

紫金矿业 (601899) 2012 年中报点评: 经营稳健, 关注待投产项目

行业分类: 有色金属

2012 年 8 月 12 日

公司投资评级	持有
6-12 个月目标价	-
当前股价 (12.08.12)	3.95 元

基础数据

上证指数	2168.81
总股本 (亿)	218.12
流通 A 股 (亿)	158.04
流通 B 股 (亿)	0
流通 A 股市值 (亿)	624.23
每股净资产 (元)	1.16
ROE (2011)	9.49
资产负债率	49.93
动态市盈率	15.99
市净率	3.6

近一年行业指数与上证综指走势对比



2012 年中报:

- 公司上半年实现营业收入 209.93 亿元, 同比增长 32.43%; 营业利润 39.05 亿元, 同比减少 17.24%; 利润总额 38.44 亿元, 同比减少 17.77%; 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 24.72 亿元, 同比下降 13.72%, 基本每股收益 0.109 元, 同比下降 20.44%。**
- 产品毛利普遍下滑。**受全球经济形势低迷影响, 上半年金属价格同比回落明显, 公司主要产品中除了黄金及钨精矿价格同比小幅上升之外, 矿产银、矿产铜、矿产锌及铁精矿的售价分别下降 14.19%、20.56%、17.53%、11.99%, 同时受成本上升影响, 公司主营产品毛利率普遍下滑, 矿产金、矿产银、矿产铜、矿产锌、铁精矿的毛利率分别下滑 5.97%、7.78%、6.96%、3.55%、7.6%。
- 低毛利冶炼产品产量增幅明显。**公司营业收入增长主要是冶炼金和冶炼铜销量同比增加 46.69%、2315.6%, 而这两块业务毛利率仅为 0.41%和 -3.01%, 受此影响, 公司整体毛利率大幅下降 10.2%至 26.02%。
- 黄金业务仍是主力军。**黄金业务虽毛利率下滑, 但其销售收入仍占上半年营业收入的 63.28%, 净利润占归属母公司股东净利润的 70.60%。受 GDP 增速下滑影响, 下半年货币政策进一步放松已基本确定, 加之国庆春节等节日刺激, 黄金需求有望回暖, 预计下半年金价会有小幅上涨, 届时黄金业务仍是拉动公司业绩的主力军。
- 在建项目陆续投产。**黑龙江多宝山铜矿、洛宁紫金黄金冶炼厂、贵州紫金贞丰精炼厂等项目基本建成并进行试生产; 巴彦哈尔金矿、乌拉根铅锌矿、塔罗氧化矿选厂改造、紫金铜业阳极泥综合回收项目、元阳华西新增 450t/d 技改项目、奎屯铜冠尾矿资源综合利用循环经济项目等 6 个项目进展顺利, 预计年底前可建成投产。项目陆续投产有助于下半年业绩的逐步回升。
- 公司未来几年增长稳定, 我们预测 2012-2014 年公司每股收益分别为 0.25 元、0.29 元、0.32 元, 虽然公司估值较低, 但由于目前经济形势偏差, 公司经营环境恶劣, 我们暂时给予公司“持有”评级, 之后会继续对公司进行跟踪。**

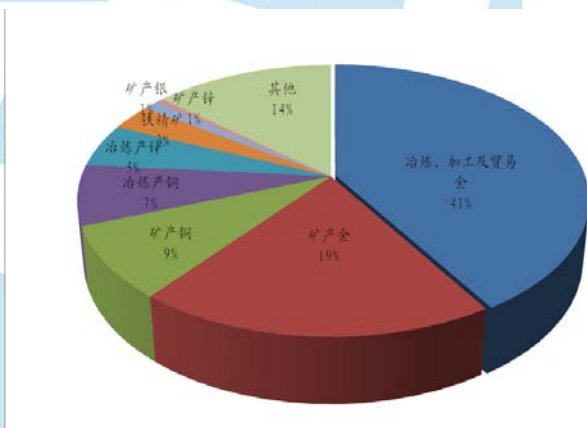
图表 1: 2012 年上半年产品经营情况

产品		产量	销量	单价	销售收入 (万元)	成本	毛利率
黄金	矿产金	14,358.50 千克	13,943 千克	321.63 元/克	448,436	106.93 元/克	66.75%
	冶炼加工及贸易金	28,569.93 千克	28,390 千克	334.48 元/克	949,589	333.11 元/克	0.41%
铜	矿山产铜	矿产阴极铜 1,406.46 吨, 矿产精矿含铜 44,181.08 吨	46,881 吨	42,043 元/吨	197,104	12,984 元/吨	69.12%
	冶炼产铜	39,154.21 吨	34,185 吨	48,205 元/吨	164,788	49,657 元/吨	-3.01%
锌	矿山产锌	16,652.26 吨	16,530 吨	7,821 元/吨	12,928	2,483 元/吨	68.25%
	冶炼产锌	87,426.78 吨	91,840 吨	12,999 元/吨	119,380	13,286 元/吨	-2.21%
铅	矿山产铅	1,999.70 吨					
银	矿山产银	67,484.67 千克	64,760 千克	3.99 元/克	25,814	1.99 元/克	50.06%
	冶炼产银	23,876.74 千克					
铁精矿		97.19 万吨	115.5 万吨	624 元/吨	72,124	224 元/吨	64.18%

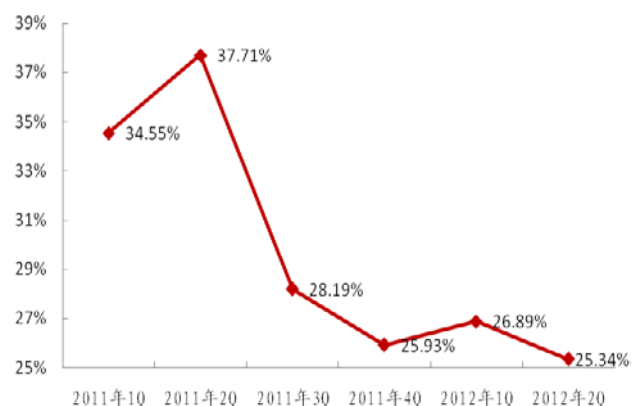
数据来源: 公司公告

受宏观环境的影响,上半年公司主要产品中仅黄金及钨精矿的价格同比小幅上升,矿山产银、矿山产铜、矿山产锌、铁精矿的销售价格分别下降14.19%、20.56%、17.53%、11.99%。同时,受公司加大处理低品位矿石、人工成本上升、加大安全环保投入等影响,产品生产成本上升,矿山产金、矿山产铜、铁精矿的单位销售成本分别上升31.57%、2.56%、11.76%。

上半年公司不含冶炼加工产品的毛利率为68.37%,同比下降5.15%,而低毛利率的冶炼加工及贸易收入占比提高(冶炼金和冶炼铜销量同比增加46.69%、2315.6%,这两块业务毛利率为0.41%和-3.01%),受此影响,公司整体毛利率大幅下降10.2%至26.02%。公司整体毛利率为26.02%,同比下降10.2%。

图表 2: 公司收入结构


数据来源: Wind

图表 3: 毛利率变化情况


数据来源: Wind

图表 4: 国际现货黄金价格 (美元/盎司)



数据来源: Wind

图表5: 国际现货白银价格 (美元/盎司)



数据来源: Wind

图表 6: 长江现货市场铜价走势 (元/吨)



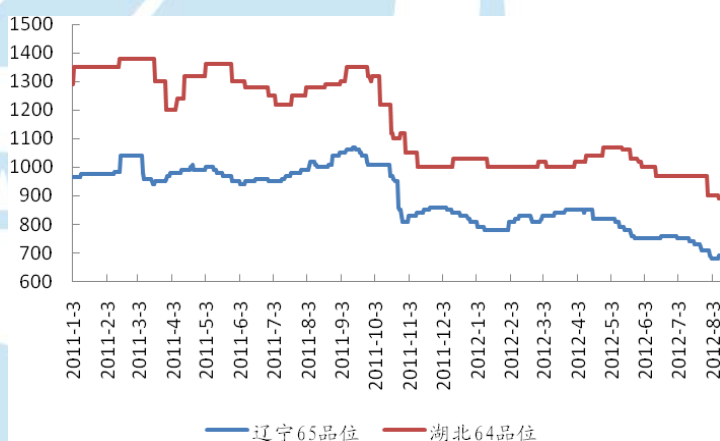
数据来源: Wind

图表 7: 长江现货市场锌价走势 (元/吨)



数据来源: Wind

图表 8: 国内铁精粉价格 (元/吨)



数据来源: 百川资讯

公司财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	17932	25340	29277	36107	营业收入	39764	46337	49196	52339
现金	6180	11098	14794	22002	营业成本	27537	34581	36169	38208
应收账款	489	727	812	895	营业税金及附加	382	440	458	529
其他应收款	987	1256	1310	1362	营业费用	433	524	571	581
预付账款	1692	1658	1978	1961	管理费用	1609	1932	2081	2240
存货	7160	8683	8499	8109	财务费用	496	131	-33	-229
其他流动资产	1424	1916	1885	1777	资产减值损失	203	221	207	211
非流动资产	34388	35807	35303	34104	公允价值变动收益	-57	-105	-52	-28
长期投资	3204	4250	4360	4075	投资净收益	562	455	480	500
固定资产	10145	12971	13493	12889	营业利润	9608	8858	10171	11272
无形资产	7138	8440	9521	10585	营业外收入	135	132	140	143
其他非流动资产	13901	10146	7929	6554	营业外支出	466	470	475	478
资产总计	52320	61147	64580	70211	利润总额	9276	8520	9836	10937
流动负债	16365	19551	19151	18874	所得税	2366	1917	2252	2559
短期借款	3815	3672	3743	3812	净利润	6911	6603	7584	8377
应付账款	3232	5817	5534	5070	少数股东损益	1198	1054	1239	1375
其他流动负债	9317	10063	9875	9992	归属母公司净利润	5713	5549	6345	7002
非流动负债	5823	7114	5422	5244	EBITDA	11397	10426	11886	12947
长期借款	2361	2544	2806	3169	EPS (元)	0.26	0.25	0.29	0.32
其他非流动负债	3462	4569	2616	2075					
负债合计	22188	26665	24574	24119					
少数股东权益	5124	6178	7417	8792	主要财务比率				
股本	21812	21812	21812	21812	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
资本公积	7689	7689	7689	7689	成长能力				
留存收益	15324	18692	23040	27775	营业收入	39.3%	16.5%	6.2%	6.4%
归属母公司股东权益	25009	47935	52221	56931	营业利润	20.6%	-7.8%	14.8%	10.8%
负债和股东权益	52320	80778	84211	89842	归属于母公司净利润	18.3%	-2.9%	14.3%	10.4%
					获利能力				
					毛利率 (%)	30.7%	25.4%	26.5%	27.0%
					净利率 (%)	14.4%	12.0%	12.9%	13.4%
					ROE (%)	22.8%	11.6%	12.1%	12.3%
					ROIC (%)	25.6%	22.9%	25.6%	28.5%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	42.4%	33.0%	29.2%	26.8%
					净负债比率 (%)	28.81%	23.31%	26.65%	28.94%
					流动比率	1.10	1.30	1.53	1.91
					速动比率	0.65	0.85	1.08	1.48
					营运能力				
					总资产周转率	0.88	0.82	0.78	0.78
					应收账款周转率	69	76	64	61
					应付账款周转率	12.94	7.64	6.37	7.21
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.26	0.25	0.29	0.32
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.29	0.31	0.38	0.45
					每股净资产 (最新摊薄)	1.15	2.20	2.39	2.61
					估值比率				
					P/E	15.08	15.53	13.58	12.30
					P/B	3.45	1.80	1.65	1.51
					EV/EBITDA	8	9	8	7

资料来源: 中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

卢全治, SAC 执业证书号: S0640511050002, 中国科学技术大学经济学硕士, 2007 年 8 月加入中航证券, 从事资源行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容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。

免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性, 而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。