

公司点评

金价涨推升收入，费用降改善盈利

有色金属

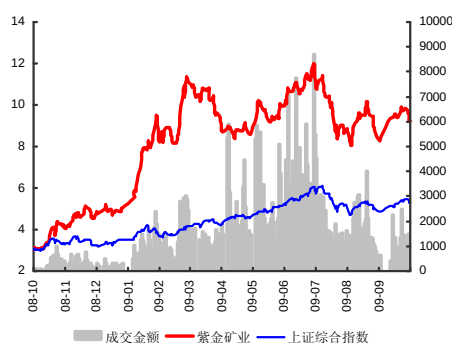
2009 年 10 月 29 日

——紫金矿业（601899）三季度点评

评 级： 谨慎推荐（维持）

合理价格： 10.8-12.15 元

最近 52 周走势：



相关研究报告：

报告作者：

曾 海

电 话： 021-58766036-211

Email: zengh@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

事件：10 月 28 日，公司公布三季报，公司实现营业收入 147.58 亿元，净利润 32.45 亿元，归属于上市公司所有者净利润 28.9 亿元，分别较去年同期增长 12.9%、-0.7%和 12.3%，每股收益 0.199 元。

点评：

金价上涨推动收入增长。黄金业务是公司的主营业务，前三季度黄金业务收入占公司总收入的 76.09%。受益于黄金价格突破 1000 美元/盎司，并创历史新高，公司黄金业务同比增长 37%。其中加工金的产量和价格均继续保持高速增长，销售收入同比增长 51%。

加工金业务比重上升拖累整体毛利率。虽然金价上涨能提升黄金业务的毛利率水平，加工金的毛利率从 0.24%上升至 0.77%。但相对于 71.56% 毛利率的矿产金业务仍然比较低。前三季度加工金业务比重从 08 年的 33%上升至 45%，将公司的毛利率从 40.17%稀释到 33.71%。

管理费用和财务费用显著下降。通过展“学金山、降成本”活动严控费用支出，公司前三季度管理费用同比下降 11.86%；由于长期贷款减少、利率下降导致利息支出减少，及 08 年 A 股上市后利息收入增加，公司前三季度财务费用同比下降 42.91%。目前公司资金充裕，预计财务费用将长期保持较低水平。期间费率的下降进一步增强公司的成本优势。

关注公司矿山收购及在建工程进展。为增强核心竞争力，公司持续进行矿山收购活动。09 年三季度公司通过海外全资子公司收购加拿大陆矿业 12.8%的股权，完成资源扩张第一步。另外公司产能扩张也随着在建工程的实施缓慢推进，其中巴彦淖尔紫金新增 10 万吨锌冶炼技改项目计划 2010 年投产，将为公司提供新增长途径。

维持“谨慎推荐”评级，合理价格 10.8-12.15 元。随着铜、锌业的恢复及新建产能投产，预计 09-11 年 EPS 分别为 0.25 元、0.27 元和 0.32 元，以 10 月 28 日收盘价计，相当于市盈率 38 倍、34 倍和 29 倍。根据 40-45 倍市盈率，2010 合理价格为 10.8-12.15 元，给予“谨慎推荐”评级。

关键假设:

单位: 亿元	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
业务收入	150.47	169.84	211.61	232.84	266.36
矿产金	38.41	50.34	62.10	66.56	79.42
加工金	46.59	57.17	86.94	91.52	96.14
阴极铜	4.14	3.84	4.18	4.80	5.46
铜精矿	19.02	21.12	20.40	22.01	23.68
锌锭	27.20	13.62	14.52	19.63	25.34
锌精矿	7.51	2.43	1.98	4.09	7.06
铁精矿	4.50	9.66	5.66	8.40	12.64
收入占比					
矿产金	25.5%	29.6%	29.3%	28.6%	29.8%
加工金	31.0%	33.7%	41.1%	39.3%	36.1%
阴极铜	2.8%	2.3%	2.0%	2.1%	2.0%
铜精矿	12.6%	12.4%	9.6%	9.5%	8.9%
锌锭	18.1%	8.0%	6.9%	8.4%	9.5%
锌精矿	5.0%	1.4%	0.9%	1.8%	2.7%
铁精矿	3.0%	5.7%	2.7%	3.6%	4.7%
业务收入增长率	39.6%	12.9%	24.6%	10.0%	14.4%
矿产金	33.6%	31.1%	23.4%	7.2%	19.3%
加工金	4.1%	22.7%	52.1%	5.3%	5.0%
阴极铜	20.2%	-7.3%	9.0%	14.8%	13.8%
铜精矿	33.3%	11.0%	-3.4%	7.9%	7.6%
锌锭	180.5%	-49.9%	6.6%	35.2%	29.1%
锌精矿	308.4%	-67.6%	-18.5%	106.4%	72.8%
铁精矿	156.8%	114.6%	-41.4%	48.3%	50.4%
毛利率	39.4%	39.2%	35.7%	36.8%	39.2%
矿产金	68.6%	65.5%	72.0%	72.0%	72.0%
加工金	2.8%	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%
阴极铜	76.2%	67.1%	58.0%	63.0%	68.0%
铜精矿	77.8%	73.4%	65.0%	70.0%	75.0%
锌锭	24.7%	13.3%	16.0%	17.0%	18.0%
锌精矿	88.6%	51.4%	58.0%	58.5%	59.0%
铁精矿	67.2%	80.6%	60.0%	61.0%	62.0%

财务报表预测与财务指标

单位: 亿元

更新日期: 2009/10/28

利润表						资产负债表					
	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E		2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	150.47	169.84	211.61	232.84	266.36	流动资产	44.25	80.52	120.64	154.08	199.46
YOY	39.6%	12.9%	24.6%	10.0%	14.4%	货币资金	22.37	50.39	90.85	121.67	163.38
营业成本	91.13	103.27	136.05	147.14	162.06	短期投资净额	1.07	0.29	0.29	0.29	0.29
营业税金及附加	1.76	2.39	2.98	3.28	3.75	应收票据	0.52	2.67	1.99	2.19	2.50
销售费用	2.55	3.17	3.95	4.35	4.97	应收帐款	2.94	3.22	3.84	4.22	4.83
占营业收入比	1.7%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	预付帐款	3.40	3.24	3.61	4.02	4.47
管理费用	7.77	10.01	12.36	13.48	15.29	存货	10.44	15.94	15.00	16.22	17.87
占营业收入比	5.2%	5.9%	5.8%	5.8%	5.7%	其它流动资产	3.51	4.77	5.05	5.47	6.12
财务费用	2.52	0.98	0.86	0.68	0.48	非流动资产	123.74	181.66	184.62	181.99	176.45
占营业收入比	1.7%	0.6%	0.4%	0.3%	0.2%	长期股权投资	17.81	17.27	17.27	17.27	17.27
资产减值损失	0.00	3.26	-0.12	0.00	0.00	固定资产	41.03	56.11	64.76	68.58	68.72
公允价值变动收益	1.60	-0.37	0.16	0.00	0.00	在建工程	17.52	25.00	20.60	15.37	10.86
投资收益	1.63	1.51	-0.54	0.00	0.00	工程物资	1.49	1.48	1.48	1.48	1.48
其它损益	3.06	0.00	0.00	0.00	0.00	无形资产	17.72	41.12	40.43	39.74	39.04
营业利润	46.39	47.91	55.95	63.91	79.80	其它长期资产	28.17	40.68	40.09	39.56	39.09
营业外净收入	-2.10	-2.58	0.74	0.00	0.00	资产总计	167.99	262.18	305.26	336.07	375.91
利润总额	44.29	45.33	56.68	63.91	79.80	流动负债	66.38	56.59	71.03	67.10	65.29
所得税	9.12	6.39	11.34	14.06	19.95	短期借款	32.90	23.54	31.23	24.98	19.99
所得税率	20.6%	14.1%	20.0%	22.0%	25.0%	应付票据	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	35.16	38.94	45.35	49.85	59.85	应付帐款	5.90	7.28	7.75	8.38	9.23
少数股东权益	9.68	8.28	9.64	10.60	12.72	其它流动负债	27.58	25.77	32.05	33.74	36.08
归属母公司净利润	25.48	30.66	35.71	39.25	47.13	非流动负债	30.42	13.79	11.04	12.15	11.79
YOY	50.0%	20.3%	16.5%	9.9%	20.1%	长期借款	27.60	9.69	6.94	8.05	7.69
EPS (元)	0.19	0.22	0.25	0.27	0.32	其它长期负债	2.82	4.10	4.10	4.10	4.10
						股东权益	71.19	191.79	222.60	256.21	298.23
						股本	13.14	14.54	14.54	14.54	14.54
						留存收益	40.23	146.80	167.97	190.99	220.28
						少数股东权益	17.82	30.45	40.09	50.68	63.41
						母公司股东权益	53.37	161.34	182.51	205.53	234.82
						负债和股东权益	167.99	262.18	304.66	335.47	375.31
主要财务比率						现金流量表					
	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E		2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
成长能力						经营活动现金流	45.56	40.25	60.87	57.86	67.89
营业收入	39.6%	12.9%	24.6%	10.0%	14.4%	净利润	35.16	38.94	45.35	49.85	59.85
营业利润	54.0%	3.3%	16.8%	14.2%	24.9%	折旧	4.13	5.38	5.75	6.42	6.87
归属于母公司净利润	50.0%	20.3%	16.5%	9.9%	20.1%	摊销	1.24	0.72	1.28	1.22	1.17
获利能力						营运资本增加额	2.94	-10.82	7.09	-0.30	-0.48
毛利率	39.4%	39.2%	35.7%	36.8%	39.2%	其它	2.08	6.03	1.40	0.68	0.48
净利率	23.4%	22.9%	21.4%	21.4%	22.5%	投资活动现金流	-47.65	-86.51	-10.00	-5.00	-2.50
ROE	49.4%	20.3%	20.4%	19.5%	20.1%	处置资产收回的现金	2.88	1.17	0.00	0.00	0.00
ROA	20.9%	14.9%	14.9%	14.8%	15.9%	购建资产支付的现金	-36.19	-52.17	-10.00	-5.00	-2.50
偿债能力						其它	-14.34	-35.51	0.00	0.00	0.00
流动比率	0.67	1.42	1.70	2.30	3.05	融资活动现金流	4.28	52.07	-10.41	-22.04	-23.68
速度比率	0.27	0.35	0.57	0.75	1.02	吸收投资	1.61	103.21	0.06	0.00	0.00
资产负债率	57.6%	26.8%	26.9%	23.6%	20.5%	取得借款	43.56	45.37	17.40	2.50	1.25
营运能力						偿还债务	-20.32	-75.08	-12.46	-7.63	-6.61
总资产周转率	1.07	0.79	0.75	0.73	0.75	支付股利	-17.57	-21.77	-15.40	-16.91	-18.32
应收帐款周转率	63.39	55.14	59.96	57.77	58.84	其它	-3.01	0.34	0.00	0.00	0.00
存货周转率	9.19	7.83	8.80	9.43	9.51	现金净增加额	2.19	5.61	40.46	30.82	41.71
每股指标 (元)											
每股收益	0.19	0.22	0.25	0.27	0.32						
每股净资产	0.41	1.11	1.26	1.41	1.61						
估值比率											
P/E	48.79	42.14	37.75	34.34	28.60						
P/B	22.83	8.35	7.39	6.56	5.74						

数据来源: 国联证券研究所, 公司

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。