

强烈推荐-A (维持)

紫金矿业 601899.SH

目标估值: 4-4.8 元

当前股价: 3.49 元

2017 年 04 月 20 日

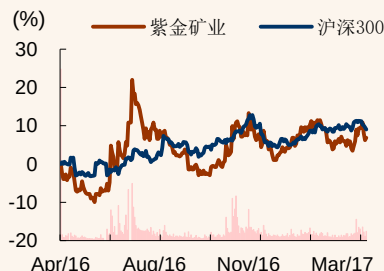
矿山套保解除, 盈利恢复正常化

基础数据

上证综指	3171
总股本 (万股)	2154074
已上市流通股 (万股)	1580380
总市值 (亿元)	752
流通市值 (亿元)	552
每股净资产 (MRQ)	1.3
ROE (TTM)	6.6
资产负债率	65.1%
主要股东	闽西兴杭国有资产投
主要股东持股比例	26.33%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	0	7	8
相对表现	0	3	1



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《紫金矿业 (601899) —量价齐升, 业绩稳定增长》2017-03-27

刘文平

liuwenping@cmschina.com.cn
S1090517030002

研究助理

黄昱颖

huangyuying@cmschina.com.cn

研究助理

陈颖

chenying12@cmschina.com.cn

事件:

公司发布 2017 年第一季度业绩预告, 预计 2017Q1 实现归属于上市公司股东净利润约 10 亿元, 比去年同期增加 1400%-1500%。

评论:

1、公司消除套期保值, 利润恢复正常化

2016 年一季度, 受黄金租赁业务和套期保值业务影响, 公司公允价值变动净收益亏损 2.96 亿元, 投资净收益亏损 4.28 亿元, 并造成当期归母净利润 6300 万元, 由此基数较低。2017 年公司矿业套期保值比例大幅下降, 公司盈利恢复正常化, 业绩表现大增。

2、矿产品产量有所增长

公司主要毛利来源为矿产品, 2017 年经营计划: 矿产金 41 吨、矿产铜 20 万吨、矿产铅锌 30 万吨。对比 2016 黄金产量持平, 铜矿产量增长 30%, 矿产铅锌产量增长 25%。铜和铅锌是公司重要的毛利增长点。

3、金矿成本略有增长

由于公司紫金山矿金矿含量持续下降, 造成公司整体黄金开采成本略有上涨, 2016 年侵蚀公司毛利约 7 亿元。2017 年预计仍将小幅增长, 考虑到紫金山铜矿产量增长和公司铜矿成本下降, 预计 2017 年公司铜金成本和 2016 年年持平。

4、价格上涨是关键, 锌供应大部分毛利增长

2017Q1 黄金、铜和锌均价为 1270 美元/盎司、5472 美元/吨和 2660 美元/吨, 同比分别上涨 3%、25%和 66%。仅从价格方面考虑, 分别较上年同期增加毛利 0.87、3.9 和 5.6 亿元 (假设一季度产量占全年四分之一), 即价格上涨给公司带来毛利增长约 10 亿元, 推测贡献净利增量 7 亿元左右 (归母前)。

预计黄金价格持续走强; 铜行业基本面反转, 铜价向上拐点已现; 锌矿短缺, 锌价维持高位震荡, 公司盈利将持续好转。此外, 公司铜矿产量持续扩张, 预计 2019 年铜矿产量将达 30 万吨, 成为 A 股最大的铜矿公司。按年初至今均价测算, 预计公司 2017 年盈利 52.5 亿元, 对应 PE14.3 倍、P/B2.3 倍, P/E、P/B 均处于历史低位, 给予强烈推荐评级。

风险提示: 黄金、铜、锌价格大幅下跌

表 1 公司主要矿产品产量对比

	2014	2015	2016	2017E
矿产金 (吨)	33.73	37.16	42.55	41
矿产铜 (万吨)	13.85	15.03	15.50	20
矿产锌 (万吨)	9.63	19.82	25.00	30

资料来源: 公司公告、招商证券

表 2 公司主要矿产品价格及成本

	2014	2015	2016
矿山产金			
单价 (元/克)	232	215	235
单位成本 (元/克)	144	136	155
矿山产铜			
单价 (元/吨)	35804	29052	26656
单位成本 (元/吨)	18467	17504	16563
矿山产锌			
单价 (元/吨)	8146	7186	8079
单位成本 (元/吨)	3509	3800	3946

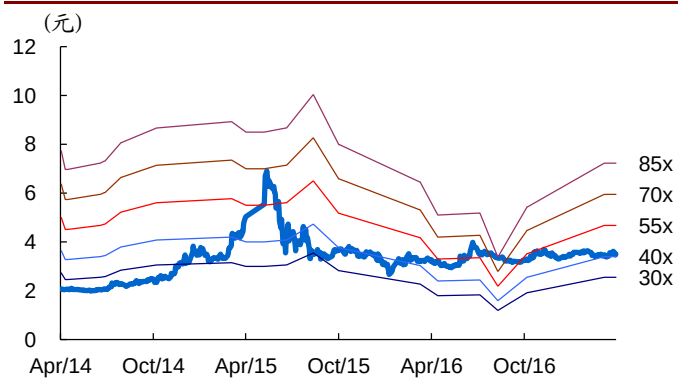
资料来源: 公司公告、招商证券

表 3 各季度业绩回顾

(百万元)	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
营业收入	15,896	22,937	22,365	13,106	19,398	19,492	18,401	21,560
营业毛利	1,562	2,256	1,516	962	2,203	2,093	2,319	2,453
营业费用	194	198	158	142	189	143	170	166
管理费用	617	555	599	850	700	642	698	782
财务费用	174	260	269	242	278	162	273	-131
投资收益	64	189	379	681	-428	-28	-1138	-379
营业利润	595	1318	426	-394	111	500	1074	628
归属母公司净利润	415	926	351	-36	64	475	886	415
主要比率								
毛利率	10%	10%	7%	7%	11%	11%	13%	11%
营业费用率	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
管理费用率	4%	2%	3%	6%	4%	3%	4%	4%
营业利润率	1%	1%	1%	2%	1%	1%	1%	-1%
有效税率	33%	23%	39%	-	27%	2%	16%	49%
净利率	4%	6%	2%	-3%	1%	3%	6%	3%
YoY								
收入	48%	73%	35%	-28%	22%	-15%	-18%	65%
归属母公司净利润	-20%	57%	-59%	-110%	-85%	-49%	152%	1253%
环比								
收入	-12%	44%	-2%	-41%	48%	0.5%	-5.6%	17.2%
归属母公司净利润	10%	123%	-62%	-110%	275%	644%	87%	-53%

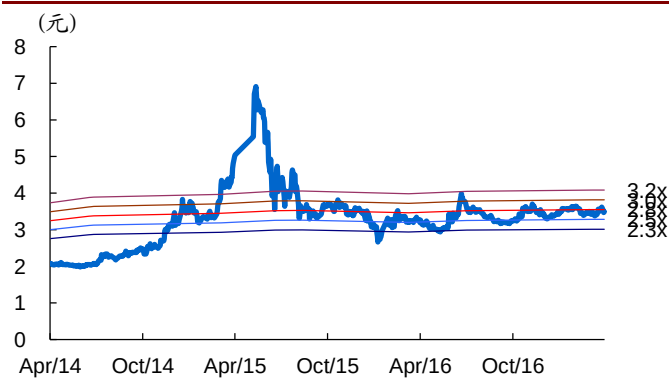
资料来源: wind、招商证券

图 3 紫金矿业历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 4 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	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	24140	24140	27593	30304	35524
现金	5023	5023	4639	6975	11951
交易性投资	1252	1252	1252	1252	1252
应收票据	876	876	1087	1111	1128
应收款项	783	783	776	793	804
其它应收款	997	997	1238	1265	1284
存货	12003	12003	14625	14851	14995
其他	3207	3207	3976	4056	4110
非流动资产	65077	65077	65592	65087	64637
长期股权投资	7909	7909	7909	7909	7909
固定资产	32531	32531	34137	34605	35026
无形资产	10257	10257	9402	8619	7901
其他	14381	14381	14144	13954	13802
资产总计	89218	89218	93185	95390	100161
流动负债	33852	33852	32239	28361	26510
短期借款	12350	12350	12109	8000	6000
应付账款	4727	4727	5834	5924	5982
预收账款	2087	2087	2575	2615	2640
其他	14688	14688	11721	11823	11888
长期负债	24249	24249	24249	24249	24249
长期借款	5775	5775	5775	5775	5775
其他	18474	18474	18474	18474	18474
负债合计	58101	58101	56488	52611	50759
股本	2154	2154	2154	2154	2154
资本公积金	6061	6061	6061	6061	6061
留存收益	19548	19548	24793	30347	36247
少数股东权益	3354	3354	3689	4217	4940
归属于母公司所有者权益	27762	27762	33008	38562	44462
负债及权益合计	89218	89218	93185	95390	100161

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	8602	8602	8839	10330	10770
净利润	1656	1840	5245	6079	6507
折旧摊销	4117	4117	4447	4494	4439
财务费用	1506	1506	1020	817	643
投资收益	576	576	(1257)	(1457)	(1457)
营运资金变动	822	382	(1021)	(151)	(101)
其它	(74)	182	405	547	738
投资活动现金流	(8479)	(8479)	(5000)	(4000)	(4000)
资本支出	(5521)	(5521)	(5000)	(4000)	(4000)
其他投资	(2958)	(2958)	0	0	0
筹资活动现金流	(508)	(508)	(4223)	(3994)	(1794)
借款变动	(9029)	1420	(4460)	(4109)	(2000)
普通股增加	(3)	0	0	0	0
资本公积增加	(822)	0	0	0	0
股利分配	(1726)	(1292)	0	(525)	(608)
其他	11072	(635)	237	640	814
现金净增加额	(385)	(385)	(384)	2336	4976

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	74304	78851	97898	100064	101518
营业成本	68008	69782	86121	87448	88299
营业税金及附加	810	908	1127	1152	1169
营业费用	692	667	783	801	812
管理费用	2621	2822	3329	3402	3452
财务费用	946	582	1020	817	643
资产减值损失	471	561	400	400	400
公允价值变动收益	(126)	757	757	757	757
投资收益	1313	(1973)	500	700	700
营业利润	1944	2312	6375	7501	8199
营业外收入	419	262	262	262	262
营业外支出	277	448	448	448	448
利润总额	2086	2126	6189	7316	8013
所得税	743	439	609	708	783
净利润	1343	1687	5580	6607	7231
少数股东损益	(313)	(153)	335	529	723
归属于母公司净利润	1656	1840	5245	6079	6507
EPS (元)	0.08	0.09	0.24	0.28	0.30

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	26%	6%	24%	2%	1%
营业利润	-44%	19%	176%	18%	9%
净利润	-29%	11%	185%	16%	7%
获利能力					
毛利率	8.5%	11.5%	12.0%	12.6%	13.0%
净利率	2.2%	2.3%	5.4%	6.1%	6.4%
ROE	6.0%	6.6%	15.9%	15.8%	14.6%
ROIC	0.2%	4.8%	12.1%	13.1%	12.9%
偿债能力					
资产负债率	65.1%	65.1%	60.6%	55.2%	50.7%
净负债比率	25.0%	25.0%	19.2%	14.4%	11.8%
流动比率	0.7	0.7	0.9	1.1	1.3
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.5	0.8
营运能力					
资产周转率	0.8	0.9	1.1	1.0	1.0
存货周转率	6.1	5.8	6.5	5.9	5.9
应收帐款周转率	73.9	100.7	125.6	127.6	127.1
应付帐款周转率	15.6	14.8	16.3	14.9	14.8
每股资料 (元)					
每股收益	0.08	0.09	0.24	0.28	0.30
每股经营现金	0.40	0.40	0.41	0.48	0.50
每股净资产	1.29	1.29	1.53	1.79	2.06
每股股利	0.06	0.00	0.02	0.03	0.03
估值比率					
PE	45.4	40.9	14.3	12.4	11.6
PB	2.7	2.7	2.3	1.9	1.7
EV/EBITDA	31.4	31.4	16.5	15.3	14.7

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，中南大学本科，中科院理学硕士，曾获金贝塔组合最高收益奖、水晶球最佳分析师、金牛分析师 第五名。

刘伟洁：招商证券有色研究员。中南大学硕士，6 年基本金属研究经验，对基本金属板块有着深刻的认识和人脉资源。2017 年 3 月份加入招商证券。

黄昱颖：清华大学材料科学与工程硕士，2016 年 7 月加入招商证券，现为有色金属行业研究员。

陈颖：厦门大学会计系学士、硕士，2016 年 7 月加入招商证券，现为有色金属行业研究员。

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。