

紫金矿业 (601899)

中性/ 维持评级

股价: RMB8.18

分析师

叶洮

SAC 执业证书编号:S1000206110083

+755-82492171 yetao@lhqz.com

联系人

王茜

+755-82364392 wangqianys

矿产量继续提升

—2009 年年报点评

- 公司于 3 月 30 日晚公布年报, 全年实现销售收入 209.56 亿元, 同比增长 23.39%, 实现归属母公司净利润 35.41 亿元, 同比增长 17.84%, 基本每股收益 0.24 元/股, 业绩略低于预期。
- 收入大幅上涨, 主要由于: 1、公司黄金、铜、锌、铁产销量(金属量)均有所增长, 其中矿产金产量 30.7 吨, 同比增 7.63%, 铜产量 8.5 万吨, 同比增 38.13% (主要是新疆阿舍勒铜矿、青海德尔尼铜矿增产), 福建紫金铜业铜板带生产逐步正常, 销量上升 57.91%; 2、基本金属销售价格较上年同期跌幅较大, 但黄金产品价格同比上升了 8.81%, 且其在占销售收入的比重较大(占 73.23%), 拉动了营业收入的增长。
- 公司整体毛利率为 33.65%, 同比下降 5.19 点, 但不含冶炼加工产品的整体毛利率为 70.96%, 同比上升 2.91 点, 黄金价格明显上涨(年均价同比上涨 5.89%)、矿山成本有效降低为主因。
- 公司业绩略低于预期, 主要源于: 1、一次性资产减值损失约 3.641 亿元(上年同期为 3.264 亿元), 其中: 固定资产减值损失 1538 万元, 无形资产减值损失 2.029 亿元(因部分矿山储量负变), 在建工程减值损失 1.114 亿元; 2、四季度矿产金销量 6.82 吨, 低于预期(前三季度单季销量分别为: 7.91、8.09 和 7.11 吨)。
- 资源量进一步提升, 多金属综合矿业公司日渐成形。报告期内, 公司投入地勘费用约 1.6 元, 新增资源储量(部分未经评审): 金 31.84 吨, 铜 68.77 万吨, 钨(W2O3) 7.15 万吨, 银 123.53 吨, 钼 4.96 万吨, 铁矿石 1110 万吨。至 2009 年末, 公司保有资源储量(经评审): 金 714.652 吨, 比增 1.88%; 银 1855.21 吨, 比增 9.1%; 铜 1062.86 万吨, 比增 10.22%; 钼 39.25 万吨, 比增 0.46%; 铅+锌 523 万吨; 钨(W2O3) 17.34 万吨, 比增 70.17%; 铁矿石 1.856 亿吨, 比增 10.54%; 煤 4.592 亿吨, 比增 52.61%; 锡 9.929 万吨; 镍 60.71 万吨; 硫铁矿(标矿) 6,673 万吨。

相关研究

《2010 年策略: 退一步, 海阔天空》(2009/01/21)

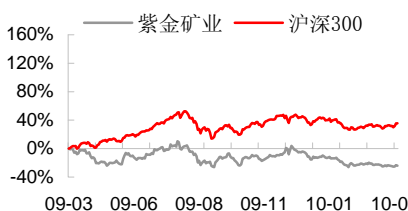
《布局海外, 继续扩张》(2009/11/30)

《金铜锌铁, 矿产量全面提升》(2009/10/29)

基础数据

总股本(百万股)	14541
流通 A 股(百万股)	6325
流通 B 股(百万股)	0.00
可转债(百万元)	N/A
流通 A 股市值(百万元)	51738

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源: 华泰联合证券

经营预测与估值	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入(百万元)	16983.8	20955.8	27736.8	32013.2
(+/-%)	12.9	23.4	32.4	15.4
归属母公司净利润(百万元)	3066.2	3541.4	5432.4	7027.9
(+/-%)	20.3	15.5	53.4	29.4
EPS(元)	0.21	0.24	0.37	0.48
P/E(倍)	38.8	33.6	21.9	16.9

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

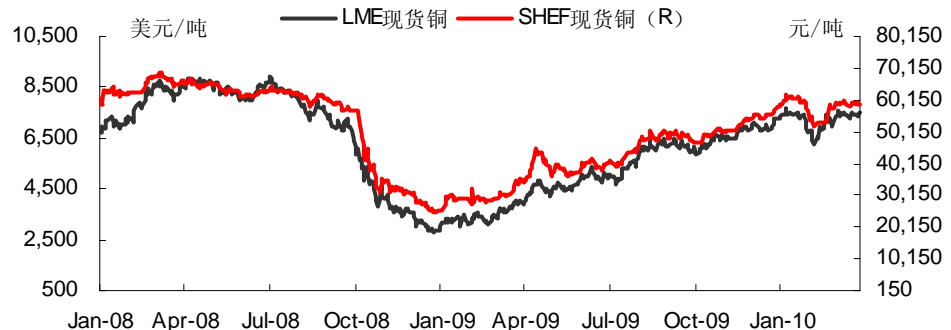
- 我们认为，在 Credit-Spread 因素弱化、美元仍处阶段性强势、通胀依然可控的背景下，贵金属的中期前景恐难以太过乐观；同时，IMF 售金构成供给压力、流动性收缩预期以及全球经济复苏的确定性提升等因素均对未来黄金价格构成一定压力。基本金属方面，我们判断，实体经济恢复对需求的正面推动恐将弱于投资性需求下降带来的负面影响。
- 维持“中性”评级。2010-2011 年价格假设分别为：黄金 230、235 元/克，铜 45000、48000 元/吨，锌 16500、17000 元/吨，我们预测公司 2010-2011 年 EPS 为 0.37、0.50 元/股。基于公司充足的资源保障和拓展前景，以及在技术、管理、成本等方面的核心竞争优势，我们认为其长期前景乐观；然而产品价格大幅上扬预期的缺失，限制了公司盈利和估值水平的提升，维持“中性”评级。
- 风险提示：1、宏观经济复苏存在不确定性；2、公司在建项目进度存在一定不确定性；3、模型未考虑矿山开采成本长期上升趋势的影响。

附图 1、国内外黄金价格走势



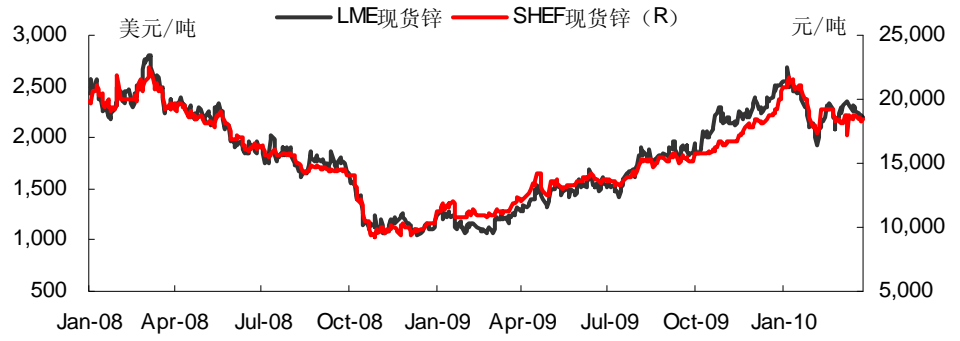
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

附图 2、国内外铜现货价格走势



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

附图 3、国内外锌现货价格走势



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	8961	5599	11012	22450	营业收入	20956	27737	32013	37799
现金	4140	1000	5637	16309	营业成本	13905	16469	18019	20220
应收账款	428	513	618	734	营业税金及附加	252	347	384	454
其他应收款	425	832	800	983	营业费用	377	499	544	605
预付账款	349	576	549	611	管理费用	899	1442	1601	1852
存货	2638	2207	2871	3256	财务费用	45	207	130	-57
其他流动资产	982	471	537	559	资产减值损失	364	10	0	0
非流动资产	20685	21995	23250	23985	公允价值变动收益	14	0	0	0
长期投资	1688	1732	1715	1712	投资净收益	-141	0	0	0
固定资产	7340	8698	9394	9449	营业利润	4987	8762	11335	14726
无形资产	5177	6051	6924	7779	营业外收入	215	0	0	0
其他非流动资产	6480	5515	5216	5044	营业外支出	184	0	0	0
资产总计	29646	27595	34262	46435	利润总额	5019	8762	11335	14726
流动负债	7168	7093	4582	4872	所得税	968	1752	2267	2945
短期借款	3341	3609	1000	1000	净利润	4051	7010	9068	11780
应付账款	978	1129	1257	1406	少数股东损益	509	1577	2040	2651
其他流动负债	2849	2355	2325	2466	归属母公司净利润	3541	5432	7028	9130
非流动负债	864	676	786	889	EBITDA	6023	9925	12614	15980
长期借款	407	407	512	617	EPS (元)	0.24	0.37	0.48	0.63
其他非流动负债	457	268	273	271					
负债合计	8033	7769	5368	5761	主要财务比率				
少数股东权益	3443	5020	7061	9711	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	1454	1454	1454	1454	成长能力				
资本公积	9050	156	156	156	营业收入	23.4%	32.4%	15.4%	18.1%
留存收益	7691	13196	20223	29353	营业利润	4.1%	75.7%	29.4%	29.9%
归属母公司股东权益	18170	14805	21833	30963	归属于母公司净利润	15.5%	53.4%	29.4%	29.9%
负债和股东权益	29646	27595	34262	46435	获利能力				
					毛利率(%)	33.6%	40.6%	43.7%	46.5%
					净利率(%)	16.9%	19.6%	22.0%	24.2%
					ROE(%)	19.5%	36.7%	32.2%	29.5%
					ROIC(%)	22.8%	37.6%	43.5%	52.7%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	27.1%	28.2%	15.7%	12.4%
					净负债比率(%)	50.87%	51.70%	28.17%	28.08%
					流动比率	1.25	0.79	2.40	4.61
					速动比率	0.88	0.48	1.78	3.94
					营运能力				
					总资产周转率	0.75	0.97	1.04	0.94
					应收账款周转率	56	59	57	56
					应付账款周转率	16.30	15.63	15.10	15.18
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.24	0.37	0.48	0.63
					每股经营现金流(最新摊薄)	3.16	5.61	6.71	8.65
					每股净资产(最新摊薄)	1.25	1.02	1.50	2.13
					估值比率				
					P/E	33.59	21.90	16.93	13.03
					P/B	6.55	8.03	5.45	3.84
					EV/EBITDA	20	12	9	7

数据来源: 华泰联合证券研究所。

华泰联合证券股票评级标准

- 增 持 未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性 未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持 未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

华泰联合证券行业评级标准

- 增 持 行业股票指数超越大盘
中 性 行业股票指数基本与大盘持平
减 持 行业股票指数明显弱于大盘

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络华泰联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为华泰联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层

邮政编码: 518001

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@lhzq.com

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@lhzq.com