2021 年 01 月 31 日
公司研究●证券研究报告

紫金矿业（601899.SH）

公司快报

业绩超预期，五年规划发布彰显公司成长信心

投资要点

◆ **20 年归母净利润同比增速达到 50.56%-55.23%，增幅超出预期：**公司发布 2020 年度业绩预告：预计 2020 年实现归母净利润为 64.5 亿元到 66.5 亿元，与上年同期相比将增加 21.66 亿元到 23.66 亿元，同比增加 50.56%到 55.23%。预计 2020 年度实现归属于上市公司股东的扣非净利润为 62.5 亿元到 65.5 亿元，与上年同期相比将增加 22.53 亿元到 25.53 亿元，同比增加 56.37%到 63.87%。

◆ **公司业绩增长的主要原因为多数主要产品量价齐升：1，矿山产金：**公司矿产金 40,394 公斤，同比下降 1.07%，但受益于 2020 年金价同比上涨约 23%，带动收入提升；**2，矿产铜：**公司产量 456004 万吨，同比增长 23.29%，20 年铜价格同比上升约 2.4%，实现量价齐升；**3，矿产银：**公司产量 298,683 公斤，同比增长 13.49%，2020 年白银价格上涨约 17.3%；4，**铁矿石：**公司铁精矿产量 386 万吨，同比增长 9.35%，20 年国内铁矿石均价同比上涨约 14.4%。公司矿产锌（铅）盈利能力下滑，2020 年产量为 378,203 吨，同比下降 7.38%，2020 年国内锌、铅平均价格分别同比下滑：-8.8%、-11.3%，矿产锌（铅）业务整体量价齐跌。

◆ **铜价仍有上行空间，宽松货币政策下金价具备支撑，公司量价齐升势头有望保持延续：铜价方面，**预计 2021 年国内铜消费景气度预期仍将保持较高景气度，海外经济有望持续复苏。尽管 2021 年铜供给端增速较高，但我们认为需求增速将高于供给增速，铜供给仍面临偏紧格局，价格仍有上升空间，预计 2021 年铜平均价格有望较 2020 年上涨 12%左右。**金价方面，**短期“零利率”并辅助其他宽松手段仍将为欧美央行主要政策方向。在此背景下金价虽处于高位但具备支撑，预计 2021 年金平均价格较 2020 年上涨 7%左右。公司未来两年内 Timok 矿产金、哥伦比亚武里蒂卡金矿、陇南李坝等金矿项目陆续扩充产能，kamoa-kakula、驱龙铜矿、Timok 铜矿等铜矿项目陆续建成达产，预计公司金、铜产品产量仍将保持快速增长。公司量价齐升格局有望持续。

◆ **公司发布五年发展规划及十年目标，主要产品产量指引均较原规划有所提升：**公司规划 2021 年、2022 年公司矿产金产量分别约为：53-56 万吨、67-72 万吨，分别较原规划提升 19.1%-26.2%、33.3%-36.7%；2021 年、2022 年公司矿产铜产量分别约为 54-58 万吨、80-85 万吨，分别较原规划提升 4%-8%、15%-19%。同时公司首次发布了铅锌、铁精矿、矿产银产品的发展规划，铅锌产品产量较 2020 年提升约 23.7%-31.6%，其他产品基本较 2020 年产量持平。公司进一步公布了至 2025 年远景产量规划，预计至 2025 年公司矿产金产量达到 80-90 万吨，矿产铜产品产量达到 100-110 万吨，据此测算，公司于 2025 年有望达到全球第 5 位铜矿企业产量规模。我们认为本次公司发布的五年发展规划及十年目标彰显了公司对于未来数年快速成长的信心，且结合公司当前主要在建、扩产项目，本次规划具有合理性。

◆ **投资建议：**我们上调公司盈利预测，预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.26、 0.43 和 0.66 元。净资产收益率分别为 11.9%、 16.7% 和 20.5%，维持

有色金属 | 黄金 III

投资评级	买入-B(维持)
股价(2021-01-29)	9.60 元

交易数据

总市值（百万元）	243,621.70
流通市值（百万元）	188,547.07
总股本（百万股）	25,377.26
流通股本（百万股）	19,640.32
12 个月价格区间	3.27/11.56 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.55	28.93	110.95
绝对收益	3.56	36.95	127.97

分析师 杨立宏
SAC 执业证书编号：S0910518030001
yanglihong@huajinsc.cn
报告联系人 胡锦琛
hujinchen@huajinsc.cn

相关报告

紫金矿业：国内铜资源龙头，业绩进入快速成长阶段 2021-01-15

公司“买入-B”投资评级。

◆ **风险提示：**海外项目正常经营受干扰的风险、大宗商品价格大幅波动的风险、新增（扩产）项目进度不及预期的风险。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	105,994	136,098	171,563	198,689	222,378
YoY(%)	12.1	28.4	26.1	15.8	11.9
净利润(百万元)	4,094	4,284	6,507	10,910	16,778
YoY(%)	16.7	4.6	51.9	67.7	53.8
毛利率(%)	12.6	11.4	12.3	14.8	17.7
EPS(摊薄/元)	0.16	0.17	0.26	0.43	0.66
ROE(%)	9.9	8.9	11.9	16.7	20.5
P/E(倍)	66.1	63.2	41.6	24.8	16.1
P/B(倍)	7.6	5.9	5.2	4.3	3.4
净利率(%)	3.9	3.1	3.8	5.5	7.5

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	30449	28594	44211	44481	52287
现金	10090	6225	15228	16855	18874
应收票据及应收账款	1010	944	1519	1334	1859
预付账款	1419	1323	2134	1870	2611
存货	12670	14887	19480	19204	22603
其他流动资产	5260	5215	5850	5219	6339
非流动资产	82431	95237	100123	108203	114290
长期投资	7042	6924	6940	6966	7035
固定资产	34144	38625	48344	53747	56660
无形资产	22510	24163	25947	27998	30553
其他非流动资产	18734	25525	18891	19492	20042
资产总计	112879	123831	144334	152684	166577
流动负债	37223	33363	48743	47137	44983
短期借款	15617	14441	25185	24124	17582
应付票据及应付账款	4701	4803	7050	6292	8127
其他流动负债	16905	14119	16508	16721	19274
非流动负债	**28382**	**33389**	**31078**	**28368**	**24835**
长期借款	21797	25793	23830	21069	17509
其他非流动负债	6585	7596	7248	7299	7326
负债合计	65606	66751	79821	75506	69817
少数股东权益	6818	5894	7074	9052	12095
股本	2303	2538	2538	2538	2538
资本公积	11095	18690	18690	18690	18690
留存收益	23501	25325	32542	44670	63323
归属母公司股东权益	40455	51186	57439	68126	84665
负债和股东权益	112879	123831	144334	152684	166577

现金流量表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	10233	10666	12213	20711	25976
净利润	4683	5061	7687	12888	19820
折旧摊销	4434	5740	5607	6908	8021
财务费用	1254	1467	1377	1207	632
投资损失	-1061	-34	-362	-352	-357
营运资金变动	-1748	-2488	-2167	14	-2199
其他经营现金流	2671	921	71	46	58
投资活动现金流	-13640	-14103	-10203	-14683	-13810
筹资活动现金流	7655	-326	-5127	-3161	-2759
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.16	0.17	0.26	0.43	0.66
每股经营现金流(最新摊薄)	0.40	0.42	0.48	0.82	1.02
每股净资产(最新摊薄)	1.40	1.82	2.07	2.49	3.14

利润表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	105994	136098	171563	198689	222378
营业成本	92651	120583	150386	169278	182944
营业税金及附加	1599	1874	2345	2823	3154
营业费用	887	574	1243	1379	1489
管理费用	2965	3689	5256	5831	6397
研发费用	274	476	600	695	778
财务费用	1254	1467	1377	1207	632
资产减值损失	1500	-368	0	0	0
公允价值变动收益	-136	-60	-98	-79	-88
投资净收益	1061	34	362	352	357
营业利润	6181	7242	10834	18016	27517
营业外收入	366	50	184	164	191
营业外支出	417	318	425	419	395
利润总额	6130	6974	10593	17761	27314
所得税	1448	1913	2906	4873	7493
税后利润	4683	5061	7687	12888	19820
少数股东损益	589	777	1180	1979	3043
归属母公司净利润	4094	4284	6507	10910	16778
EBITDA	12646	15105	18716	27164	37336

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	12.1	28.4	26.1	15.8	11.9
营业利润(%)	23.0	17.2	49.6	66.3	52.7
归属于母公司净利润(%)	16.7	4.6	51.9	67.7	53.8
获利能力					
毛利率(%)	12.6	11.4	12.3	14.8	17.7
净利率(%)	3.9	3.1	3.8	5.5	7.5
ROE(%)	9.9	8.9	11.9	16.7	20.5
ROIC(%)	7.1	6.9	8.3	12.1	16.5
偿债能力					
资产负债率(%)	58.1	53.9	55.3	49.5	41.9
流动比率	0.8	0.9	0.9	0.9	1.2
速动比率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.5
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.1	1.3	1.3	1.4
应收账款周转率	55.5	139.3	139.3	139.3	139.3
应付账款周转率	20.4	25.4	25.4	25.4	25.4
估值比率					
P/E	66.1	63.2	41.6	24.8	16.1
P/B	7.6	5.9	5.2	4.3	3.4
EV/EBITDA	5.6	4.9	4.0	2.7	1.7

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

杨立宏声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn