

投资评级 优于大市 维持

卓越管理+优质资产，利润如期释放

股票数据

10月19日收盘价(元)	6.68
52周股价波动(元)	3.16-7.49
总股本/流通A股(百万股)	25377/19640
总市值/流通市值(百万元)	169520/169520

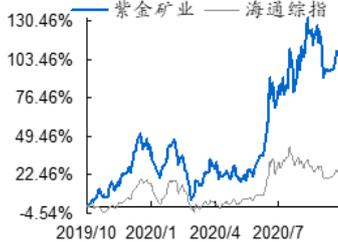
相关研究

《金价强劲业绩释放，优质项目蓄势待发》
2020.08.23

《收购中国最大铜矿，有色巨龙再出发》
2020.06.08

《海内外金矿启动扩产，波折不改龙头风范》
2020.04.29

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-5.0	2.8	24.9
相对涨幅(%)	-5.4	2.5	20.2

资料来源：海通证券研究所

分析师:施毅

Tel:(021)23219480

Email:sy8486@htsec.com

证书:S0850512070008

分析师:陈晓航

Tel:(021)23154392

Email:cxh11840@htsec.com

证书:S0850519090003

分析师:甘嘉尧

Tel:(021)23154394

Email:gjy11909@htsec.com

证书:S0850520010002

分析师:周慧琳

Tel:(021)23154399

Email:zhl11756@htsec.com

证书:S0850519090001

投资要点:

- **投资要点。**我们认为紫金矿业近3年各金属产量有望持续增长，未来海外高品位优质矿山将逐步投产，是国内少数有α逻辑的有色公司。随着全球流动性宽松，以及疫情后复工金、铜价格上涨，量价齐升致公司盈利增长。
- **公司2020年三季度净利润亮眼。**紫金矿业2020年三季度营业收入1304.3亿元，同比增长28%，归母净利润45.7亿元，同比增长52%。2020Q3单季度实现归母净利润21.5亿元，同比增长86.7%，环比增长55.8%，业绩亮眼。
- 公司前三季度扣非净利润为22.46亿元，同比增长105%；前三季度经营活动产生的现金流量净额高达99亿元，我们认为公司盈利质量较高。
- **金铜价格上涨显著拉动Q3净利润增长。**紫金矿业主要产品金、铜、锌、银价格在2020Q3单季度环比均有较高涨幅，其中白银环比上涨36.4%，金、铜、锌环比分别上涨7.8%，16.9%，15.3%，对业绩形成显著拉动。金属价格上涨大幅提升黄金毛利率，2020年前三季度公司黄金毛利率高达51.41%，较2019年同期的39.14%增加12.27个百分点。2020年前三季度矿山企业的综合毛利率为47.27%，同比上升3.7个百分点。
- **成本端整体控制较好，金属价格增长转化为毛利净增长。**从2020Q3单季度成本看，矿山产电解铜成本续降，从2020Q2单季的27583元/吨降至24995元/吨，环比下降9%，我们认为该成本下降显示紫金波尔铜业生产情况持续向好，早期较高的成本得到控制，盈利能力改善。公司矿山产金、银成本Q3单季有所上升，矿山产铜精矿及矿山产锌成本维持平稳。此外，铁精矿成本2020Q3单季环比下降10%，盈利能力再度提升。
- **波格拉金矿有望恢复经营。**根据世界矿业官方公众号，巴新总理马拉佩表示，紫金矿业和巴里克的合资公司BNL将继续运营波格拉(Porgera)金矿，原则上同意巴新在新的安排下获得主要股权，BNL将保留经营权，双方公平分享经济利益。
- **盈利预测与估值。**公司黄金、铜等金属资源储量居全球前列，我们预计公司2020-2022年EPS分别为0.25、0.39和0.53元/股，由于我们预计2021年公司卡莫阿铜矿和Timok上带矿将投产运营，公司净利润将迎来快速增长期，参考可比公司估值水平，给予2020年26-28倍PE估值，对应合理价值区间6.5-7.0元，给予“优于大市”评级。
- **风险提示。**项目建设进度不及预期。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	105994	136098	180589	206046	239099
(+/-)YoY(%)	12.1%	28.4%	32.7%	14.1%	16.0%
净利润(百万元)	4094	4284	6268	9883	13373
(+/-)YoY(%)	16.7%	4.6%	46.3%	57.7%	35.3%
全面摊薄EPS(元)	0.16	0.17	0.25	0.39	0.53
毛利率(%)	12.6%	11.4%	10.4%	12.1%	14.2%
净资产收益率(%)	10.4%	8.6%	11.6%	16.5%	19.8%

资料来源：公司年报(2018-2019)，海通证券研究所
备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS (倍)	PB (倍)
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2020E	2020E
000878	云南铜业	242	0.39	0.4	0.54	36.44	35.53	26.31	0.31	2.86
600547	山东黄金	1067	0.42	0.62	0.81	62.19	42.13	32.25	1.76	4.72
600362	江西铜业	416	0.71	0.53	0.71	20.85	27.92	20.85	0.18	0.99
000975	银泰黄金	294	0.44	0.49	0.6	24.09	21.63	17.67	4.58	3.17
	均值		0.49	0.51	0.67	35.89	31.80	24.27	1.71	2.94

注: 收盘价为 2020 年 10 月 19 日价格, EPS 为 Wind 一致预期;
资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 紫金矿业分业务盈利预测 (万元)

	2019	2020E	2021E	2022E
黄金板块				
销售收入	9245810	12106567	13448486	15014560
销售成本	8714558	11287234	12442162	13742300
毛利	531252	819334	1006324	1272259
毛利率	5.75%	6.77%	7.48%	8.47%
铜板块				
销售收入	3404176	3534499	4293632	5377040
销售成本	2792467	2932272	3313099	3824591
毛利	611709	602227	980532	1552449
毛利率	17.97%	17.04%	22.84%	28.87%
锌板块				
销售收入	792751	652332	638877	651714
销售成本	608129	523641	511903	521808
毛利	184622	128691	126974	129906
毛利率	23.29%	19.73%	19.87%	19.93%
白银板块				
销售收入	65847	76351	81146	87427
销售成本	37720	34932	35358	36281
毛利	28127	41419	45788	51146
毛利率	42.72%	54.25%	56.43%	58.50%
铁精矿板块				
销售收入	185577	184957	184553	193781
销售成本	57540	63744	60576	60576
毛利	128037	121213	123977	133205
毛利率	68.99%	65.54%	67.18%	68.74%
其他业务				
销售收入	3851598	4429337	5093738	5857799
销售成本	3618028	4163577	4788114	5506331
毛利	233570	265760	305624	351468
毛利率	4.00%	6.00%	6.00%	6.00%

资料来源: Wind, 海通证券研究所
备注: 不含内部抵消等

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	136098	180589	206046	239099
每股收益	0.17	0.25	0.39	0.53	营业成本	120583	161786	181033	205194
每股净资产	1.96	2.13	2.37	2.66	毛利率%	11.4%	10.4%	12.1%	14.2%
每股经营现金流	0.42	0.48	0.72	0.91	营业税金及附加	1874	2566	2898	3374
					营业税金率%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
价值评估 (倍)					营业费用	574	740	571	1093
P/E	27.19	27.04	17.15	12.68	营业费用率%	0.4%	0.4%	0.3%	0.5%
P/B	2.34	3.14	2.82	2.51	管理费用	3689	3991	4142	6001
P/S	0.12	0.09	0.08	0.07	管理费用率%	2.7%	2.2%	2.0%	2.5%
EV/EBITDA	3.51	3.63	2.37	1.59	EBIT	8901	10929	16723	22657
					财务费用	1467	1514	1359	1473
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.1%	0.8%	0.7%	0.6%
毛利率	11.4%	10.4%	12.1%	14.2%	资产减值损失	-368	120	0	300
净利润率	3.1%	3.5%	4.8%	5.6%	投资收益	34	200	50	50
净资产收益率	8.6%	11.6%	16.5%	19.8%	营业利润	7242	9824	15691	21203
资产回报率	3.5%	4.5%	6.9%	9.0%	营业外收支	-268	96	98	93
投资回报率	6.8%	8.0%	11.7%	15.5%	利润总额	6974	9920	15789	21296
盈利增长 (%)					EBITDA	14754	15986	22746	29491
营业收入增长率	28.4%	32.7%	14.1%	16.0%	所得税	1913	2595	4198	5632
EBIT 增长率	16.9%	22.8%	53.0%	35.5%	有效所得税率%	27.4%	26.2%	26.6%	26.4%
净利润增长率	4.6%	46.3%	57.7%	35.3%	少数股东损益	777	1057	1708	2292
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	4284	6268	9883	13373
资产负债率	54.4%	56.0%	52.2%	47.2%					
流动比率	0.8	0.7	0.8	1.0	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	0.3	0.3	0.4	0.4	货币资金	6225	11240	10832	10583
现金比率	0.2	0.2	0.2	0.2	应收账款及应收票据	944	1950	1976	2389
经营效率指标					存货	14887	19239	21247	24188
应收帐款周转天数	2.6	3.9	3.5	3.6	其它流动资产	5220	6760	7076	7737
存货周转天数	41.7	43.4	42.8	43.0	流动资产合计	27276	39188	41131	44898
总资产周转率	1.2	1.4	1.5	1.6	长期股权投资	6924	6924	6924	6924
固定资产周转率	3.7	4.6	5.1	5.9	固定资产	38625	39727	40363	40261
					在建工程	5877	9377	11877	13377
					无形资产	24163	24163	24163	24163
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	非流动资产合计	94882	99484	102620	104018
净利润	4284	6268	9883	13373	资产总计	122158	138673	143751	148916
少数股东损益	777	1057	1708	2292	短期借款	14441	29074	24674	17229
非现金支出	6287	5178	6023	7135	应付票据及应付账款	4803	6898	7524	8602
非经营收益	1693	1348	1441	1551	预收账款	0	0	0	0
营运资金变动	-2376	-1610	-657	-1234	其它流动负债	14119	17311	18379	20083
经营活动现金流	10666	12240	18397	23117	流动负债合计	33363	53283	50577	45913
资产	-11687	-9684	-9061	-8439	长期借款	13826	17126	17126	17126
投资	-1768	0	0	0	其它长期负债	19280	7314	7314	7314
其他	-648	200	50	50	非流动负债合计	33106	24440	24440	24440
投资活动现金流	-14103	-9484	-9011	-8389	负债总计	66469	77723	75017	70353
债权募资	-688	2666	-4399	-7446	实收资本	2538	2538	2538	2538
股权募资	7861	0	0	0	普通股股东权益	49795	53999	60076	67612
其他	-7499	-408	-5395	-7531	少数股东权益	5894	6950	8658	10950
融资活动现金流	-326	2259	-9795	-14977	负债和所有者权益合计	122158	138673	143751	148916
现金净流量	-3763	5015	-408	-249					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 19 日; (2) 以上各表均为简表
资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

施毅 有色金属行业
 陈晓航 有色金属行业
 甘嘉尧 有色金属行业
 周慧琳 钢铁行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：久立特材,方大特钢,赤峰黄金,赣锋锂业,博威合金,新钢股份,雅化集团,万顺新材,华菱钢铁,鄂尔多斯,紫金矿业,永兴材料,川能动力,沙钢股份,安宁股份,宝钢股份,中信特钢,太钢不锈,天华超净,华友钴业,四通新材,菲利华,南钢股份,银泰黄金,盛达资源,洛阳钼业,中矿资源

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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,未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。