3.15%	2.93%	3.24%	3.80%
留存收益	23501	25325	29917	35705	43310	销售收入增长率	12.11%	28.40%	21.44%	12.95%	10.80%
归母公司股东权益	40455	51186	56251	62040	69644	EBIT 增长率	-5.74%	16.86%	13.35%	22.91%	26.15%
少数股东权益	6818	5894	6772	7868	9293	净利润增长率	16.71%	4.65%	13.10%	24.71%	30.06%
股东权益合计	47274	57080	63024	69908	78938	ROE	10.12%	8.37%	8.61%	9.74%	11.28%
负债和股东权益	112879	123549	136928	145156	154586	ROA	3.67%	3.51%	3.57%	4.20%	5.13%
现金流量表(百万)						ROIC	11.00%	11.02%	10.62%	10.83%	12.35%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	EPS (X)	0.16	0.17	0.19	0.24	0.31
经营性现金流	10233	10568	12771	15659	18441	PE (X)	20.70	27.19	18.12	14.53	11.17
投资性现金流	-13640	-14103	-12998	-15486	-13213	PB (X)	2.10	2.28	1.56	1.42	1.26
融资性现金流	7655	-326	2160	-2331	-3228	PS (X)	0.07	0.09	0.05	0.05	0.04
现金增加额	4248	-3861	1933	-2158	2000	EV/EBITDA (X)	3.73	3.53	3.17	2.76	2.14

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。