

# 紫金矿业 (601899)

## 铜矿版图持续扩张，资源并购运营实力有望再现

**事件:** 公司拟以现金方式出资 38.8 亿元收购巨龙铜业 50.1% 的股权(按巨龙铜业 100% 股权作价为 77.5 亿元为基础)。

### 收购超大型铜矿资源，铜矿版图持续扩张

巨龙铜业拥有驱龙铜多金属矿(已有采矿证，铜金属量 719.04 万吨，平均品位 0.383%; 伴生钼金属量 35.64 万吨，平均品位 0.023%)，荣木错拉铜多金属矿(探矿权完成详查，正在办理采矿证，铜金属量 30.43 万吨，平均品位 0.46%;) 和知不拉铜多金属(已有采矿证，铜金属量 46.3 万吨，平均品位 1.5%)，三个矿区合计拥有铜金属量 796 万吨，伴生钼金属量 37.06 万吨，如果收购完成，对应公司 2019 年铜资源储量 5,725.42 万吨，增长 14%，占比国内铜资源储量达到 57%，铜矿资源实力持续增强。

### 资源并购运营实力有望再度发力，关注投资开发进展

紫金在逆周期并购实力卓越，科卢韦奇优化方案大幅缩短开发投资和建设期；收购卡莫阿不断增储、目前连续 5 个月施工进度创新高；波尔铜业快速实现盈利等等。反观此次并购标的，巨龙铜业资源储量巨大，开发条件好，有形成世界级超大型铜矿的条件，但目前面临连续三年亏损，且部分建设受制于投资限制未能继续。公司如果顺利接管，有望继续发扬资源并购运营管理实力，加快实现一期年产铜 16 万吨，二期工程年产铜 26 万吨的生产计划，目前驱龙采选工程后续仍需投资 72 亿元，预计 2021 年一期项目建成，将资源优势不断转换为现金流和利润增长。

### 铜价有望企稳反弹，金价仍在上行通道，公司是少数成长性矿业公司

伴随多国宽松政策和复产复工可能带动需求边际改善，全球疫情扩散带来需求的疲软和出口受阻可能逐渐修复，经济敏感性较强的铜有望持续反弹。同时，云南甘肃两地率先展开商储，国内铜库存较年内高点分别下滑 63%、同比下滑 4%、铜价有望触底反弹，企业利润再度修复。全球宽松背景下，美联储利率环境和美元指数仍支撑金价在上升周期。综合来看，公司未来以海外项目为主的矿产资源持续放量，矿铜到 2022 年矿铜产量有望实现翻倍增长达到 74 万吨，矿金增长达到 54 吨，是少数成长性的矿业公司，有望实现双击增长。

**盈利预测与评级。**紫金矿业是少数未来三年铜产量有望实现大幅增长的公司，我们预计 2020-2022 年归母净利润分别为 43.9、65.2、96.8 亿元，实现 EPS 为 0.17 元/股、0.26 元/股、0.38 元/股，对应当前 PE 为 23.2、15.6、10.5 倍。维持买入评级。

**风险提示:** 收购对方质押风险/债务风险，高海拔地区建设进展不及预期风险，海外项目投产不及预期，全球经济下滑铜、锌、黄金价格大幅下跌

### 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	4.01 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	19,640.32
流通 A 股股本(百万股)	19,640.32
A 股总市值(百万元)	78,757.68
流通 A 股市值(百万元)	78,757.68
每股净资产(元)	1.76
资产负债率(%)	58.06
一年内最高/最低(元)	5.02/3.16

### 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

- 1 《紫金矿业-季报点评:黄金板块量价齐升，矿权扰动不改长期增长》2020-04-30
- 2 《紫金矿业-年报点评报告:铜金放量助力业绩增长，资源龙头有望价值回归》2020-03-23
- 3 《紫金矿业-公司专题研究:逆周期扩张收获期，资源龙头现跨越式发展》2020-01-10

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	105,994.25	136,097.98	147,666.31	175,427.57	203,145.13
增长率(%)	12.11	28.40	8.50	18.80	15.80
EBITDA(百万元)	11,540.69	15,124.75	13,829.48	18,242.25	21,030.03
净利润(百万元)	4,093.77	4,283.96	4,386.92	6,522.12	9,679.40
增长率(%)	16.71	4.65	2.40	48.67	48.41
EPS(元/股)	0.16	0.17	0.17	0.26	0.38
市盈率(P/E)	24.86	23.75	23.20	15.60	10.51
市净率(P/B)	2.52	1.99	0.21	0.19	0.17
市销率(P/S)	0.96	0.75	0.07	0.06	0.05
EV/EBITDA	3.24	2.40	2.83	1.82	0.89

资料来源: wind, 天风证券研究所



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	10,089.89	6,225.14	11,813.30	15,788.48	24,269.81
应收票据及应收账款	1,009.87	944.12	1,599.03	1,170.93	1,650.54
预付账款	1,419.16	1,323.25	2,179.37	1,870.94	2,610.47
存货	12,669.67	14,886.55	12,920.65	15,220.85	15,357.00
其他	4,952.85	4,258.64	6,575.75	5,150.07	6,407.86
<b>流动资产合计</b>	<b>30,141.45</b>	<b>27,637.70</b>	<b>35,088.10</b>	<b>39,201.26</b>	<b>50,295.67</b>
长期股权投资	7,041.75	6,924.42	6,924.42	6,924.42	6,924.42
固定资产	34,144.46	38,624.77	41,010.38	41,686.38	38,520.64
在建工程	5,355.81	5,876.83	3,865.67	2,948.65	2,196.33
无形资产	22,510.28	24,162.51	23,281.05	22,399.60	21,518.14
其他	13,378.31	19,648.03	16,170.52	15,668.91	16,390.17
<b>非流动资产合计</b>	<b>82,430.62</b>	<b>95,236.55</b>	<b>91,252.05</b>	<b>89,627.95</b>	<b>85,549.70</b>
<b>资产总计</b>	<b>112,879.30</b>	<b>123,830.95</b>	<b>126,847.38</b>	<b>129,419.60</b>	<b>136,530.14</b>
短期借款	15,616.68	14,440.92	19,732.74	15,882.99	9,256.00
应付票据及应付账款	4,700.98	4,802.96	5,288.12	1,534.06	7,343.38
其他	16,905.44	14,118.77	14,918.38	19,216.90	17,504.84
<b>流动负债合计</b>	<b>37,223.10</b>	<b>33,362.66</b>	<b>39,939.25</b>	<b>36,633.96</b>	<b>34,104.22</b>
长期借款	12,917.92	13,826.22	14,026.22	14,226.22	14,426.22
应付债券	8,879.45	11,966.47	11,541.68	10,795.87	11,434.67
其他	6,585.12	7,596.00	5,560.60	6,580.57	6,579.06
<b>非流动负债合计</b>	<b>28,382.49</b>	<b>33,388.69</b>	<b>31,128.50</b>	<b>31,602.66</b>	<b>32,439.95</b>
<b>负债合计</b>	<b>65,605.59</b>	<b>66,751.35</b>	<b>71,067.75</b>	<b>68,236.62</b>	<b>66,544.17</b>
少数股东权益	6,818.28	5,893.63	6,526.07	7,466.33	8,849.10
股本	2,303.12	2,537.73	2,537.73	2,537.73	2,537.73
资本公积	11,094.77	18,690.34	18,690.34	18,690.34	18,690.34
留存收益	34,595.39	44,015.72	46,715.83	51,178.93	58,599.14
其他	(7,537.85)	(14,057.82)	(18,690.34)	(18,690.34)	(18,690.34)
<b>股东权益合计</b>	<b>47,273.71</b>	<b>57,079.60</b>	<b>55,779.63</b>	<b>61,182.98</b>	<b>69,985.97</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>112,879.30</b>	<b>123,830.95</b>	<b>126,847.38</b>	<b>129,419.60</b>	<b>136,530.14</b>

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	4,682.68	5,060.90	4,386.92	6,522.12	9,679.40
折旧摊销	4,449.17	5,755.44	5,317.24	6,533.51	5,511.41
财务费用	1,523.23	1,529.98	1,660.27	1,545.25	776.56
投资损失	(884.03)	(75.33)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
营运资金变动	(416.18)	(7,206.60)	(38.38)	1,278.26	1,495.61
其它	878.15	5,601.17	1,922.31	85.52	1,522.64
<b>经营活动现金流</b>	<b>10,233.01</b>	<b>10,665.56</b>	<b>13,148.35</b>	<b>15,864.68</b>	<b>18,885.62</b>
资本支出	18,909.64	10,929.60	6,845.65	4,391.05	713.42
长期投资	244.41	(117.34)	0.00	0.00	0.00
其他	(32,794.26)	(24,915.10)	(12,416.53)	(8,977.96)	(1,521.20)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(13,640.21)</b>	<b>(14,102.83)</b>	<b>(5,570.89)</b>	<b>(4,586.90)</b>	<b>(807.78)</b>
债权融资	47,121.14	46,002.45	51,992.74	48,294.42	41,733.65
股权融资	2,242.17	7,466.10	(6,265.63)	(1,518.09)	(749.39)
其他	(41,708.14)	(53,794.36)	(47,716.41)	(54,078.93)	(50,580.78)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>7,655.17</b>	<b>(325.81)</b>	<b>(1,989.30)</b>	<b>(7,302.60)</b>	<b>(9,596.52)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	(270.00)	(270.00)	(270.00)
<b>现金净增加额</b>	<b>4,247.97</b>	<b>(3,763.08)</b>	<b>5,318.16</b>	<b>3,705.18</b>	<b>8,211.32</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>105,994.25</b>	<b>136,097.98</b>	<b>147,666.31</b>	<b>175,427.57</b>	<b>203,145.13</b>
营业成本	92,651.37	120,582.63	131,718.35	153,499.13	177,548.84
营业税金及附加	1,599.00	1,874.14	2,155.93	2,550.72	2,945.60
营业费用	887.45	574.43	679.27	771.88	934.47
管理费用	2,994.07	3,689.33	4,075.59	4,526.03	4,977.06
研发费用	333.09	476.34	527.17	596.45	690.69
财务费用	1,254.24	1,466.85	1,660.27	1,545.25	776.56
资产减值损失	1,500.40	(368.38)	1,117.64	749.89	499.72
公允价值变动收益	(135.78)	(59.75)	1,289.87	(854.74)	139.87
投资净收益	1,060.52	34.41	(170.00)	(170.00)	(170.00)
其他	(2,331.49)	585.91	(2,239.74)	2,049.48	60.26
<b>营业利润</b>	<b>6,181.37</b>	<b>7,242.07</b>	<b>6,851.97</b>	<b>10,163.49</b>	<b>14,742.06</b>
营业外收入	365.95	50.08	208.02	129.05	168.53
营业外支出	417.14	317.88	367.51	342.69	355.10
<b>利润总额</b>	<b>6,130.18</b>	<b>6,974.28</b>	<b>6,692.47</b>	<b>9,949.84</b>	<b>14,555.49</b>
所得税	1,447.50	1,913.37	1,673.12	2,487.46	3,493.32
<b>净利润</b>	<b>4,682.68</b>	<b>5,060.90</b>	<b>5,019.35</b>	<b>7,462.38</b>	<b>11,062.17</b>
少数股东损益	588.90	776.95	632.44	940.26	1,382.77
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4,093.77</b>	<b>4,283.96</b>	<b>4,386.92</b>	<b>6,522.12</b>	<b>9,679.40</b>
每股收益（元）	0.16	0.17	0.17	0.26	0.38

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	12.11%	28.40%	8.50%	18.80%	15.80%
营业利润	22.97%	17.16%	-5.39%	48.33%	45.05%
归属于母公司净利润	16.71%	4.65%	2.40%	48.67%	48.41%
<b>获利能力</b>					
毛利率	12.59%	11.40%	10.80%	12.50%	12.60%
净利率	3.86%	3.15%	2.97%	3.72%	4.76%
ROE	10.12%	8.37%	8.91%	12.14%	15.83%
ROIC	10.58%	9.01%	8.41%	11.22%	15.36%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	58.12%	53.91%	56.03%	52.73%	48.74%
净负债率	78.33%	69.69%	72.03%	53.13%	24.95%
流动比率	0.82	0.86	0.89	1.09	1.49
速动比率	0.48	0.41	0.57	0.67	1.04
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	55.46	139.30	116.13	126.66	144.00
存货周转率	8.92	9.88	10.62	12.47	13.29
总资产周转率	1.05	1.15	1.18	1.37	1.53
<b>每股指标（元）</b>					
每股收益	0.16	0.17	0.17	0.26	0.38
每股经营现金流	0.40	0.42	0.52	0.63	0.74
每股净资产	1.59	2.02	19.41	21.17	24.09
<b>估值比率</b>					
市盈率	24.86	23.75	23.20	15.60	10.51
市净率	2.52	1.99	0.21	0.19	0.17
EV/EBITDA	3.24	2.40	2.83	1.82	0.89
EV/EBIT	5.11	3.74	4.60	2.84	1.21

## 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