

证券研究报告

有色金属



紫金矿业 (601899)

套保亏损，业绩仍具高弹性

增持 (维持)

2017年3月26日

市场数据

报告日期	2017-3-26
收盘价(元)	3.42
总股本(百万股)	21540
流通股本(百万股)	15800
总市值(百万元)	69700
流通市值(百万元)	54000
净资产(百万元)	31117
总资产(百万元)	89218
每股净资产	1.29

相关报告

分析师:

任志强

renzhiqiang@xyzq.com.cn

S0190514030002

邱祖学

qiuzuxue@xyzq.com.cn

S0190515030003

研究助理:

严鹏

yanpeng@xyzq.com.cn

何静

hejing@xyzq.com.cn

主要财务指标

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	78851	95532	104492	112828
同比增长	6.1%	21.2%	9.4%	8.0%
净利润(百万元)	1840	4398	5352	6483
同比增长	11.1%	139.1%	21.7%	21.1%
毛利率	11.5%	11.1%	11.7%	12.1%
净利润率	2.3%	4.6%	5.1%	5.7%
净资产收益率(%)	6.6%	8.3%	9.1%	9.9%
每股收益(元)	0.09	0.20	0.25	0.30
每股经营现金流(元)	0.40	0.22	0.33	0.36

投资要点

- **公司发布 2016 年报，业绩实现增长。**实现销售收入 788.51 亿元，同比增长 6.12%。实现合并净利润 16.87 亿元，同比增长 25.66%，其中：归属母公司股东净利润 18.40 亿元，同比增长 11.12%。
- **金价上涨，公司主要矿产品产量增长。**公司的主要产品是金、铜、锌，公司矿山产金、产铜、产锌占公司毛利的比重均在 10% 以上。2016 年金均价上涨 7.8%，锌价上涨 8.6%。公司矿产金产量达到 42.55 吨，同比增长 14.5%；矿产铜的产量 15.5 万吨，同比增长 3.09%；锌精矿产量 25 万吨，同比增长 26.17%。价格上涨，产量增加，有利于公司业绩的增长。
- **套保亏损导致公司业绩弹性受影响。**由于 2016 年有色金属行情难以把握，公司仅处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产和金融负债取得的投资损失即高达 22.06 亿元，其中又主要以黄金租赁损失（7.3 亿元）、套期工期衍生品损失（3.71 亿元）、商品套期保值合约（9.75 亿元）为主。
- **2017 年公司的生产计划为矿产金 41 吨、矿产铜 20 万吨、矿产铅锌 30 万吨。**2017 年能够为公司产品产量贡献边际力量的有以下几个。一是紫金山金铜矿 4 万吨项目，其中浮选 2.5 万吨/年、堆浸 1.5 万吨，建成后年产精矿含铜 3 万吨、伴生金 1 吨、银 26 吨。二是刚果科卢韦齐铜矿项目有望在 2017 年建成投产，每年可产铜 5.8 万吨。
- **盈利预测：**预计 2017-2019 年公司实现净利润 42.2、49.8、61.1 亿元，对应 PE 分别为 17X、14X、11X，给予增持评级。
- **风险提示：**金属价格不如预期；海外经营风险

报告正文

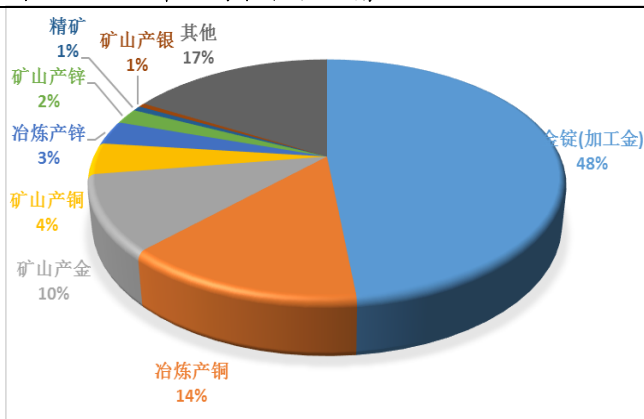
事件

- **2016 年报：**实现销售收入 788.51 亿元，同比增长 6.12%（上年同期：743.04 亿元）。实现合并净利润 16.87 亿元，同比增长 25.66%（上年同期：13.43 亿元），其中：归属母公司股东净利润 18.40 亿元，同比增长 11.12%（上年同期：16.56 亿元）。

点评

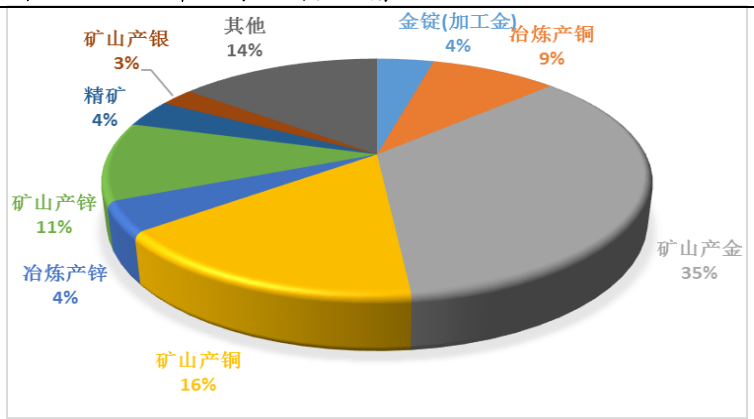
- **公司主要矿产品产量增长。**公司的主要产品为金、铜、铅锌等。2016 年公司矿产金产量达到 42.55 吨，同比增长 14.5%，但冶炼加工金的产量为 172.05 吨，同比下降 18.15%；公司矿产铜的产量 15.5 万吨，同比增长 3.09%，冶炼铜 40.6 万吨，同比增长 53.86%；公司锌精矿产量 25 万吨，同比增长 26.17%，锌锭产量 21.45 万吨，同比下降 1.95%；公司生产铅精矿含铅 3.6 万吨，同比增长 49.11%；生产白银 588.69 吨，同比增长 45.94%。
- **黄金是公司的主要产品，金价上涨有利于公司业绩释放。**实际上，公司主要产品价格在 2016 年均均有较好的表现。2016 年黄金均价 1246 美元/盎司，较上年上涨 7.78%；伦铜则在 2016 年 11 月初大幅反弹，但全年均价为 4867 美元/吨，同比下跌 11.51%；锌的表现亮眼，11 月底达到近 8 年高位，全年均价 2094 美元/吨，同比上涨 8.64%。产品价格回升，是公司业绩上涨的重要基础，特别是公司的黄金作为公司的主要产品，金价上涨将带来较大的业绩弹性。

图 1、2016 年公司营收占比情况



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

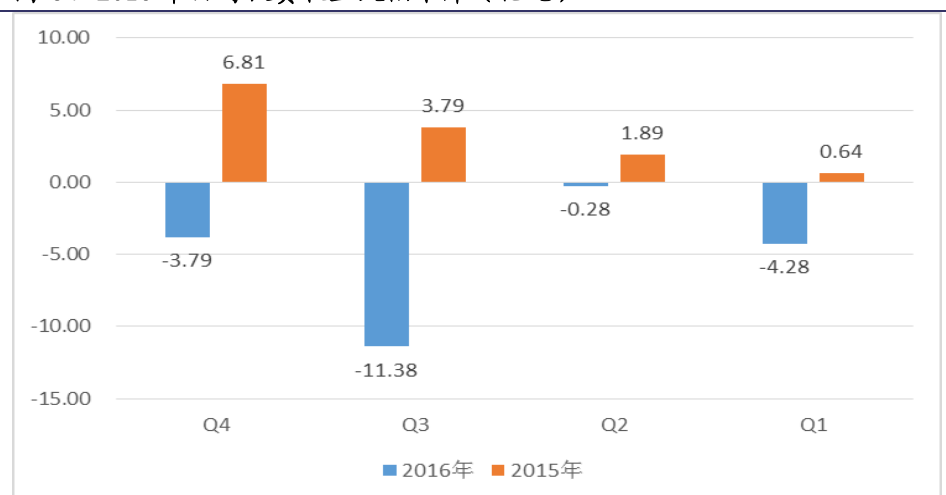
图 2、2016 年公司毛利占比情况



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

- **套保亏损导致公司业绩弹性受影响。**由于 2016 年有色金属行情难以把握，公司仅处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产和金融负债取得的投资损失即高达 22.06 亿元，其中又主要以黄金租赁损失（7.3 亿元）、套期工衍生品损失（3.71 亿元）、商品套期保值合约（9.75 亿元）为主。若不考虑这部分的因素，公司全年合并报表利润应该达到 38.93 亿元。

图 3、2016 年公司投资收益大幅下降（亿元）



资料来源：公司公告，兴业证券研究所

- **资源为王，连续出击。**一是公司 2016 年继续执行资源战略，6 月份收购黑龙矿业，交易完成后公司只有多宝山铜业、铜山公司及黑龙矿业各 100% 股权。上述三家公司主要资产包括黑龙矿业总部大楼，11 宗探矿权及 3 宗采矿权等。未来企业还将启动多宝山铜（钼）矿整体规模开发相配套的铜冶炼项目建设。二是 2016 年公司子公司金城矿业收购姆索诺伊公司 21% 股权，由此公司获得了姆索诺伊公司 72% 的股权，待 2017 年公司新建产能投产，每年产铜可达 5.8 万吨。
- **2017 年公司的生产计划为矿产金 41 吨、矿产铜 20 万吨、矿产铅锌 30 万吨。**2017 年能够为公司产品产量贡献边际力量的有以下几个。一是紫金山金铜矿 4 万吨项目，其中浮选 2.5 万吨/年、堆浸 1.5 万吨，建成后年产精矿含铜 3 万吨、伴生金 1 吨、银 26 吨。二是刚果科卢韦齐铜矿项目有望在 2017 年建成投产，每年可产铜 5.8 万吨。
- **盈利预测：**预计 2017-2019 年公司实现净利润 42.2、49.8、61.1 亿元，对应 PE 分别为 17X、14X、11X，给予增持评级。
- **风险提示：**金属价格不如预期；海外经营风险

公司点评报告

表、紫金矿业分季度业绩对比(单位:百万元、元、%)

报告期	15-4Q	16-1Q	16-2Q	16-3Q	16-4Q	QOQ	2015-12	2016-12	YOY
营业收入	13106	19398	19492	18401	21559.8	64.5%	74304	78851	6.1%
营业成本	12144	17195	17399	16082	19106.6	57.3%	68008	69782	2.6%
毛利	962	2202	2094	2320	2453.2	155.1%	6296	9069	44.0%
销售费用	142	189	143	170	165.7	16.8%	692	667	-3.5%
管理费用	850	700	642	698	782.4	-7.9%	2621	2822	7.7%
财务费用	242	278	162	273	-130.9	-154.0%	946	582	-38.5%
资产减值	364	-3	9	54	501.1	37.5%	471	561	19.2%
公允价值	-242	-296	-423	1282	194.1	-	-126	757	-
投资收益	681	-428	-28	-1138	-379.1	-155.7%	1313	-1973	-250.3%
营业利润	-394	111	500	1074	627.6	-	1944	2312	18.9%
利润总额	-260	111	506	1044	465.7	-	2086	2126	1.9%
净利润	-36	64	475	886	415.3	-	1656	1840	11.1%
EPS	-0.002	0.003	0.022	0.041	0.019	-	0.077	0.085	11.1%
销售费用率	1.1%	1.0%	0.7%	0.9%	0.8%	-0.3%	0.9%	0.8%	-0.1%
管理费用率	6.5%	3.6%	3.3%	3.8%	3.6%	-2.8%	3.5%	3.6%	0.0%
财务费用率	1.8%	1.4%	0.8%	1.5%	-0.6%	-2.5%	1.3%	0.7%	-0.5%
所得税率	-29.4%	26.2%	2.2%	16.1%	49.5%	78.8%	35.6%	20.6%	-15.0%
毛利率	7.3%	11.4%	10.7%	12.6%	11.4%	4.0%	8.5%	11.5%	3.0%
净利润率	-0.3%	0.3%	2.4%	4.8%	1.9%	2.2%	2.2%	2.3%	0.1%

资料来源:天软投资系统

公司点评报告

附表

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	24140	49514	59655	69259
货币资金	5023	27747	36383	44359
交易性金融资产	1252	900	1076	988
应收账款	783	1177	1192	1294
其他应收款	997	1534	1561	1665
存货	12003	14749	15784	17060
非流动资产	65077	62081	60397	58492
可供出售金融资产	1076	1012	1025	1034
长期股权投资	7909	7909	7909	7909
投资性房地产	193	182	183	185
固定资产	32531	32847	32092	30802
在建工程	3985	1992	996	498
油气资产	0	0	0	0
无形资产	10257	10071	9947	9802
资产总计	89218	111596	120051	127751
流动负债	33852	35657	37687	38201
短期借款	12350	10032	10804	10547
应付票据	252	328	342	371
应付账款	4727	5840	6263	6757
其他	16522	19457	20278	20527
非流动负债	24249	19853	20602	20886
长期借款	5775	5775	5775	5775
其他	18474	14078	14826	15110
负债合计	58101	55510	58289	59087
股本	2154	21541	21541	21541
资本公积	6703	6703	6703	6703
未分配利润	18069	22467	27650	33961
少数股东权益	3354	3222	3053	2899
股东权益合计	31117	56115	61792	68694
负债及权益合计	89218	111625	120081	127781

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1840	4398	5352	6483
折旧和摊销	0	1936	1924	1990
资产减值准备	0	84	47	41
无形资产摊销	0	260	173	202
公允价值变动损失	0	863	663	745
财务费用	0	991	553	361
投资损失	0	-864	-674	-764
少数股东损益	-153	-132	-169	-154
营运资金的变动	0	-3583	-265	-839
经营活动产生现金流量	8602	4689	7203	7788
投资活动产生现金流量	-8479	1520	448	794
融资活动产生现金流量	-508	16515	986	-605
现金净变动	-133	22724	8636	7976
现金的期初余额	4846	5023	27747	36383
现金的期末余额	4713	27747	36383	44359

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	78851	95532	104492	112828
营业成本	69782	84901	92286	99141
营业税金及附加	908	1003	1097	1185
销售费用	667	812	888	959
管理费用	2822	3248	3448	3667
财务费用	582	991	553	361
资产减值损失	561	498	514	517
公允价值变动	757	863	663	745
投资收益	-1973	864	674	764
营业利润	2312	5806	7042	8508
营业外收入	262	310	312	303
营业外支出	448	379	385	393
利润总额	2126	5738	6970	8418
所得税	439	1472	1787	2089
净利润	1687	4266	5182	6329
少数股东损益	-153	-132	-169	-154
归属母公司净利润	1840	4398	5352	6483
EPS (元)	0.09	0.20	0.25	0.30

主要财务比率

会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
成长性				
营业收入增长率	6.1%	21.2%	9.4%	8.0%
营业利润增长率	18.9%	151.1%	21.3%	20.8%
净利润增长率	11.1%	139.1%	21.7%	21.1%
盈利能力				
毛利率	11.5%	11.1%	11.7%	12.1%
净利率	2.3%	4.6%	5.1%	5.7%
ROE	6.6%	8.3%	9.1%	9.9%

偿债能力

资产负债率	65.1%	49.7%	48.5%	46.2%
流动比率	0.71	1.39	1.58	1.81
速动比率	0.35	0.97	1.16	1.36

营运能力

资产周转率	0.91	0.95	0.90	0.91
应收帐款周转率	94.94	96.73	87.55	90.08

每股资料(元)

每股收益	0.09	0.20	0.25	0.30
每股经营现金	0.40	0.22	0.33	0.36
每股净资产	1.29	2.46	2.73	3.05

估值比率(倍)

PE	39.46	16.51	13.56	11.20
PB	2.61	1.37	1.24	1.10



公司点评报告

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% ;
减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn	冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn
			王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
			胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn
姚丹丹	021-38565778	yaodandan@xyzq.com.cn	曹静婷	18817557948	caojt@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn	朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn
			刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
袁博	15611277317	yuanb@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
陈殊宏	15117943079	chenshuhong@xyzq.com.cn	王文凯	010-66290197	wangwenkai@xyzq.com.cn
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyuan@xyzq.com.cn	杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn
李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
国际机构销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
马青岚	021-38565909	maql@xyzq.com.cn	曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn
申胜雄	021-20370768	shensx@xyzq.com.cn	陈俊凯	021-38565472	chenjunkai@xyzq.com.cn
俞晓琦	021-38565498	yuxiaoqi@xyzq.com.cn	蔡明珠	13501773857	caimzh@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
李桂玲	021-20370658	ligl@xyzq.com.cn	施孜琪	021-20370837	shzq@xyzq.com.cn
王磊	021-20370658	wanglei@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					

公司点评报告

港股机构销售服务团队

机构销售负责人			丁先树		
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
王文洲	18665987511	petter.wang@xyzq.com.hk	郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk
陈振光	13818288830	chenzg@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			

地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852) 3509-5900

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求, 并以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准, 本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民, 包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料, 本公司未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的, 纯粹为了收件人的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下, 兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此, 投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示, 否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。