

紫金矿业(601899.SH/02899.HK)

三季报业绩超预期

(注: 下文如无特殊说明, 货币单位均为人民币)

核心观点:

- **三季报业绩超预期。**据三季报, 公司前三季度实现营收 1304.34 亿元, 同增 28.34%; 归母净利润 45.72 亿元, 同增 52.12%, 经营活动净现金流 99.05 亿元, 同比增长 63.52%, 公司业绩超预期。截至三季度末, 公司资产负债率 59.54%, 环比有所下降, 在金属价格高企的情况下, 公司资产负债率将稳步回落。
- **矿产铜产量稳步增长。**前三季度, 公司实现矿产铜 34.53 万吨, 同增 31%, 符合我们的预期, 公司克服疫情影响, 核心铜矿产量持续提升, 卡莫阿、Timok、巨龙等铜矿开发稳步推进; 实现矿产金 29.46 吨, 同增基本持平, 波格拉事件后公司加大增产力度, 保障公司产量稳定。波格拉金矿事件的解决有望顺利推进, 公司将加快推动圭亚那黄金、陇南紫金、山西紫金等项目, 保障矿产金产量进一步提升。
- **矿产铜、金成本下降。**前三季度, 矿产金成本 176 元/克, 同降 0.3%, 矿产铜成本 19424 元/吨, 同降 4.7%, 成本下降主要是新矿山投产带来成本的边际下降。随着 Timok、Kamoa、RTB bor、Buritica、驱龙铜矿等项目的投扩产, 公司资产质量将持续步入上升通道。
- **给予公司“买入”评级。**预计公司 20-22 年 EPS 分别为 0.26/0.45/0.61 元/股, 对应最新收盘价的 PE 分别为 26/15/11 倍。参考可比公司 PE 估值, 我们认为给予公司 20 年 30 倍的 PE 估值较为合理, 对应公司 A 股合理价值 7.84 元/股, 参考当前 AH 溢价比例, H 股合理价值为 6.47 港元/股, 考虑到公司的成长性, 给予公司 A、H 股“买入”评级。
- **风险提示。**疫情的发展给金属价格带来较大的不确定性; 新建项目投产进度的不确定性; 海外矿山可能面临所在国政治和军事风险。

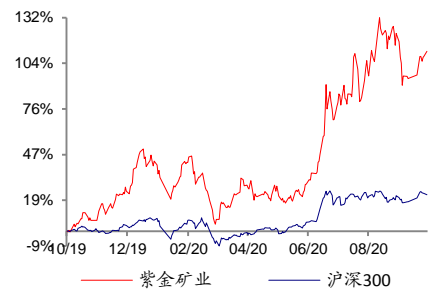
盈利预测:

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	105,994	136,098	162,005	183,656	195,061
增长率(%)	12.1	28.4	19.0	13.4	6.2
EBITDA(百万元)	12,066	14,754	18,456	25,414	31,277
归母净利润(百万元)	4,094	4,284	6,631	11,399	15,529
增长率(%)	16.7	4.6	54.8	71.9	36.2
EPS(元/股)	0.18	0.17	0.26	0.45	0.61
市盈率(P/E)	18.79	27.19	25.56	14.87	10.92
ROE(%)	10.1	8.4	11.5	16.5	18.3
EV/EBITDA	9.44	10.61	12.02	8.41	6.42

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	6.68 元/5.51 港元
合理价值	7.84 元/6.47 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2020-10-20

相对市场表现



分析师:

巨国贤



SAC 执证号: S0260512050006

SFC CE No. BNW287



0755-23608197



juguoxian@gf.com.cn

分析师:

宫帅



SAC 执证号: S0260518070003

SFC CE No. BOB672



010-59136627



gongshuai@gf.com.cn

相关研究:

紫金矿业 2020-08-23

(601899.SH/02899.HK):20H

1 归母净利润同增 30.6%, 略超

预期

紫金矿业 2020-06-14

(601899.SH/02899.HK):拟购

圭亚那金田公司

联系人: 陈先龙 021-38003579

chenxianlong@gf.com.cn

联系人: 李超 021-38003592

shlichao@gf.com.cn

图表索引

表 1: 关键假设信息-价格假设	3
表 2: 关键假设信息-成本假设	3
表 3: 关键假设信息-销量假设	4
表 4: 紫金矿业主要铜矿产量假设 (单位: 吨)	4
表 5: 紫金矿业主要金矿产量假设 (单位: 千克)	4
表 6: 紫金矿业主要锌矿产量假设 (单位: 吨)	5
表 7: 紫金矿业可比公司 PE 估值情况可比 (市值统计截止 2020.10.19 收盘) ...	5

(注: 下文如无特殊说明, 货币单位均为人民币)

投资建议与风险提示

表1: 关键假设信息-价格假设

价格假设	2018	2019	2020E	2021E	2022E
矿产金(元/克)	252	297	363	391	391
矿产铜(元/吨)	35,353	35,420	34,338	36,800	36,839
矿产锌(元/吨)	14,186	10,447	10,588	11,764	11,764
矿产银(元/克)	2.29	2.48	3.22	3.89	4.52
铁精矿(元/吨)	588	619	619	619	619
冶炼金(元/克)	271	310	390	420	420
冶炼铜(元/吨)	43,499	41,700	42,035	45,133	45,133
冶炼锌(元/吨)	20,205	17,665	15,929	17,699	17,699

数据来源: 公司年报、Wind、广发证券发展研究中心

说明: 以上产品价格均不含增值税; 矿产铜的数据口径包含公司披露的矿山产阴极铜、矿山产电解铜和矿山产铜精矿, 价格采用加权平均法计算得出。

表2: 关键假设信息-成本假设

成本假设	2018	2019	2020E	2021E	2022E
矿产金(元/克)	173	173	170	168	165
矿产铜(元/吨)	17,694	20,749	19,500	19,000	18,500
矿产锌(元/吨)	4,917	6,478	6,600	6,600	6,600
矿产银(元/克)	1.73	1.42	1.42	1.42	1.42
铁精矿(元/吨)	170	192	170	170	170
冶炼金(元/克)	270	309	388	418	418
冶炼铜(元/吨)	41,958	40,356	40,564	43,553	43,553
冶炼锌(元/吨)	19,559	16,052	14,735	16,372	16,372

数据来源: 公司年报、Wind、广发证券发展研究中心

表3: 关键假设信息-销量假设

销量假设	2018	2019	2020E	2021E	2022E
矿产金(千克)	36,133	39,199	41,949	52,722	58,923
矿产铜(吨)	249,475	371,074	460,132	574,074	812,449
矿产锌(吨)	282,805	372,233	340,583	388,307	388,307
矿产银(千克)	220,801	265,196	278,700	278,700	278,700
铁精矿(吨)	2,467,700	2,996,300	2,493,346	2,493,346	2,493,346
冶炼金(千克)	205,478	260,446	260,000	260,000	260,000
冶炼铜(吨)	435,964	501,167	500,000	500,000	500,000
冶炼锌(吨)	182,591	228,622	250,000	250,000	250,000

数据来源: 公司年报、Wind、广发证券发展研究中心

表4: 紫金矿业主要铜矿产量假设 (单位: 吨)

矿山	权益	2018	2019	2020E	2021E	2022E
刚果(金)科卢韦齐铜矿	72%	53,235	84,286	117,597	112,597	112,597
多宝山铜矿	100%	39,775	71,107	102,328	103,478	103,478
紫金山铜矿	100%	76,631	77,715	84,997	85,577	86,156
阿舍勒铜矿	51%	44,528	43,611	44,897	44,897	44,897
卡莫阿铜矿	39.6%	-	-	-	21,584	71,948
Nevsun Timok 铜金矿	100%	-	-	-	78,233	153,188
驱龙铜矿	50.1%	-	-	2,309	19,238	131,085
塞尔维亚波尔铜矿	63%	42,227	43,550	53,700	55,500	56,130
Nevsun Bisha 铜锌矿	55%	18,480	17,640	21,024	18,900	18,900
珙春紫金曙光金铜矿	100%	15,182	16,525	14,850	14,850	14,850
矿产铜合计		248,577	369,857	460,132	574,074	812,449

数据来源: 公司年报、公司资产收购公告、广发证券发展研究中心

说明: 卡莫阿铜矿为权益产量; 矿产铜产量的数据口径包含公司披露的矿山产阴极铜、矿山产电解铜和矿山产铜精矿。

表5: 紫金矿业主要金矿产量假设 (单位: 千克)

矿山	权益	2018	2019	2020E	2021E	2022E
巴新波格拉金矿	47.5%	6,766	8,827	2,681	-	-
澳洲诺顿金田帕丁顿金矿	100%	4,262	5,748	5,957	5,957	5,957
泽拉夫尚吉劳、塔罗金矿	75%	4,567	5,723	6,191	6,191	6,191
紫金山金矿	100%	3,241	2,251	1,935	1,548	1,548
珙春紫金曙光金铜矿	100%	3,111	3,138	3,205	3,205	3,205
奥同克左岸金矿	60%	3,237	3,776	4,269	4,269	4,269
Nevsun Timok 铜金矿	100%	-	-	-	5,361	9,714
武里蒂卡金矿	68.766%	-	-	3,767	8,286	8,286
圭亚那金田	100%	3,715	3,872	1,152	3,600	3,600
矿产金合计		36,497	40,831	41,949	52,722	58,923

数据来源: 公司年报、公司资产收购公告、广发证券发展研究中心

表6: 紫金矿业主要锌矿产量假设 (单位: 吨)

矿山	权益	2018	2019	2020E	2021E	2022E
Nevsun Bisha 锌矿	55%	124,570	120,528	116,640	116,640	116,640
图瓦克兹尔-塔什特克多金属矿	70%	99,918	77,517	51,000	70,470	70,470
新疆紫金锌业乌拉根铅锌矿	100%	93,551	93,450	96,371	124,625	124,625
乌拉特后旗紫金铅锌矿	95%	74,435	74,953	66,300	66,300	66,300
锌矿产量合计		277,939	376,721	340,583	388,307	388,307

数据来源: 公司年报、公司资产收购公告、广发证券发展研究中心

表7: 紫金矿业可比公司PE估值情况可比 (市值统计截止2020.10.19收盘)

公司名称	公司代码	业务类型	股价 (元/股)	EPS (元/股)			PE估值水平		
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
山东黄金	600547.SH	黄金	26.12	0.42	0.62	0.81	96	42	32
中金黄金	600489.SH	黄金	10.13	0.05	0.21	0.31	217	48	33
江西铜业	600362.SH	铜	14.80	0.71	0.53	0.71	24	28	21
云南铜业	000878.SZ	铜	14.21	0.39	0.40	0.54	67	35	26
驰宏锌锗	600497.SH	铅锌	3.87	0.15	0.11	0.13	37	37	29
中金岭南	000060.SZ	铅锌	4.29	0.24	0.21	0.21	20	20	20

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 以上可比公司的盈利预测来自 Wind 一致预测。

风险提示:

- 1.新建项目进度低于预期。
- 2.疫情发展的不确定性或造成金属价格的大幅波动。
- 3.公司继续大额计提资产减值的风险。
- 4.公司部分海外矿山所在国政治、军事局面并不稳定, 存在受政局变化和军事行动影响的风险。
- 5.部分国家矿业政策和矿业税具有不确定性, 存在税费增加造成盈利下降的风险。
- 6.公司在多国经营矿山, 汇率波动造成汇兑损失的风险。

资产负债表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
流动资产	30,449	28,594	34,342	33,537	37,434	
货币资金	10,090	6,225	8,935	6,002	9,075	
应收及预付	2,429	2,267	2,666	2,966	3,100	
存货	12,670	14,887	17,354	19,038	19,654	
其他流动资产	5,260	5,215	5,387	5,530	5,605	
非流动资产	82,431	95,237	114,566	118,984	123,394	
长期股权投资	7,042	6,924	6,924	6,924	6,924	
固定资产	34,144	38,625	41,354	42,172	43,981	
在建工程	5,356	5,877	8,877	10,877	11,877	
无形资产	22,510	24,163	25,747	27,331	28,915	
其他长期资产	13,378	19,648	31,664	31,680	31,697	
资产总计	112,879	123,831	148,909	152,521	160,828	
流动负债	37,223	33,363	40,430	36,870	37,422	
短期借款	15,617	14,441	19,441	14,441	14,441	
应付及预收	4,701	4,803	5,599	6,142	6,341	
其他流动负债	16,905	14,119	15,390	16,287	16,640	
非流动负债	28,382	33,389	43,389	37,389	27,389	
长期借款	12,918	13,826	18,826	15,826	10,826	
应付债券	8,879	11,966	16,966	13,966	8,966	
其他非流动负债	6,585	7,596	7,596	7,596	7,596	
负债合计	65,606	66,751	83,819	74,259	64,810	
股本	2,303	2,538	2,538	2,538	2,538	
资本公积	11,095	18,690	18,690	18,690	18,690	
留存收益	23,501	25,325	31,956	43,355	58,884	
归属母公司股东权益	40,455	51,186	57,817	69,216	84,744	
少数股东权益	6,818	5,894	7,273	9,046	11,273	
负债和股东权益	112,879	123,831	148,909	152,521	160,828	

利润表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
营业收入	105,994	136,098	162,005	183,656	195,061	
营业成本	92,651	120,583	140,572	154,213	159,201	
营业税金及附加	1,599	1,874	2,231	2,529	2,686	
销售费用	887	574	684	775	823	
管理费用	2,965	3,689	4,392	4,979	5,288	
研发费用	274	476	567	643	683	
财务费用	1,254	1,467	1,974	2,044	1,618	
资产减值损失	1,500	368	-507	-478	-477	
公允价值变动收益	-136	-60	0	0	0	
投资净收益	1,061	34	41	46	49	
营业利润	6,181	7,242	11,438	18,403	24,719	
营业外收支	-51	-268	-400	-250	-250	
利润总额	6,130	6,974	11,038	18,153	24,469	
所得税	1,448	1,913	3,028	4,980	6,713	
净利润	4,683	5,061	8,010	13,173	17,756	
少数股东损益	589	777	1,379	1,774	2,227	
归属母公司净利润	4,094	4,284	6,631	11,399	15,529	
EBITDA	12,066	14,754	18,456	25,414	31,277	
EPS (元)	0.18	0.17	0.26	0.45	0.61	

现金流量表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金流	10,233	10,666	14,684	19,974	24,538	
净利润	4,683	5,061	8,010	13,173	17,756	
折旧摊销	4,449	5,853	4,896	4,896	4,896	
营运资金变动	-1,394	-2,376	-1,121	-897	-473	
其它	2,495	2,127	2,899	2,802	2,359	
投资活动现金流	-13,640	-14,103	-24,970	-9,818	-9,817	
资本支出	-7,445	-11,687	-13,011	-9,865	-9,867	
投资变动	-8,388	-1,768	-12,000	0	0	
其他	2,193	-648	41	46	49	
筹资活动现金流	7,655	-326	12,995	-13,089	-11,648	
银行借款	25,744	12,452	10,000	-8,000	-5,000	
股权融资	78	7,861	0	0	0	
其他	-18,167	-20,639	2,995	-5,089	-6,648	
现金净增加额	4,178	-3,847	2,710	-2,933	3,073	
期初现金余额	5,754	9,818	6,225	8,935	6,002	
期末现金余额	9,933	5,863	8,935	6,002	9,075	

主要财务比率

至 12 月 31 日	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	12.1%	28.4%	19.0%	13.4%	6.2%
营业利润增长	23.0%	17.2%	57.9%	60.9%	34.3%
归母净利润增长	16.7%	4.6%	54.8%	71.9%	36.2%
获利能力					
毛利率	12.6%	11.4%	13.2%	16.0%	18.4%
净利率	4.4%	3.7%	4.9%	7.2%	9.1%
ROE	10.1%	8.4%	11.5%	16.5%	18.3%
ROIC	6.2%	6.2%	7.8%	11.6%	14.0%
偿债能力					
资产负债率	58.1%	53.9%	56.3%	48.7%	40.3%
净负债比率	138.8%	116.9%	128.8%	94.9%	67.5%
流动比率	0.82	0.86	0.85	0.91	1.00
速动比率	0.43	0.37	0.38	0.35	0.43
营运能力					
总资产周转率	0.94	1.10	1.09	1.20	1.21
应收账款周转率	104.96	144.15	144.15	144.15	144.15
存货周转率	8.37	9.14	9.34	9.65	9.92
每股指标 (元)					
每股收益	0.18	0.17	0.26	0.45	0.61
每股经营现金流	4.44	4.20	5.79	7.87	9.67
每股净资产	1.76	2.02	2.28	2.73	3.34
估值比率					
P/E	18.79	27.19	25.56	14.87	10.92
P/B	1.90	2.28	2.93	2.45	2.00
EV/EBITDA	9.44	10.61	12.02	8.41	6.42

广发有色行业研究小组

巨国贤：首席分析师，材料学硕士，21年有色金属及新材料产业、上市公司研究经验。

宫帅：资深分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，4年有色金属行业工作经验。

陈先龙：研究助理，复旦大学-LUISS 大学国际商务双硕士，东北大学矿物加工本科，3年金属商品分析工作经验，曾任 CRU 中国首位电池金属材料分析师，2020年加入广发证券发展研究中心。

李超：研究助理，CPA，上海财经大学经济学硕士，曾任职于华创证券，4年有色金属行业研究经验，2020年8月加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。