

强烈推荐-A (维持)

紫金矿业 601899.SH

目标估值: 4-4.8 元
当前股价: 3.42 元
2017 年 03 月 27 日

量价齐升, 业绩稳定增长

基础数据

上证综指	3269
总股本 (万股)	2154074
已上市流通股 (万股)	1580380
总市值 (亿元)	737
流通市值 (亿元)	540
每股净资产 (MRQ)	1.3
ROE (TTM)	6.6
资产负债率	65.1%
主要股东	闽西兴杭国有资产投
主要股东持股比例	26.33%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

卢平

021-68407841
luping@cmschina.com.cn
S1090511040008

研究助理

黄昱颖
huangyuying@cmschina.com.cn

研究助理

陈颖
chenying12@cmschina.com.cn

事件:

公司 2016 年实现营收 788.5 亿元, 同比增长 6.1%, 净利润 18.4 亿元, 同比增长 11.1%, EPS0.09, 基本符合预期。

评论:

1、收入规模稳定提升, 套保损失拖累全年业绩

1) 主要矿产品量价齐升, 毛利率略微下降: ① 2016 年伦敦金均价 1,246 美元/盎司 (上年同期 1,156 美元/盎司), 同比+7.8%; LME 锌均价 2,094 美元/吨 (上年同期 1,927 美元/吨), 同比+8.6%。②金、铜、锌三大主要矿产品产量均实现较大增长, 其中矿产金 42.6 吨, 同比+14.5%, 矿产铜 15.5 万吨, 同比+3.1%, 矿产锌 25 万吨, 同比+26.2%。③部分低成本矿山产量下降 (主要为金矿), 带动整体成本上升, 矿产品毛利率微降 0.08 个百分点至 37.9%, 其中矿产金毛利率从 37%降为 34%。

2) 归母净利润增幅不大, 主要受套保损失拖累: 公司上半年延续 2015 年持仓, 对全年矿产品产量大部分进行套期保值。2016 年累计实现投资损失 19.7 亿元 (上年同期为 1.31 亿元收益), 其中商品套期保值合约损失 9.7 亿元, 无效套期保值衍生工具投资损失 3.7 亿元。

2、国内项目稳步运营, 国际化加速发展, 占据资源制高点

公司坚持以矿产资源开发为核心业务, 通过一系列海内外并购, 目前已成为资源保有量最丰富的 A 股上市公司之一, 形成金、铜、锌三大板块共同发展格局。截至 2016 年拥有黄金储量 1347 吨、铜 3006 万吨、锌 801 万吨, 国内占比分别达 11.7%、30.3%、5.4%, 黄金产量领跑国内黄金企业, 矿产铜、锌产量快速增长:

1) 黄金: 预计未来两年产量保持稳定, 未来主要并购方向。2015 年 8 月收购巴新波格拉金矿 50% 股权, 成为主要贡献单位。

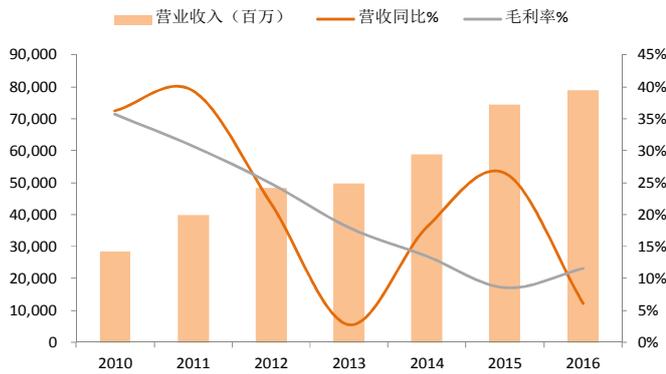
2) 铜: 开启快速发展时期, 预计未来 2-3 年达到 30 万吨 (多宝山二期+6.5 万吨; 紫金山+3.5 万吨; 科卢韦齐铜矿+6 万吨)。

3) 锌: 新盈利增长点, 大幅提升乌拉特后旗、新疆乌拉根、俄罗斯图瓦三大铅锌矿产能, 并启动技改扩能项目, 预计今年产量 30 万吨。

基于 2017 年矿产金产量 41 吨、矿产铜 20 万吨、矿产锌 30 万吨, 按年初至今均价计算, 预计 2017 年净利润将达 51.4 亿元, 对应市盈率 14.4 倍。考虑到铜供需拐点逐步凸显、铅锌供应紧张延续, 预计价格仍存在上涨空间, 公司作为 A 股市场最为低估的有色资源股, 估值有望得到重新修正, 维持强烈推荐评级。

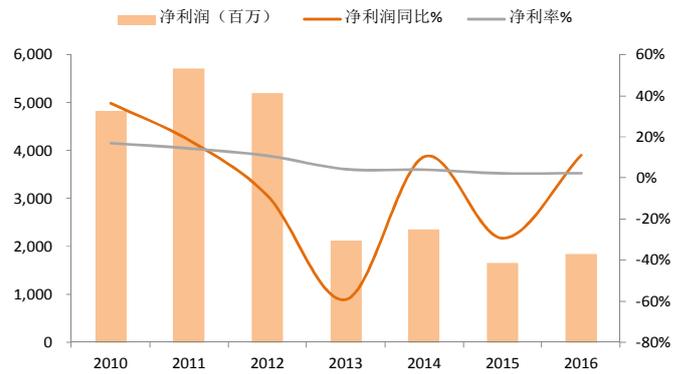
风险提示: 金价、铜价格超预期下跌

图 1 近年营业收入及同比增速



资料来源：wind、招商证券

图 2 近年净利润及同比增速



资料来源：wind、招商证券

表 1 公司主要矿产品储量及产量

	紫金矿业			国内矿山总量 (2016)	占比
	2014	2015	2016	2016	
保有黄金资源储量 (吨)	1040	1261	1347	11563.5	11.65%
矿产金产量 (吨)	33.7	37.2	42.6	394.9	10.79%
保有铜资源储量 (万吨)	1241	2346	3006	9910.2	30.33%
矿产铜产量 (万吨)	13.9	15.0	15.5	185	8.38%
保有锌资源储量 (万吨)	855	840	801	14985.2	5.35%
矿产锌产量 (万吨)	9.6	20	25	463	5.4%

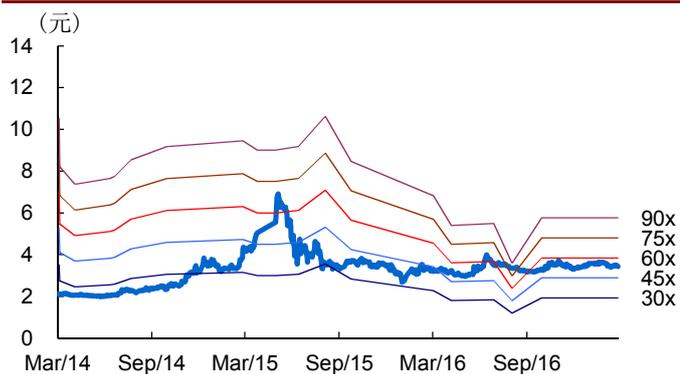
资料来源：公司公告、招商证券

表 2 各季度业绩回顾

(百万元)	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4
营业收入	15,896	22,937	22,365	13,106	19,398	19,492	18,401	21,560
营业毛利	1,562	2,256	1,516	962	2,203	2,093	2,319	2,453
营业费用	194	198	158	142	189	143	170	166
管理费用	617	555	599	850	700	642	698	782
财务费用	174	260	269	242	278	162	273	-131
投资收益	64	189	379	681	-428	-28	-1138	-379
营业利润	595	1318	426	-394	111	500	1074	628
归属母公司净利润	415	926	351	-36	64	475	886	415
主要比率								
毛利率	10%	10%	7%	7%	11%	11%	13%	11%
营业费用率	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
管理费用率	4%	2%	3%	6%	4%	3%	4%	4%
营业利润率	1%	1%	1%	2%	1%	1%	1%	-1%
有效税率	33%	23%	39%	-	27%	2%	16%	49%
净利率	4%	6%	2%	-3%	1%	3%	6%	3%
YoY								
收入	48%	73%	35%	-28%	22%	-15%	-18%	65%
归属母公司净利润	-20%	57%	-59%	-110%	-85%	-49%	152%	1253%
环比								
收入	-12%	44%	-2%	-41%	48%	0.5%	-5.6%	17.2%
归属母公司净利润	10%	123%	-62%	-110%	275%	644%	87%	-53%

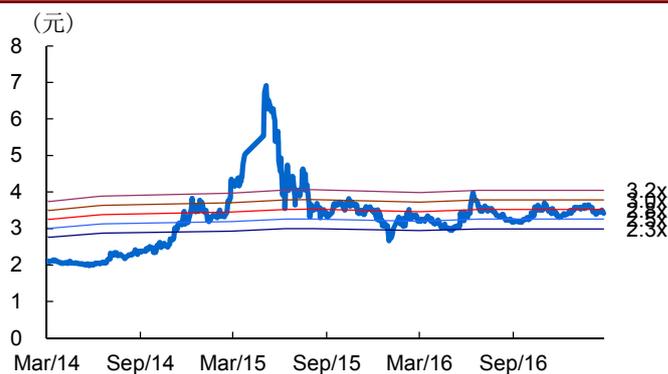
资料来源：wind、招商证券

图3 紫金矿业历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图4 紫金矿业历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	24140	24140	26733	30151	36085
现金	5023	5023	4481	7502	13241
交易性投资	1252	1252	1252	1252	1252
应收票据	876	876	1076	1100	1117
应收款项	783	783	768	785	797
其它应收款	997	997	1226	1253	1271
存货	12003	12003	14028	14274	14373
其他	3207	3207	3902	3985	4035
非流动资产	65077	65077	65592	65087	64637
长期股权投资	7909	7909	7909	7909	7909
固定资产	32531	32531	34137	34605	35026
无形资产	10257	10257	9402	8619	7901
其他	14381	14381	14144	13954	13802
资产总计	89218	89218	92325	95238	100723
流动负债	33852	33852	31545	27769	25871
短期借款	12350	12350	12028	8000	6000
应付账款	4727	4727	5596	5694	5734
预收账款	2087	2087	2470	2513	2531
其他	14688	14688	11451	11562	11607
长期负债	24249	24249	24249	24249	24249
长期借款	5775	5775	5775	5775	5775
其他	18474	18474	18474	18474	18474
负债合计	58101	58101	55794	52018	50120
股本	2154	2154	2154	2154	2154
资本公积金	6061	6061	6061	6061	6061
留存收益	19548	19548	24691	30660	37239
少数股东权益	3354	3354	3625	4345	5148
归属于母公司所有者权益	27762	27762	32905	38874	45454
负债及权益合计	89218	89218	92325	95238	100723

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	8602	8602	10822	11171	11799
净利润	1656	1840	5143	6483	7228
折旧摊销	4117	4117	4447	4494	4439
财务费用	1506	1506	1079	863	669
投资收益	576	576	743	(1257)	(1257)
营运资金变动	822	382	(922)	(153)	(98)
其它	(74)	182	331	739	817
投资活动现金流	(8479)	(8479)	(5000)	(4000)	(4000)
资本支出	(5521)	(5521)	(5000)	(4000)	(4000)
其他投资	(2958)	(2958)	0	0	0
筹资活动现金流	(508)	(508)	(6363)	(4149)	(2061)
借款变动	(9029)	1420	(4540)	(4028)	(2000)
普通股增加	(3)	0	0	0	0
资本公积增加	(822)	0	0	0	0
股利分配	(1726)	(1292)	0	(514)	(648)
其他	11072	(635)	(1823)	393	588
现金净增加额	(385)	(385)	(541)	3021	5738

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	74304	78851	96907	99082	100539
营业成本	68008	69782	82601	84049	84634
营业税金及附加	810	908	1116	1141	1158
营业费用	692	667	775	1189	1206
管理费用	2621	2822	3489	3963	4022
财务费用	946	582	1079	863	669
资产减值损失	471	561	561	561	561
公允价值变动收益	(126)	757	757	757	757
投资收益	1313	(1973)	(1500)	500	500
营业利润	1944	2312	6542	8572	9546
营业外收入	419	262	262	262	262
营业外支出	277	448	448	448	448
利润总额	2086	2126	6356	8387	9360
所得税	743	439	943	1183	1329
净利润	1343	1687	5414	7204	8031
少数股东损益	(313)	(153)	271	720	803
归属于母公司净利润	1656	1840	5143	6483	7228
EPS (元)	0.08	0.09	0.24	0.30	0.34

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	26%	6%	23%	2%	1%
营业利润	-44%	19%	183%	31%	11%
净利润	-29%	11%	180%	26%	11%
获利能力					
毛利率	8.5%	11.5%	14.8%	15.2%	15.8%
净利率	2.2%	2.3%	5.3%	6.5%	7.2%
ROE	6.0%	6.6%	15.6%	16.7%	15.9%
ROIC	0.2%	4.8%	12.3%	14.1%	13.9%
偿债能力					
资产负债率	65.1%	65.1%	60.4%	54.6%	49.8%
净负债比率	25.0%	25.0%	19.3%	14.5%	11.7%
流动比率	0.7	0.7	0.8	1.1	1.4
速动比率	0.4	0.4	0.4	0.6	0.8
营运能力					
资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.0	1.0
存货周转率	6.1	5.8	6.3	5.9	5.9
应收帐款周转率	73.9	100.7	125.0	127.6	127.1
应付帐款周转率	15.6	14.8	16.0	14.9	14.8
每股资料 (元)					
每股收益	0.08	0.09	0.24	0.30	0.34
每股经营现金	0.40	0.40	0.50	0.52	0.55
每股净资产	1.29	1.29	1.53	1.80	2.11
每股股利	0.06	0.00	0.02	0.03	0.03
估值比率					
PE	44.5	40.0	14.3	11.4	10.2
PB	2.7	2.7	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	33.9	33.9	17.5	15.2	14.4

分析师承诺

负责本研究报告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。

黄昱颖：清华大学材料科学与工程硕士，2016年7月加入招商证券，现为有色金属行业分析师。

陈颖：厦门大学会计系学士、硕士，2016年7月加入招商证券，现为有色金属行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。