

有色金属

2020年03月24日

紫金矿业 (601899)

——不畏浮云遮望眼，静待春暖花开日

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

市场数据： 2020年03月24日

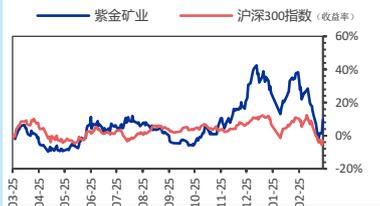
收盘价(元)	3.74
一年内最高/最低(元)	5.02/3.15
市净率	1.9
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万)	71889
上证指数/深证成指	2722.44/9921.68

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2019年12月31日

每股净资产(元)	2.02
资产负债率%	53.91
总股本/流通A股(百万)	25377/19222
流通B股/H股(百万)	-/5737

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《紫金矿业(601899)深度：资源优势有效转化，拥抱矿业价值龙头》2020/02/12
《紫金矿业(601899)点评：金价上涨，产量增加，Q3季度业绩改善，维持“增持”评级》2019/11/04

证券分析师

刘晓宁 A0230511120002
liuxn@swsresearch.com
王宏为 A0230519060001
wanghw@swsresearch.com
史霜霜 A0230519110004
shiss@swsresearch.com

联系人

史霜霜
(8621)23297818×转
shiss@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- **2019年公司实现扣非归母净利润39.97亿元，同比增加30.56%，Q4单季扣非归母净利润12.43亿，环比上升13.39%，符合预期。**2019年1-12月实现销售收入1360.98亿元，同比增长28.40%；实现归母净利润42.84亿元，同比增加4.65%，对应每股收益0.18元；扣非后归母净利润为39.97亿元，同比增加30.56%，Q4单季扣非归母净利润12.43亿，环比上升13.39%，符合预期。
- **主要矿产品大幅增长，海外项目贡献提升，公司业绩逐季增长。**报告期，得益于波格拉金矿恢复生产以及诺顿金田的增产公司矿产金40.8吨、同比增长11.86%。矿产铜36.99万吨，同比增长48.8%，主要来自科卢韦齐二期项目、多宝山二期达产以及并购波尔铜业。矿产锌37.41万吨，同比增长34.6%，主要来自并购Bisha项目。另外，公司2019年生产铁精矿353万吨，同比增长18.9%，主要来自新疆金宝矿业产量增长。
- **金价大幅上涨带动业绩改善，铜锌价格回落有所拖累。**经济增长乏力，全球货币政策持续宽松，2019年下半年以来黄金价格大幅上涨。公司2019年矿产金平均售价上涨44.7元/克，毛利率上涨10.5个百分点，显著提升板块利润水平。以40.8吨产量计算，金价上涨增利约13亿元。基础金属矿产铜、矿产锌价格同比分别下跌3.05%、26.36%，毛利率分别下降6.13%、27.35%。成本端，新并购波尔铜业和Bisha项目使矿产铜和矿产锌成本有所上升。但公司进驻以来波尔铜业管理效率提高，随着产量扩大单位成本改善空间较大。铁精矿量价齐升使该板块成为传统业务外一个增利亮点，税前利润贡献超10亿。
- **未来三年，海外项目实现跨越式增长，产品价格趋势向上。**海外项目卡莫阿、Timok 上带矿项目顺利推进，2021年下半年投产后持续带来铜产量大幅增长。陇南紫金、贵州紫金、山西紫金将持续释放黄金产量。尽管海外疫情扩散市场悲观情绪蔓延，铜锌价格大幅下跌，但价格向下有较强的成本支撑。随着疫情改善，主要国家逆周期政策不断加码，产品价格向上弹性巨大。财务方面，报告期末公司对外融资总额500.71亿元，平均融资成本约4%，保持行业较低水平。随着全球利率走低，公司财务开支有望进一步下行。
- **下调2020年盈利预测，维持“买入”评级！**由于2020年全球疫情影响导致矿产品价格出现较大波动，我们下调2020年矿产铜、锌平均价格假设至44075元/吨，16568元/吨，同时预计受疫情影响2021年卡莫阿、Timok项目矿产品推迟1-2个月投产，因此下调2020年-2022年归母净利润分别为42.7亿元、70.1亿元、91.7亿元(原值53.1亿元、73.0亿元、93.1亿元)，对应PE22X/14X/10X。我们认为公司具有很好的内生增长性，市场调整创造难得布局良机，维持“买入”评级！

财务数据及盈利预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	105,994	136,098	156,080	170,322	176,843
同比增长率(%)	12.1	28.4	14.7	9.1	3.8
归母净利润(百万元)	4,094	4,284	4,273	7,008	9,165
同比增长率(%)	16.7	4.7	-0.3	64.0	30.8
每股收益(元/股)	0.18	0.17	1.68	2.76	3.61
毛利率(%)	12.6	11.4	11.3	13.2	15.1
ROE(%)	10.1	8.4	7.6	11.0	12.5
市盈率	21	22	22	14	10

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

财务摘要

百万元, 百万股	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	105,994	136,098	156,080	170,322	176,843
其中: 营业收入	105,994	136,098	156,080	170,322	176,843
减: 营业成本	92,651	120,583	138,493	147,886	150,124
减: 税金及附加	1,599	1,874	2,185	2,385	2,476
主营业务利润	11,744	13,641	15,402	20,051	24,243
减: 销售费用	887	574	1,249	1,363	1,415
减: 管理费用	2,965	3,689	4,370	4,769	4,952
减: 研发费用	274	476	468	511	531
减: 财务费用	1,254	1,467	1,722	1,744	1,666
经营性利润	6,363	7,434	7,593	11,664	15,679
减: 资产减值损失	1,500	-368	370	720	670
减: 信用减值损失	-82	-66	0	0	0
加: 投资收益及其他	1,061	34	138	200	200
营业利润	6,181	7,242	7,173	11,244	15,197
加: 营业外净收入	-51	-268	-250	-40	-30
利润总额	6,130	6,974	6,923	11,204	15,167
减: 所得税	1,448	1,913	1,873	2,861	4,191
净利润	4,683	5,061	5,050	8,343	10,977
少数股东损益	589	777	778	1,335	1,811
归属于母公司所有者的净利润	4,094	4,284	4,273	7,008	9,165
全面摊薄总股本	2,3031	2,5377	2,5377	2,5377	2,5377
每股收益 (元)	0.18	0.18	1.68	2.76	3.61

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swyhsc.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	huxinwen@swyhsc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。