

公司研究/中报点评

2017年08月22日

有色金属/贵金属 II

投资评级：增持（调高评级）

当前价格(元): 3.78
合理价格区间(元): 4.20~5.25

李斌 执业证书编号: S0570517050001
研究员 libin@htsc.com

孙雪琬 0755-82125064
联系人 sunxuewan@htsc.com

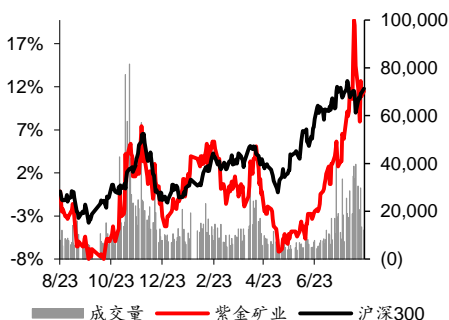
黄孚 010-56793948
联系人 huangfu@htsc.com

邱乐园 010-56793945
联系人 qiuleyuan@htsc.com

相关研究

1 《紫金矿业(601899):套保扰动业绩,海外拓展加快》2016.08

股价走势图



资料来源: Wind

多金属价格上涨, 进入利润上行期

紫金矿业(601899)

发布 17 年半年报, 上半年利润实现较大增长

公司发布 17 年半年报, 报告期内, 公司实现销售收入 375.24 亿元, 同比下降 3.51%; 实现归属母公司股东净利润 15.05 亿元, 同比上升 179.63%。公司二季度单季实现归母净利润 4.998 亿元, 同比增长 5.3%, 环比下降 49.7%; 扣非后归属于母公司股东净利润为 4.94 亿元, 环比增长 29.9%。公司业绩符合此前业绩预报预期。

加大低品位矿处理力度, 减值及汇兑损失等因素影响利润值

报告期内, 公司效益实现大幅提升; 为实现稳健经营, 公司加大矿山低品位资源利用力度, 提高了资源的综合利用水平, 使公司成本有所上升, 影响了部分当期利润; 同时, 根据公司资产状况, 对部分存在减值迹象的资产计提了减值, 影响部分利润实现; 此外, 由于汇率变动, 导致公司持有的外汇出现账面浮动汇兑损失; 报告期内部分产品从矿山向集团冶炼企业流转, 未实现销售而影响当期的利润。

定增顺利完成, 境内外资源开发及项目建设稳步推进

报告期内, 公司顺利完成 A 股定增, 融资 46.35 亿元, 为新一轮创业提供了强有力的资金支持, 优化了股权结构, 降低了资产负债率。报告期内, 公司境外项目发展势头良好。巴布亚新几内亚波格拉金矿、塔吉克斯坦吉劳/塔罗金矿、俄罗斯图瓦锌多金属矿产量稳中有升, 秘鲁白河铜矿项目和南非铂族金属项目前期工作持续推进。境外项目资源储量、矿山产量等各项指标持续提升。

铜锌等金属价格走高, 矿产品盈利能力同比改善

报告期内多金属价格走高。上半年末伦敦金价较年初上涨 7.9%, 均价为 1238.60 美元/盎司, 同比上涨 1.43%。铜价持续走高, LME 铜价格较年初上涨 7.5%, 半年均价为 5755 美元/吨, 同比上涨 22%。由于供给紧缩, 上半年锌价涨势强劲, LME 锌价较年初上涨 7.7%, 均价 2687 美元/吨, 同比上涨 49%。下半年铜锌等金属基本面仍较好, 周期景气度提升, 公司产品盈利能力稳步提升中。

产品价格大幅提升, 上调公司评级至“增持”

公司为多金属矿产巨头, 精矿产品生产规模稳定提升, 海外资源收购、勘探和建设项目持续推进。由于金属价格上涨, 公司盈利能力得到全面提升, 假设 17 年铜、金价格分别为 4.6 万元/吨、270 元/克, 铜、金矿产金属量分别为 20 万吨、41 吨; 上调公司业绩预测, 17 年净利润上调幅度约 92%。预计 17-19 年收入为 960.23、991.65、1031.75 亿元, 归母净利润为 47.37、61.22、76.60 亿元, 对应 PE 分别为 18、14、11 倍。参考同行业矿业企业估值水平, 给予公司 17 年 PE20-25 倍, 对应目标价 4.20-5.25 元。公司盈利能力大幅回升, 上调公司评级至“增持”。

风险提示: 黄金、铜等金属价格下跌; 矿山采选品位下降; 矿山项目进度不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	23,031
流通 A 股 (百万股)	15,804
52 周内股价区间 (元)	3.17-4.06
总市值 (百万元)	87,058
总资产 (百万元)	94,876
每股净资产 (元)	1.43

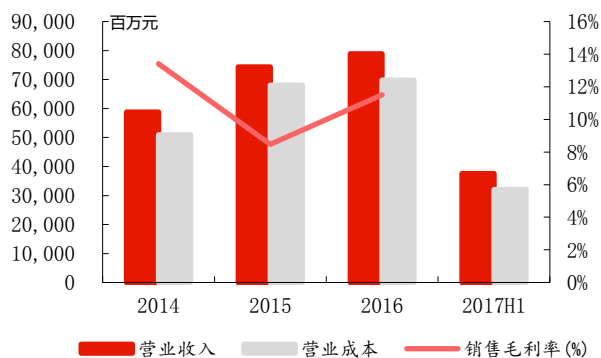
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	74,304	78,851	96,023	99,165	103,175
+/-%	26.45	6.12	21.78	3.27	4.04
归属母公司净利润 (百万元)	1,656	1,840	4,737	6,122	7,660
+/-%	(29.40)	11.12	157.45	29.25	25.12
EPS (元, 最新摊薄)	0.07	0.08	0.21	0.27	0.33
PE (倍)	52.30	47.07	18.28	14.15	11.31

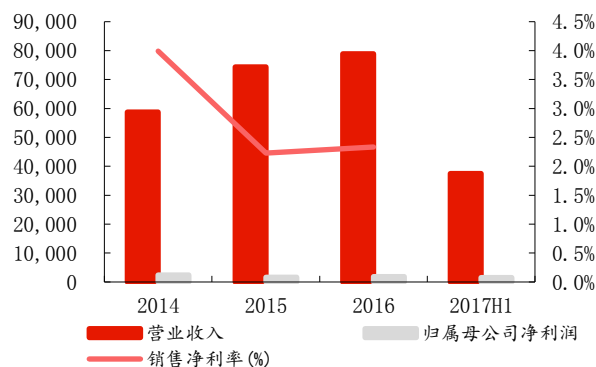
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 公司营收和销售毛利率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

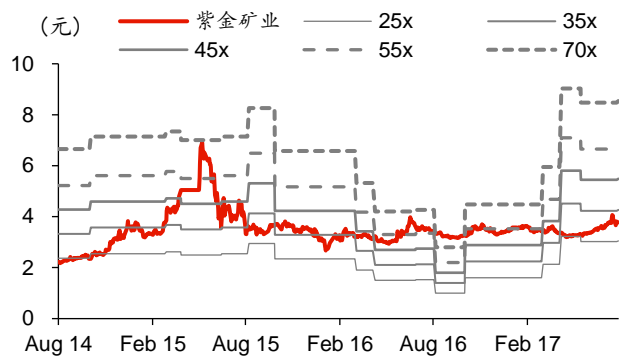
图表2: 公司营收与销售净利率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

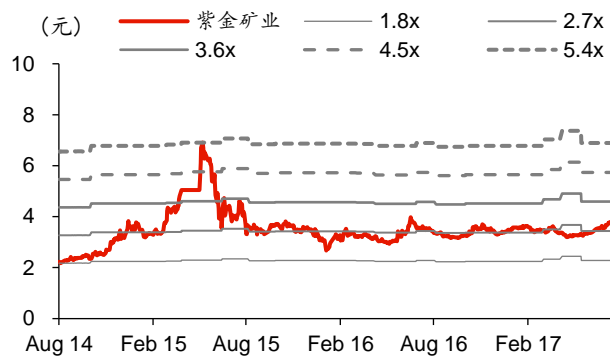
PE/PB - Bands

图表3: 紫金矿业历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 紫金矿业历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	21,795	24,140	45,125	50,559	58,597
现金	5,498	5,023	22,353	27,562	35,043
应收账款	864.68	783.07	1,008	1,022	1,070
其他应收账款	1,216	997.21	1,475	1,442	1,498
预付账款	842.47	869.77	1,009	1,027	1,049
存货	10,951	12,003	14,086	14,102	14,500
其他流动资产	2,422	4,465	5,193	5,404	5,437
非流动资产	62,119	65,077	63,063	63,256	61,578
长期投资	6,941	7,909	7,463	7,611	7,561
固定投资	29,359	32,531	34,081	34,673	33,575
无形资产	10,284	10,257	10,242	10,510	10,510
其他非流动资产	15,535	14,381	11,277	10,462	9,931
资产总计	83,914	89,218	108,188	113,815	120,176
流动负债	31,526	33,852	42,238	42,634	42,780
短期借款	5,394	12,350	20,000	20,000	20,000
应付账款	4,443	4,727	5,432	5,544	5,658
其他流动负债	21,689	16,775	16,806	17,090	17,122
非流动负债	20,459	24,249	24,234	24,148	24,166
长期借款	9,251	5,775	5,494	5,494	5,494
其他非流动负债	11,208	18,474	18,741	18,655	18,673
负债合计	51,986	58,101	66,472	66,782	66,947
少数股东权益	4,391	3,354	5,156	7,045	9,232
股本	21,543	21,541	23,031	23,031	23,031
资本公积	7,233	6,703	9,810	9,810	9,810
留存公积	18,841	19,388	22,349	25,020	28,273
归属母公司股	27,537	27,762	55,947	59,375	63,384
负债和股东权益	83,914	89,218	127,575	133,202	139,562

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	10,269	8,602	11,239	10,677	12,992
净利润	1,343	1,687	6,539	8,011	9,847
折旧摊销	0.00	0.00	2,308	1,876	1,935
财务费用	945.67	581.53	1,413	1,221	958.53
投资损失	(1,313)	1,973	(82.81)	(82.81)	(82.81)
营运资金变动	0.00	0.00	(1,600)	343.29	(481.07)
其他经营现金	9,294	4,360	2,662	(691.23)	815.29
投资活动现金	(8,693)	(8,479)	(3,885)	(581.56)	(215.80)
资本支出	4,858	5,521	2,218	543.05	339.05
长期投资	1,578	1,625	(298.15)	99.38	(33.13)
其他投资现金	(2,257)	(1,333)	(1,965)	60.88	90.12
筹资活动现金	(273.02)	(507.89)	9,976	(4,886)	(5,294)
短期借款	843.35	6,956	7,650	0.00	0.00
长期借款	911.71	(3,476)	(281.92)	0.00	0.00
普通股增加	(29.57)	(2.50)	1,490	0.00	0.00
资本公积增加	(97.41)	(529.18)	3,106	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,901)	(3,456)	(1,989)	(4,886)	(5,294)
现金净增加额	1,334	(132.88)	17,330	5,209	7,482

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	74,304	78,851	96,023	99,165	103,175
营业成本	68,008	69,782	81,147	82,488	84,298
营业税金及附加	809.66	907.96	1,086	1,128	1,172
营业费用	691.86	667.48	990.73	998.58	1,006
管理费用	2,621	2,822	3,565	3,650	3,766
财务费用	945.67	581.53	1,413	1,221	958.53
资产减值损失	470.69	560.84	497.81	514.30	516.56
公允价值变动收益	(125.51)	756.64	756.64	756.64	756.64
投资净收益	1,313	(1,973)	82.81	82.81	82.81
营业利润	1,944	2,312	8,163	10,004	12,298
营业外收入	419.02	262.36	262.36	262.36	262.36
营业外支出	277.34	448.23	252.21	252.21	252.21
利润总额	2,086	2,126	8,173	10,014	12,308
所得税	743.48	438.78	1,635	2,003	2,462
净利润	1,343	1,687	6,539	8,011	9,847
少数股东损益	(312.98)	(152.53)	1,802	1,889	2,187
归属母公司净利润	1,656	1,840	4,737	6,122	7,660
EBITDA	2,890	2,893	11,884	13,100	15,192
EPS (元)	0.08	0.09	0.21	0.27	0.33

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	26.45	6.12	21.78	3.27	4.04
营业利润	(43.80)	18.90	253.09	22.55	22.94
归属母公司净利润	(29.40)	11.12	157.45	29.25	25.12
获利能力 (%)					
毛利率	8.47	11.50	15.49	16.82	18.30
净利率	2.23	2.33	4.93	6.17	7.42
ROE	6.01	6.63	8.47	10.31	12.08
ROIC	3.90	4.70	16.07	18.48	22.35
偿债能力					
资产负债率 (%)	61.95	65.12	52.10	50.14	47.97
净负债比率 (%)	39.82	38.46	45.62	45.10	45.09
流动比率	0.69	0.71	1.07	1.19	1.37
速动比率	0.34	0.35	0.73	0.85	1.03
营运能力					
总资产周转率	0.93	0.91	0.97	0.89	0.88
应收账款周转率	70.64	94.94	106.35	96.88	97.81
应付账款周转率	16.09	15.22	15.97	15.03	15.05
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.07	0.08	0.21	0.27	0.33
每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	0.37	0.49	0.46	0.56
每股净资产(最新摊薄)	1.20	1.21	2.43	2.58	2.75
估值比率					
PE (倍)	52.30	47.07	18.28	14.15	11.31
PB (倍)	3.14	3.12	1.55	1.46	1.37
EV_EBITDA (倍)	36.95	36.91	8.99	8.15	7.03

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com