

# 紫金矿业 (601899)

证券研究报告

2019年08月31日

## 铜锌价格拖累业绩，公开发行获批

### 公司发布 2019 年中报

公司 2019 中报实现营业收入 672 亿元，同比增长 34.9%，归母净利润 18.53 亿元，同比下滑 26.6%，其中 Q2 实现归母 9.79 亿元，同比下滑 32%，环比提升 12%，符合预期。

**铜锌价格下跌业绩下滑的主要原因。**2019 年 H1 综合实现毛利率 11.24%，同比下滑 3 个百分点，其中矿山综合毛利率 44%，同比下滑近 6 个百分点，铜锌价格下跌（跌幅分别达到 7%、12.8%）和部分品种贸易增加是毛利率下滑的主要原因。**铜锌量增价跌。**2019 年 H1 公司科卢韦齐、多宝山二期投产，新并购紫金波尔铜业带来矿铜产量如期爬坡，同比增长 43%至 17 万吨，但售价同比下滑 3.67%，同时由于并购矿山整合过程成本上涨 14.89%，铜矿毛利率下滑 9 个百分点。矿锌产量同比增长 21%至 29.5 万吨，售价同比下滑 27%，毛利率大幅下滑近 20 个百分点。**黄金量价齐升。**矿金产量同比增长 13%至 19 吨，受益金价上涨 8.24%矿金毛利率回升 4 个百分点，黄金板块实现量价齐升。

**费用率仍有改善空间，公开发行落地改善负债结构。**2019H1 公司三费 34.7 亿元，费用率保持 5.2%。其中管理费用由于并购公司并表，同比上涨 37%至 18.58 亿元。公司目前资产负债率近 60%，H1 财务费用同比上涨 29%至 8.5 亿元，其中主要由于短期借款 152.2 亿元，长期借款 131.7 亿元带来的利息费用增加。公司公告公开发行不超过 80 亿元获得批文，用于置换 Nevsun 收购费用后有望改善财务费用，资产负债率可能进一步下滑。现有矿山科卢维奇/多宝山等扩产不断在摊薄成本，并购 RTB 公司管理逐渐，公司中报经营净现金流 44 亿元，未来大概率能够持续 90-100 亿元左右的经营性净现金流，RTB 和卡莫阿后续投资基本能够满足。

**RTB/Nevsun/卡莫阿进展顺利，海外布局持续发力。**公司 2018 年完成 RTB 和 Nevsun 收购和卡莫阿的预可研报告，其中 RTB 目前自产铜矿 4.3 万吨（扩建一期年产矿铜 8.2 万吨），Nevsun 在产 Bisha 矿 12.5 万吨锌，铜 1.7 万吨，在建卡莫阿预可研年产铜达到 29.1 万吨，2019-2022 年自产铜锌均有大幅增长，产量爬坡仍有望给公司带来盈利持续增长。

**盈利预测与评级。**公司完成海外矿山收购后，铜锌金产量有望持续增长，但考虑 RTB 收购完成利润释放需要整合过程，考虑铜锌现价较 H1 均价分别下跌 3.4%、23.4%，我们下调公司 2019-2021 年归母净利润为 39.6、50.2、62.9 亿元（前值为 50.5 亿元、55.9 亿元、65.6 亿元），EPS 为 0.17 元/股、0.22 元/股、0.27 元/股，（前值 0.22 元/股、0.24 元/股、0.28 元/股），对应当前收盘价 PE 为 21.3、16.8、13.4 倍，维持买入评级。

**风险提示：**莫阿勘探储量出现下滑风险，开发进展不及预期风险，开发成本大幅高于预期风险，铜锌价大幅下跌风险

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	126,839.82
增长率(%)	19.91	12.11	12.80	3.50	2.50
EBITDA(百万元)	10,836.23	11,540.69	10,283.61	11,728.08	13,052.47
净利润(百万元)	3,507.72	4,093.77	3,964.20	5,024.95	6,294.65
增长率(%)	90.66	16.71	(3.17)	26.76	25.27
EPS(元/股)	0.15	0.18	0.17	0.22	0.27
市盈率(P/E)	24.03	20.59	21.26	16.77	13.39
市净率(P/B)	2.41	2.08	0.22	0.21	0.20
市销率(P/S)	0.89	0.80	0.07	0.07	0.07
EV/EBITDA	2.70	3.24	3.70	3.06	2.45

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	3.66 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	17,294.28
流通 A 股股本(百万股)	16,875.73
A 股总市值(百万元)	63,297.06
流通 A 股市值(百万元)	61,765.16
每股净资产(元)	1.56
资产负债率(%)	59.67
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

**王小芄** 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-季报点评:锌板块小幅拖累业绩，财务费用有望改善》2019-05-07
- 《紫金矿业-年报点评报告:矿铜放量助力业绩稳增长，海外项目有望持续发力》2019-03-25
- 《紫金矿业-公司点评:预可研进展顺利，世界级铜矿开发愈见清晰》2019-02-13

## 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	13,346.42
应收票据及应收账款	2,812.24	1,009.87	2,643.40	1,825.21	2,966.51
预付账款	1,344.14	1,419.16	1,457.83	1,564.58	1,514.90
存货	11,089.83	12,669.67	17,986.35	11,797.58	17,981.33
其他	7,234.95	4,952.85	5,855.73	6,027.66	5,852.74
<b>流动资产合计</b>	<b>28,417.23</b>	<b>30,141.45</b>	<b>37,508.23</b>	<b>32,352.19</b>	<b>41,661.90</b>
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>60,640.25</b>	<b>82,430.62</b>	<b>77,922.09</b>	<b>77,407.93</b>	<b>74,824.69</b>
<b>资产总计</b>	<b>89,315.26</b>	<b>112,879.30</b>	<b>115,740.82</b>	<b>110,051.96</b>	<b>116,789.78</b>
短期借款	9,855.87	15,616.68	11,844.62	11,531.38	9,256.00
应付票据及应付账款	4,396.25	4,700.98	7,705.31	4,160.77	7,625.23
其他	14,541.47	16,905.44	20,840.58	17,014.71	19,574.89
<b>流动负债合计</b>	<b>28,793.59</b>	<b>37,223.10</b>	<b>40,390.51</b>	<b>32,706.86</b>	<b>36,456.12</b>
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
<b>非流动负债合计</b>	<b>22,878.83</b>	<b>28,382.49</b>	<b>29,857.30</b>	<b>29,479.16</b>	<b>29,639.65</b>
<b>负债合计</b>	<b>51,672.42</b>	<b>65,605.59</b>	<b>70,247.81</b>	<b>62,186.02</b>	<b>66,095.77</b>
少数股东权益	2,643.12	6,818.28	7,147.09	7,490.60	7,787.37
股本	2,303.12	2,303.12	2,303.10	2,303.10	2,303.10
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	36,042.83	38,072.25	40,603.54
其他	(11,037.40)	(7,537.85)	(11,094.77)	(11,094.77)	(11,094.77)
<b>股东权益合计</b>	<b>37,642.85</b>	<b>47,273.71</b>	<b>45,493.02</b>	<b>47,865.94</b>	<b>50,694.01</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>89,315.26</b>	<b>112,879.30</b>	<b>115,740.82</b>	<b>110,051.96</b>	<b>116,789.78</b>

  

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	3,247.55	4,682.68	3,964.20	5,024.95	6,294.65
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	1,542.14	1,503.28	1,219.69
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)	2,689.52	(1,256.72)	(1,458.65)
其它	8,086.65	878.15	1,730.74	705.77	(395.65)
<b>经营活动现金流</b>	<b>9,764.36</b>	<b>10,233.01</b>	<b>12,566.04</b>	<b>8,783.31</b>	<b>8,507.02</b>
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
<b>投资活动现金流</b>	<b>(5,947.60)</b>	<b>(13,640.21)</b>	<b>(2,450.89)</b>	<b>(2,147.45)</b>	<b>658.60</b>
债权融资	34,834.38	47,121.14	44,114.17	43,555.18	41,588.60
股权融资	3,217.45	2,334.01	(4,980.08)	(1,384.28)	(1,100.69)
其他	(40,726.12)	(41,799.98)	(49,774.21)	(47,234.53)	(47,444.27)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(2,674.29)</b>	<b>7,655.17</b>	<b>(10,640.11)</b>	<b>(5,063.63)</b>	<b>(6,956.36)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	(270.00)	(270.00)	(270.00)
<b>现金净增加额</b>	<b>1,142.47</b>	<b>4,247.97</b>	<b>(794.97)</b>	<b>1,302.23</b>	<b>1,939.26</b>

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
<b>营业收入</b>	<b>94,548.62</b>	<b>105,994.25</b>	<b>119,561.51</b>	<b>123,746.16</b>	<b>126,839.82</b>
营业成本	81,371.97	92,651.37	105,811.94	107,659.16	108,574.88
营业税金及附加	1,352.34	1,599.00	1,630.17	1,774.66	1,820.63
营业费用	748.94	887.45	992.36	1,027.09	1,040.09
管理费用	2,994.07	2,964.96	3,108.60	3,167.90	3,272.47
研发费用	333.09	274.38	298.90	321.74	317.10
财务费用	2,012.95	1,254.24	1,542.14	1,503.28	1,219.69
资产减值损失	2,220.91	1,500.40	1,390.00	1,160.00	840.00
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
<b>营业利润</b>	<b>5,026.64</b>	<b>6,181.37</b>	<b>6,002.02</b>	<b>7,318.77</b>	<b>8,885.80</b>
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
<b>利润总额</b>	<b>4,567.96</b>	<b>6,130.18</b>	<b>5,747.09</b>	<b>7,165.70</b>	<b>8,681.80</b>
所得税	1,320.41	1,447.50	1,436.77	1,791.43	2,083.63
<b>净利润</b>	<b>3,247.55</b>	<b>4,682.68</b>	<b>4,310.31</b>	<b>5,374.28</b>	<b>6,598.16</b>
少数股东损益	(260.17)	588.90	346.12	349.33	303.52
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3,507.72</b>	<b>4,093.77</b>	<b>3,964.20</b>	<b>5,024.95</b>	<b>6,294.65</b>
每股收益(元)	0.15	0.18	0.17	0.22	0.27

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	19.91%	12.11%	12.80%	3.50%	2.50%
营业利润	117.42%	22.97%	-2.90%	21.94%	21.41%
归属于母公司净利润	90.66%	16.71%	-3.17%	26.76%	25.27%
<b>获利能力</b>					
毛利率	13.94%	12.59%	11.50%	13.00%	14.40%
净利率	3.71%	3.86%	3.32%	4.06%	4.96%
ROE	10.02%	10.12%	10.34%	12.45%	14.67%
ROIC	9.38%	10.58%	8.07%	9.74%	11.32%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	57.85%	58.12%	60.69%	56.51%	56.59%
净负债率	76.77%	78.33%	75.94%	67.73%	55.71%
流动比率	1.00	0.82	0.94	1.00	1.15
速动比率	0.61	0.48	0.49	0.64	0.66
<b>营运能力</b>					
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	7.80	8.31	8.52
总资产周转率	1.06	1.05	1.05	1.10	1.12
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.15	0.18	0.17	0.22	0.27
每股经营现金流	0.42	0.44	0.55	0.38	0.37
每股净资产	1.52	1.76	16.65	17.53	18.63
<b>估值比率</b>					
市盈率	24.03	20.59	21.26	16.77	13.39
市净率	2.41	2.08	0.22	0.21	0.20
EV/EBITDA	2.70	3.24	3.70	3.06	2.45
EV/EBIT	4.32	5.11	5.04	4.07	3.16

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