

紫金矿业 (601899)

全面受益于资源价值重估

—2010年三季度报点评

增持/ 维持评级

股价: RMB9.84

分析师

叶洮

SAC 执业证书编号:S1000206110083

+755-82492171 yetao@lhqz.com

王茜

SAC 执业证书编号:S1000210070030

+755-82364392 wangqianys@lhqz.com

相关研究

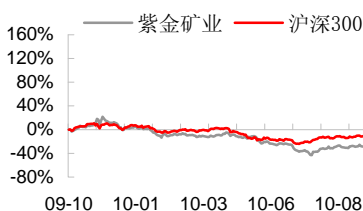
- 《环保事件引发不确定性》(2010/08/10)
- 《海外扩张进程加快》(2010/05/09)
- 《矿产量继续提升》(2010/03/30)
- 《布局海外, 继续扩张》(2009/11/30)
- 《金铜锌铁, 矿产量全面提升》(2009/10/29)

基础数据

总股本(百万股)	14541.31
流通 A 股(百万股)	6324.97
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)	62237.68

- 业绩基本符合预期。公司于 10 月 27 日晚发布三季度报, 公司第 3 季度实现营业收入 71.6 亿元, 同比增长 39.5%, 实现归属母公司净利润 11.4 亿元, 同比增加 19.0%, 实现每股收益 0.078 元/股; 1-3 季度共实现营业收入 206.2 亿元, 同比增长 38.8%, 归属母公司净利润 38.5 亿元, 同比增加 33.2%, 实现每股收益 0.265 元/股。
- 业绩同比大幅增长, 但环比有所回落, 其原因包括: 1、主营产品价格同比大幅上升, 其中金价同比上涨 26.7%, 铜上涨 40.5%, 锌上涨 34.3%; 2、铜、锌等产品产销量大幅增长, 其中 a) 巴彦淖尔紫金锌冶炼厂二期投产, 使锌锭销量同比增加 74.6%, b) 青海德尔尼铜矿、新疆阿舍勒铜矿增产, 使得铜精矿销量同比增加 24.8%; 3、受 7.3 事故影响, 紫金山金铜矿成本明显上升, 并影响产量(金 1 吨和铜 1 万吨); 4、三季度营业外支出 2.34 亿元, 主要为预提灾损赔偿和补偿款支出, 而去年同期仅约 0.35 亿元。
- 矿产量持续扩张。报告期内, 由于受 7.3 事件影响, 矿产金、阴极铜产量有所下降, 但铜、锌、铁矿产量仍大幅增长, 分别达到 6、3、109 万吨, 同比增长 17%、22%和 30%。公司多金属、综合型矿业公司框架日渐清晰。
- 近期, 美元汇率大幅下跌, 货币因素使黄金的保值功能凸显, 推升短期金价。短期来看, 主导金价的因素是以美元汇率为代表的货币因素以及未来通货膨胀的预期。中期来看, 通胀预期挥之不去, 加上灾害性天气推动农产品价格持续上涨, 未来通胀预期可望维持甚至加强, 而通胀预期对金价的支持体现出一定的持续性。我们判断, 黄金价格的强势仍将继续。
- 在全球货币贬值的背景下, 资源价值面临重估。公司资源优势相当突出, 截止 2009 年底, 公司拥有资源储量分别为: 黄金 714.7 吨、铜 1063 万吨, 铅锌 523 万吨等, 按照当前价格简单测算(黄金 290 元/克、铜 64000 元/吨、锌 20000 元/吨、铅 17400 元/吨), 资源市值约 9868 亿元, 而目前公司市值约 1427 亿元, 资源市值/总市值比约 6.9。

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

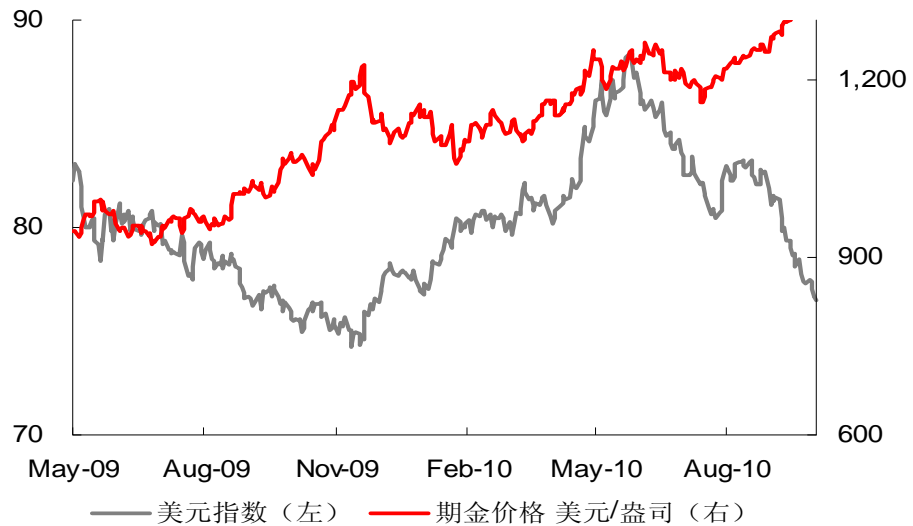
经营预测与估值	2009A	2010H1	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	20955.8	13460.5	29156.6	35304.8	39695.4
(+/-%)	23.4	39.8	39.1	21.1	12.4
归属母公司净利润(百万元)	3541.4	2706.8	5180.4	7381.1	8804.1
(+/-%)	15.5	40.1	46.3	42.5	19.3
EPS(元)	0.24	0.19	0.36	0.51	0.61
P/E(倍)	40.4	52.9	27.6	19.4	16.3

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

- **维持“增持”评级。**最新假设 2011-2012 年金均价 285、295 元/吨，上调 2011-12 年盈利预测，预计公司 2010-2012 年 EPS 为 0.36、0.51、0.61 元/股，对应当前股价 PE 为：27.6、19.4、16.3 倍，明显低于同行水平。金属价格上涨推动公司盈利改善，而流动性充裕将促进估值提升；我们相信货币贬值的长期性决定了资源价值重估的持续性。公司资源属性突出，维持“增持”评级。
- 风险提示：1、全球经济进入新一轮增长周期，黄金避险功能减弱；2、环保事件进一步升级的风险。

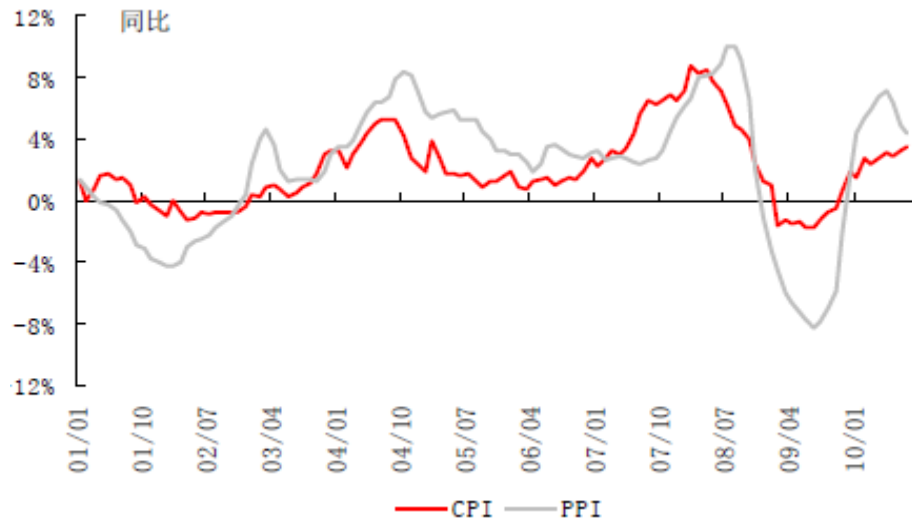
附图表

图 1、黄金价格走势



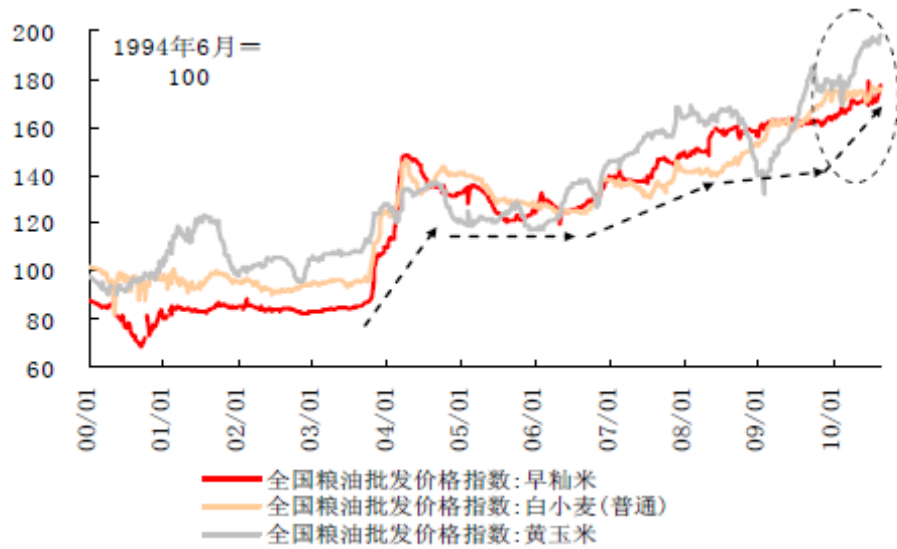
数据来源：wind, 华泰联合证券研究所

图 2、国内通胀压力依然较大



数据来源: wind, 华泰联合证券研究所

图 3 今年以来, 农产品价格持续上涨



数据来源: wind, 华泰联合证券研究所

盈利预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	8961	5909	11203	22195	营业收入	20956	29157	35305	39695
现金	4140	1000	5183	15517	营业成本	13905	17808	20458	22487
应收账款	428	539	681	770	营业税金及附加	252	364	424	476
其他应收款	425	875	883	1032	营业费用	377	525	600	635
预付账款	349	623	624	679	管理费用	899	1516	1765	1945
存货	2638	2386	3260	3621	财务费用	45	227	153	-48
其他流动资产	982	485	573	576	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	8706	11905	14200
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	350	0	0
资产总计	29646	27904	34453	46180	利润总额	5019	8356	11905	14200
流动负债	7168	7873	4788	5052	所得税	968	1671	2381	2840
短期借款	3341	4283	1000	1000	净利润	4051	6684	9524	11360
应付账款	978	1220	1428	1564	少数股东损益	509	1504	2143	2556
其他流动负债	2849	2369	2360	2488	归属母公司净利润	3541	5180	7381	8804
非流动负债	864	676	786	889	EBITDA	6023	9889	13207	15464
长期借款	407	407	512	617	EPS (元)	0.24	0.36	0.51	0.61
其他非流动负债	457	268	273	271					
负债合计	8033	8549	5573	5941	主要财务比率				
少数股东权益	3443	4947	7090	9646	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%	39.1%	21.1%	12.4%
留存收益	7691	12798	20179	28983	营业利润	4.1%	74.6%	36.8%	19.3%
归属母公司股东权益	18170	14408	21789	30593	归属于母公司净利润	15.5%	46.3%	42.5%	19.3%
负债和股东权益	29646	27904	34453	46180	获利能力				
					毛利率(%)	33.6%	38.9%	42.1%	43.4%
					净利率(%)	16.9%	17.8%	20.9%	22.2%
					ROE(%)	19.5%	36.0%	33.9%	28.8%
					ROIC(%)	22.8%	37.1%	44.9%	50.1%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	27.1%	30.6%	16.2%	12.9%
					净负债比率(%)	50.87%	54.87%	27.14%	27.23%
					流动比率	1.25	0.75	2.34	4.39
					速动比率	0.88	0.45	1.66	3.68
					营运能力				
					总资产周转率	0.75	1.01	1.13	0.98
					应收账款周转率	56	60	58	55
					应付账款周转率	16.30	16.20	15.45	15.03
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.24	0.36	0.51	0.61
					每股经营现金流(最新摊薄)	3.16	5.26	6.87	8.42
					每股净资产(最新摊薄)	1.25	0.99	1.50	2.10
					估值比率				
					P/E	40.40	27.62	19.39	16.25
					P/B	7.87	9.93	6.57	4.68
					EV/EBITDA	24	14	11	9

数据来源：华泰联合证券研究所。



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

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

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 2010 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

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

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 45 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