

紫金矿业 (601899) \ 有色金属

——产品量价齐升，海外项目持续发力

事件：

公司与8月19日发布半年度报告，上半年公司实现销售收入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79.63%。股东方面，证金公司持股增至6.95亿股，持股比例为3.02%。根据此前披露数据，证金公司截至3月31日、5月15日、6月17日的持股数分别为5.23亿股、5.72亿股、6.33亿股。

投资要点：

➤ 缩减黄金冶炼规模，矿产金长期保持稳中有增

从公司半年度的生产数据来看，黄金产量同比下降，主要原因来自于两块，一是冶炼加工及贸易金持续下降至67.23吨，同比下降25%。矿产金的减量主要来自于紫金山，相比去年同期减少了2.1吨的产出，公司未来的主力矿山产量均有增长，诺顿金田技改完成后半年度产量增幅25.5%，中塔产量增幅29.8%，奥同克半年度产量接近1吨。总体来看，海外的金矿的持续放量将保证公司未来矿产金的产量规模。

➤ 铜锌量价齐升，显著增厚公司业绩

公司半年度矿产铜产量9.15万吨，同比增加22.45%；矿产锌产量14.19万吨，同比增加15.42%；受益于大宗商品全面回暖，矿产铜锌的价格同比也有显著增长，矿产铜售价同比涨幅28.6%，矿产锌同比涨幅95.4%。随着科卢韦齐铜矿项目、多宝山铜矿二期项目和图瓦锌多金属二期的陆续建成投产以及卡莫阿铜矿的建设，公司的铜锌产量将保持持续稳定的增长。

➤ 完成定增，经营管理有望再上台阶

报告期内公司顺利完成A股定增，融资46.35亿元，降低资产负债率至61.56%，为2015年末以来的低位，募集资金置换先期投资后可有效降低废物费用。此外，公司对套期保值进行更为严格的管理，半年度投资收益8281万元，同比增加5.39亿元。在财务运作方面，公司半年度汇兑损失达到4.98亿元，公司通过交叉货币互换交易合约对汇率波动进行规避，后期有望得到有效控制。

➤ 投资建议

预计公司2017-2019年EPS分别为0.14、0.15和0.17元，对应PE分别为26.3X、25.1X和22.4X，看好公司在黄金和铜锌矿产业务上的长远发展，维持“推荐”评级

➤ 风险提示

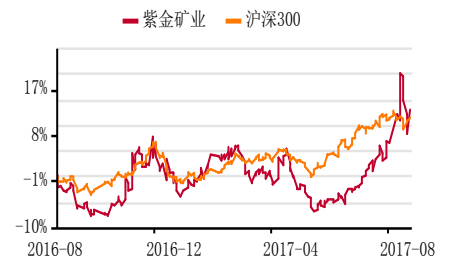
1) 项目推进不及预期；2) 基本金属价格下跌；3) 美元持续贬值

投资建议：**推荐**
 上次建议：**推荐**
 当前价格：3.76元
 目标价格：5元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	23,031/15,804
流通A股市值 (百万元)	59,422
每股净资产 (元)	1.43
资产负债率 (%)	61.56
一年内最高/最低 (元)	4.13/3.05

一年内股价相对走势



马群星 分析师

执业证书编号：S0590516080001

电话：0510-85613163

邮箱：maqx@glsc.com.cn

叶洋

电话：0510-85611779

邮箱：yey@glsc.com.cn

相关报告

1、《紫金矿业 (601899) \ 有色金属行业》

《矿产产量大幅增长，坚持外延扩张》

2、《紫金矿业 (601899) \ 有色金属行业》

《主营业务稳健增长，套期保值控风险》

财务数据和估值	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	74303.57	78851.14	78299.18	79708.57	81701.28
增长率 (%)	26.45%	6.12%	-0.70%	1.80%	2.50%
EBITDA (百万元)	6691.76	7597.26	9895.47	10832.36	11135.93
净利润 (百万元)	1655.67	1839.80	3288.46	3448.69	3863.51
增长率 (%)	-29.40%	11.12%	78.74%	4.87%	12.03%
EPS (元/股)	0.07	0.08	0.14	0.15	0.17
市盈率 (P/E)	52.30	47.07	26.33	25.11	22.41
市净率 (P/B)	3.14	3.12	3.06	2.99	2.93
EV/EBITDA	6.09	5.74	5.72	5.42	5.23

数据来源：公司公告，国联证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	3,887.73	3,790.83	15,659.84	15,941.71	16,340.26	营业收入	74,303.57	78,851.14	78,299.18	79,708.57	81,701.28
应收账款+票据	2,344.69	2,656.04	2,563.91	2,750.00	2,696.75	营业成本	68,007.73	69,782.25	66,554.30	67,592.86	69,037.58
预付账款	842.47	869.77	753.50	895.10	788.74	营业税金及附加	809.66	907.96	1,174.49	1,195.63	1,225.52
存货	10,951.32	12,002.63	9,889.53	12,344.25	10,364.75	营业费用	691.86	667.48	782.99	797.09	817.01
其他	1,609.72	2,337.49	2,337.49	2,337.49	2,337.49	管理费用	2,620.74	2,822.47	2,975.37	3,068.78	3,186.35
流动资产合计	20,184.28	22,908.54	32,456.04	35,520.33	33,779.77	财务费用	945.67	581.53	2,300.49	1,327.83	1,288.55
长期股权投资	6,941.12	7,909.03	7,959.03	8,009.03	8,059.03	资产减值损失	470.69	560.84	300.00	300.00	300.00
固定资产	29,359.35	32,530.61	29,880.54	31,200.48	34,041.46	公允价值变动收益	-125.51	756.64	600.00	-100.00	100.00
在建工程	6,400.90	4,178.96	10,178.96	11,000.00	9,000.00	投资净收益	-44.24	92.42	50.00	50.00	50.00
无形资产	10,283.97	10,257.01	9,991.84	9,726.67	9,461.50	其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	8,340.63	9,328.31	8,712.01	8,095.72	8,072.40	营业利润	587.48	4,377.67	4,861.54	5,376.38	5,996.27
非流动资产合计	61,325.97	64,203.92	66,722.38	68,031.89	68,634.39	营业外净收益	1,498.69	-2,251.62	50.00	50.00	50.00
资产总计	81,510.25	87,112.45	99,178.42	103,552.22	102,414.16	利润总额	2,086.17	2,126.05	4,911.54	5,426.38	6,046.27
短期借款	5,394.47	12,350.04	21,642.63	26,462.83	31,603.07	所得税	743.48	438.78	1,065.38	1,369.09	1,474.07
应付账款+票据	4,674.02	4,979.47	4,826.80	5,132.49	5,039.67	净利润	1,342.69	1,687.27	3,846.15	4,057.28	4,572.20
其他	20,070.69	15,351.77	13,941.66	15,310.04	14,014.35	少数股东损益	-312.98	-152.53	557.69	608.59	708.69
流动负债合计	30,139.18	32,681.28	40,411.09	46,905.37	50,657.09	归属于母公司净利润	1,655.67	1,839.80	3,288.46	3,448.69	3,863.51
长期带息负债	17,551.19	22,045.73	25,257.81	21,934.76	15,670.85						
长期应付款	1,171.22	397.62	397.62	397.62	397.62						
其他	720.40	871.31	871.31	871.31	871.31						
非流动负债合计	19,442.82	23,314.66	26,526.74	23,203.69	16,939.78						
负债合计	49,582.00	55,995.95	66,937.83	70,109.06	67,596.87						
少数股东权益	4,391.08	3,354.03	3,911.73	4,520.32	5,229.01						
股本	2,154.32	2,154.07	2,303.12	2,303.12	2,303.12						
资本公积	7,232.54	6,703.36	6,703.36	6,703.36	6,703.36						
留存收益	18,150.31	18,905.04	19,471.43	20,065.42	20,730.85						
股东权益合计	31,928.26	31,116.51	32,240.59	33,443.16	34,817.29						
负债和股东权益总计	81,510.25	87,112.45	99,178.42	103,552.22	102,414.16						

现金流量表					
单位:百万元	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	1,689.77	1,792.00	3,158.65	4,069.78	4,384.70
折旧摊销	3,308.40	4,117.20	3,231.54	3,440.48	3,147.50
财务费用	0.00	1,505.61	1,752.40	1,965.50	1,942.16
存货减少	-299.04	-1,124.72	2,113.10	-2,454.72	1,979.50
营运资金变动	4,035.73	1,552.21	-1,261.24	1,346.38	-1,228.91
其它	1,183.03	-13.11	300.00	300.00	300.00
经营活动现金流	9,917.89	7,829.20	9,294.45	8,667.43	10,524.95
资本支出	4,858.20	5,521.17	6,000.00	5,000.00	4,000.00
长期投资	6,155.58	4,300.37	0.00	0.00	0.00
其他	2,320.62	1,342.69	544.36	-62.50	137.50
投资活动现金流	-8,693.16	-8,478.86	-5,455.64	-5,062.50	-3,862.50
债权融资	5,382.93	4,132.69	12,504.67	1,497.15	-1,123.67
股权融资	12.24	85.32	0.00	0.00	0.00
其他	-5,668.20	-4,725.90	-4,474.47	-4,820.21	-5,140.24
筹资活动现金流	-273.02	-507.89	8,030.20	-3,323.05	-6,263.91
现金净增加额	982.41	-905.35	11,869.00	281.88	398.54

主要财务比率					
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	26.45%	6.12%	-0.70%	1.80%	2.50%
EBIT	-24.69%	2.86%	91.49%	10.92%	8.07%
EBITDA	-6.32%	13.53%	30.25%	9.47%	2.80%
归属于母公司净利润	10.34%	11.12%	78.74%	4.87%	12.03%
获利能力					
毛利率	8.47%	11.50%	15.00%	15.20%	15.50%
净利率	1.81%	2.14%	4.91%	5.09%	5.60%
ROE	6.01%	6.63%	11.61%	11.92%	13.06%
ROIC	3.75%	3.47%	7.15%	7.28%	7.41%
偿债能力					
资产负债	60.83%	64.28%	67.49%	67.70%	66.00%
流动比率	0.67	0.70	0.80	0.76	0.67
速动比率	0.25	0.26	0.50	0.44	0.42
营运能力					
应收账款周转率	65.81	47.53	53.15	46.47	52.61
存货周转率	6.21	5.81	6.73	5.48	6.66
总资产周转率	0.91	0.91	0.79	0.77	0.80
每股指标(元)					
每股收益	0.07	0.08	0.14	0.15	0.17
每股经营现金流	0.43	0.34	0.40	0.38	0.46
每股净资产	1.20	1.21	1.23	1.26	1.28
估值比率					
市盈率	52.30	47.07	26.33	25.11	22.41
市净率	3.14	3.12	3.06	2.99	2.93
EV/EBITDA	6.09	5.74	5.72	5.42	5.23
EV/EBIT	12.04	12.53	8.49	7.94	7.29

数据来源: 公司报告、国联证券研究所

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。

投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及/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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联证券的资产管理部、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联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，投资者应当考虑到国联证券及/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。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064