

公司研究/季报点评

2017年10月26日

有色金属/贵金属 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 3.97
合理价格区间(元): 4.50~5.00

李斌 执业证书编号: S0570517050001
研究员 libin@htsc.com

孙雪琬 0755-82125064
联系人 sunxuewan@htsc.com

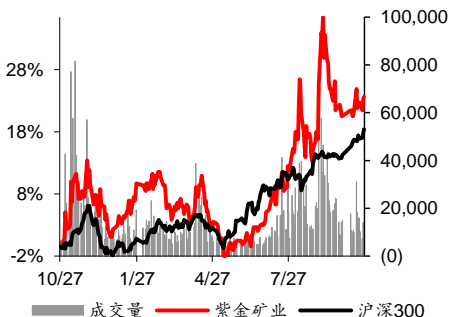
黄孚 010-56793948
联系人 huangfu@htsc.com

邱乐园 010-56793945
联系人 qiuleyuan@htsc.com

相关研究

- 1 《紫金矿业(601899,增持): 多金属价格上涨, 进入利润上行期》2017.08
- 2 《紫金矿业(601899):套保扰动业绩, 海外拓展加快》2016.08
- 3 《紫金矿业(601899):季节波动不改业绩增长趋势》2016.03

股价走势图



资料来源: Wind

非主营产品拖累利润, 矿山经营稳健向好

紫金矿业(601899)

发布 17 年三季报, 前三季度利润同比增长 55.44%

公司发布 17 年三季报, 报告期内, 公司实现营业收入 619.77 亿元, 同比增长 8.18%; 实现归母净利润 22.14 亿元, 同比增长 55.44%; 三季度单季归母净利润 7.09 亿元, 同比下降 20.02%。截止三季度末公司总资产 936.59 亿元, 归属于上市公司股东的净资产 342.6 亿元, 资产负债率为 59.76%。公司三季度利润低于我们此前预期。

加大低品位资源利用力度, 当期销售成本上升

报告期内, 由于金属价格同比提升, 公司为实现稳健发展, 加大矿山低品位资源利用力度, 因此当期成本有所上升。公司前三季度矿产金、铜和锌的单位成本分别为 163.94 元/克、1.65 万元/吨、5047 元/吨, 分别同比上涨 11.5%、4.4%、40.0%。2017 年前三季度矿山企业的综合毛利率为 46.06%, 同比增加 6.43 个百分点; 综合毛利率为 14.75%, 同比增加 3.2 个百分点。公司受益于金属价格回暖, 尽管成本有所上升, 矿山整体的盈利能力依然保持稳定。

外汇汇率波动造成汇兑损失, 投资收益等项目影响利润

报告期, 公司财务费用为 19.32 亿元, 同比上升 171.91%; 主要是受融资规模增加, 以及本期外汇汇率波动造成主要包括子公司外币负债在内的较大账面汇兑损失导致。公司三季度单季投资净收益达到 -3.21 亿元, 环比由正转负。公司前三季度资产减值损失为 2.54 亿元, 同比增长 324.29%, 主要由于报告期内对部分长期资产计提减值准备所致。

矿山产量平稳, 境内外资源开发稳步推进

公司在完成非公开发行后, 积极开展境外项目工作, 前三季度公司除矿产金受紫金山等因素影响产量下滑外, 其余矿山产品产量均同比增加。公司巴布亚新几内亚波格拉金矿、塔吉克斯坦吉劳/塔罗金矿、俄罗斯图瓦锌多金属矿项目稳定运营, 秘鲁白河铜矿项目和南非铂族金属项目前期工作持续推进, 境外项目资源储量、矿山产量等各项指标向好。

整体经营稳健, 维持公司“增持”评级

由于三季度公司利润略低于我们此前预期, 适当下调公司全年盈利预测, 17-19 年净利润下调幅度分别为 22.6%、7.4%、3.1%。预计公司 17-19 年收入为 881.20、914.13、974.60 亿元, 归母净利润为 36.65、56.66、74.20 亿元, 对应 PE 分别为 25、16、12 倍。参考同行业矿产企业估值水平 (18 年平均 20 倍 PE), 给予公司 18 年 PE18-20 倍, 对应目标价 4.50-5.00 元。维持公司“增持”评级。

风险提示: 黄金、铜等金属价格下跌; 矿山采选品位下降; 矿山项目进度不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	23,031
流通 A 股 (百万股)	15,804
52 周内股价区间 (元)	3.20-4.38
总市值 (百万元)	91,434
总资产 (百万元)	93,659
每股净资产 (元)	1.49

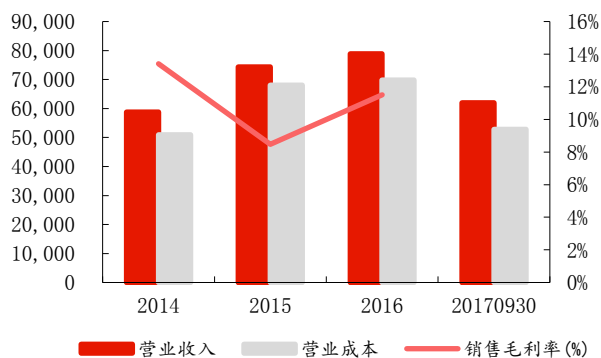
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	74,304	78,851	88,120	91,413	97,460
+/-%	26.45	6.12	11.75	3.74	6.62
归属母公司净利润 (百万元)	1,656	1,840	3,665	5,666	7,420
+/-%	(29.40)	11.12	99.18	54.63	30.94
EPS (元, 最新摊薄)	0.07	0.08	0.16	0.25	0.32
PE (倍)	55.22	49.70	24.95	16.14	12.32

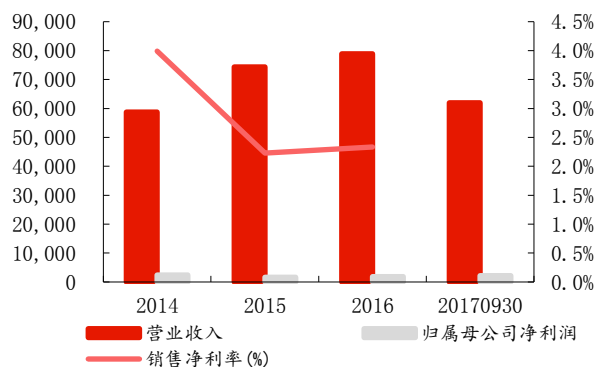
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 公司营收和销售毛利率 (左轴单位: 百万元)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: 公司营收与销售净利率 (左轴单位: 百万元)



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

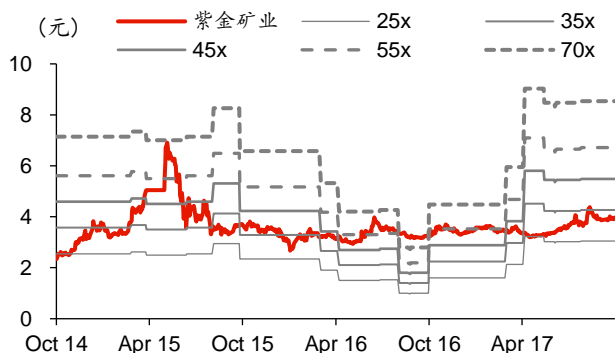
图表3: 截止 2017.10.25 可比公司估值 (单位: 亿元)

代码	公司	当前市值	18E 净利润 Wind 一致预期	对应 18 年 PE
000060	中金岭南	274.63	12.78	21
000426	兴业矿业	199.56	11.34	18
000960	锡业股份	242.14	12.17	20
	均值			20

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

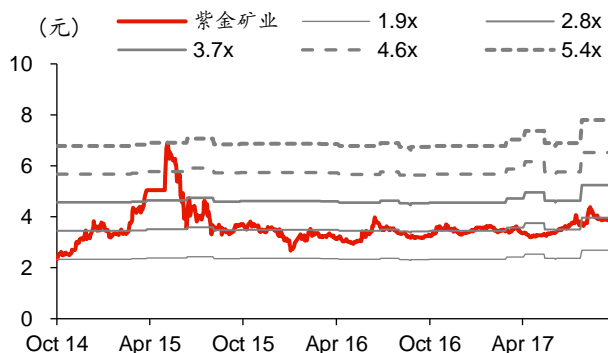
PE/PB - Bands

图表4: 紫金矿业历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: 紫金矿业历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	21,795	24,140	43,917	49,905	57,266
现金	5,498	5,023	22,449	28,395	34,909
应收账款	864.68	783.07	925.22	942.47	1,011
其他应收账款	1,216	997.21	1,354	1,329	1,415
预付账款	842.47	869.77	938.78	942.15	979.76
存货	10,951	12,003	13,101	12,940	13,543
其他流动资产	2,422	4,465	5,150	5,356	5,409
非流动资产	62,119	65,077	64,648	63,506	61,847
长期投资	6,941	7,909	7,645	7,733	7,703
固定投资	29,359	32,531	35,009	34,673	33,575
无形资产	10,284	10,257	10,100	10,100	10,100
其他非流动资产	15,535	14,381	11,893	11,000	10,467
资产总计	83,914	89,218	108,565	113,411	119,113
流动负债	31,526	33,852	43,835	44,154	44,442
短期借款	5,394	12,350	20,000	20,000	20,000
应付账款	4,443	4,727	5,052	5,087	5,284
其他流动负债	21,689	16,775	18,783	19,067	19,157
非流动负债	20,459	24,249	25,188	25,102	25,120
长期借款	9,251	5,775	6,445	6,445	6,445
其他非流动负债	11,208	18,474	18,743	18,657	18,675
负债合计	51,986	58,101	69,023	69,256	69,562
少数股东权益	4,391	3,354	4,270	5,687	7,542
股本	21,543	21,541	23,031	23,031	23,031
资本公积	7,233	6,703	9,810	9,810	9,810
留存公积	18,841	19,388	21,277	24,274	27,615
归属母公司股	27,537	27,762	54,659	57,855	61,396
负债和股东权益	83,914	89,218	127,952	132,798	138,499

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	10,269	8,602	7,633	10,772	11,838
净利润	1,343	1,687	4,581	7,083	9,275
折旧摊销	0.00	0.00	1,732	1,876	1,935
财务费用	945.67	581.53	1,448	1,276	1,019
投资损失	(1,313)	1,973	300.00	0.00	0.00
营运资金变动	0.00	0.00	(1,380)	451.45	(638.73)
其他经营现金	9,294	4,360	952.04	85.07	248.60
投资活动现金	(8,693)	(8,479)	(3,306)	(664.37)	(298.61)
资本支出	4,858	5,521	2,218	543.05	339.05
长期投资	1,578	1,625	(298.15)	99.38	(33.13)
其他投资现金	(2,257)	(1,333)	(1,386)	(21.93)	7.31
筹资活动现金	(273.02)	(507.89)	13,099	(4,160)	(5,026)
短期借款	843.35	6,956	7,650	0.00	0.00
长期借款	911.71	(3,476)	669.60	0.00	0.00
普通股增加	(29.57)	(2.50)	1,490	0.00	0.00
资本公积增加	(97.41)	(529.18)	3,106	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,901)	(3,456)	182.86	(4,160)	(5,026)
现金净增加额	1,334	(132.88)	17,426	5,947	6,513

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	74,304	78,851	88,120	91,413	97,460
营业成本	68,008	69,782	75,473	75,692	78,732
营业税金及附加	809.66	907.96	996.53	1,040	1,107
营业费用	691.86	667.48	770.80	791.01	846.39
管理费用	2,621	2,822	3,157	3,265	3,486
财务费用	945.67	581.53	1,448	1,276	1,019
资产减值损失	470.69	560.84	253.56	0.00	0.00
公允价值变动收益	(125.51)	756.64	540.44	200.00	200.00
投资净收益	1,313	(1,973)	(300.00)	0.00	0.00
营业利润	1,944	2,312	6,262	9,548	12,471
营业外收入	419.02	262.36	150.00	200.00	200.00
营业外支出	277.34	448.23	303.94	303.94	303.94
利润总额	2,086	2,126	6,108	9,444	12,367
所得税	743.48	438.78	1,527	2,361	3,092
净利润	1,343	1,687	4,581	7,083	9,275
少数股东损益	(312.98)	(152.53)	916.15	1,417	1,855
归属母公司净利润	1,656	1,840	3,665	5,666	7,420
EBITDA	2,890	2,893	9,442	12,700	15,424
EPS (元)	0.08	0.09	0.16	0.25	0.32

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	26.45	6.12	11.75	3.74	6.62
营业利润	(43.80)	18.90	170.84	52.49	30.61
归属母公司净利润	(29.40)	11.12	99.18	54.63	30.94
获利能力 (%)					
毛利率	8.47	11.50	14.35	17.20	19.22
净利率	2.23	2.33	4.16	6.20	7.61
ROE	6.01	6.63	6.70	9.79	12.09
ROIC	3.90	4.70	11.48	16.72	21.26
偿债能力					
资产负债率 (%)	61.95	65.12	53.94	52.15	50.23
净负债比率 (%)	39.82	38.46	45.31	44.86	44.77
流动比率	0.69	0.71	1.00	1.13	1.29
速动比率	0.34	0.35	0.70	0.83	0.98
营运能力					
总资产周转率	0.93	0.91	0.89	0.82	0.84
应收账款周转率	70.64	94.94	102.33	97.10	98.98
应付账款周转率	16.09	15.22	15.43	14.93	15.18
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.07	0.08	0.16	0.25	0.32
每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	0.37	0.33	0.47	0.51
每股净资产(最新摊薄)	1.20	1.21	2.37	2.51	2.67
估值比率					
PE (倍)	55.22	49.70	24.95	16.14	12.32
PB (倍)	3.32	3.29	1.67	1.58	1.49
EV_EBITDA (倍)	38.63	38.58	11.82	8.79	7.24

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

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

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com