

证券研究报告—动态报告

有色金属

有色金属冶炼

紫金矿业(601899)

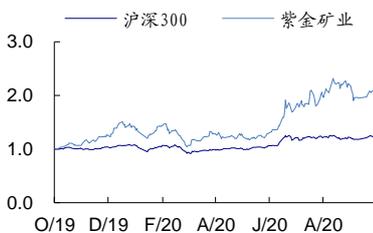
买入

2020年三季度报告点评

(维持评级)

2020年10月20日

一年该股与沪深300走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	25,377/25,377
总市值/流通(百万元)	169,520/131,197
上证综指/深圳成指	3,313/13,421
12个月最高/最低(元)	7.49/3.16

相关研究报告:

《紫金矿业-601899-2020年中报点评: Q2 利润超预期, 重大项目建设和资源并购齐头并进》——2020-08-24

《紫金矿业-601899-2020年第一季度报告点评: 业绩逆势增长, 产品组合展现出良好的抗风险能力》——2020-04-30

证券分析师: 刘孟茜

电话: 010-88005312  
E-MAIL: liumengluan@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040001

证券分析师: 杨耀洪

电话: 021-60933161  
E-MAIL: yangyaohong@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040005

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

三季度业绩大超预期, 上调全年预测

● 前三季度净利润增速约 52%, 三季度净利润增速约 87%

公司前三季度实现营收 1304 亿元, 同比增长 28%, 实现归母净利润 45.72 亿元, 同比增长 52.12%。Q2 单季度实现营收 473 亿元, 同比增长 37%, 环比增长 0.66%; 归母净利润 21.51 亿元, 同比增长 86.65%, 环比增长 55.71%。

公司 Q3 单季度业绩大超预期主要是由于核心商品价格在三季度始终保持高位, 所以三季度均价环比二季度有明显提升, LME 铜均价 2020Q3/Q4 分别是 5390/6519 美元/吨, 环比提升 21%; Comex 黄金均价 2020Q3/Q4 分别是 1728/1917 美元/盎司, 环比提升 11%; 沪锌均价 2020Q3/Q4 分别是 16331/18967 元/吨, 环比提升 16%。

● 前三季度矿产铜增量可观, 全年产量将大幅超过年初的指引

公司前三季度生产矿产金 29.46 吨, 同比基本持平, 这还是波格拉金矿矿权延续受阻停产情况下取得的成绩; 矿产铜 34.53 万吨, 同比增长 30.69%; 矿产锌 24.40 万吨, 同比下降 12.49%, 锌产量同比出现下滑主要是俄罗斯图瓦龙兴公司露采转地采, 品位下降损失了部分的产量。另外公司前三季度综合毛利率为 11.48%; 其中矿山企业综合毛利率为 47.2%, 同比上升 3.7 个百分点。公司矿产铜增量可观, 年初制定的全年产量规划是 41 万吨, 前三季度已经完成全年产量规划的 84%, 预计全年将大幅超过年初的指引。

公司在建项目众多, 其中陇南紫金已有的 6000t/d 采选系统目前已全面复产; 西藏巨龙铜业正在加快推动知不拉铜多金属项目投产; 圭亚那已经于 8 月 25 日完成交割; 武里蒂卡金矿进入试产试车阶段; 卡库拉选厂计划于 2021 年第三季度生产首批铜精矿。

● 风险提示: 项目建设进度不达预期, 矿产品产销量不达预期。

● 投资建议: 维持“买入”评级。

预计公司 2020-2022 年营业收入为 1713/1910/1966 亿元, 同比增速 25.9/11.5/2.9%, 归母净利润为 65.06/88.91/104.28 亿元, 同比增速 51.9/36.7/17.3%; 摊薄 EPS 为 0.26/0.35/0.41 元, 当前股价对应 PE 为 26/19/16X。公司是国内有色上市公司核心标的, 矿产资源储量丰富, 国际化进程不断加快, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	105,994	136,098	171,331	190,967	196,559
(+/-%)	12.1%	28.4%	25.9%	11.5%	2.9%
净利润(百万元)	4094	4284	6506	8891	10428
(+/-%)	16.7%	4.6%	51.9%	36.7%	17.3%
摊薄每股收益(元)	0.18	0.17	0.26	0.35	0.41
EBIT Margin	7.4%	6.9%	7.9%	9.2%	10.3%
净资产收益率(ROE)	10.1%	8.4%	11.7%	14.3%	15.1%
市盈率(PE)	37.6	39.6	26.1	19.1	16.3
EV/EBITDA	18.1	16.0	12.9	10.7	9.6
市净率(PB)	3.80	3.31	3.04	2.74	2.45

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

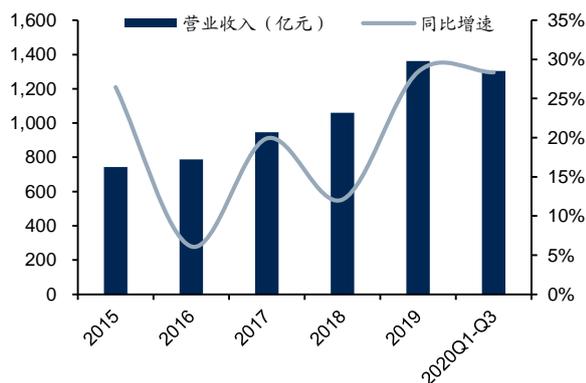
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

### Q3 单季度净利润大超预期，矿山综合毛利率大幅提升

公司发布 2020 年第三季度报告，前三季度实现营业收入 1304 亿元，同比增长 28.34%；实现归母净利润 45.72 亿元，同比增长 52.12%；实现扣非归母净利润 46.66 亿元，同比增长 69.46%。Q3 单季度实现营业收入 473 亿元，同比增长 37.36%，环比增长 0.66%，实现归母净利润 21.51 亿元，同比增长 86.65%，环比增长 55.71%；实现扣非归母净利润 22.46 亿元，同比增长 104.84%，环比增长 26.94%。

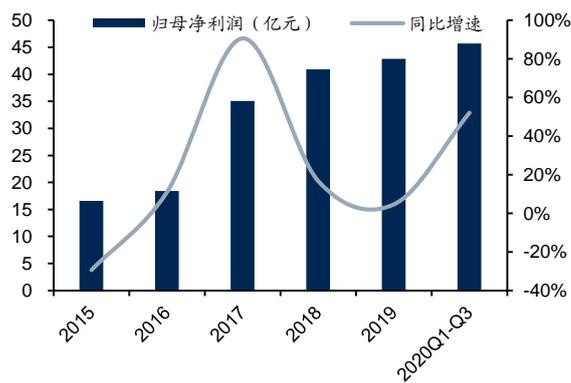
公司 Q3 单季度业绩大幅超出市场预期，主要是由于核心商品价格在经历过 3 月份海外金融市场发生严重的流动性风险之后快速抬升，三季度价格始终保持在高位，所以三季度均价环比二季度有明显提升，其中 LME 铜均价 2019Q3/Q4/2020Q1/Q2/Q3 分别是 5823/5945/5648/5390/6519 美元/吨，2020Q3 单季度环比增长 20.94%；Comex 黄金均价 2019Q3/Q4/2020Q1/Q2/Q3 分别是 1481/1485/1588/1728/1917 美元/盎司，2020Q3 单季度环比增长 10.96%；沪锌均价 2019Q3/Q4/2020Q1/Q2/Q3 分别是 19032/18392/16754/16331/18967 元/吨，2020Q3 单季度环比增长 16.14%。全球流动性极度宽松背景下，大宗商品价格快速回暖并维持高位震荡，给公司利润带来极大的弹性。

图 1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）

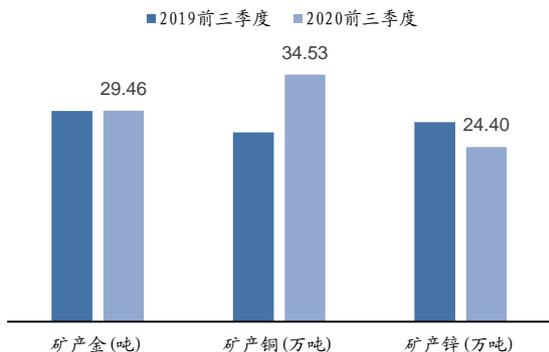


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

金、铜、锌是公司核心矿种，公司拥有雄厚的资源基础，半年报数据显示公司拥有超过 2000 吨黄金、超过 6200 万吨铜和约 1000 万吨锌（铅）资源。产量方面，今年前三季度生产矿产金 29.46 吨，同比基本持平，这还是波格拉金矿矿权延续受阻停产情况下取得的成绩；生产矿产铜 34.53 万吨，同比增长 30.69%；生产矿产锌 24.40 万吨，同比下降 12.49%，矿产锌的产量同比出现下滑主要是俄罗斯图瓦龙兴公司露采转地采，品位下降损失了部分的产量。Q3 单季度生产矿产金 9.23 吨，环比略有下滑；矿产铜 11.46 万吨，环比也是略有下滑；矿产锌 8.49 万吨，季度环比增长约 16%。

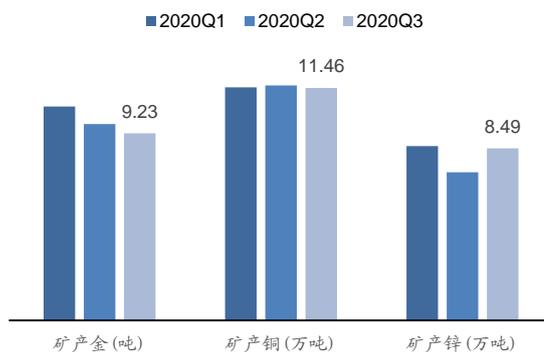
公司在 2019 年年报当中对于 2020 年全年产量规划是：矿产金 44 吨，矿产铜 41 万吨，矿产锌 40 万吨。按照前三季度的产量数据来看，矿产金由于波格拉金矿停产的影响只能是争取完成将近 40 吨的产量；而矿产铜前三季度已经完成全年产量规划的 84%，预计全年产量能大幅超过年初的指引；矿产锌前三季度只完成了全年产量规划的 61%，疫情导致俄罗斯图瓦龙兴公司地采项目的验收有所推迟，所以全年很难完成年初的规划。

图 3：公司 2020 年前三季度核心矿产品累计产量数据



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

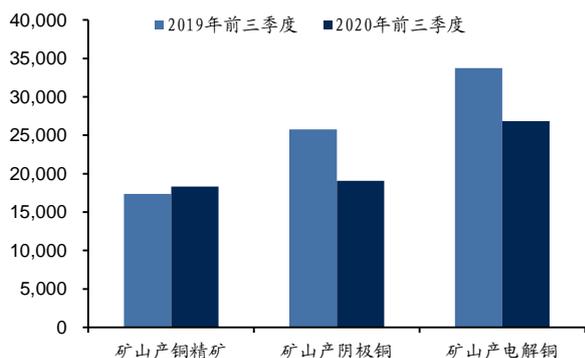
图 4：公司 2020 年前三季度核心矿产品分季度产量数据



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

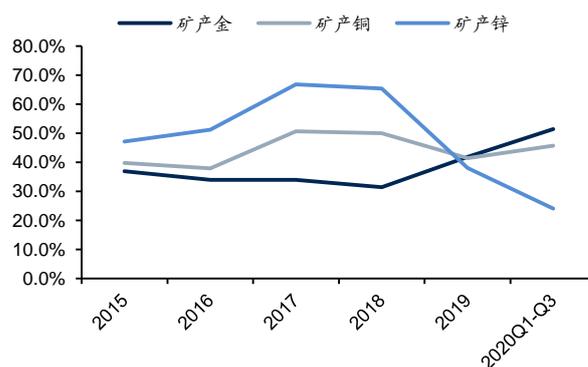
成本方面，公司 2020 年前三季度矿产金单位销售成本 176 元/克，同比还略有下降。矿产铜加权平均单位销售成本 19424 元/吨，同比减少 4.66%，其中矿山产铜精矿单位销售成本有所增长，由去年的 17372 元/吨增至今年的 18317 元/吨，同比增加 5.44%；而矿山产阴极铜和电解铜成本均明显下降：矿山产阴极铜单位销售成本由去年的 25770 元/吨降至今年的 19090 元/吨，这主要是由于刚果金科卢韦齐湿法系统 2019 年上半年投产，公司阴极铜产量增加使得单位成本下降；矿山产电解铜单位销售成本由去年的 33754 元/吨降至今年的 26845 元/吨，这表明公司子公司塞尔维亚紫金波尔铜业在降本增效方面取得良好成果，紫金波尔是在 2018 年底完成并购的，紫金矿业入主之后紫金波尔在 2019 年迅速实现扭亏为盈，公司正在加快紫金波尔铜矿技改扩建项目，技改扩建之后矿山年产铜金属将达到 12 万吨。另外，公司矿产锌成本增长较为明显，单位销售成本 6558 元/吨，同比增长将近 10%。

图 5：公司矿产铜单位销售成本拆分 (元/吨)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：公司核心矿产品毛利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

综上所述，从毛利率的角度来看，公司 2020 年前三季度综合毛利率为 11.48%，同比上升 0.14 个百分点；矿山企业的综合毛利率为 47.2%，同比上升 3.7 个百分点，其中矿产金毛利率 51.41%，矿产铜毛利率 45.71%，矿产锌毛利率 24.02%。公司金、铜两块核心业务都呈现出量价齐升的格局。

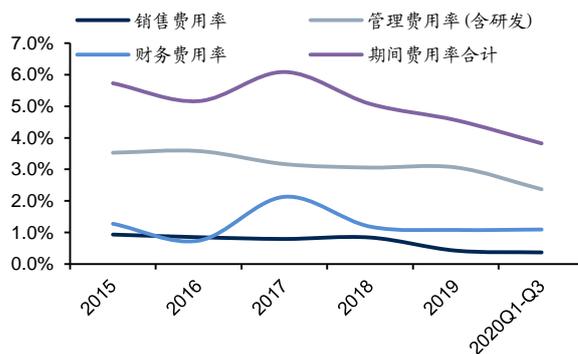
财务数据方面，公司今年三季度末资产负债率 59.54%，相较于 2019 年年末提升 5.63 个百分点。费用方面，公司今年前三季度销售费用 3.3 亿元，同比减少将近 50%，主要是期间内部分运输费用计入营业成本；管理费用（含研发）30.87 亿元，同比增加 1.15%，主要由于研发支出增加；财务费用 14.24 亿元，同比增加 22.68%，主要是汇兑损失增加所致。公司今年前三季度期间费用率合计 3.82%，整体进一步下降。

图 7：公司资产负债率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：公司期间费用率变化情况



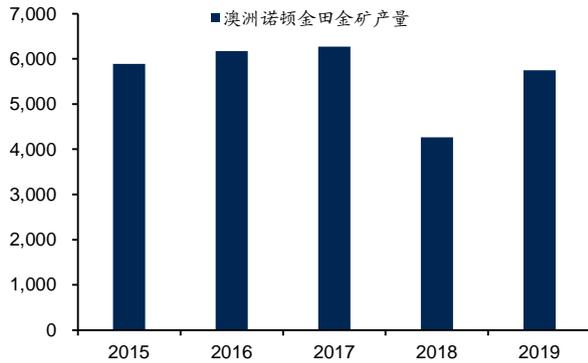
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### 重大建设项目有序推进，重大并购培育资源优势

今年上半年，公司发布《关于陇南紫金、诺顿金田黄金扩产计划的公告》。陇南紫金的李坝金矿 2017 年因为证照的缘故停产，终于在 2020 年 4 月 26 日重新取得采矿权证，生产规模 330 万吨/年。公司官网近日发布 10 月 12 日陇南紫金李坝金矿 10000t/d 采选工程（露天采矿工程）安全设施设计正式获得国家应急管理部审查批复，已有的 6000t/d 采选系统目前已全面复产。同时，陇南紫金有序实施 4000t/d 选矿系统项目建设，力争年底能实现 10000t/d 选矿系统建成投产。项目总投资约为 10 亿元，前期露天开采，后期地下开采，露天开采生产期 8 年，达产期年均产精矿含金约 5.5 吨；地下开采生产期 20 年，年均产精矿含金约 1.8 吨。截止 2019 年底，陇南紫金保有黄金资源储量为 172 吨，平均品位 1.99 克/吨。

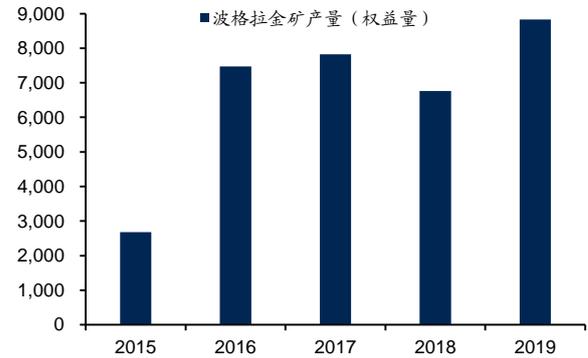
另外公司董事会同意对全资子公司诺顿金田难处理和低品位金矿项目进行内部立项，项目总投资 5.52 亿澳元，约合人民币 25.2 亿元。其中，GS 难处理项目是在现帕丁顿选厂基础上进行改造，新增建设规模 150 万吨/年，并能增强矿石加工适应性，预计 2021 年 7 月建成投产，使帕丁顿选厂的黄金产量保持在 5-6 吨；Binduli 低品位 1,500 万吨/年堆浸项目将分期建设，首期 Binduli 北区工程预计 2022 年 3 月建成投产，项目建设全部完成后，达产最高年份可生产黄金约 7 吨。截止 2019 年底，诺顿金田保有黄金资源储量为 342 吨，平均品位 1.27 克/吨。紫金矿业在 2012 年收购诺顿金田 89.15% 的权益，在 2015 年获得诺顿金田 100% 权益，这是中国企业成功收购海外在产大型金矿的首例，2019 年帕丁顿金矿产金 5.75 吨。

图 9: 诺顿金田金矿产量 (KG)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 10: 波格拉金矿金矿产量 (KG)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

巴新政府于 4 月 24 日发布新闻, 决定不批准波格拉金矿特别采矿权延期申请。紫金矿业旗下的合资公司巴理克(新几内亚)有限公司(简称“BNL”, 紫金矿业和巴理克黄金分别持有 50% 股权)持有巴新恩加省波格拉金矿项目 95% 权益。波格拉金矿的采矿权于 2019 年 8 月到期, 但是 BNL 认为巴新政府做出不授予波格拉金矿采矿权延期的决定没有经过正当程序并且违反了巴新政府对 BNL 的法律义务, 而且矿山所在区域的绝大多数民众和土地主支持采矿权证延期。BNL 于 2020 年 7 月 9 日向世界银行下属的国际投资争端解决中心(简称 ICSID), 就巴新政府拒绝波格拉金矿特别采矿权延期申请事宜, 提请启动 ICSID 调解程序。BNL 希望通过本次 ICSID 调解程序, 与巴新的利益相关方达成公平合理的延期协议。紫金矿业在 2015 年出资 2.98 亿元收购 BNL 50% 股权, 每年按权益归属公司的黄金产量约为 8 吨, 所以波格拉金矿的停产对公司黄金产量将产生比较大的影响。但是近日情况出现变化, 巴新总理詹姆斯·马拉佩表示 BNL 将继续运营波格拉金矿, 詹姆斯·马拉佩在一份联合新闻稿中说: “我们已经原则上同意, 巴新将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。” 事件进展有待公司公告进一步披露。

公司于 6 月 8 日发布公告, 将收购西藏巨龙铜业 50.1% 的股权, 将实现对对中国最大斑岩型铜矿主导开发, 项目铜金属量约 1,040 万吨@0.41%, 同时斑岩体中还存在大量低品位铜钼资源, 该项目目前已经完成收购。巨龙铜业拥有驱龙铜多金属矿、荣木错拉铜多金属矿和知不拉铜多金属矿。截至 2019 年底驱龙铜多金属矿(含荣木错拉)已完成投资 74 亿元, 选矿厂完成 65%, 尾矿库及附属工程完成 90%, 经过公司对驱龙铜多金属矿(含荣木错拉)采选工程尽职调查核实, 项目一期建设总投资 146 亿元, 后续建设仍需投资 72 亿元。项目一期按原设计规模日处理 10+5 万吨建设, 争取在原已经批准 10 万吨规模基础上扩建到 15 万吨规模, 计划 2021 年年底投产, 运行 8 年, 首期开采利用矿石量 8.47 亿吨, Cu0.42%, Mo0.022%, 剥采比 0.26t/t, 建成后年产铜 16.5 万吨, 钼 0.62 万吨。项目二期按日处理 30 万吨建设, 需增建二系列 15 万吨规模选矿厂及尾矿库等设施, 将于一期项目投产后第 7、8 年开始建设。另外知不拉铜多金属矿项目采选工程已基本建成并进行试生产, 尾矿库建成后即可投产。经公司研究调整, 项目投产后上部露采规模 6,000t/d, 前 8 年为露采, 年产铜 2.35 万吨; 下部地采规模 3,000t/d, 服务期为第 9~15 年。公司将加快推动已基本建成的知不拉铜多金属矿项目的投产运行, 快速产生现金流和利润。

公司于 6 月 11 日与圭那亚金田签署《安排协议》, 将以每股 1.85 加元、合计约 3.23 亿加元(人民币 16.99 亿元)的价格收购圭亚那金田 100% 股权。圭亚那

金田的核心资产为 Aurora 金矿 100%权益，根据 NI43-101 报告，Aurora 金矿拥有探明+控制的金资源量 118.69 吨，平均品位 3.15g/t，推断的金资源量 59.13 吨，平均品位 2.28g/t。Aurora 金矿为在产矿山，开采条件好，选冶工艺简单，具备超过 7,000 吨/天的产能，于 2016 年实现商业化生产，2016-2019 年黄金产量分别为 4.7 吨、5 吨、4.8 吨及 3.87 吨。Aurora 矿山自投产以来都是露天开采，根据规划将从 2021 年转入地下开采。圭亚那项目已于 2020 年 8 月 25 日完成交割。

**2020 年为“项目建设年”，未来增量可观。**作为大型跨国矿业集团，公司目前在 14 个省（区）和海外 12 个国家拥有重要矿业投资项目，海外在建项目以自主设计建设为主，主要包括：

- 1) 新并购哥伦比亚武里蒂卡金矿已进入试产试车阶段。项目第一期服务年限 14 年，年均产金 7.8 吨，产银 14.5 吨，其中前 5 年年均产金 8.8 吨，产银 15.4 吨，项目生产全维持成本约为 492 美元/盎司，折合人民币 121.5 元/克，如果考虑前期建设费用，则全维持成本约为 604 美元/盎司，折合人民币 149 元/克。哥伦比亚武里蒂卡金矿为世界级高品位大型金矿，拥有黄金资源量 353 吨，平均品位 9.3 克/吨，银 1,469 吨，平均品位 38.8 克/吨。公司三季报产销量数据包含武里蒂卡金矿基建及试生产期产销量，其中矿产金精矿产量 783 千克，销量 467 千克；矿产银产量 1565 千克，销量 1005 千克。
- 2) Nevsun 持有的塞尔维亚 Timok 铜精矿上带矿的建设，Timok 上带矿铜平均品位为 2.71%，铜金属量为 121.89 万吨，金平均品位为 1.70 克/吨，金金属量为 76.17 吨。项目采选规模为 330 万吨/年，预计在 2021 年二季度末投产，达产后年产铜金属约 7.96 万吨，金金属约 2 吨；
- 3) 刚果（金）卡莫阿-卡库拉铜矿首期建设 600 万吨/年的采选项目，项目前 5 年铜金属平均年产量为 24.6 万吨，现金成本为 0.45 美元/磅，总成本 1.08 美元/磅，第四年铜产量可达 38.5 万吨。公司官网近日发布了项目建设最新进展：卡库拉矿山多个地下巷道已掘进高品位矿区，铜矿品位 5-8%，项目地表矿堆已储备矿石 80.3 万吨。卡库拉矿山正加快南北运输通道贯通，预计 11 月完成，贯通后将显著提升高品位矿段采掘效率。卡库拉矿山还将实施矿床中心高品位分层充填采矿，以进一步提升高品位矿石采掘量，争取实现从地下直接运送高品位矿石到选矿厂。卡库拉选厂施工进展顺利，土木工程已接近完成，机械设备搭建和安装有序推进。卡库拉选厂计划于 2021 年第三季度生产首批铜精矿，预期成为全球品位最高的大型铜矿，初始年处理矿量 380 万吨，投产后前 5 年平均给矿铜品位约 6.0% 以上。卡库拉是卡莫阿-卡库拉项目 400 平方公里开采许可范围内，规划的多个高品位矿区中的首产矿山。卡库拉矿山将全面使用清洁、可再生水电，力争成为全球每单位铜的温室气体排放量最低的矿山之一。

**铜价：供需紧平衡，宏观环境决定铜价上行高度**

**疫情影响全球供应链，国内铜精矿仍然趋紧。**智利和秘鲁是全球两个最大的铜矿生产国，铜矿产量合计在全球产量占比超过 50%。疫情在这两个国家的蔓延也引发市场对铜矿供应的担忧。截止至 10 月 19 日，智利累计确诊约 49.33 万人；截止至 10 月 17 日，秘鲁累计确诊约 86.87 万人。根据 Wood Mackenzie 统计，仅上半年全球受疫情影响铜矿减量至少 49 万吨，其中智利、秘鲁两个主要产铜国就占 61%。上半年因疫情造成的矿山干扰率为 2.3%，其他原因造成的干扰率为 0.8%，如果按历史平均干扰率 5% 计算，则仅剩 1.9% 的干扰率空

间。由于疫情没能得到有效控制，8月份以来国外二次疫情爆发，秘鲁、智利相继宣布进入新一轮的国家紧急状态，可能导致在产项目和新投项目持续受到影响，矿山干扰率可能进一步增加，超过历史平均干扰率，并影响今后两年的矿山投产进度。

**表 1: 疫情影响 2020 年精矿产量 (万吨)**

国家	原预测产量	疫情干扰	现预测产量	疫情干扰占比
智利	594	11	582	0.5%
秘鲁	231	19	212	0.9%
中国	172	0	172	0.0%
刚果金	155	1	154	0.1%
美国	140	2	138	0.1%
赞比亚	97	1	97	0.0%
澳大利亚	86	2	84	0.1%
俄罗斯	86	0	86	0.0%
墨西哥	77	0	77	0.0%
哈萨克斯坦	65	0	65	0.0%
加拿大	58	2	56	0.1%
印尼	49	0	49	0.0%
波兰	44	0	44	0.0%
巴西	39	1	38	0.1%
伊朗	34	0	34	0.0%
蒙古	31	0	31	0.0%
巴拿马	30	7	22	0.3%
西班牙	17	0	16	0.0%
缅甸	15	0	15	0.0%
土耳其	12	0	12	0.0%
其他	132	2	130	0.1%
总计	2161	49	2112	2.3%

资料来源: Wood Mackenzie、国信证券经济研究所整理

需求来看，国内经济活动全面复苏之后，国内铜材开工率保持高位，短期进入消费旺季有望再度开启去库周期。受到疫情影响，上期所的显性库存在3月13日达到了高点，约38万吨，而随着国内需求的复苏，库存快速消耗，最低在6月24日降至10万吨左右，这表明国内需求强劲，尤其是在国家电网、新基建等方面的铜终端需求。而7-8月份进入消费淡季精铜库存有所反弹，但是马上进入“金九银十”消费旺季，重新回到去库阶段，预计下半年精铜库存会维持在低位，对价格形成支撑。

从全球供需平衡表来看，最差的时间点出现在今年Q1和Q2。目前全球流动性宽松格局短期内不会改变，欧美国家复产复工逻辑也会逐步验证，今年下半年全球精铜供需平衡表有望实现逆转，预计铜价中枢也会稳步的抬升，综上我们对后市铜价持有谨慎偏乐观的态度。

**表 2: 全球精铜供需平衡表 (万吨金属量)**

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2019	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2020
生产量	578	584	591	598	2351	565	571	586	589	2311
消费量	529	606	619	607	2361	492	582	618	602	2294
供需平衡	49	-22	-28	-9	-10	73	-11	-32	-12	17

资料来源: Wood Mackenzie 2020, 国信证券经济研究所整理

**金价: 市场静待美国新一轮财政刺激政策推出, 以及即将到来的美国大选**

我们的分析框架是以黄金价格与美元实际利率呈现明显的负相关关系为基础的。目前市场对名义利率长期保持低位的预期非常一致，特别是全球疫情迎来二次

爆发的情况下货币政策远没有到转向的时间点，所以对金价的交易实际上是对通胀预期的交易。美国正在进一步谈判推出新一轮的财政刺激方案，特朗普和拜登在刺激政策的规模上有分歧，但无论是 1.8 万亿还是 2.2 万亿美元，方案迟早会落地，有望进一步刺激通胀上行。另外，鲍威尔在 8 月一场主题演讲中表示未来美联储将采取“平均通胀目标”政策，将会允许通胀在一定时间内适度超过 2% 目标，这被认为是美联储自 2012 年以来对货币政策框架进行的最大一次调整，表明美联储基准利率位于零附近且不再下调的情况下，淡化对通胀水平的容忍度，使得实际利率水平继续下降的概率偏大。但是短期美国 10 年期国债收益率也处于盘整的态势，预计金价继续维持震荡，密切关注即将举行的美国大选。

**投资建议：维持“买入”评级。**预计公司 2020-2022 年收入为 1713/1910/1966 亿元，同比增速 25.9/11.5/2.9%，归母净利润为 65.06/88.91/104.28 亿元，同比增速 51.9/36.7/17.3%；摊薄 EPS=0.26/0.35/0.41 元，当前股价对应 PE=26/19/16x。公司是国内有色上市公司核心标的，矿产资源储量丰富，国际化进程不断加快，维持“买入”评级。

**表 3：可比公司估值表**

代码	公司简称	股价 201019	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (19A)	PEG (20E)	投资 评级
				19A	20E	21E	22E	19A	20E	21E	22E			
601899	紫金矿业	6.68	1585	0.17	0.26	0.35	0.41	39.6	26.1	19.1	16.3	8.4	12.9	买入
600547	山东黄金	26.12	1067	0.42	0.92	1.11	1.31	62.2	28.4	23.5	19.9	5.6	21.9	买入
000878	云南铜业	14.21	242	0.39	0.39	0.78	0.98	36.1	36.5	18.3	14.5	8.0	-1202.5	买入
000975	银泰黄金	10.60	294	0.44	0.49	0.60	0.66	24.1	21.9	17.8	16.1	9.6	101.2	NA
600362	江西铜业	14.80	416	0.71	0.53	0.71	0.88	20.8	27.8	20.8	16.8	4.7	-59.1	NA

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：银泰黄金和江西铜业业绩来自 Wind 一致预测。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	6225	7115	10616	16003	营业收入	136098	171331	190967	196559
应收款项	1825	2298	2561	2636	营业成本	120583	150491	165643	168377
存货净额	14887	18813	20758	21112	营业税金及附加	1874	2438	2718	2797
其他流动资产	4013	5052	5631	5796	销售费用	574	630	702	723
<b>流动资产合计</b>	<b>28594</b>	<b>34922</b>	<b>41210</b>	<b>47191</b>	管理费用	3689	5117	5286	5398
固定资产	44502	46986	49592	52194	财务费用	1467	1918	1986	2005
无形资产及其他	24163	23196	22230	21263	投资收益	34	(73)	50	50
投资性房地产	19648	19648	19648	19648	资产减值及公允价值变动	309	(537)	(400)	(400)
长期股权投资	6924	6924	6924	6924	其他收入	(1012)	1219	1167	1167
<b>资产总计</b>	<b>123831</b>	<b>131677</b>	<b>139605</b>	<b>147220</b>	营业利润	7242	11344	15449	18075
短期借款及交易性金融负债	20210	20000	20000	20000	营业外净收支	(268)	(515)	(250)	(250)
应付款项	4803	6070	6697	6811	<b>利润总额</b>	<b>6974</b>	<b>10829</b>	<b>15199</b>	<b>17825</b>
其他流动负债	8350	10585	11661	11863	所得税费用	1913	2492	3800	4456
<b>流动负债合计</b>	<b>33363</b>	<b>36654</b>	<b>38359</b>	<b>38675</b>	少数股东损益	777	1831	2508	2941
长期借款及应付债券	25793	25793	25793	25793	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4284</b>	<b>6506</b>	<b>8891</b>	<b>10428</b>
其他长期负债	7596	7596	7596	7596					
<b>长期负债合计</b>	<b>33389</b>	<b>33389</b>	<b>33389</b>	<b>33389</b>					
<b>负债合计</b>	<b>66751</b>	<b>70043</b>	<b>71747</b>	<b>72064</b>					
少数股东权益	5894	5894	5894	5894					
股东权益	51186	55740	61964	69263					
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>123831</b>	<b>131677</b>	<b>139605</b>	<b>147220</b>					

现金流量表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	4284	6506	8891	10428
资产减值准备	(1066)	51	38	33
折旧摊销	5404	4894	4922	4932
公允价值变动损失	(309)	537	400	400
财务费用	1467	1918	1986	2005
营运资本变动	(6532)	(1885)	(1045)	(245)
其它	847	(51)	(38)	(33)
<b>经营活动现金流</b>	<b>2629</b>	<b>10051</b>	<b>13169</b>	<b>15515</b>
资本开支	(8797)	(7000)	(7000)	(7000)
其它投资现金流	(550)	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(9229)</b>	<b>(7000)</b>	<b>(7000)</b>	<b>(7000)</b>
权益性融资	7861	0	0	0
负债净变化	908	0	0	0
支付股利、利息	(5491)	(1952)	(2667)	(3128)
其它融资现金流	4040	(210)	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>2736</b>	<b>(2161)</b>	<b>(2667)</b>	<b>(3128)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>(3865)</b>	<b>890</b>	<b>3501</b>	<b>5387</b>
货币资金的期初余额	10090	6225	7115	10616
货币资金的期末余额	6225	7115	10616	16003
企业自由现金流	(3119)	6494	10066	12860
权益自由现金流	1829	4830	8694	11571

关键财务与估值指标				
	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.17	0.26	0.35	0.41
每股红利	0.22	0.08	0.11	0.12
每股净资产	2.02	2.20	2.44	2.73
ROIC	8%	11%	13%	15%
ROE	8%	12%	14%	15%
毛利率	11%	12%	13%	14%
EBIT Margin	7%	8%	9%	10%
EBITDA Margin	11%	11%	12%	13%
收入增长	28%	26%	11%	3%
净利润增长率	5%	52%	37%	17%
资产负债率	59%	58%	56%	53%
息率	3.2%	1.2%	1.6%	1.8%
P/E	39.6	26.1	19.1	16.3
P/B	3.3	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA	16.0	12.9	10.7	9.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032