

强烈推荐-A (维持)

紫金矿业 601899.SH

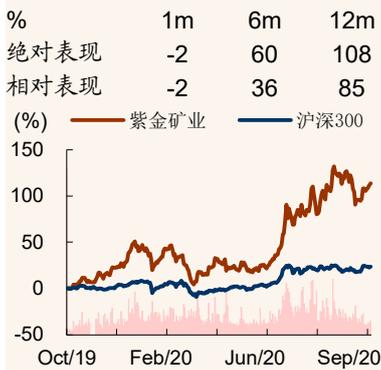
当前股价: 6.75 元  
 2020年10月20日

量价齐增, 利润高增长

基础数据

上证综指	3328
总股本(万股)	2537726
已上市流通股(万股)	1964032
总市值(亿元)	1713
流通市值(亿元)	1326
每股净资产(MRQ)	2.1
ROE(TTM)	11.2
资产负债率	59.5%
主要股东	闽西兴杭国有资产投
主要股东持股比例	23.97%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《紫金矿业(601899)——从西藏四大铜矿对比角度看巨龙铜业并购》2020-06-11
- 2、《紫金矿业(601899)——荆棘难掩成长路, 砥砺前行攀高峰》2020-04-29
- 3、《紫金矿业(601899)——扣非净利大增三成 资源龙头亟待价值重估》2020-03-24

刘文平

liuwenping@cmschina.com.cn  
 S1090517030002

刘伟洁

liuweijie@cmschina.com.cn  
 S1090519040002

马晓晴

maxiaoqing@cmschina.com.cn  
 S1090519010002

公司公布2020年三季报, Q1-Q3 营业收入和归母净利润分别 1304、45.7 亿元, 分别同比增 28%、52%。Q3 营业收入和归母净利润分别 473、21.5 亿元, 分别同比增 38%、87%。

□ **受益铜金价格上涨和铜产量维持高增长:** 前三季度矿产铜、金产量分别 34.5 万吨、29.5 吨, 分别同比增 31%、0.2%。矿产铜产量增量主要波尔、多宝山和紫金山贡献。大陆黄金武里蒂卡金矿和陇南紫金等抵消了波格拉金矿的矿产金减量。

此外三季度铜金均价分别同比上涨 12%、23%。前三季度铜金均价分别同比跌 3%、涨 27%, 公司矿产铜、矿产金销售单价分别涨 0.3%、25%。受益于此, 前三季度矿产金和矿产铜毛利润合计占比 71%, 较去年同期提升 9 个百分点。

□ **后期重点关注:** 矿产金方面, 大陆黄金武里蒂卡金矿产量爬坡、陇南紫金李坝金矿复产扩建、8 月并购成功的圭亚那金田复产。矿产铜方面, 卡莫阿、timok 和巨龙矿业均计划明年投产。这些奠定了公司未来三年以上的矿产铜金产量持续高增长。此外, 波格拉金矿也迎来了转机, BNL 有望继续运营波格拉金矿。

□ **维持“强烈推荐-A”:** 今明两年是多个重大项目投产的关键时期, 保障未来矿产金和矿产铜产量高增长。随着产量释放, 现金流紧张的问题有好转趋势。今年前三季度经营活动产生的现金流量净额 99 亿元, 同比增加 64%, 比去年全年 106.7 亿元仅差 8 亿元。随着经营活动产生的现金流量净额高增长, 加上如果 60 亿转债成功发行, 明年有望看到资产负债率的明显下降。不考虑波格拉金矿复工, 测算 2020/2021 年归母净利润 67.6/87 亿元, 对应 A 股 PE25/20 倍。持续看好公司穿越周期的长期投资价值。

□ **风险提示:** 地震引发余震及其他不可预测的自然灾害发生的风险; 黄金、铜、锌价格大幅下跌风险; 在建项目进展不及预期; 矿山入选品位下降; 汇率风险、海外疫情对海外矿山建设和生产的影响、波格拉金矿采矿权不能延期风险等。

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	105994	136098	170368	182391	198705
同比增长	12%	28%	25%	7%	9%
营业利润(百万元)	6181	7242	11281	14441	20234
同比增长	23%	17%	56%	28%	40%
净利润(百万元)	4094	4284	6764	8703	12260
同比增长	17%	5%	58%	29%	41%
每股收益(元)	0.18	0.17	0.27	0.34	0.48
PE	38.0	40.0	25.3	19.7	14.0
PB	3.8	3.3	3.1	2.8	2.4

资料来源: 公司数据、招商证券

表 1: 主要矿产金属季度产量

	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3
矿山产金, 吨	9.7	9.4	10.3	11.4	10.6	9.7	9.2
矿山产铜, 万吨	8.4	8.7	9.3	10.6	11.5	11.6	11.5
矿山产锌, 万吨	9.4	9.3	9.2	9.5	8.6	7.3	8.5

资料来源: 公司公告、招商证券

表 2: 主要矿产金属经营数据和今年前三季度同比

	2019Q1	2019H1	2019Q1-Q3	2019	2020Q1	2020H	2020Q1-Q3	YOY
<b>产量</b>								
矿山产金, 吨	9.7	19.1	29.4	40.8	10.6	20.2	29.5	0.2%
矿山产铜, 万吨	8.4	17.1	26.4	37.0	11.5	23.1	34.5	30.7%
矿山产锌, 万吨	9.4	18.7	27.9	37.4	8.6	15.9	24.4	-12.5%
<b>单价 (不含税)</b>								
矿山产金, 元/克	273	275	290	297	340	351	362	24.9%
矿山产铜, 元/吨	34,462	35,559	35,683	35,42	33,947	33,440	35,777	0.3%
矿山产锌, 元/吨	12,740	11,582	10,833	10,44	6,881	7,480	8,631	-20.3%
<b>单位销售成本</b>								
矿山产金, 元/克	172	175	177	173	171	171	176	-0.3%
矿山产铜, 元/吨	18,200	19,997	20,373	20,74	19,091	19,279	19,424	-4.7%
矿山产锌, 元/吨	5,374	5,936	6,014	6,478	6,355	6,523	6,558	9.0%
<b>毛利率 (%)</b>								
矿山产金	36.8	36.3	39.1	41.8	49.7	51.3	51.4	12.3
矿山产铜	47.2	43.8	42.9	41.4	43.8	42.3	45.7	2.8
矿山产锌	57.8	48.8	44.5	38.0	7.7	12.8	24.0	-20.5

资料来源: 公司公告、招商证券

表 3: 季度利润表 (百万元)

	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3
一、营业总收入	29042	38156	34429	34471	36162	46980	47291
二、营业总成本	27546	36654	32558	32340	34638	44100	43825
其中: 营业成本	25321	34321	30459	30481	32237	41780	41443
营业税金及附加	425	444	471	534	570	616	593
营业费用	303	326	304	-359	152	178	146
管理费用	896	962	913	919	922	903	888
研发费用	52	83	147	195	113	138	123
财务费用	550	301	310	306	405	513	506
资产减值损失	-2	-152	29	-248	-237	26	-126
三、其他经营收益	1	216	-16	41	354	-399	3
其它收益	46	74	113	57	50	101	46
公允价值变动收益	-68	107	-155	56	45	-272	326
投资收益	24	34	32	-56	259	-232	-370
四、营业利润	1497	1718	1855	2172	1879	2481	3469
加: 营业外收入	7	15	55	-27	32	21	5
减: 营业外支出	74	124	88	32	101	218	172
五、利润总额	1430	1609	1822	2113	1810	2285	3301
减: 所得税	380	420	486	627	483	520	596
六、净利润	1050	1189	1336	1486	1326	1765	2706
减: 少数股东损益	175	210	184	207	286	383	555
七、归属母公司所有者净利润	874	979	1152	1278	1040	1381	2151
毛利率	12.8%	10.1%	11.5%	11.6%	10.9%	11.1%	12.4%

敬请阅读末页的重要说明

	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3
主营税金率	1.5%	1.2%	1.4%	1.5%	1.6%	1.3%	1.3%
营业费率	1.0%	0.9%	0.9%	-1.0%	0.4%	0.4%	0.3%
管理费率	3.1%	2.5%	2.7%	2.7%	2.6%	1.9%	1.9%
营业利润率	5.2%	4.5%	5.4%	6.3%	5.2%	5.3%	7.3%
实际税率	26.6%	26.1%	26.7%	29.7%	26.7%	22.8%	18.0%
净利率	3.0%	2.6%	3.3%	3.7%	2.9%	2.9%	4.5%
yoy							
收入增长率	27.0%	41.6%	30.6%	15.6%	24.5%	23.1%	37.4%
营业利润增长率	-15.1%	-14.7%	58.0%	76.6%	25.5%	44.4%	87.0%
净利润增长率	-19.4%	-32.1%	39.5%	72.4%	18.9%	41.1%	86.7%

资料来源：公司公告、招商证券

近日外媒矿业科技网（Mining Technology）消息，巴新总理詹姆斯·马拉佩表示，巴里克新几内亚公司（下称 BNL）将继续运营波格拉金矿（Porgera）。马拉佩在一份联合新闻稿中表示，“我们已经原则上同意，巴新政府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”。我们注意到 10 月 13 日驻巴布亚新几内亚独立国大使馆经济商务处官网消息，外资开发巴新能矿资源项目必须满足五项条件之一，国家从项目收入中获得 60%-65% 的份额，这或许对波格拉金矿股权重新分配有一定指引性。目前紫金矿业和巴里克分别持有波格拉金矿 47.5% 股权，另外 5% 归属土地所有者所有。

### 图 1 外资开发巴新能矿资源项目必须满足五项条件

马拉佩总理：外资开发巴新能矿资源项目必须满足五项条件

文章来源：驻巴布亚新几内亚独立国大使馆经济商务处

2020-10-13 09:20

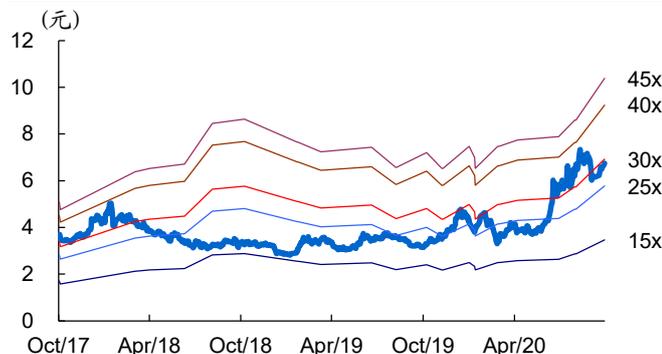
文章类型：编译 内容分类：新闻

据巴新《国民报》2020年10月12日报道，巴新总理马拉佩向议会表示，政府正在与外资就投资建设巴布亚液化天然气（Papua LNG）、瓦菲-高普铜金矿（Wafi-Golpu）、帕斯卡海上石油（Pasca APetroleum）、伍德拉克金矿（Woodlark）、平阳液化天然气（P'nyang）及弗里达河（Friida River）等6个项目进行谈判。

马拉佩表示，巴新必须有权在本国能矿资源开发过程中获得公平的利益份额。项目开发必须做到：（一）国家从项目收入中获得60%-65%的份额；（二）国家从项目运营早期即获得收入，而不是在项目建成后10-15年才开始获利；（三）省政府和土地主应得的资源税和开发预提税至少2%；（四）国家获得5%-10%的天然气、石油和矿产开采产量，用于履行国内市场义务、保证下游加工稳定；（五）所有合资方分担与其股份相当的企业社会责任。

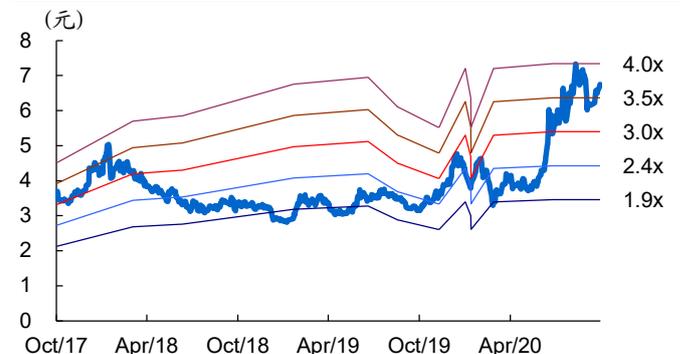
资料来源：驻巴布亚新几内亚独立国大使馆经济商务处官网、招商证券

图 2：紫金矿业历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 3：紫金矿业历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	30449	28594	41412	45804	45671
现金	10090	6225	13980	16776	14644
交易性投资	787	688	688	688	688
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1010	944	1157	1239	1350
其它应收款	1416	900	1126	1206	1314
存货	12670	14887	18293	19316	20551
其他	4477	4951	6168	6579	7124
<b>非流动资产</b>	82431	95237	96746	98023	99100
长期股权投资	7042	6924	6924	6924	6924
固定资产	34144	38625	42823	46496	49710
无形资产	22824	24477	22029	19826	17843
其他	18420	25211	24970	24777	24622
<b>资产总计</b>	<b>112879</b>	<b>123831</b>	<b>138158</b>	<b>143827</b>	<b>144771</b>
<b>流动负债</b>	37223	33363	42237	39654	28725
短期借款	15617	14441	27713	24718	13293
应付账款	4701	4803	5905	6235	6634
预收账款	277	359	442	467	497
其他	16628	13759	8178	8234	8301
<b>长期负债</b>	28382	33389	33389	33389	33389
长期借款	12918	13826	13826	13826	13826
其他	15465	19562	19562	19562	19562
<b>负债合计</b>	<b>65606</b>	<b>66751</b>	<b>75626</b>	<b>73043</b>	<b>62114</b>
股本	2303	2538	2538	2538	2538
资本公积金	16080	23676	23676	23676	23676
留存收益	22072	24972	29198	35872	45521
少数股东权益	6818	5894	7120	8699	10922
归属于母公司所有者权益	40455	51186	55412	62086	71735
<b>负债及权益合计</b>	<b>112879</b>	<b>123831</b>	<b>138158</b>	<b>143827</b>	<b>144771</b>

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	10233	10666	13450	18432	22186
净利润	4094	4284	6764	8703	12260
折旧摊销	4449	5755	7522	7754	7955
财务费用	1523	1530	1869	1821	1490
投资收益	(884)	(75)	(242)	(242)	(242)
营运资金变动	214	(1668)	(3698)	(1187)	(1505)
其它	836	840	1235	1582	2228
<b>投资活动现金流</b>	(13640)	(14103)	(8791)	(8791)	(8791)
资本支出	(7809)	(11896)	(9033)	(9033)	(9033)
其他投资	(5831)	(2207)	242	242	242
<b>筹资活动现金流</b>	7655	(326)	3097	(6845)	(15526)
借款变动	9444	(8539)	7503	(2994)	(11425)
普通股增加	0	235	0	0	0
资本公积增加	4472	7596	0	0	0
股利分配	(2073)	(2303)	(2538)	(2029)	(2611)
其他	(4188)	2686	(1869)	(1821)	(1490)
<b>现金净增加额</b>	<b>4248</b>	<b>(3763)</b>	<b>7755</b>	<b>2796</b>	<b>(2132)</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	105994	136098	170368	182391	198705
营业成本	92651	120583	148253	156546	166557
营业税金及附加	1599	1874	2346	2512	2736
营业费用	887	574	719	770	839
管理费用	2965	3689	5111	5472	5961
研发费用	274	476	596	638	695
财务费用	1254	1467	1869	1821	1490
资产减值损失	1418	(434)	(434)	(434)	(434)
公允价值变动收益	(136)	(60)	(60)	(60)	(60)
其他收益	228	291	291	291	291
投资收益	1145	11	11	11	11
<b>营业利润</b>	6181	7242	11281	14441	20234
营业外收入	366	50	50	50	50
营业外支出	417	318	318	318	318
<b>利润总额</b>	6130	6974	11014	14173	19967
所得税	1448	1913	3023	3891	5483
少数股东损益	589	777	1227	1578	2223
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4094</b>	<b>4284</b>	<b>6764</b>	<b>8703</b>	<b>12260</b>

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>年成长率</b>					
营业收入	12%	28%	25%	7%	9%
营业利润	23%	17%	56%	28%	40%
净利润	17%	5%	58%	29%	41%
<b>获利能力</b>					
毛利率	12.6%	11.4%	13.0%	14.2%	16.2%
净利率	3.9%	3.1%	4.0%	4.8%	6.2%
ROE	10.1%	8.4%	12.2%	14.0%	17.1%
ROIC	6.2%	6.9%	9.2%	10.8%	14.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	58.1%	53.9%	54.7%	50.8%	42.9%
净负债比率	33.9%	27.5%	30.1%	26.8%	18.7%
流动比率	0.8	0.9	1.0	1.2	1.6
速动比率	0.5	0.4	0.5	0.7	0.9
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.9	1.1	1.2	1.3	1.4
存货周转率	7.8	8.8	8.9	8.3	8.4
应收帐款周转率	55.5	139.0	162.0	152.0	153.0
应付帐款周转率	20.4	25.4	27.7	25.8	25.9
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	0.18	0.17	0.27	0.34	0.48
每股经营现金	0.44	0.42	0.53	0.73	0.87
每股净资产	1.76	2.02	2.18	2.45	2.83
每股股利	0.10	0.10	0.08	0.10	0.14
<b>估值比率</b>					
PE	38.0	40.0	25.3	19.7	14.0
PB	3.8	3.3	3.1	2.8	2.4
EV/EBITDA	7.2	5.9	3.8	3.3	2.6

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**刘文平：**招商证券有色金属首席分析师。中科院理学硕士，中南大学本科。8年有色金属和新材料研究和投资经验。曾获金牛最佳分析师、水晶球最佳分析师、金翼分析师、同花顺最具影响力分析师、wind 最具影响力分析师等。

**刘伟洁：**招商证券有色研究员。中南大学硕士，9年有色金属行业研究经验。2017年加入招商证券。

**马晓晴：**有色钢铁行业分析师，香港中文大学硕士，2018年3月加入招商证券，曾任职于天风证券，3年钢铁行业研究经验。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。