

紫金矿业 (601899)

证券研究报告

2019年12月04日

收购即投产高品位金矿，黄金业务再突破

事件：公司拟以 5.5 加元/股支付现金收购大陆黄金现有全部已发行股份 2.03 亿股和待稀释股份，扣除有关权益类行权价后，公司实际收购大陆黄金 100%股权的总对价约为 13.3 亿加元。预计协议签定后 4 个月内完成交割。

收购即投产高品位金矿，大幅提高黄金业务比重。大陆黄金核心资产是位于哥伦比亚武里蒂卡金矿项目 100%权益，探明+控制级别的金资源量 165.47 吨、银 653.17 吨，平均品位分别为 10.32g/t, 40.76g/t；推断的资源量黄金 187.24 吨，银 815.53 吨，平均品位分别为 8.56g/t, 37.28 g/t。第一期服务年限为 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）。此次收购完成后公司黄金资源储量将超过 2000 吨，增加矿山黄金产量约 20%（达产后），大幅提高公司黄金板块业务。

短期财务费用或吞噬利润，达产后有望大幅提升盈利能力。该项目优势主要为高品位成本低（如考虑前期建设费用，则全维持成本为 604 美元/盎司），且投产在即，预计 2020 年 Q1 建成投产。按照 1400 美元/盎司假设，达产年化有望带来接近 1.9 亿美元毛利，大幅提升盈利能力。目前收购费用和标的公司合计拥有 5.87 亿美元负债，短期可能带来 2-3 亿元/年的财务费用增加，有望在收购后部分置换债务得到改善。

并购优势有望持续彰显。武里蒂卡金矿深部外围较好的找矿前景，标的公司还在安第斯成矿带中拥有采矿权 13 宗，探矿权 12 宗，此次收购矿山有望再现卡莫阿并购优势，伴随勘探不断增储摊薄收购成本。

海外布局持续发力，三年实现跨越式。公司坚持资源战略布局，提升公司核心竞争力和国际行业地位，高品质项目持续带来现金流改善和盈利增长。公司公告未来三年产量，到 2022 年公司矿产金、锌、铜、银、铁精矿分别达到 49-54 吨、38-42 万吨，67-74 万吨、242-269 吨，299-332 万吨，其中矿铜复合增长率达到 21.9-26%。公司逆周期扩张，科卢韦齐铜矿、多宝山铜矿逐渐达产，2018 年收购的 RTB-Bor 铜矿的技改扩建（远期 12 万吨），收购的塞尔维亚 Timok 铜（金）矿、刚果（金）卡莫阿-卡库拉铜矿都有形成世界级矿山的资源条件，其高品位将实现高效益，有望 2021 年投产并实现设计产能的 30%，2022 年实现设计产能的 70%，2023 年达产。海外布局持续发力，有望实现跨越式发展真正跃居全球资源龙头。

盈利预测与评级：考虑收购完成前我们预计公司 2019-2021 年归母净利润为 42.2、48.5、66.1 亿元，对应公开发行后股本为 0.17 元/股、0.19 元/股、0.26 元/股，对应当前收盘价 PE 为 22.7、19.7、14.5 倍，假设到 2022 年标的黄金矿完全达产，公司未来三年归母净利润符合增速或超 30%，维持买入评级。

风险提示：交割审批风险，置换债务受阻带来财务费用大幅增长风险，金银价格大幅下跌风险。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	94,548.62	105,994.25	119,561.51	123,746.16	131,542.17
增长率(%)	19.91	12.11	12.80	3.50	6.30
EBITDA(百万元)	10,836.23	11,540.69	10,633.93	11,463.88	13,476.82
净利润(百万元)	3,507.72	4,093.77	4,215.56	4,854.93	6,607.27
增长率(%)	90.66	16.71	2.97	15.17	36.09
EPS(元/股)	0.14	0.16	0.17	0.19	0.26
市盈率(P/E)	27.27	23.37	22.70	19.71	14.48
市净率(P/B)	2.73	2.36	0.25	0.24	0.22
市销率(P/S)	1.01	0.90	0.08	0.08	0.07
EV/EBITDA	2.70	3.24	3.65	3.21	2.46

资料来源：wind，天风证券研究所

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	3.73 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)	19,221.77
A 股总市值(百万元)	73,258.39
流通 A 股市值(百万元)	71,697.19
每股净资产(元)	1.59
资产负债率(%)	59.40
一年内最高/最低(元)	3.99/2.93

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

王小芑 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

- 《紫金矿业-公司点评:公开发行落地改善财务费用，三年实现跨越发展》2019-11-18
- 《紫金矿业-季报点评:金价上涨拉动环比改善，公增获批价值有望回归》2019-10-30
- 《紫金矿业-半年报点评:铜锌价格拖累业绩，公开发行获批》2019-08-31

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	5,936.07	10,089.89	9,564.92	11,137.15	13,308.53
应收票据及应收账款	2,812.24	1,009.87	2,643.40	1,825.21	3,144.16
预付账款	1,344.14	1,419.16	1,448.08	1,581.29	1,612.37
存货	11,089.83	12,669.67	17,882.44	11,969.96	18,912.94
其他	7,234.95	4,952.85	5,855.73	6,027.66	5,967.54
流动资产合计	28,417.23	30,141.45	37,394.56	32,541.28	42,945.53
长期股权投资	6,797.35	7,041.75	7,041.75	7,041.75	7,041.75
固定资产	30,136.20	34,144.46	35,645.66	37,145.74	36,092.15
在建工程	3,296.57	5,355.81	3,249.48	1,997.69	1,228.61
无形资产	9,903.53	22,510.28	21,435.96	20,361.64	19,287.32
其他	10,506.61	13,378.31	10,549.23	10,861.11	11,174.86
非流动资产合计	60,640.25	82,430.62	77,922.09	77,407.93	74,824.69
资产总计	89,315.26	112,879.30	115,627.15	110,241.05	118,073.41
短期借款	9,855.87	15,616.68	11,462.46	11,323.60	9,256.00
应付票据及应付账款	4,396.25	4,700.98	7,663.26	4,230.10	7,992.84
其他	14,541.47	16,905.44	20,803.87	17,075.28	20,083.49
流动负债合计	28,793.59	37,223.10	39,929.59	32,628.98	37,332.33
长期借款	6,599.05	12,917.92	13,117.92	13,317.92	13,517.92
应付债券	13,779.12	8,879.45	12,976.29	11,878.29	11,244.68
其他	2,500.66	6,585.12	3,763.09	4,282.96	4,877.06
非流动负债合计	22,878.83	28,382.49	29,857.30	29,479.16	29,639.65
负债合计	51,672.42	65,605.59	69,786.89	62,108.14	66,971.98
少数股东权益	2,643.12	6,818.28	7,167.94	7,499.82	7,811.33
股本	2,303.12	2,303.12	2,537.72	2,537.72	2,537.72
资本公积	11,109.92	11,094.77	11,094.77	11,094.77	11,094.77
留存收益	32,624.08	34,595.39	36,134.60	38,095.36	40,752.37
其他	(11,037.40)	(7,537.85)	(11,094.77)	(11,094.77)	(11,094.77)
股东权益合计	37,642.85	47,273.71	45,840.27	48,132.91	51,101.43
负债和股东权益总	89,315.26	112,879.30	115,627.15	110,241.05	118,073.41

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	3,247.55	4,682.68	4,215.56	4,854.93	6,607.27
折旧摊销	4,327.46	4,449.17	2,739.45	2,906.04	2,946.99
财务费用	2,082.11	1,523.23	1,528.05	1,481.52	1,212.86
投资损失	(581.05)	(884.03)	(100.00)	(100.00)	(100.00)
营运资金变动	(7,398.36)	(416.18)	2,724.42	(1,350.81)	(1,844.78)
其它	8,086.65	878.15	1,752.68	693.95	(380.58)
经营活动现金流	9,764.36	10,233.01	12,860.15	8,485.62	8,441.77
资本支出	(969.18)	18,909.64	3,882.04	1,560.13	(544.10)
长期投资	(1,111.68)	244.41	0.00	0.00	0.00
其他	(3,866.75)	(32,794.26)	(6,332.93)	(3,707.58)	1,202.69
投资活动现金流	(5,947.60)	(13,640.21)	(2,450.89)	(2,147.45)	658.60
债权融资	34,834.38	47,121.14	43,732.02	43,347.40	41,588.60
股权融资	3,217.45	2,334.01	(4,731.37)	(1,362.52)	(1,093.85)
其他	(40,726.12)	(41,799.98)	(49,934.89)	(46,750.82)	(47,423.74)
筹资活动现金流	(2,674.29)	7,655.17	(10,934.23)	(4,765.94)	(6,928.99)
汇率变动影响	0.00	0.00	(270.00)	(270.00)	(270.00)
现金净增加额	1,142.47	4,247.97	(794.97)	1,302.23	1,901.37

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	94,548.62	105,994.25	119,561.51	123,746.16	131,542.17
营业成本	81,371.97	92,651.37	105,453.25	107,906.65	112,600.10
营业税金及附加	1,352.34	1,599.00	1,630.17	1,774.66	1,888.13
营业费用	748.94	887.45	986.38	1,027.09	1,078.65
管理费用	2,994.07	2,964.96	3,108.60	3,167.90	3,393.79
研发费用	333.09	274.38	313.25	325.45	329.51
财务费用	2,012.95	1,254.24	1,528.05	1,481.52	1,212.86
资产减值损失	2,220.91	1,500.40	1,390.00	1,173.00	853.00
公允价值变动收益	750.20	(135.78)	1,384.62	356.44	(699.17)
投资净收益	155.67	1,060.52	(170.00)	(170.00)	(170.00)
其他	(2,418.17)	(2,243.67)	(2,429.24)	(372.88)	1,738.33
营业利润	5,026.64	6,181.37	6,366.43	7,076.32	9,316.98
营业外收入	57.61	365.95	211.78	288.87	250.33
营业外支出	516.30	417.14	466.72	441.93	454.33
利润总额	4,567.96	6,130.18	6,111.49	6,923.26	9,112.98
所得税	1,320.41	1,447.50	1,527.87	1,730.81	2,187.11
净利润	3,247.55	4,682.68	4,583.62	5,192.44	6,925.86
少数股东损益	(260.17)	588.90	368.06	337.51	318.59
归属于母公司净利润	3,507.72	4,093.77	4,215.56	4,854.93	6,607.27
每股收益(元)	0.14	0.16	0.17	0.19	0.26

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	19.91%	12.11%	12.80%	3.50%	6.30%
营业利润	117.42%	22.97%	2.99%	11.15%	31.66%
归属于母公司净利润	90.66%	16.71%	2.97%	15.17%	36.09%
获利能力					
毛利率	13.94%	12.59%	11.80%	12.80%	14.40%
净利率	3.71%	3.86%	3.53%	3.92%	5.02%
ROE	10.02%	10.12%	10.90%	11.95%	15.26%
ROIC	9.38%	10.58%	8.44%	9.45%	11.79%
偿债能力					
资产负债率	57.85%	58.12%	60.36%	56.34%	56.72%
净负债率	76.77%	78.33%	74.54%	66.92%	55.34%
流动比率	1.00	0.82	0.94	1.01	1.16
速动比率	0.61	0.48	0.50	0.64	0.65
营运能力					
应收账款周转率	42.29	55.46	65.45	55.38	52.94
存货周转率	8.19	8.92	7.83	8.29	8.52
总资产周转率	1.06	1.05	1.05	1.10	1.15
每股指标(元)					
每股收益	0.14	0.16	0.17	0.19	0.26
每股经营现金流	0.38	0.40	0.51	0.33	0.33
每股净资产	1.38	1.59	15.24	16.01	17.06
估值比率					
市盈率	27.27	23.37	22.70	19.71	14.48
市净率	2.73	2.36	0.25	0.24	0.22
EV/EBITDA	2.70	3.24	3.65	3.21	2.46
EV/EBIT	4.32	5.11	4.92	4.30	3.15

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	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com