

2020 年 03 月 23 日

紫金矿业 (601899.SH)

2019 年扣非净利大增，疫情不改有色核心资产价值

■公司 2019 年扣非归母净利大增 30.5%，业绩符合预期。公司近期公布 2019 年财报，2019 年归母净利润约 42.8 亿元，同比+4.65%，扣非归母净利约 39.96 亿元，同比+30.5%，EBITDA 约 147.55 亿元，同比+21.4%，业绩接近此前预告预测区间上限，符合预期。公司拟每 10 股派发现金红利 1 元（含税），预计现金分红约 25.38 亿元，分红率为 59.24%，继续保持着高分红率。

■2019 年归母净利润变化源于五点因素，2019Q4 业绩环比增加主因经营改善。一是受益黄金业务量价齐升，以及矿产铜产销大增，公司 2019 年毛利润同比+16.2%，是影响业绩增长的主要因素。其中中塔泽拉夫尚、科卢韦齐、多宝山项目产量略超年初预期，紫金波尔降本扭亏成效超预期，2019 年黄金库存增加 1.9 吨。二是营业税金和期间费用增加，增幅和收入增幅大致匹配。三是 2019 年投资收益同比少增 10 亿元，主要是去年偏高。四是 2019 年资产减值损失为 3.68 亿元，相比前两年大幅下降。五是因子公司盈利能力增强，所得税及少数股东损益小幅增加。2019Q4 公司归母净利约 12.8 亿元，环比+10.9%，则主要受益于矿产品产销增加，矿产金、银单位成本下降。

■疫情不改有色核心资产价值。公司是当之无愧的有色核心资产，一是其高品位、低成本的基础资产具备较强的抗风险能力，二是高 IRR 项目渐次投产使其具备极佳的成长性，重在 2021-2022 年的产量和业绩放量。考虑到一是货币宽松浪潮席卷全球，金价长牛可期，当前铜价跌破成本 90 分位线重要支撑位，铜价中期看涨；二是公司提前防控，境外项目运行平稳，四大新增项目推进顺利；三是当前公司现金流风险仍较可控；我们预计 2021-2022 年公司业绩仍将保持高速增长，2022 年归母净利仍有望突破百亿大关。

■投资建议：我们预计 2020~2022 年公司归母净利润分别为 37.3 亿元、74.3 亿元、122.9 亿元，对应 PE 分别为 23.5x、11.8x、7.14x，考虑到疫情的影响，我们下调了 2020~2021 年盈利预测。在当前股价下，公司仍具备较大的估值吸引力，维持公司“买入-A”的投资评级，6 个月目标价为 5 元，相当于 2021 年 17x 的动态市盈率。

■风险提示：全球需求复苏不及预期；公司海外项目进展不及预期；矿山生产成本上升超预期。

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	105,994.2	136,098.0	132,795.0	160,925.2	187,865.4
归母净利润	4,093.8	4,284.0	3,729.3	7,427.0	12,294.5
每股收益(元)	0.16	0.17	0.15	0.29	0.48
每股净资产(元)	1.59	2.02	2.07	2.09	2.47

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	21.4	20.5	23.5	11.8	7.1
市净率(倍)	2.2	1.7	1.7	1.7	1.4
净利润率	3.9%	3.1%	2.8%	4.6%	6.5%
净资产收益率	10.9%	9.3%	7.6%	14.6%	21.3%
股息收益率	2.6%	0.0%	2.0%	2.9%	2.9%
ROIC	10.6%	9.0%	7.9%	12.0%	17.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

黄金

投资评级 买入-A

维持评级

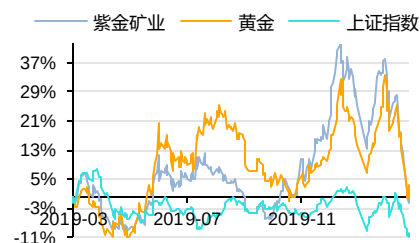
6 个月目标价：5 元

股价 (2020-03-20) 3.46 元

交易数据

总市值(百万元)	87,805.32
流通市值(百万元)	66,507.31
总股本(百万股)	25,377.26
流通股本(百万股)	19,221.77
12 个月价格区间	3.18/4.86 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-14.94	-5.3	11.82
绝对收益	-24.62	-13.93	0.27

齐丁

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513090001
qiding@essence.com.cn
010-83321063

黄孚

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518090001
huangfu@essence.com.cn

王政

分析师

SAC 执业证书编号：S1450520020002
wangzheng1@essence.com.cn

王建润

报告联系人

wangjr@essence.com.cn
010-83321037

相关报告

内容目录

1. 紫金矿业发布 2019 年年报，扣非归母净利润大增 30.5%.....	4
2. 2019 年归母净利润变化源于五点因素.....	7
2.1. 毛利润同比增加 16.2%，是影响业绩变化的主要因素.....	7
2.1.1. 黄金业务量价齐升，矿产铜产销大增拉动毛利润增长.....	7
2.1.2. 产量：矿产铜、矿产金产量超额完成目标.....	8
2.1.3. 成本：矿产金成本微降，矿产铜及矿产锌成本上升.....	11
2.2. 营业税金和期间费用增幅整体可控.....	12
2.3. 投资收益回归正常.....	13
2.4. 资产减值损失大幅下降.....	13
2.5. 所得税及少数股东损益小幅增加.....	14
3. 2019Q4 业绩环比改善主要源于经营因素.....	15
3.1. 销售费用口径调整，不掩毛利润环比改善.....	15
3.2. 2019Q4 单季度矿产品产销环比均增长，金银单位生产成本下降明显.....	15
4. 疫情不改有色核心资产价值.....	17
4.1. 价格：继续看好金价长牛，铜价跌破 90 分位成本支撑位.....	17
4.2. 生产：提前布局防控，境外项目运行平稳.....	20
4.2.1. 境外在产项目：未雨绸缪，提前布局防控.....	20
4.2.2. 四大新增项目：建设如期推进，Kamoa 项目诸多超预期.....	22
4.3. 现金流：当前阶段风险仍较有限.....	23
4.4. 当前时点坚定看好公司价值重估.....	24
5. 风险提示.....	26

图表目录

图 1：紫金矿业归母净利润表现&扣非归母净利润表现.....	4
图 2：紫金矿业 EBITDA 及 EBIT 表现.....	4
图 3：紫金矿业继续保持着较高的分红比例.....	5
图 4：紫金矿业三大现金流表现.....	5
图 5：紫金矿业单季度归母净利润情况.....	6
图 6：2018-2019 年紫金矿业归母净利润对比.....	7
图 7：2018-2019 年紫金矿业毛利润变化.....	7
图 8：2018 年紫金矿业毛利润构成 ^(注)	8
图 9：2019 年紫金矿业毛利润构成 ^(注)	8
图 10：诺顿金田产金量及净利润情况.....	9
图 11：紫金矿业矿产金库存情况.....	10
图 12：2015-2019 年紫金矿业有息债务数据.....	13
图 13：2012-2019 年紫金矿业资产减值数据（百万元）.....	14
图 14：紫金矿业所得税及所得税率（亿元）.....	14
图 15：紫金矿业少数股东损益（亿元）.....	14
图 16：2019Q3-2019Q4 紫金矿业单季度归母净利润对比.....	15
图 17：10 年期美债收益率和 Tips 收益率.....	17
图 18：2008 年美联储启动 QE 后通胀预期回升，金价反弹.....	18

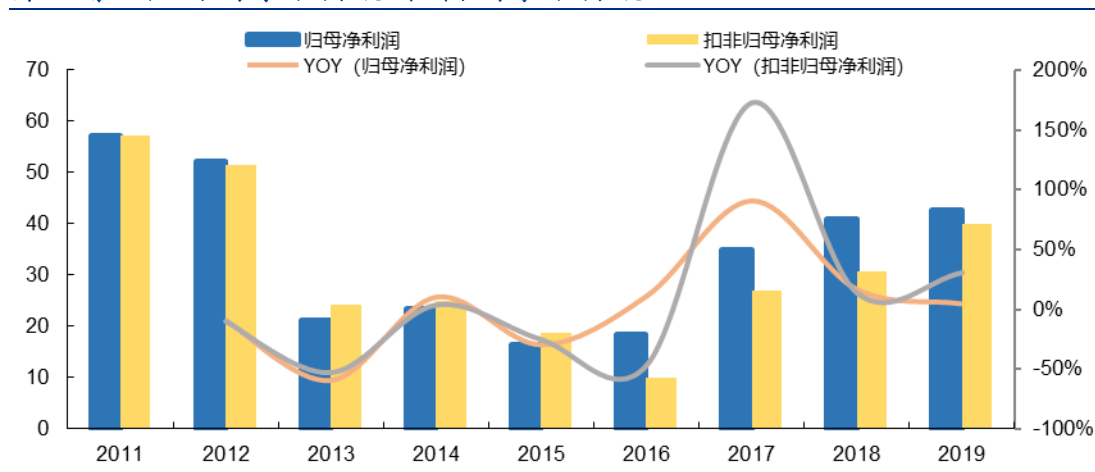
图 19: 08 金融危机时期联邦基金利率、Libor-OIS 及金价.....	18
图 20: 近期联邦基金利率、Libor-OIS 及金价.....	18
图 21: 原油价格和 10 年 TIPS 隐含的通胀预期.....	19
图 22: 目前铜价低于 90 分位成本线.....	19
图 23: 紫金矿业全球布局.....	21
图 24: 2020 年 1-2 月紫金矿业境外 13 家矿山产量同比变化.....	21
图 25: Kamo-a-North 发现了高品位铜矿.....	22
图 26: 紫金矿业盈利预测.....	24
图 27: 紫金矿业资产负债率.....	24
图 28: 按照现价 (3 月 20 日) 下的紫金矿业盈利预测.....	25

表 1: 紫金矿业矿产品产量情况.....	8
表 2: 紫金矿业主要黄金矿山产量情况 (吨)	9
表 3: 紫金矿业主要黄金矿山半年度产量情况 (吨)	9
表 4: 紫金矿业矿产铜产量情况 (万吨)	10
表 5: 紫金矿业矿产铜半年度产量情况 (万吨)	10
表 6: 紫金矿业矿产锌产量情况 (万吨)	11
表 7: 紫金矿业矿产锌半年度产量情况 (万吨)	11
表 8: 紫金矿业矿产银产量情况 (吨)	11
表 9: 紫金矿业铁精矿产量情况 (万吨)	11
表 10: 紫金矿业矿产品单位成本情况.....	12
表 11: 紫金矿业营业税金及费用情况.....	12
表 12: 2017-2019 年紫金矿业资产减值明细	13
表 13: 紫金矿业单季度主要产品产量.....	15
表 14: 紫金矿业单季度主要产品销量.....	16
表 15: 紫金矿业单季度矿产品单位成本.....	16
表 16: 全球范围内受新冠疫情影响的铜企一览 (单位: 万吨)	20
表 17: 紫金矿业四大核心项目进度情况.....	22
表 18: 四大新增项目所在国家疫情政策情况 (截至)	23
表 19: 紫金矿业 2020-2022 年矿产品产量规划.....	25

1. 紫金矿业发布 2019 年年报，扣非归母净利润大增 30.5%

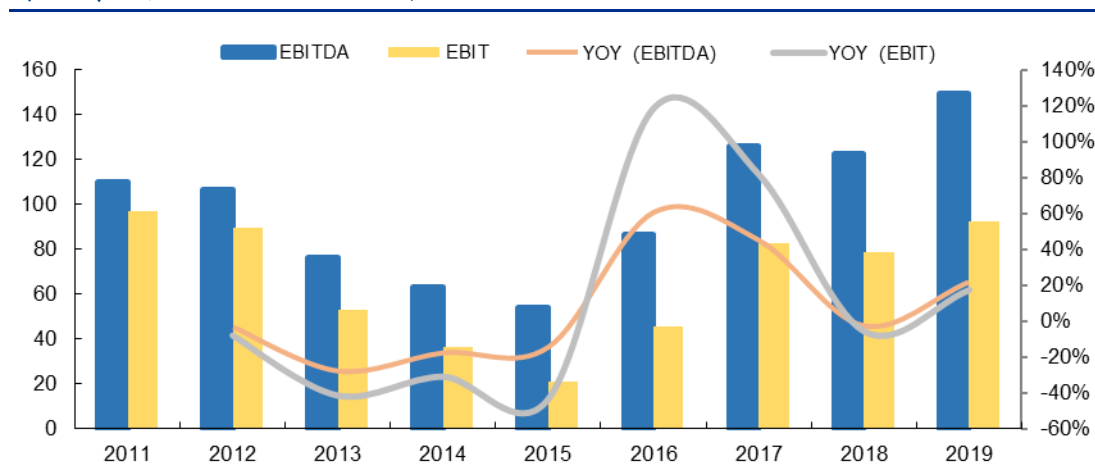
公司 2019 年扣非净利润大增 30.5%，继续保持高分红比例。公司公布 2019 年财报，2019 年公司实现营业收入约 1361 亿元，同比+28.40%，归属于母公司净利润约 42.84 亿元，同比+4.65%，扣非净利润约 39.96 亿元，同比+30.5%，EBITDA 约 147.55 亿元，同比+21.4%。此前公司业绩预告预计 2019 年归母净利润为 41~43 亿元，本次公告业绩接近此预测区间上限，基本符合预期。此外，公司拟向全体股东更每 10 股派发现金红利 1 元（含税），预计分红约 25.38 亿元，分红比例为 59.24%，继续保持着高分红比例。

图 1：紫金矿业归母净利润表现&扣非归母净利润表现



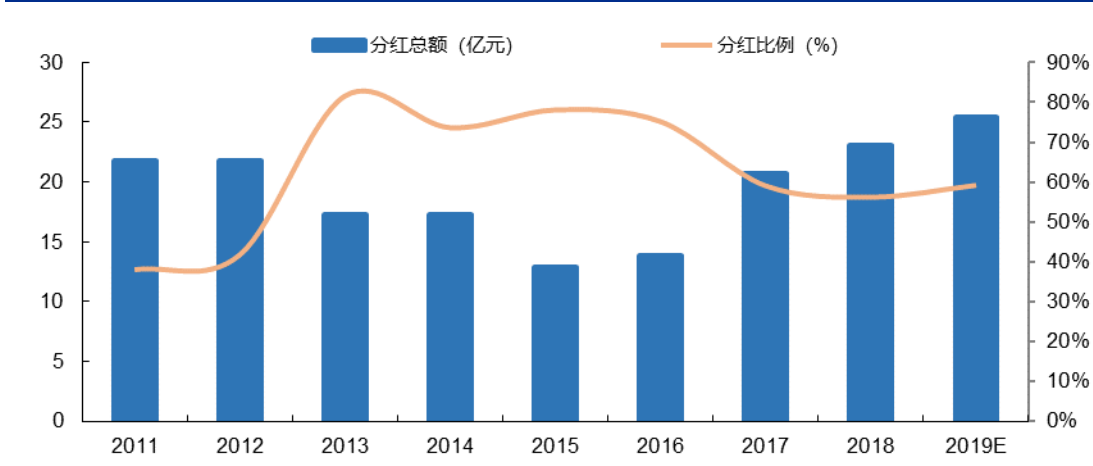
资料来源：公司财报，安信证券研究中心

图 2：紫金矿业 EBITDA 及 EBIT 表现



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

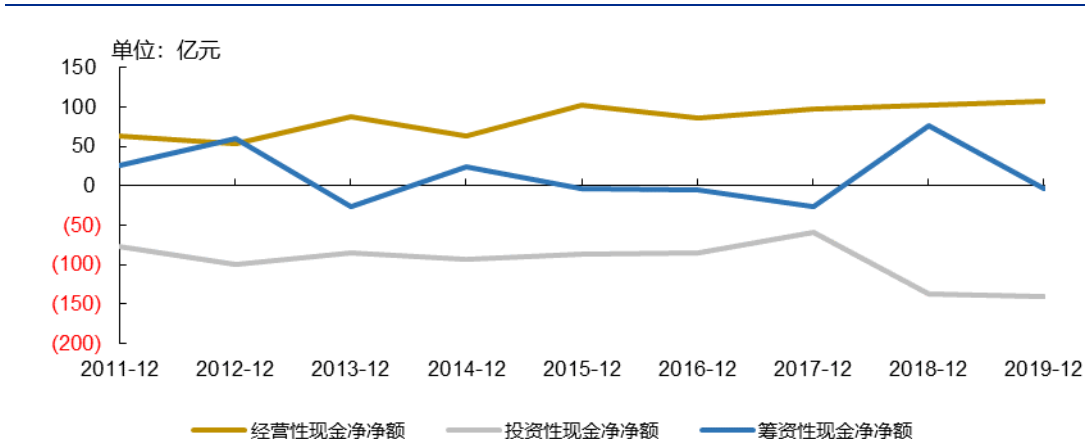
图 3：紫金矿业继续保持着较高的分红比例



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

经营性现金流及投资性现金流维持稳健扩张态势。2019 年紫金矿业实现经营性现金流净额约 106.7 亿元，同比小幅增长约 4.2%，投资性现金流净流出约 141 亿元，同比增长 3.4%，2018-2019 年大型项目进入建设期，资本开支维持相对高位。

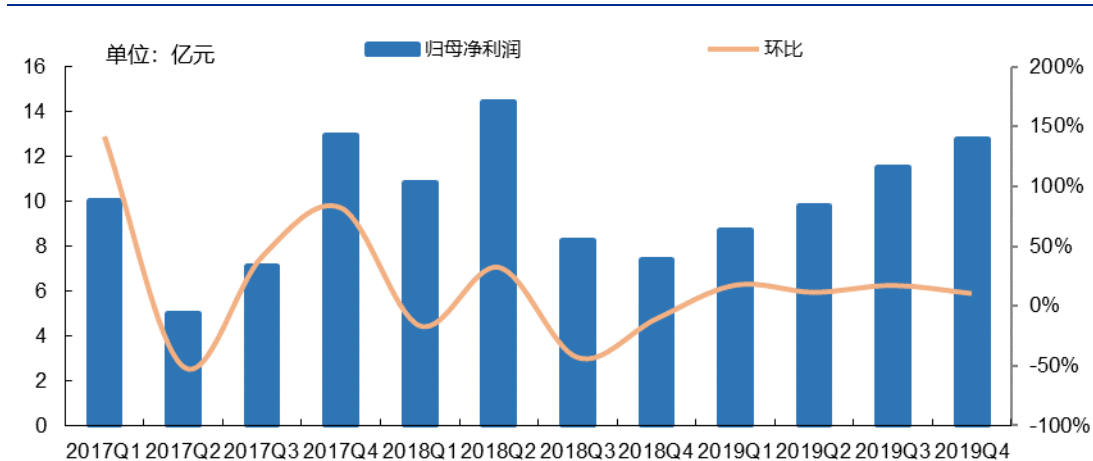
图 4：紫金矿业三大现金流表现



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

2019Q4 单季度归母净利润同比大增约 72%，环比增加约 11%，连续四个季度实现环比正增长。公司 2019 年单季度实现归母净利润约 12.78 亿元，同比去年大增 72.4%，环比 2019Q3 增长 10.9%，也是自 2018Q4 以来连续四个季度实现环比正增长。

图 5：紫金矿业单季度归母净利润情况

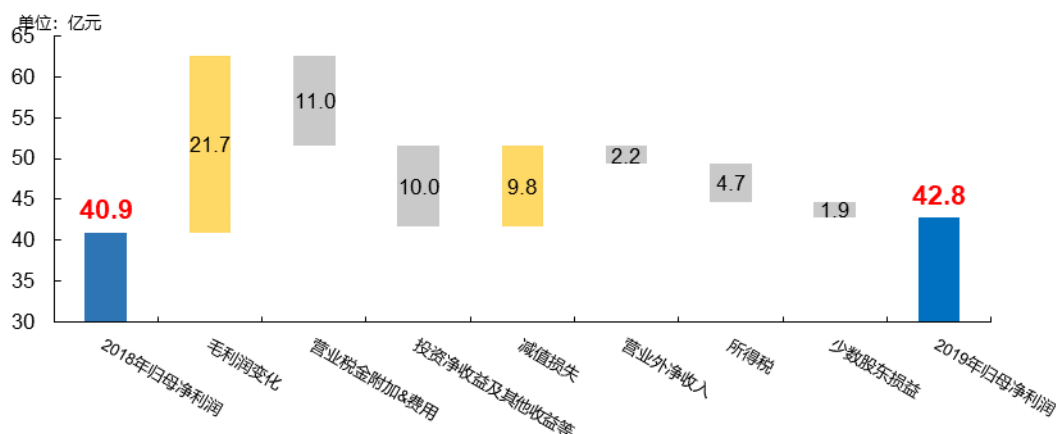


资料来源：公司财报，安信证券研究中心

2. 2019 年归母净利润变化源于五点因素

2019 年归母净利润变化主要源于五点因素。利润增厚项主要是两个，一是毛利润显著增加，我们的测算表明，公司 2019 年实现毛利润 155.15 亿元，同比增加 16.2%，约 21.7 亿元。二是减值损失大幅减少，2019 年资产减值损失约 3.68 亿元，同比减少 75%。利润减项主要是三个，一是营业税金及附加费用的增加，二是投资收益去年的 10.6 亿的水平回落至 0.3 亿，三是所得税和少数股东损益项的增加。

图 6：2018-2019 年紫金矿业归母净利润对比



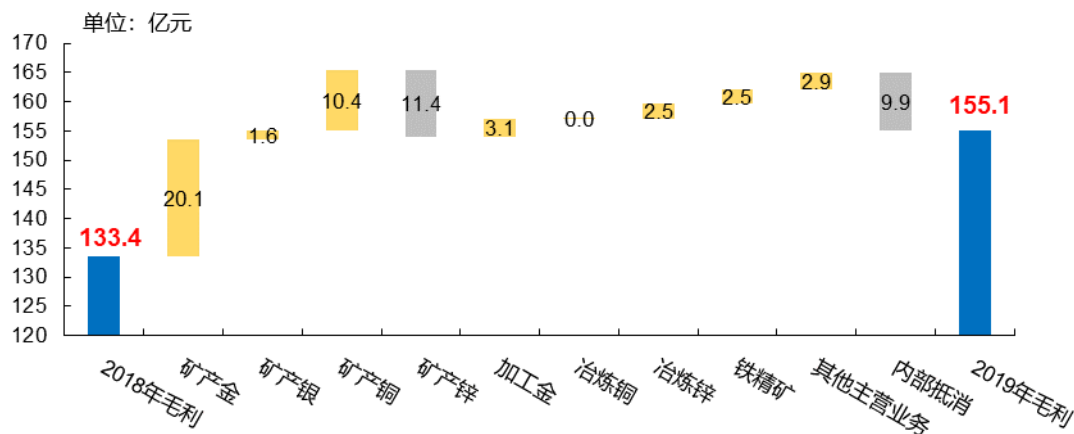
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2.1. 毛利润同比增加 16.2%，是影响业绩变化的主要因素

2.1.1. 黄金业务量价齐升，矿产铜产销大增拉动毛利润增长

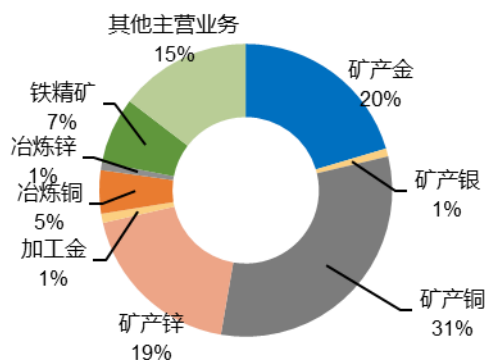
矿产金及矿产铜业务的增长助力 2019 年毛利润增长，矿产金毛利占比大幅提升。我们的测算表明，2019 年公司矿产金业务毛利润约 48.65 亿元，同比大增 70%，矿产铜业务毛利润约 54.43 亿元，同比大增 23.56%，是 2019 年毛利润实现增长的核心因素。公司矿产金业务毛利润占比从 18 年的 20% 大幅提升至 28%，已较为接近矿产铜业务占比。

图 7：2018-2019 年紫金矿业毛利润变化



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

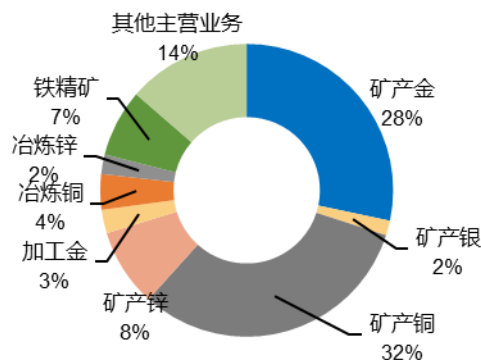
图 8：2018 年紫金矿业毛利润构成（注）



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

注：其中不含内部抵消部分

图 9：2019 年紫金矿业毛利润构成（注）



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

黄金业务量价齐升，2019 年矿产金毛利润占比大幅提升。2019 年公司矿产金销售均价约 296.8 元/g，同比+17.75%，冶炼加工金约 310.33 元/g，同比+14.69%；黄金产量约 301.29 吨，同比+24.69%，其中矿产金产量约 40.83 吨，同比+11.9%，矿产金销量约 39.2 吨，同比+8.49%

2.1.2. 产量：矿产铜、矿产金产量超额完成目标

矿产金、矿产铜产量略超预期，矿产锌产量基本符合预期。公司 2018 年年报中曾披露 2019 年矿产品产量计划，矿产金产量约 40 吨，矿产铜约 35 万吨，矿产锌约 38 万吨。2019 年公司矿产品产量整体符合此前计划，其中矿产铜、矿产金均超额完成目标。

表 1：紫金矿业矿产品产量情况

	矿产金 (吨)	矿产铜 (万吨)	矿产锌 (万吨)	矿产银 (吨)	铁精矿 (万吨)
2017	37.5	20.8	27.0	238.1	243
2018	36.5	24.9	27.8	220.9	297
2019 (实际)	40.8	37.0	37.4	263.2	353
2019 (指引)	40.0	35.0	38.0	275.0	250
计划完成率	102.1%	105.7%	98.4%	95.7%	141.2%

资料来源：公司年报，安信证券研究中心

矿产金：波格拉及诺顿金田产金量恢复明显，中塔项目增产可观。地震冲击过后，巴新波格拉金矿 2019 年产金量已恢复至 8.8 吨，甚至超过 2017 年水平。诺顿金田此前受剥离难度和品位影响 2018 年产量下降明显，直到 2019 年上半年，诺顿金田的产量和盈利水平依然偏低，截至 2019 年底诺顿金田全年产金约 5.75 吨，实现净利润 3.1 亿元，经营情况已明显好转。中塔泽拉夫尚吉劳，2019 年产金量达 5.7 吨，同比大增 34%，且超出年初公司预期，说明 10000t/d 选矿项目进展较为顺利。此外，贵州水银洞项目产金量亦有明显增加，福建紫金山金铜矿则因黄金资源衰竭，产金量如期下滑。

多项目齐头并进，保障矿产金产量持续增长。公司《2020-2022 年工作指导意见》显示，2020-2022 年矿产金产量目标为 44 吨、42~47 吨、49~54 吨，年复合增长率达到 6.3%~9.8%，除了哥伦比亚武里蒂卡金矿的投产外（预计达产可年产金 7.8 吨），公司正在加快实施陇南紫金、山西紫金、贵州紫金的黄金增产计划，同时还在实施澳大利亚诺顿金田黄金公司低品位金矿和难处理金矿的技改扩能，以及 Timok 铜金矿的建设。公司年报称，武里蒂卡金矿 2020 年一季度完成交割试生产，Timok 铜金矿预计 2021Q2 投产，陇南紫金的李坝金矿 1 万吨/

日采选工程于 2019 年 12 月已取得环评批复。

表 2：紫金矿业主要黄金矿山产量情况（吨）

黄金项目	权益	2017	2018	2019	同比	趋势
巴布亚新几内亚波格拉金矿	47.50%	7,824	6,766	8,827	30.5%	
塔吉克斯坦泽拉夫尚公司	75%	4,014	4,262	5,723	34.3%	
澳洲诺顿金田黄金公司	100%	6,267	4,567	5,748	25.9%	
吉尔吉斯斯坦奥同克公司	60%	1,424	3,237	3,776	16.7%	
吉林珲春曙光金铜矿	100%	2,571	3,111	3,138	0.9%	
福建紫金山金铜矿	100%	3,875	3,241	2,251	-30.5%	
河南洛阳坤宇黄金公司	70%	1,833	1,852	1,895	2.3%	
贵州紫金矿业公司	56%	1,606	1,509	2,040	35.2%	
其他		8,069	7,952	7,433	-6.5%	
合计		37,483	36,497	40,831	11.9%	

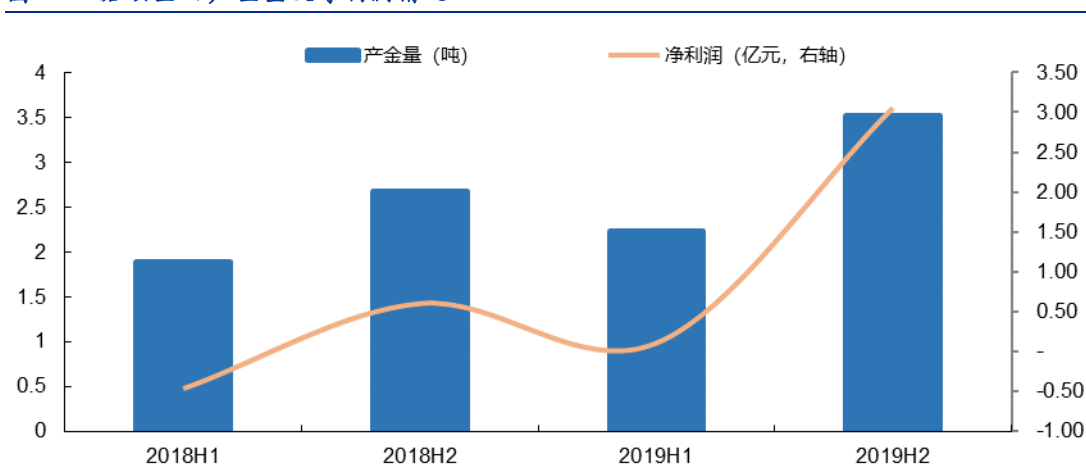
资料来源：公司年报，安信证券研究中心

表 3：紫金矿业主要黄金矿山半年度产量情况（吨）

黄金项目	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2
波格拉金矿	3.7	4.2	2.5	4.2	3.9	4.9
诺顿金田	3.2	3.0	1.9	2.7	2.2	3.5
中塔泽拉夫尚	2.0	2.0	1.9	2.3	2.9	2.8
福建紫金山	2.1	1.8	1.6	1.6	1.3	1.0
吉林珲春	1.1	1.5	1.5	1.6	1.6	1.5
奥同克公司	1.0	0.4	1.7	1.5	2.0	1.8

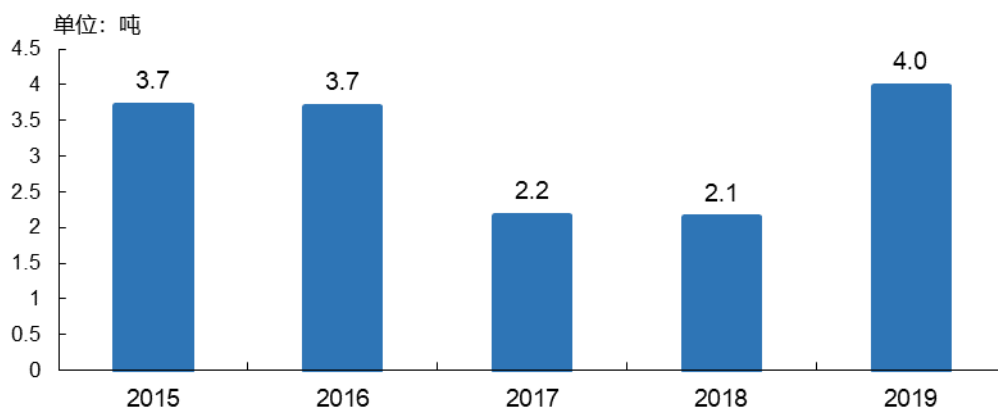
资料来源：公司年报，安信证券研究中心

图 10：诺顿金田产金量及净利润情况



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

值得注意的是，2019 年公司矿产金库存为 3.98 吨，同比增约 1.9 吨，相比前两年库存增幅明显。

图 11：紫金矿业矿产金库存情况


资料来源：公司财报，安信证券研究中心

矿产铜：科卢韦齐及多宝山铜矿产量略超预期。2019 年科卢韦齐穆索诺伊铜矿产铜约 8.4 万吨，同比大增 58.3%，多宝山铜矿产铜 7.1 万吨，同比大增 78.8%，两大项目产量均超出年初公司预期，显示出公司一贯出色的工程建设能力。此外，珲春曙光、紫金山金铜矿以及紫金波尔铜产量均有小幅增长。

表 4：紫金矿业矿产铜产量情况（万吨）

铜项目	权益	2017	2018	2019E	同比	趋势
紫金山金铜矿	100%	7.6	7.7	7.8	1.4%	
科卢韦齐穆索诺伊铜矿	72%	2.2	5.3	8.4	58.3%	
阿舍勒铜锌矿	51%	4.4	4.5	4.4	-2.1%	
珲春曙光金铜矿	100%	1.2	1.5	1.7	8.8%	
黑龙江多宝山铜矿	100%	3.4	4.0	7.1	78.8%	
紫金波尔	63%	4.4	4.3	4.4	2.5%	
Bisha	55%	0.8	1.7	1.6	-5.8%	
其他（注）		2.1	1.9	1.7	-11.3%	
合计		20.8	24.9	37.0	48.8	

资料来源：公司财报，安信证券研究中心

注：根据紫金波尔和 Bisha 的并表时间予以调整

表 5：紫金矿业矿产铜半年度产量情况（万吨）

铜项目	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2
福建紫金山	3.7	3.9	3.8	3.8	4.1	3.7
新疆阿舍勒	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2
吉林珲春	0.6	0.6	0.8	0.8	0.8	0.8
多宝山铜矿	1.6	1.7	1.9	2.1	3.2	3.9
穆索诺伊铜矿	0.0	2.2	2.2	3.1	3.5	4.9
紫金波尔					1.9	2.4

资料来源：公司财报，安信证券研究中心

矿产锌：图瓦龙兴产量有所下滑，Bisha 并表带来整体矿产锌产量增长。2019 年图瓦龙兴产锌约 7.5 万吨，同比下降 24.9%，但全年产量基本符合年初公司预期，产量下滑可能是受到露采转地采影响。2019 年 Bisha 矿产锌 12.1 万吨，则略低于年初公司预期（13.8 万吨）。

表 6：紫金矿业矿产锌产量情况（万吨）

锌项目	权益	2017	2018	2019	同比	趋势
碧沙矿业股份公司	55.0%	-	-	12.1	-	-
俄罗斯图瓦龙兴公司	70.0%	9.3	10.0	7.5	-24.9%	
乌拉特后旗紫金公司	95.0%	8.8	7.4	7.5	1.2%	
新疆紫金锌业公司	100.0%	7.9	9.4	9.0	-3.7%	
新疆阿舍勒铜业公司	51.0%	0.8	0.9	1.1	23.0%	
其他矿山合计		0.2	0.1	0.1	20.0%	
总计		27.0	27.8	37.4	34.5%	

资料来源：公司财报，安信证券研究中心

表 7：紫金矿业矿产锌半年度产量情况（万吨）

锌项目	2017H1	2017H2	2018H1	2018H2	2019H1	2019H2
俄罗斯图瓦龙兴公司	5.0	4.3	5.6	4.4	4.2	3.3
新疆紫金锌业	4.4	4.3	4.7	4.7	4.6	4.4
乌拉特后旗紫金公司	4.4	3.6	4.0	3.4	3.8	3.8
新疆阿舍勒铜业	0.3	0.5	0.5	0.4	0.6	0.5
碧沙矿业股份公司				9.5	5.5	6.7

资料来源：公司财报，安信证券研究中心

矿产银：并表 Bisha 带来产量增长。2019 年矿产银产量增长主要来自新并表的 Bisha 矿，其 2019 年产银约 44.8 吨，此外阿舍勒产银量微增，武平紫金和紫金山金铜矿产银产量下滑。

表 8：紫金矿业矿产银产量情况（吨）

银项目	权益	2017	2018	2019	同比	趋势
福建武平紫金矿业公司	77.5%	67.4	42.1	25.4	-39.7%	
福建紫金山金铜矿	100.0%	31.4	30.0	27.7	-7.7%	
新疆阿舍勒铜业公司	51.0%	30.1	29.5	31.9	8.1%	
碧沙矿业股份公司	55.0%	-	-	44.8		
其他矿山合计		109.3	119.2	133.4	11.8%	
总计		238.1	220.9	263.2	19.2%	

资料来源：公司财报，安信证券研究中心

铁精矿：金宝和马坑项目均小幅增长。

表 9：紫金矿业铁精矿产量情况（万吨）

铁项目	权益	2017	2018	2019	同比	趋势
新疆金宝矿业公司	56.0%	243	247	278	12.6%	
福建马坑矿业公司（联营）	41.5%	52	50	75	50.0%	
总计		295	297	353	18.9%	

资料来源：公司财报，安信证券研究中心

2.1.3. 成本：矿产金成本微降，矿产铜及矿产锌成本上升

矿产金成本微降，矿产锌成本上升。2019 年公司矿产金单位生产成本为 172.69 元/g，同比去年微降 0.2%，矿产金业务成本管控情况较好，部分受益于诺顿金田和波格拉金矿生产经营的好转。2019 年矿产锌单位生产成本为 6478 元/吨，同比上升 32%，可能与图瓦龙兴矿露采转地采导致产量下降，单位成本上升有关。

表 10：紫金矿业矿产品单位成本情况

	单位	2018	2019	同比	备注
矿山产金	元/g	172.99	172.69	-0.2%	
矿山产银	元/g	1.73	1.42	-18%	
矿产铜（整体）	元/吨	17694	20749	17%	
矿山产阴极铜	元/吨	28401	25293	-11%	科卢韦齐铜矿、紫金山铜矿部分产品
矿山产电解铜	元/吨		31014		紫金波尔
矿山产铜精矿	元/吨	16782	18333	9%	
矿山产锌	元/吨	4917	6478	32%	
铁精矿	元/吨	170	192	13%	

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

矿产铜整体单位成本上升相对可控，紫金波尔效益改善超预期。2019 年紫金波尔全年并表，部分导致整体矿产铜单位成本上升。分开来看，2019 年铜精矿单位成本约 1.83 万元/吨，同比微增 9%，矿产阴极铜（主要是科卢韦齐和紫金山铜矿部分产品）单位成本为 2.53 万元/吨，同比下降 11%。紫金波尔电解铜相对成本虽然高，但相较收购前，成本费用已出现明显下降。2019 年紫金波尔实现净利润 2.29 亿元，而收购前紫金波尔（当时还是 RTB Bor）2018H1 净利亏损 2130 万美金，2019 年扭亏成果超预期。

2.2. 营业税金和期间费用增幅整体可控

销售费用下降明显，其余费用和营业税金及附加均有所增加。2019 年公司销售费用同比下降 35%，主要是部分运输费用计入营业成本，运输费用同比下降约 3.5 亿。管理费用、研发费用、营业税金及附加均有所增加，整体增幅和收入增幅接近。

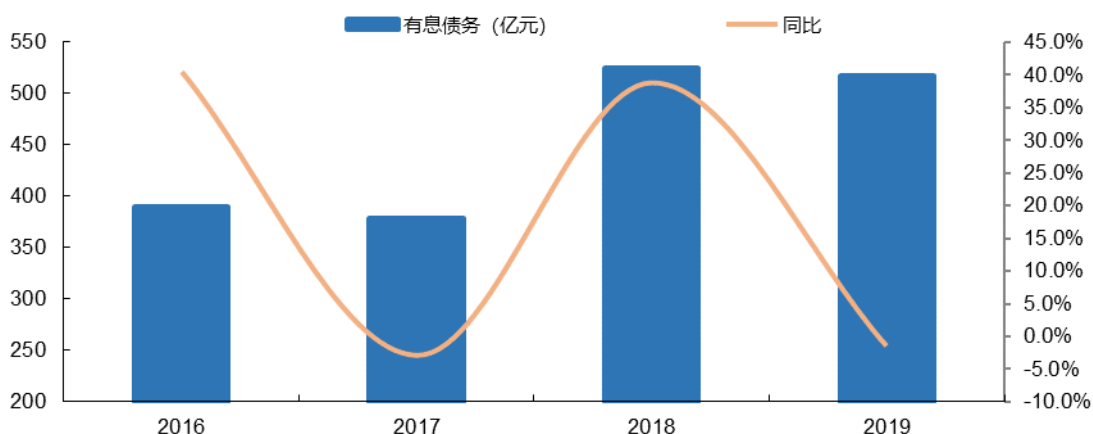
表 11：紫金矿业营业税金及费用情况

	2015	2016	2017	2018	2019
营业收入	74,304	78,851	94,549	105,994	136,098
税金及附加	809.66	907.96	1352.34	1599	1874.14
税金及附加/收入	1.1%	1.2%	1.4%	1.5%	1.4%
销售费用	691.86	667.48	748.94	887.45	574.43
销售费用/收入	0.931%	0.847%	0.792%	0.837%	0.422%
管理费用	2620.74	2822.47	2994.07	2964.96	3689.33
管理费用/收入	3.53%	3.58%	3.17%	2.80%	2.71%
研发费用				274.38	476.34
研发费用/收入				0.3%	0.3%

资料来源：公司年报，安信证券研究中心

2019 年财务费用小幅增加，但有息债务规模下降。2019 年公司财务费用同比增加 2.1 亿，主要是利息支出同比增加约 4 亿所致。不过，我们的测算表明，2019 年公司有息债务同比小幅下降 1.5%，特别是 2019Q4 短期借款和长期借款均环比下降，或许是 2019Q4 公司完成公开增发后适当降低了付息债务的规模。

图 12: 2015-2019 年紫金矿业有息债务数据



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

2.3. 投资收益回归正常

2019 年投资净收益约 0.34 亿元，同比减少约 10 亿。受紫金铜冠并表等因素影响，2018 年公司投资收益达 10.6 亿元，2019 年公司投资收益明显回落，仅为 0.34 亿元。值得注意的是，2018 年公司扣非净利为 30.6 亿元，和当年归母净利润差距多达 10 亿，一定程度也和紫金铜冠公允价值重估有关，而 2019 年公司归母净利润约 42.84 亿元，扣非归母净利约 39.96 亿元，差距缩窄至 2.88 亿元。

2.4. 资产减值损失大幅下降

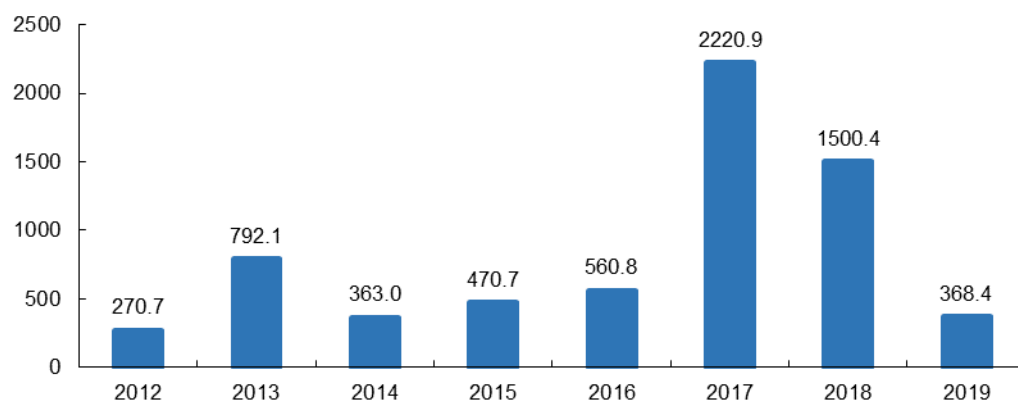
2019 年资产减值损失约 3.68 亿元，回到历史正常年份水平。2017-2018 年公司大量计提资产减值损失，主要是跟固定资产剥离以及部分矿权减值影响。2019 年资产减值大幅下降，和 2017 年之前的历史年份比，已属于相对正常的水平。

表 12: 2017-2019 年紫金矿业资产减值明细

项目	2017	2018	2019
固定资产减值损失	1,058.1	260.3	7.2
存货跌价损失	-0.9	-8.0	45.1
无形资产减值损失	328.5	720.0	224.8
可供出售金融资产减值损失	49.7	不适用	不适用
坏账损失	10.5	不适用	不适用
在建工程减值损失	614.1	111.5	44.3
长期股权投资减值损失		3.5	47.0
商誉减值损失		157.8	0.0
工程物资减值损失	4.2		0.0
投资性房地产减值损失		79.9	0.0
其他非流动资产减值损失	156.7	175.5	0.0
合计	2,220.9	1,500.4	368.4

资料来源：公司年报，安信证券研究中心

图 13：2012-2019 年紫金矿业资产减值数据（百万元）

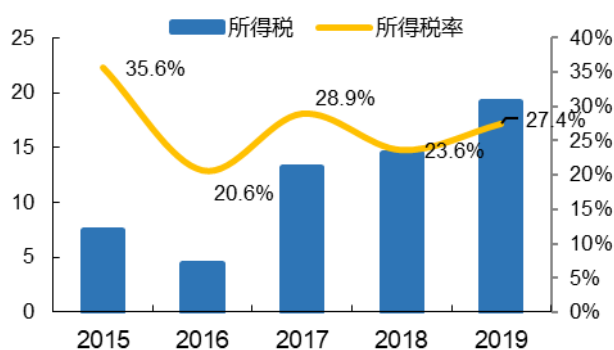


资料来源：公司年报，安信证券研究中心

2.5. 所得税及少数股东损益小幅增加

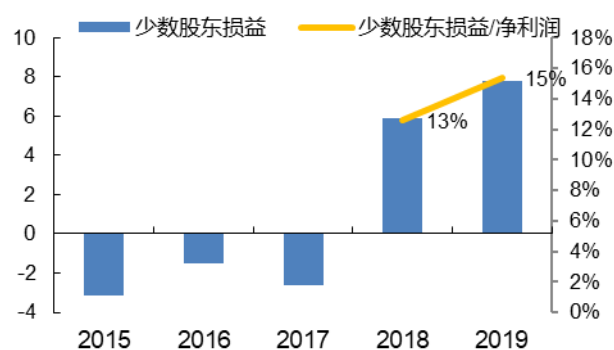
所得税及少数股东损益小幅增加。2019 年公司所得税约 19.1 亿元，同比增长 32.2%，所得税率也从 2018 年的 23.6% 增加至 27.4%，主要是受子公司盈利能力增加所致。2019 年公司少数股东损益约 7.8 亿元，同比增长 31.9%，少数股东损益/净利润比值从 2018 年的 13% 上升至 15%，主要是受非全资子公司盈利上升所致。

图 14：紫金矿业所得税及所得税率（亿元）



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

图 15：紫金矿业少数股东损益（亿元）



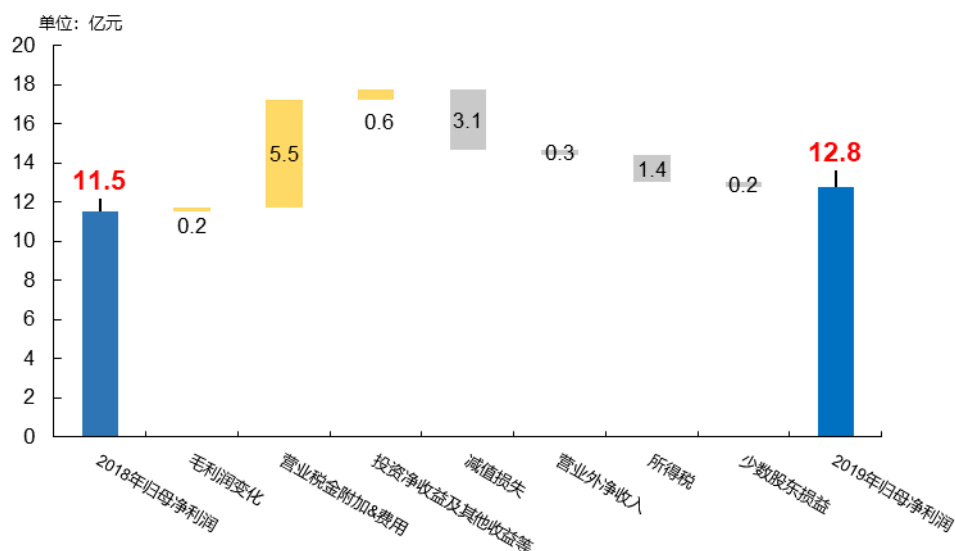
资料来源：公司年报，安信证券研究中心

3. 2019Q4 业绩环比改善主要源于经营因素

3.1. 销售费用口径调整，不掩毛利润环比改善

2019Q4 实现归母净利润约 12.8 亿元，环比增长 10.9%，主要源于经营因素。表面上看，2019Q4 销售费用环比下降 5.5 亿元，是公司业绩环比改善和主要增量因素。但销售费用下降主要或是运输费用计入营业成本，因此本质核心仍在于公司 2019Q4 毛利润环比改善。而公司 2019Q4 矿产品产销环比普遍增长，是公司经营业绩环比改善的重要因素。

图 16：2019Q3-2019Q4 紫金矿业单季度归母净利润对比



资料来源：公司财报，安信证券研究中心

3.2. 2019Q4 单季度矿产品产销环比均增长，金银单位生产成本下降明显

2019Q4 单季度矿产销环比均增长，矿产银、铁精矿增幅较大。公司 2019Q4 单季度矿产金产量约 11.4 吨，同环比均实现超过 10% 的增长，矿产铜产量约 10.6 万吨，同比大增 59.8%，环比增 13.4%。矿产银和铁精矿增长较为突出，2019Q4 矿产银产量 99.6 吨，同比大增 94.8%，环比+84.1%，铁精矿产量 133.8 万吨，同比+30.6%、环比大增 152.3%。

表 13：紫金矿业单季度主要产品产量

产品	单位	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	同比	环比
矿产金	吨	7.6	9.3	9.3	10.4	9.7	9.4	10.3	11.4	10.3%	10.7%
矿产银	吨	56.0	59.2	54.6	51.1	54.3	55.3	54.1	99.6	94.8%	84.1%
矿产铜	万吨	5.9	6.0	6.3	6.6	8.4	8.7	9.3	10.6	59.8%	13.4%
矿产锌	万吨	7.4	7.4	7.1	5.9	9.4	9.3	9.2	9.5	62.6%	3.5%
铁精矿	万吨	72.1	54.9	67.5	102.5	77.4	88.7	53.1	133.8	30.6%	152.3%
冶炼金	吨	42.9	45.1	48.6	68.5	55.1	77.5	61.6	66.2	-3.3%	7.4%
冶炼铜	万吨	10.6	11.2	11.0	10.7	11.3	11.3	12.5	19.9	86.6%	59.8%
冶炼锌	万吨	4.9	4.6	3.5	5.3	5.3	5.6	6.0	5.1	-3.4%	-14.0%

资料来源：公司财报，安信证券研究中心

表 14：紫金矿业单季度主要产品销量

产品	单位	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	同比	环比
矿产金	吨	7.4	8.7	9.6	10.5	9.2	9.2	9.7	11.2	6.7%	15.0%
矿产银	吨	55.0	58.6	56.2	51.0	52.0	56.3	52.7	104.1	104.3%	97.6%
矿产铜	万吨	5.8	6.0	6.4	6.7	7.9	8.8	9.4	11.1	64.1%	18.4%
矿产锌	万吨	7.8	7.6	6.2	6.7	9.8	9.4	8.5	9.6	42.5%	12.7%
铁精矿	万吨	61.8	60.1	72.2	52.6	94.3	85.0	51.9	68.9	30.9%	32.6%
冶炼金	吨	42.8	45.3	48.3	69.1	54.6	77.8	61.5	66.5	-3.7%	8.2%
冶炼铜	万吨	10.6	11.2	11.0	10.8	11.1	11.5	12.3	15.2	40.2%	23.2%
冶炼锌	万吨	4.9	4.6	3.2	5.6	5.3	5.5	5.5	6.5	16.3%	16.8%

资料来源：公司财报，安信证券研究中心

2019Q4 矿产金、银单位成本下降明显，矿产铜成本小幅微增，矿产锌成本继续增加。公司 2019Q4 矿产金单位成本约 162.96 元/g，同比下降 11.7%，环比下降 9.1%，我们判断成本的下降或许与诺顿金田的产销恢复有一定关系。矿产银单位成本约 1.17 元/g，同比下降 33.5%，环比下降 25.8%。2019Q4 矿产铜单位成本约 2.16 万元/吨，同比上升 11.5%，环比微增 2.8%，矿产锌单位成本约 7819.3 元/吨，同比增加 68.3%，环比增加 26.3%。

表 15：紫金矿业单季度矿产品单位成本

	单位	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	同比	环比
矿产金	元/g	178.54	165.70	162.70	184.51	172.26	178.05	179.21	162.96	-11.7%	-9.1%
矿产银	元/g	1.59	1.84	1.72	1.76	1.51	1.64	1.58	1.17	-33.5%	-25.8%
矿产铜	万元/吨	1.73	1.75	1.64	1.94	1.82	2.16	2.10	2.16	11.5%	2.8%
矿产锌	元/吨	4,463.59	5,548.20	5,010.90	4,647.07	5,373.89	6,524.23	6,190.07	7,819.31	68.3%	26.3%
铁精矿	元/吨	164.97	152.64	149.30	224.15	193.20	136.05	167.36	277.95	24.0%	66.1%

资料来源：公司财报，安信证券研究中心

4. 疫情不改有色核心资产价值

疫情发酵后，市场对紫金矿业有三个方面的担忧。今年1月份新冠疫情发酵并逐步向全球蔓延，截至3月20日收盘，紫金矿业股价自1月高点回落27.92%。市场担心疫情对公司产生三个方面的影响，一是产品价格，随着疫情的发酵，需求预期恶化，铜价出现了较为明显的下降。二是现有项目生产及新项目进展，一方面是疫情持续发酵，海外项目的生产可能受到影响，另一方面是疫情导致运输原辅料供应、设备运输包括人员流动受阻，影响项目建设。三是现金流风险，公司正处于项目建设关键年，资本开支较大，较低的产品价格和下游需求不畅可能导致现金流恶化，进而出现现金流风险。

4.1. 价格：继续看好金价长牛，铜价跌破90分位成本支撑位

10年期美债收益率创新低，但实际利率没有。疫情发酵以来，美国名义利率（10年期美债收益率）持续创出历史新低，但油价暴跌，需求预期悲观，通缩预期升温，近期实际利率出现阶段性上升，金价下跌。诚然，目前市场利率（10年期美债收益率）和政策利率（联邦基金利率）下行空间相对有限，市场部分观点因此认为金价的上行空间有限。但需要注意的是，目前实际利率（10年美债 Tips 收益率）水平（0.17%）距离历史最低（-0.86%）仍有103个BP的空间。因此，尽管政策利率下行空间有限，但如后续通胀预期有所升温，实际利率仍然存在可观的下行空间，08年金融危机时期就出现过这种情况。

图 17：10 年期美债收益率和 Tips 收益率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

08年金融危机时联储启动QE之后，通胀预期逐步回升，金价持续走强。08年金融危机可大致分为三个时期，一是在2007年底到2008年8月，次贷危机处于逐步蔓延阶段，部分金融机构出现流动性问题，但在美联储的干预之下，市场并没引起过多的恐慌。二是在2008年8月-11月，雷曼破产，金融危机全面爆发，流动性指标Libor-Ois达到历史最高水平，美联储于2008年10月紧急降息至零利率，但无法阻止实际利率的上行和金价的大跌。第三个阶段是2008年11月首次启动QE之后，尽管政策利率无下降空间，但美联储通过QE持续为市场提供流动性支持，市场恐慌情绪有所缓和，通胀预期升温，带动实际利率下行，金价开始持续走强。

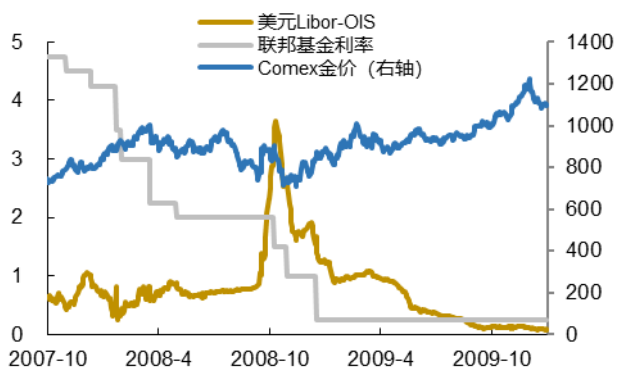
图 18：2008 年美联储启动 QE 后通胀预期回升，金价反弹



资料来源：Wind，安信证券研究中心

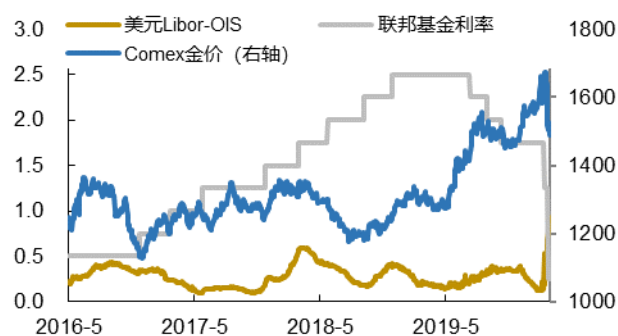
当前市场也显现出一定的流动性担忧，与 08 年金融危机第二阶段类似，金价近期小幅下跌，但好戏还在后头。近期 Libor-Ois 等流动性指标明显走高，联储紧急降息 50 个 BP，通胀预期下降，实际利率上行，金价出现大跌，市场特征和 08 年金融危机第二阶段有些类似。

图 19：08 金融危机时期联邦基金利率、Libor-OIS 及金价



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 20：近期联邦基金利率、Libor-OIS 及金价



资料来源：Wind，安信证券研究中心

在极低的名义利率和通胀预期之下，实际利率后续创新低以及金价后续创历史新高的概率较大。目前国际原油价格已跌破 30 美元/桶，远低于历史均值，甚至低于 08 年金融危机时期，10 年期 TIPS 隐含的通胀预期达到 0.5%，直逼 08 年金融危机水平，客观上已经处于历史极低的位置。08 年金融危机时，通胀预期的企稳时点与 QE 的启动吻合，而本轮美联储在 3 月 16 日已启动了 7000 亿 QE。尽管历史不会完全相似，金价也不见得在本轮 QE 重启后就立马开启大幅上涨之势，但有一点应该是相似的，就是如果经济还在恶化，美联储进一步加大 QE 几乎是必然，美联储主席鲍威尔也明确表态 QE 是没有上限的。更为重要的是，如果不见到疫情得到解决，不看到经济数据特别是通胀数据冲过目标 2% 一段时间，联储货币宽松是很难收手的，而这一过程恰恰对应的就是通胀持续上行，名义利率相对刚性，实际利率下行，金价上涨。考虑到目前名义利率为历史最低区间，通胀预期后续稍微回升，就有望带动实际利率创出历史最低水平，金价也因此有创新高的可能。

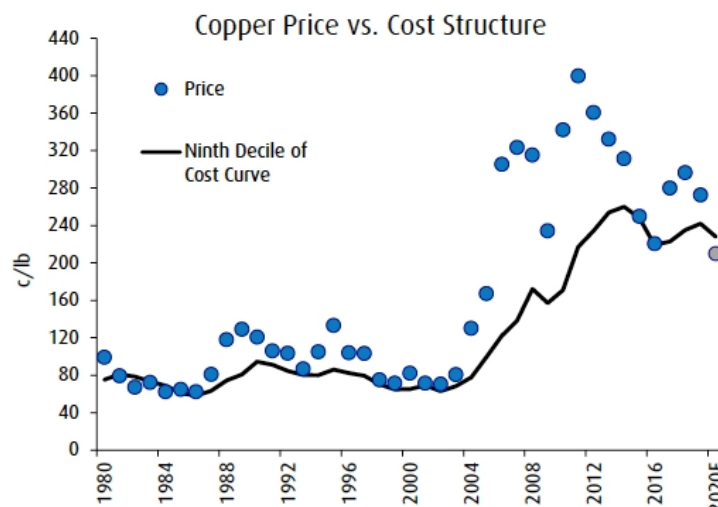
图 21：原油价格和 10 年 TIPS 隐含的通胀预期



资料来源：Wind，安信证券研究中心

铜价已跌破 90 分位成本支撑位，低价状态难以长期持续。3 月 20 日 Comex 铜价跌至 2.15 美元/磅，这一数据已基本跌破铜 90 分位成本线。历史上铜价长期处于 90 分位成本线上方，只在 1993、1998、2001-2003、2015 年跌破过 90 分位成本线。事实上，随着近期疫情的发酵，南美铜矿生产和运输已受到部分影响，在全球铜新增供应本就不足的背景，现有项目的供应风险加剧或部分抵消需求预期下降的风险，对铜价形成支撑。

图 22：目前铜价低于 90 分位成本线



资料来源：Woodmac，BMO Capital Markets，安信证券研究中心

表 16：全球范围内受新冠疫情影响的铜企一览（单位：万吨）

国家	公司	2018 产量	2019 产量	同比	措施	停产矿山名称
智利	CODELCO	167.8	158	-6%	政府宣布的紧急状态对生产施加了严格的限制，并使其别无选择，只能减少运营。	
智利	必和必拓	175.33	168.93	-4%	必和必拓旗下埃斯康迪达(Escondida)铜矿的工会工人周三表示，他们已经要求相关部门关闭矿场，除非资方开始实施严格的措施来防止新冠病毒的传播。不过 BHP 周四表示，到目前为止，该公司的运营尚未受到冠状病毒大流行的实质性影响，并且已实施了其他程序以防止该疾病在其员工中传播。且由于 Escondida 铜矿使用的港口非智利公共港口，预计受到影响有限。	
秘鲁	自由港	172.95	168.93	-2%	对秘鲁的 Cerro Verde 矿进行了为期 15 天的维护和保养。公司表示，在此期间，现场人员将被限制在维护设施所需的关键活动中，直到恢复正常运行为止。	秘鲁的 Cerro Verde 矿山
秘鲁	MMG	38.5	38.3	-1%	为了响应秘鲁政府宣布的国家紧急状态和限制新冠病毒传播的措施，Las Bambas 已暂时削减生产，并已开始减少矿山现场员工和承包商人员数量。	Las Bambas 矿山
智利	英美资源集团	66.8	63.8	-4%	鉴于冠状病毒疫情在智利国内蔓延的情况下，该公司旗下位于智利的 Los Bronces 铜矿的运营规模已经缩减至确保“运营连续性”所需的最低限度。此外，本周二，该公司还表示，已经放缓位于秘鲁的 Quellaveco 铜矿项目建设工作。	
蒙古	力拓	60.8	57.7	-5%	宣布疫情正在影响其位于蒙古的 Oyu Tolgoi 铜矿地下项目的开发计划，主因蒙古政府对商品和人的流通管控升级。此外，受 3 月 18 日美国犹他州 5.7 级地震影响，矿业巨头力拓暂时停止 Kennecott 铜金银矿的运营。	Kennecott 铜金银矿
巴西	淡水河谷	39.6	37.3	-6%	宣布从周一开始，位于总部里约热内卢的 1800 名员工实行在家办公，同时还包括其位于中国，日本，新加坡以及瑞士的办公室。此外，还将缩减加拿大 Voisey's Bay 铜镍矿的开采业务，并对其进行为期四周的保养维护。	
智利	Antofagasta	46.2	77	67%	智利铜生产商 Antofagasta 公司周二报告称，2019 年核心利润增长 9.5%，但由于全球经济前景恶化，该公司可能控制 2020 年支出计划。	
智利	泰克资源	29.4	29.7	1%	泰克资源宣布暂停其 Quebrada Blanca 二期铜项目建设工作。	
秘鲁	Pan American				暂时关闭了秘鲁的四个矿区	Shahuindo 金矿，La Arena 金矿，Huaron 银矿，Morococha 铜矿
合计		797.38	799.66			
全球占比		38.6%	38.7% (E)			

资料来源：公司公告，SMM，安信证券研究中心

4.2. 生产：提前布局防控，境外项目运行平稳

4.2.1. 境外在产项目：未雨绸缪，提前布局防控

海外项目对紫金矿业至关重要。紫金矿业在海外 11 个国家拥有 13 个重要矿业投资项目，其中在产项目有 8 个，在建项目有 5 个。不论从目前产量、利润构成还是从未来成长性来看，海外矿业项目对公司意义重大。目前，国内疫情已相对可控，而海外疫情持续爆发，对紫金矿业经营管理形成一定挑战。

图 23：紫金矿业全球布局

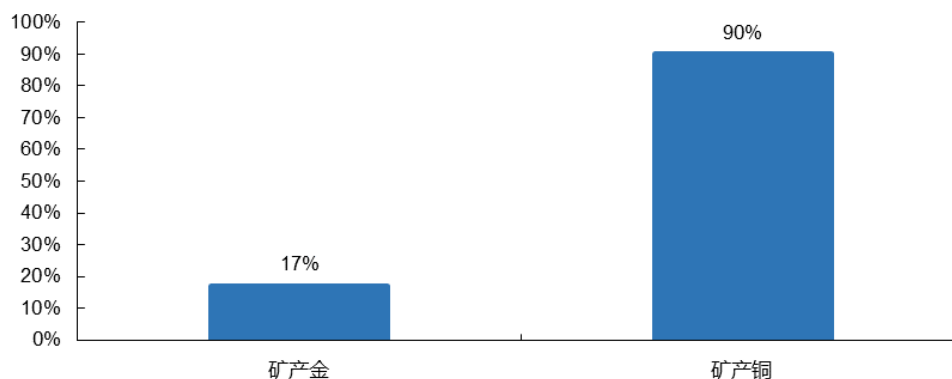


资料来源：Wind，安信证券研究中心

提前布局，“一企一策”防控风险。据公司官网报道，早在今年 1 月底，公司就提前专门针对海外项目下发了应对疫情的紧急通知，制定了“一企一策”的应急预案。各海外项目已赶在疫情全球大流行之前，科学、有序组织人员进场，打通国际物流渠道，提前做好 3-6 个月的物资储备，并根据疫情形势发展来不断调整和加强防控举措。

目前境外矿山生产经营正常。据公司官网报道，截至 3 月 16 日，紫金矿业境外 13 家矿山均未出现病例或疑似病例，生产经营和项目建设按计划进行，境外在产矿山企业矿产金同比增长 17%，矿产铜同比增长 90%。

图 24：2020 年 1-2 月紫金矿业境外 13 家矿山产量同比变化



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

4.2.2. 四大新增项目：建设如期推进，Kamoa 项目诸多超预期

四大新增项目推进情况良好。公司四大新增项目包括位于塞尔维亚的 Timok 铜金矿和紫金波尔，位于刚果（金）的卡莫阿铜矿以及位于哥伦比亚的武里蒂卡金矿，这四大项目是公司产量和业绩未来 2-3 年实现高速增长的关键。事实上，紫金波尔 2019 年净利润 2.29 亿元，技改推进效果好于预期；武里蒂卡金矿仍计划在 3 月底完成试车投产，Timok 上带矿地表选厂开始平基，Kamoa 一期项目穿脉巷道已进入高品位矿体，正在开展选厂和电力设施建设，四大项目目前均如期推进。

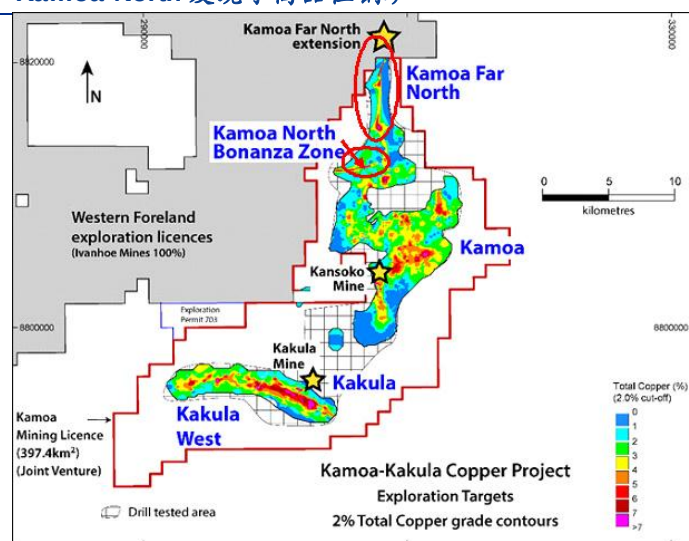
Kamoa 项目诸多超预期。一是部分实际工程进度超预期，2019 年 Kamoa 一期完成 7.8 公里地下开发工作，比计划进度多出 1.7 公里。二是一期选矿产能拟提升约 27%，据艾芬豪公告，目前正在进行 Kamoa 一期 Kakula 矿段的最终可行性研究（DFS），预计于 2020 年三季度完成，计划将初始选厂产能从之前的 300 万吨/年提升 27%至 380 万吨/年，二阶段完成后产能将达到 760 万吨/年。三是 Kamoa North 发现高品位铜矿，目前项目工程师正在评估开发方案。

表 17：紫金矿业四大核心项目进度情况

矿山	国家	计划投产时间	项目进度
紫金波尔铜业技改	塞尔维亚	已投产	1) MS 矿技改扩建项目完成可研设计，并于 9 月正式开工建设 2) VK 矿技改扩建项目完成可研设计 3) 冶炼厂技改完成项目可研及初步设计，正在推进平基、工勘等工作
武里蒂卡金矿	哥伦比亚	2020Q1	1) 3 月 5 日正式完成股权交割 2) 截至 3 月 16 日，已完成 95%的试车试水工作，可望在 3 月底完成主线试车并产出合质金
Timok 上带矿	塞尔维亚	2021Q2	1) 完成项目资源储量核实、可研设计、探矿竖井施工许可、SPSP 空间区域规划等证照办理，项目设计及采矿许可等有序推进 2) 地表选厂开始平基
Kamoa 一期建设	刚果（金）	2021Q2	1) 完成周期设备招投标和订货，完成井下采矿合同等重大合同的招投标谈判和合同签署 2) 井巷开拓方面，完成主斜坡道和南部斜坡道掘进，穿脉巷道已进入高品位矿体 3) 地表设施方面，正在开展选厂、电力等设施建设 4) 初始选厂产能一阶段产能从 300 万吨/年提升到 380 万吨/年，二阶段完成后将达到 760 万吨/年 5) 2019 年共完成 7.8 公里的地下开发工作，比计划进度多了 1.7 公里 6) Kakula 矿段的 DFS 预计于 2020 年第三季度完成

资料来源：公司年报，艾芬豪公告，安信证券研究中心

图 25：Kamoa-North 发现了高品位铜矿



资料来源：艾芬豪公告，安信证券研究中心

公司官网近期公布了四大新增项目受疫情影响，整体建设运营情况如期推进：

1) 塞尔维亚（紫金波尔+Timok）：为外防输入，紫金矿业在塞尔维亚的波尔铜矿、佩吉铜金矿按照“中国标准”进行疫情防控，认真做好物资、医疗资源、隔离点等应急资源准备；实行塞方员工居家办公和施工现场办公相结合，实行对进出人员体温检测和登记制度，取消员工外出旅行及长距离活动，对施工单位实行封闭式管理，减少人员外出和进入。针对佩吉铜金矿部分施工队伍人员不足的现状，通过加大本土人员招聘，招收紫金波尔离岗人员，通过从紫金波尔调配人员等方式来解决施工队伍人员不足的问题。

2) 刚果（金）（Kamoa-Kakula）：卡莫阿-卡库拉铜矿的紫金建设团队表示，在疫情未解除之前，若今后施工单位需要增加施工人员，将会从临近项目抽调相关施工力量增援，力争做到防疫、建设两不误。

3) 哥伦比亚（武里蒂卡金矿）：，刚刚交割的武里蒂卡金矿项目受到了该国政府高层的关注，为人员进场办理签证开辟“绿色通道”，使工作团队赶在疫情全球蔓延前的“窗口期”抵达武里蒂卡金矿。目前，该矿已完成 95% 的试车试水工作，可望 3 月底完成主线试车并产出合质金。

表 18：四大新增项目所在国家疫情政策情况（截至）

国家	主要矿山	累计确诊	累计死亡	累计确诊/总人口（人/万人）	政策情况
哥伦比亚	武里蒂卡	210	1	0.04	3月18日起： 1) 人员控制： 关闭与委内瑞拉、厄瓜多尔、巴西、秘鲁边境口岸；禁止所有非哥公民及常住居民的外籍旅客入境；停止一切 50 人以上规模集会活动；关闭全国所有博物馆、图书馆、电影院及酒吧等夜间娱乐场所；学校停课；推迟高考；公职人员实行弹性工作和居家办公 2) 企业生产： 暂未有明确政策 3) 港口货运： 货物往来在履行严格检疫手续后可通行
塞尔维亚	Timok、紫金波尔	171	1	0.24	3月15日起： 1) 人员控制： 15 日晚关闭边境；返塞的塞尔维亚公民必须隔离 14 天，来自疫情最严重地区的人员隔离 28 天；学校停课到本学年结束；禁止室内聚集；实行宵禁 2) 企业生产： 室内外公共集会限制升级，要求人与人之间保持 2 米以上距离，且每 4 平方米范围内只能有一人 3) 港口货运： 暂未有明确政策
刚果（金）	卡莫阿穆索诺伊	30	1	0.00	该国正受麻疹和埃博拉病毒影响，并无新冠肺炎针对性政策

资料来源：新浪，各国公司官网，安信证券研究中心

4.3. 现金流：当前阶段风险仍较有限

2020 年客观上存在一定的现金支出压力。2020 年是项目建设的关键年，也是公司资本开支大年，据公司年报披露，公司预计 2020 年项目建设计划投资支出 65.75 亿元，地勘投入需求 3.4 亿元，并购投资 68 亿元，三项合计约 137.15 亿元。此外，公司计划向全体股东每 10 股派发现金红利 1 元（含税），现金总分红约 25.38 亿元，因此资本开支+分红两项支出合计约 162.5 亿元。

我们预计 2020 年公司归母净利润约 37.3 亿元，经营性现金流约 108 亿元。按照下表中的价格、产量假设，我们预计公司 2020~2022 年实现归母净利润 37.3、74.3、122.9 亿元，其中 2020 年经营性现金流净额约 107.9 亿元。考虑更悲观的情形，以当前（3 月 20 日）金、铜、锌价格作为 2020 年价格均价假设（我们看好后续金、铜价格中期上涨趋势），我们测算表明公司 2020 年归母净利润约 28.8 亿元，经营性现金流约 103 亿元。

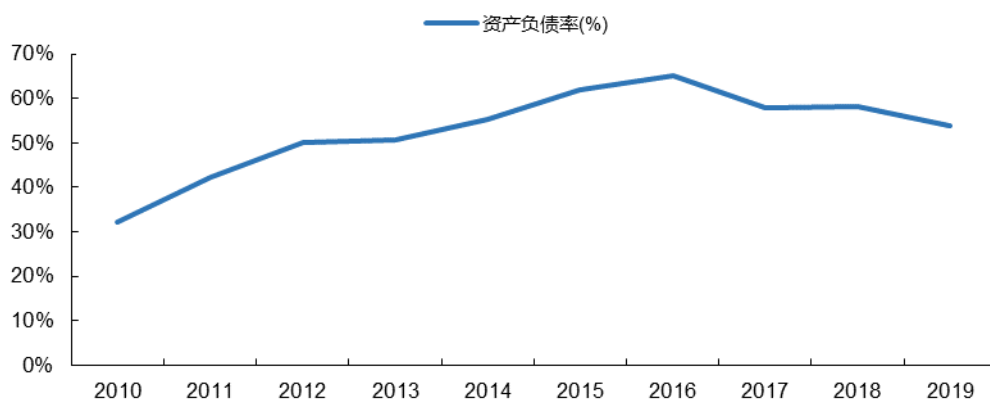
图 26：紫金矿业盈利预测

项目		单位	2020E	2021E	2022E
产量假设	矿产金	吨	44.1	47.3	54.4
	矿产银	吨	260.0	260.0	260.0
	矿产铜	万吨	41.1	54.5	74.1
	矿产锌	万吨	40.3	41.1	41.7
价格假设	金价	元/g	350	380	380
	银价	元/kg	3380	3132	4471
	铜价	元/吨	42000	46000	48000
	锌价	元/吨	15600	16000	16000
	美元汇率	人民币/美元	7.0	7.0	7.0
财务指标	营业收入	亿元	1328.0	1609.3	1878.7
	YOY	%	-2.4%	21.2%	16.7%
	归母净利润	亿元	37.3	74.3	122.9
	YOY	%	-12.6%	99.2%	65.5%
	经营性现金流净额	亿元	107.9	142.6	184.6
	YOY	%	1.2%	32.2%	29.5%

资料来源：公司年报，安信证券研究中心

2020 年确实存在部分现金流压力，但整体风险较为可控。不论是 107.9 亿还是 103 亿的经营性现金流净额，面对 162.5 亿的现金支出压力，确实存在一定的资金缺口。不过随着公开增发完成，2019 年底公司资产负债率已降至 53.91%，公司目前 1238 亿的总资产体量，如果将资产负债率提升至 60%（仍低于 2015-2016 年水平）对应负债可增加约 75 亿元，基本可以弥补资金缺口。而截至 2019 年底公司拥有银行授信总额 1590.84 亿元，未使用额度为 1150.4 元，未使用额度比例约 72.3%。

图 27：紫金矿业资产负债率



资料来源：公司年报，安信证券研究中心

4.4. 当前时点坚定看好公司价值重估

公司是当之无愧的有色核心资产。一是其高品位低成本的基础资产具备较强的抗风险能力，即使在 2015 年大宗商品价格暴跌背景下公司仍具备较强的经营性现金流表现，以及外延并购的能力。二是高 IRR 项目渐次投产使其具备极佳的成长性，这本质上是公司的阿尔法价值，重要看点则是 2021-2022 年的产量和业绩放量，而非当下靠短期价格波动带动业绩弹性的贝塔价值。

表 19：紫金矿业 2020-2022 年矿产品产量规划

产品名称	单位	2019A	2020E	2021E	2022E	年复合增长率
矿产金（吨）	吨	40.8	44	42~47	49~54	6.3%-9.8%
矿产铜（万吨）	万吨	37	41	50~56	67~74	21.9%-26.0%
矿产锌（万吨）	万吨	37	40	37~41	38~42	0.9%-4.3%
矿产银（吨）	吨	263	246	236~262	242~269	-
铁精矿（万吨）	万吨	353	332	299~332	299~332	

资料来源：公司年报，安信证券研究中心

我们认为疫情冲击对公司核心价值的影响是有限的。一是主产品铜金价格后续中期趋势向上，主要是目前铜价已低于长期成本曲线支撑位，全球货币宽松大浪已至，疫情本身又具备一定可控性，后续铜价中期走势大概率向上。黄金则类似 08 年，随着货币宽松的持续推进和金融市场恐慌缓释，后续有望看到通缩预期逐步向通胀预期过渡，金价具备创历史新高的可能。二是疫情现阶段对公司现有项目的生产，和新增项目的投产影响仍较为有限，大陆黄金 3 月投产在即，Kamoa 项目则诸多超预期。三是尽管 2020 年公司资本开支数额相对较大，但考虑到公司较好的经营性现金流，以及较低的资产负债率，我们判断公司当前阶段现金流风险仍较有限。

投资建议：当前时点公司的动态估值具备较大吸引力，维持“买入-A”投资评级。我们预计 2020~2022 年公司归母净利润分别为 37.3 亿元、74.3 亿元、122.9 亿元，对应 PE 分别为 23.5x、11.8x、7.14x，考虑到疫情带来的影响，我们下调了 2020~2021 年盈利预测。事实上，不论疫情发生与否，不论 2020 年公司业绩多寡，这都并非是紫金矿业的核心投资逻辑，核心逻辑在于未来，在于 2021-2022 年的业绩放量。考虑悲观一些，即使采用当前（3 月 22 日）较低的金、铜、锌价格对 2020~2022 年做盈利预测，我们预计公司 2022 年归母净利将达到 77.1 亿元，对应当前 PE 也仅有 11.4x。维持公司“买入-A”的投资评级，6 个月目标价为 5 元，相当于 2021 年 17x 的动态市盈率。

图 28：按照现价（3 月 20 日）下的紫金矿业盈利预测

	项目	单位	2020E	2021E	2022E
价格假设	金价	元/g	340	340	340
	银价	元/kg	3132	3132	3132
	铜价	元/吨	38910	38910	38910
	锌价	元/吨	15055	15055	15055
	美元汇率	人民币/美元	7.0	7.0	7.0
财务指标	营业收入	亿元	1275.6	1428.1	1641.6
	YOY	%	-6.3%	12.0%	14.9%
	归母净利润	亿元	28.9	47.5	77.1
	YOY	%	-32.6%	64.6%	62.1%
	经营性现金流净额	亿元	103.1	123.2	137.7
	YOY	%	-3.3%	19.5%	11.8%

资料来源：公司年报，安信证券研究中心

5. 风险提示

1) 全球需求复苏不及预期

一是通胀预期无法企稳，实际利率难以下行，金价表现预计疲弱；二是影响到铜、铅、锌、铁精矿产品的价格和需求，进而影响到公司业绩。

2) 公司海外项目进展不及预期

海外项目矿产品产量占据公司半壁江山，而四大新增项目进度情况则直接决定了公司未来的成长性表现。

3) 矿山生产成本上升超预期

生产成本超预期上升直接影响公司业绩表现，在目前金属价格下跌的背景下，更高的成本意味着更高的经营风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	105,994.2	136,098.0	132,795.0	160,925.2	187,865.4	成长性					
减:营业成本	92,651.4	120,582.6	118,168.3	139,384.6	158,633.6	营业收入增长率	12.1%	28.4%	-2.4%	21.2%	16.7%
营业税费	1,599.0	1,874.1	1,792.7	2,172.5	2,536.2	营业利润增长率	23.0%	17.2%	-15.8%	89.3%	55.6%
销售费用	887.5	574.4	664.0	804.6	939.3	净利润增长率	16.7%	4.6%	-12.9%	99.2%	65.5%
管理费用	2,965.0	3,689.3	3,594.9	4,356.4	5,085.6	EBITDA 增长率	6.5%	31.1%	-11.1%	42.0%	33.9%
财务费用	1,254.2	1,466.8	1,925.9	2,025.8	1,989.4	EBIT 增长率	8.1%	32.9%	-14.9%	68.1%	46.5%
资产减值损失	1,500.4	-368.4	300.0	300.0	300.0	NOPLAT 增长率	13.5%	11.3%	-4.8%	72.9%	52.4%
加:公允价值变动收益	-135.8	-59.8	-	-	-	投资资本增长率	30.7%	8.2%	14.4%	6.4%	7.3%
投资和汇兑收益	1,060.5	34.4	-	-	-	净资产增长率	25.6%	20.7%	3.5%	2.9%	19.2%
营业利润	6,181.4	7,242.1	6,099.8	11,547.6	17,966.6	利润率					
加:营业外净收支	-51.2	-267.8	-250.0	-200.0	-200.0	毛利率	12.6%	11.4%	11.0%	13.4%	15.6%
利润总额	6,130.2	6,974.3	5,849.8	11,347.6	17,766.6	营业利润率	5.8%	5.3%	4.6%	7.2%	9.6%
减:所得税	1,447.5	1,913.4	1,462.5	2,609.9	3,553.3	净利润率	3.9%	3.1%	2.8%	4.6%	6.5%
净利润	4,093.8	4,284.0	3,729.3	7,427.0	12,294.5	EBITDA/营业收入	10.9%	11.1%	10.1%	11.9%	13.6%
						EBIT/营业收入	6.9%	7.1%	6.2%	8.6%	10.8%
资产负债表						运营效率					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	固定资产周转天数	109	96	109	97	86
货币资金	10,089.9	6,225.1	3,244.2	3,460.0	8,873.0	流动营业资本周转天数	22	20	26	27	28
交易性金融资产	787.1	688.0	900.0	900.0	900.0	流动资产周转天数	100	78	75	64	66
应收账款	2,402.0	1,825.1	3,187.1	4,023.1	5,448.1	应收账款周转天数	8	6	7	8	9
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	40	36	40	34	33
预付账款	1,419.2	1,323.2	2,363.4	2,787.7	3,331.3	总资产周转天数	343	313	333	279	257
存货	12,669.7	14,886.6	14,771.0	16,029.2	18,242.9	投资资本周转天数	210	193	220	200	183
其他流动资产	3,080.8	3,646.4	2,598.5	2,598.5	2,598.5	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	10.9%	9.3%	7.6%	14.6%	21.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.6%	4.3%	3.6%	7.0%	10.6%
长期股权投资	7,041.8	6,924.4	6,999.2	6,985.1	6,969.6	ROIC	10.6%	9.0%	7.9%	12.0%	17.2%
投资性房地产	608.2	130.4	-	-	-	费用率					
固定资产	34,144.5	38,624.8	42,092.8	44,552.2	45,363.0	销售费用率	0.8%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
在建工程	4,807.2	5,279.3	7,945.1	8,941.3	11,534.2	管理费用率	2.8%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
无形资产	22,510.3	24,162.5	25,284.3	24,999.9	24,702.9	财务费用率	1.2%	1.1%	1.5%	1.3%	1.1%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	4.8%	4.2%	4.7%	4.5%	4.3%
资产总额	112,879.3	123,830.9	121,967.8	127,836.7	139,941.5	偿债能力					
短期债务	15,616.7	14,440.9	15,616.7	20,616.7	18,616.7	资产负债率	58.1%	53.9%	45.9%	47.2%	43.5%
应付账款	9,010.6	9,662.3	9,254.1	10,017.8	10,710.8	负债权益比	138.8%	116.9%	98.4%	103.3%	86.9%
应付票据	160.7	420.9	295.4	348.5	396.6	流动比率	0.82	0.86	1.00	0.90	1.23
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.48	0.41	0.45	0.42	0.66
长期借款	12,917.9	13,826.2	12,917.9	12,917.9	11,417.9	利息保障倍数	5.83	6.63	4.30	6.87	10.24
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	65,605.6	66,751.3	58,158.3	62,762.1	62,974.4	DPS(元)	0.09	-	0.07	0.10	0.10
少数股东权益	6,818.3	5,893.6	6,551.7	7,862.4	9,781.2	分红比率	56.3%	0.0%	47.6%	34.2%	20.6%
股本	2,303.1	2,537.7	2,537.7	2,537.7	2,537.7	股息收益率	2.6%	0.0%	2.0%	2.9%	2.9%
留存收益	34,595.4	44,015.7	45,864.1	50,730.3	60,487.1						
股东权益	47,273.7	57,079.6	59,086.1	60,777.5	72,453.0						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	4,682.7	5,060.9	3,729.3	7,427.0	12,294.5	EPS(元)	0.16	0.17	0.15	0.29	0.48
加:折旧和摊销	4,449.2	5,755.4	5,172.3	5,190.6	5,208.8	BVPS(元)	1.59	2.02	2.07	2.09	2.47
资产减值准备	1,500.4	434.0	300.0	300.0	300.0	PE(X)	21.4	20.5	23.5	11.8	7.1
公允价值变动损失	135.8	59.8	-	-	-	PB(X)	2.2	1.7	1.7	1.7	1.4
财务费用	1,523.2	1,530.0	1,925.9	2,025.8	1,989.4	P/FCF	-1,105.1	-34.2	-6.1	13.8	16.8
投资损失	-884.0	-75.3	-	-	-	P/S	0.8	0.6	0.7	0.5	0.5
少数股东损益	588.9	776.9	658.1	1,310.6	1,918.8	EV/EBITDA	3.2	2.4	3.2	2.5	1.8
营运资金的变动	62.7	-7,668.8	-994.7	-1,990.0	-3,246.6	CAGR(%)	23.1%	41.1%	10.5%	23.1%	41.1%
经营活动产生现金流量	10,233.0	10,665.6	10,791.0	14,264.0	18,464.9	PEG	0.9	0.5	2.2	0.5	0.2
投资活动产生现金流量	-13,640.2	-14,102.8	-10,159.1	-8,658.3	-8,778.5	ROIC/WACC	1.2	1.0	0.9	1.4	2.0
融资活动产生现金流量	7,655.2	-325.8	3,766.6	-3,355.2	-7,531.2	REP	0.4	0.5	0.5	0.4	0.2

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

齐丁、黄孚、王政声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。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, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	温鹏	北京基金组销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	张莹	北京保险组主管	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	姜东亚	北京保险组销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京保险组销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	王帅	北京保险组销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	13922833856	fanhq@essence.com.cn
深圳联系人	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034