

证券研究报告

公司研究——中报点评

紫金矿业 (601899.sh)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 买入, 2016.3.28

范海波 CFA, 行业分析师

执业编号: S1500510120021

联系电话: +86 10 83326800

邮箱: fanhaibo@cindasc.com

吴漪 行业分析师

执业编号: S1500512110003

联系电话: +86 10 83326720

邮箱: wuyi@cindasc.com

丁士涛 行业分析师

执业编号: S1500514080001

联系电话: +86 10 83326718

邮箱: dingshitao@cindasc.com

王伟 行业分析师

执业编号: S1500515070001

联系电话: +86 10 83326719

邮箱: wangwei2@cindasc.com

唐伊辰 研究助理

联系电话: +86 10 83326717

邮箱: tangyichen@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

毛利率回升, 黄金套保和融资租赁业务亏损拖累业绩

2016年8月30日

事件: 2016年8月30日, 紫金矿业发布16年中报, 16年1-6月公司实现营业收入388.90亿元, 同比增加0.15%; 实现归属母公司股东净利润5.38亿元, 同比下降59.86%。基本每股收益0.025元。

点评:

- **金属价格回暖, 毛利润回升, 利润大幅下滑来自公允价值变动和投资收益大幅亏损。** 2016年上半年金价表现强劲, 半年末价格比年初上涨24.4%, 均价同比15年上半年上涨1.18%; 铜价低位震荡, 半年末价格比年初上涨2.85%, 均价同比下跌21%; 钨价从低位持续反弹, 半年末价格比年初上涨30.7%, 均价同比下跌16%。公司16年1-6月综合毛利率11.05%, 同比增加1.22个百分点, 毛利润同比增加4.79亿元; 管理费用增加, 三费同比增加1.16亿元; 资产减值损失同比减少0.77亿元。公司净利润同比大幅下降的原因是公司的黄金套期保值、投资租赁业务同比发生较大亏损, 其中, 套期保值业务损失7.20亿元, 投资收益损失4.56亿元。公司中报表示下半年将加强市场研判和行情分析, 加强套保风险控制。
- **产能释放, 矿产金快速增长, 矿产铅锌银大幅增长。** 16年上半年公司矿产金和冶炼加工及贸易金分别同比增长17.39%和下降16.34%; 产铜和冶炼产铜分别同比下降3.29%和上升48.49%; 产锌和冶炼生产锌锭分别同比增加78.46%和下降8.64%; 生产铅精矿含铅同比增长81.55%; 生产白银同比增长45.24%。公司黄金、铜、铅锌销售收入分别占2016年上半年营业收入的63.41%、17.64%、5.57%(抵销后), 黄金、铜、铅锌毛利分别占总毛利的45.1%、23.67%、13.74%。
- **对外投资和项目建设进展顺利。** 15年公司完成了波格拉金矿、卡莫阿铜矿收购, 参与了艾芬豪公司、恩科维铂业增发。尤其是在全球矿业界有重要影响的巴新波格拉金矿和刚果(金)卡莫阿铜矿的收购, 按权益分别获得黄金资源量157吨、铜资源量1,057万吨, 大幅提升了公司保有高品质金铜资源储量和黄金产能(其中黄金资源储量增加11.7%; 铜资源储量增加68.5%)。2015年海外项目矿产金11.8吨, 约占集团矿产金的32%; 产锌5.1万吨, 约占集团矿产锌的26%。2016年1-6月内, 集团公司完成了对黑龙矿业的并购和加拿大普瑞提姆(Pretium)资源公司增资等矿业项目投资; 主要建设项目工程进展顺利, 刚果(金)科卢韦齐铜矿项目有望大幅缩短工期、降低投资; 新收购的卡莫阿铜矿(持有该公司47%股份), 在其主要矿产区域西南约5公里处的卡库拉勘探区发现了厚大、高品位的平缓、埋藏浅、资源潜力大的铜矿体。
- **非公开增发推进中。** 2016年7月9日公司发布非公开增发预案, 拟以3.03元/股非公开增发不超过1,584,158,415股, 募集资金不超过48亿元, 用于刚果(金)科卢韦齐(Kolwezi)铜矿建设项目(33.96亿元)、紫金铜业生产末端物料综合回收扩建项目(1.05亿元)、补充流动资金(12.99亿元)。其中, 控股股东闽西兴杭国有资产投资经营有限公司、紫

金矿业第一期员工持股计划承诺以现金方式按照与其他发行对象相同的认购价格进行认购，认购金额分别为 9 亿元和 4.017 亿元，锁定期 36 个月。公司预计，刚果（金）科卢韦齐（Kolwezi）铜矿达产后增加年均销售收入 31,909.10 万美元，增加年均税后净利润约 7,813.90 万美元，约占公司 15 年净利润的 31%，将成为公司新的利润增长点。8 月 17 日公司发布公告，该非公开发行预案已获得福建省国资委批复。

- **盈利预测及评级：**目前矿业基本面逐步回暖，受全球主要国家央行宽松货币政策影响及美联储加息推迟的影响，黄金抗通胀和避险功能凸现。作为国内第一大自产黄金企业，紫金矿业坚持海外并购战略，业绩增长将有较强支撑。以公司最新股份总数 21,540,743,650 股计算，我们预计紫金矿业 16-18 年 EPS 为 0.12 元（+0.01）、0.17 元（+0.05）、0.19 元（+0.05）。维持“买入”评级。
- **风险因素：**全球金属需求下滑、美元走强导致金属价格大幅下滑；海外项目政治、法律、法规和政策变动风险；海外项目基础设施建设、管理风险。

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	58760.53	74303.57	117830.47	122466.88	130326.75
增长率 YoY %	18.06	26.45	58.58	3.93	6.42
归属母公司净利润(百万元)	2345.06	1655.67	2487.89	3739.22	4042.75
增长率 YoY%	10.34	-29.40	50.26	50.30	8.12
毛利率%	13.41	8.47	10.48	10.72	10.42
净资产收益率 ROE%	8.42	5.96	8.65	11.73	11.30
每股收益 EPS(元)	0.11	0.08	0.12	0.17	0.19
市盈率 P/E(倍)	31	44	29	19	18
市净率 P/B(倍)	2.6	2.6	2.4	2.2	1.9

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2016 年 8 月 29 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	19,618.23	21,794.85	29,264.37	35,083.38	38,740.31
货币资金	4,139.67	5,498.30	5,807.89	10,886.87	13,139.56
应收票据	538.48	264.37	419.24	435.74	463.70
应收账款	1,228.08	864.68	1,371.21	1,425.17	1,516.63
预付账款	649.97	842.47	1,306.68	1,354.51	1,446.29
存货	10,353.92	10,951.32	16,985.64	17,607.38	18,800.41
其他	2,708.11	3,373.71	3,373.71	3,373.71	3,373.71
非流动资产	55,541.36	62,119.19	62,164.63	61,593.75	60,764.85
长期投资	5,346.35	6,941.12	6,941.12	6,941.12	6,941.12
固定资产	25,003.52	29,359.35	29,261.23	33,514.95	34,681.89
无形资产	9,385.13	10,283.97	8,788.58	7,085.01	5,180.79
其他	15,806.35	15,534.74	17,173.70	14,052.67	13,961.04
资产总计	75,159.59	83,914.03	91,429.00	96,677.13	99,505.15
流动负债	23,504.06	31,526.39	36,511.06	37,943.66	36,646.43
短期借款	4,551.12	5,394.47	7,394.47	7,394.47	5,394.47
应付账款	4,011.41	4,442.84	6,890.90	7,143.14	7,627.14
其他	14,941.52	21,689.07	22,225.68	23,406.05	23,624.82
非流动负债	17,986.61	20,459.39	20,459.39	20,459.39	20,459.39
长期借款	8,339.48	9,251.19	9,251.19	9,251.19	9,251.19
其他	9,647.13	11,208.20	11,208.20	11,208.20	11,208.20
负债合计	41,490.67	51,985.78	56,970.45	58,403.05	57,105.82
少数股东权益	5,609.47	4,391.08	4,441.85	4,518.17	4,600.67
归属母公司股东权益	28,059.45	27,537.17	30,016.70	33,755.91	37,798.66
负债和股东权益	75,159.59	83,914.03	91,429.00	96,677.13	99,505.15

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	58,760.53	74,303.57	117,830.47	122,466.88	130,326.75
同比	18.06%	26.45%	58.58%	3.93%	6.42%
归属母公司净利润	2,345.06	1,655.67	2,487.89	3,739.22	4,042.75
同比	10.34%	-29.40%	50.26%	50.30%	8.12%
毛利率	13.41%	8.47%	10.48%	10.72%	10.42%
ROE	8.42%	5.96%	8.65%	11.73%	11.30%
每股收益(元)	0.11	0.08	0.12	0.17	0.19
P/E	31	44	29	19	18
P/B	2.6	2.6	2.4	2.2	1.9
EV/EBITDA	4.93	6.72	3.48	2.84	2.51

利润表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	58,760.53	74,303.57	117,830.47	122,466.88	130,326.75
营业成本	50,881.77	68,007.73	105,480.88	109,341.92	116,750.64
营业税金及附加	838.42	809.66	1,283.96	1,334.48	1,420.13
营业费用	905.51	691.86	1,097.15	1,140.32	1,213.51
管理费用	2,175.12	2,620.74	4,155.97	4,286.34	4,300.78
财务费用	767.95	945.67	872.25	769.61	560.50
资产减值损失	362.95	470.69	85.55	88.87	94.63
公允价值变动收益	-141.21	-125.51	-800.00	-133.36	-133.36
投资净收益	772.57	1,312.77	-252.00	414.64	414.64
营业利润	3,460.16	1,944.49	3,802.72	5,786.61	6,267.84
营业外收入	236.74	419.02	419.02	419.02	419.02
营业外支出	372.76	277.34	277.34	277.34	277.34
利润总额	3,324.14	2,086.17	3,944.40	5,928.29	6,409.52
所得税	688.70	743.48	1,405.73	2,112.77	2,284.27
净利润	2,635.44	1,342.69	2,538.67	3,815.53	4,125.25
少数股东损益	290.38	-312.98	50.77	76.31	82.51
归属母公司净利润	2,345.06	1,655.67	2,487.89	3,739.22	4,042.75
EBITDA	5,974.60	5,394.57	10,982.43	13,482.84	14,474.32
EPS (摊薄)	0.11	0.08	0.12	0.17	0.19

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	6,320.62	10,269.41	5,660.43	11,653.82	11,077.69
净利润	2,635.44	1,342.69	2,538.67	3,815.53	4,125.25
折旧摊销	2,650.46	3,308.40	5,781.09	6,336.21	6,954.06
财务费用	0.00	0.00	1,256.94	1,218.34	1,110.74
投资损失	-86.86	184.09	252.00	-414.64	-414.64
营运资金变动	-546.40	3,736.69	-4,260.80	603.71	-796.10
其它	1,667.97	1,697.55	92.53	94.67	98.38
投资活动现金流	-9,251.76	-8,693.16	-6,085.53	-5,356.50	-5,714.27
资本支出	-6,143.36	-4,793.61	-5,833.53	-5,771.13	-6,128.91
长期投资	-696.26	987.14	-252.00	414.64	414.64
其他	-2,412.14	-4,886.69	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	2,414.08	-273.02	659.98	-1,251.65	-3,171.65
吸收投资	41.82	12.24	0.00	0.00	0.00
借款	1,201.14	1,082.93	2,000.00	0.00	-2,000.00
支付利息或股息	3,034.01	3,413.87	1,340.02	1,251.65	1,171.65
现金净增加额	-509.17	1333.94	309.59	5078.98	2252.69

研究团队简介

范海波，CFA，高级研究员。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作 7 年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets, Journal of Portfolio Management, Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

吴漪，环保行业研究员。北京大学化学学士、环境生态学硕士。2010 年加入信达证券，从事有色金属和钢铁行业研究。2013 年开始负责环保行业研究。

丁士涛，有色金属行业研究员。中央财经大学管理学硕士，3 年银行业工作经验，2012 年 2 月加盟信达证券研究开发中心，从事有色金属行业研究。

王伟，钢铁行业研究员。澳大利亚悉尼大学矿产、环境工程双硕士，矿产大宗商品行业 1 年工作经验，2013 年 4 月加盟信达证券研究开发中心，从事钢铁行业研究。

唐伊辰，有色金属行业研究助理。对外经济贸易大学金融学硕士，2016 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事有色金属行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	何 欢	010-63081150	18610718799	hehuan@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。