

紫金矿业 (601899)

增持/维持评级

股价: RMB7.78

分析师

叶洮

SAC 执业证书编号:S1000510120008

(0755)8249 2171

yetao@mail.htlhsc.com.cn

张勇

SAC 执业证书编号:S1000510120020

(0755)8212 5160

zhangyong@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

《海外扩张进程加快》(2011/01/13)

《全面受益于资源价值重估》

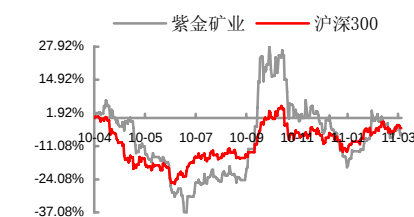
(2010/10/28)

《环保事件引发不确定性》(2010/08/10)

基础数据

总股本(百万股)	14,541
流通 A 股(百万股)	10,536
流通 B 股(百万股)	0
可转债(百万元)	
流通 A 股市值(百万元)	81,969

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

综合性提升抗压能力

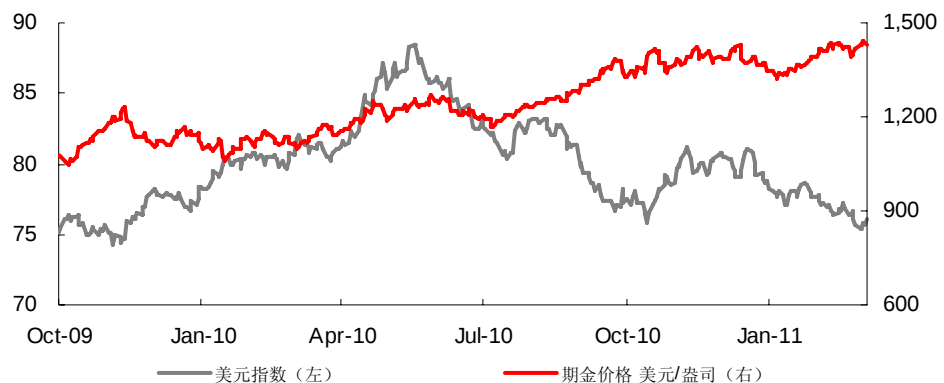
- 公司于 03 月 31 日发布 2010 年年报, 实现营业收入 285.39 亿元, 同比增长 36.19%, 利润总额 73.31 亿元, 同比增长 46.08%, 归属于公司股东的净利润 48.28 亿元, 同比增长 36.33%, 实现 EPS 0.33 元/股, 同比增长 37.50%。业绩符合预期。
- 2010 年下半年, 受到环保问题的影响, 公司主力矿山紫金山铜金矿的生产受到冲击, 最终导致公司黄金产量下滑, 矿产金产量 29.18 吨, 同比下降 4.81%, 冶炼金产量 39.89 吨, 同比下降 10.79%, 并因此公司被取消了所得税优惠政策, 生产经营受到了较大影响。但我们认为, 随着公司在环保方面措施的加强, 事件正向着积极方向发展, 不利影响正在逐渐减弱。
- 公司收入和利润在不利环境中仍然出现上升, 其综合性优势得以显现。体现在两个方面: 一是 2010 年, 主要产品黄金、铜价格持续攀升, 同比涨幅分别超过 23%、40%。二是公司其他矿山铜、铅、锌等金属产量提升, 抵消了紫金山矿产量下滑的影响。2010 年, 公司自产铜 80212.17 吨, 同比增长 13.11% (主要为阿舍勒铜矿、青海德令哈铜矿、珙春金铜矿增产), 锌产量 223832.61 吨, 同比增加 64.16% (主要为巴彦淖尔紫金、乌拉特后旗紫金、阿舍勒铜矿产量增长)。
- 资源量进一步提升, 多金属综合类矿业公司渐已成型。报告期, 公司投入地勘费用 2.23 亿元。至 2010 年末, 集团保有资源储量 (经评审): 金 750.17 吨; 银 1827.9 吨; 铜 1057.87 万吨; 钼 39.25 万吨; 铅+锌 523 万吨; 钨 (W2O3) 17.34 万吨; 铁矿石 1.845 亿吨; 煤 4.592 亿吨; 锡 9.929 万吨; 镍 60.71 万吨; 硫铁矿 6673 万吨。黄金、铜、铅锌的储量均居国内大型有色金属类企业前列。
- 公司的主要产品黄金、铜、锌, 相对于宏观经济, 存在着明显的对冲关系, 乐观经济背景下, 贱金属表现较好, 反之则是贵金属。目前公司各品种的产量配比, 已足以令这种对冲体现出有效性。体现在业绩层面, 其盈利增长更接近于一个弱周期的消费类公司, 业绩的稳定性相对单纯的铜矿企业或者黄金类企业要更高, 可望赢得估值溢价。

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	28540	31913	35657.0	39603.0
(+/-%)	36%	12%	11.7	11.1
归属母公司净利润(百万元)	4828	6280	7879.0	9588.0
(+/-%)	36%	30%	25.5	21.7
EPS(元)	0.33	0.43	0.54	0.66
P/E(倍)	23.4	18.0	14.4	11.8

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

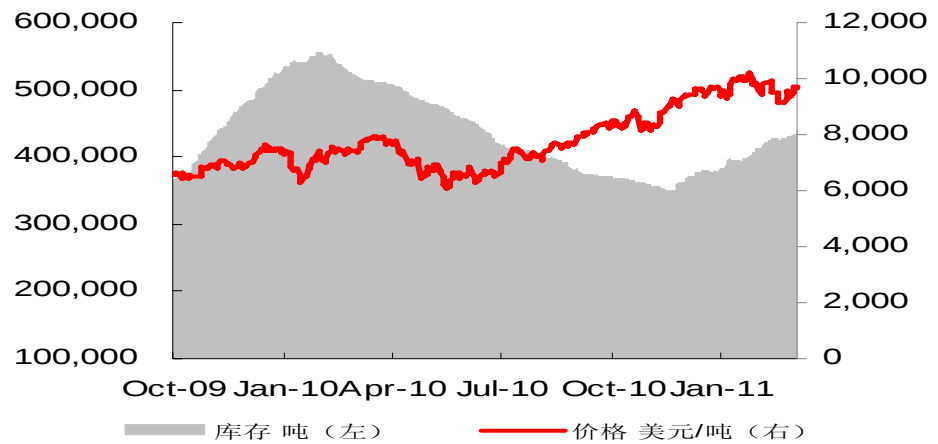
- 黄金价格在 2010 年震荡上行。展望未来，我们认为，长期来看，推动黄金价格上涨的基础——货币贬值和通货膨胀将长期存在，金价仍具长期潜力。中期趋势则不甚明朗，发展中国家因通胀高企而持续紧缩；发达国家，尤其是美国，经济复苏超预期，而核心通胀上升却不明显。两方面因素均对金价上涨起到抑制作用。而短期由于中东政局动荡，黄金的避险功能重新发挥作用，金价再度攀升。我们判断，未来黄金价格持续震荡的概率较大，需要关注因美国通胀超预期及全球政局动荡引发上涨的可能性。
- 预计铜价在 2011 年仍将维持强势。我们认为，中国经济增长及发达国家经济复苏带来的铜需求增长将持续，铜矿供应却暂时难以跟上，供应紧张的局面短期难以改观。供应缺口的存在是铜价保持强势的基础。但同时我们也看到，高铜价对需求的压力正在逐渐显现，发展中国家控通胀的紧缩措施及发达国家的政策退出都将对处于高位的铜价造成冲击。两者综合来看，未来铜价保持高位震荡的可能性较大。
- 维持“增持”评级。2011-2012 年价格假设分别为：黄金 300、310 元/克，铜 72000、75000 元/吨， 锌 19000、19000 元/吨， 我们预测公司 2011-2012 年 EPS 为 0.43、0.54 元/股。基于公司充足的资源保障和拓展前景，以及在技术、管理、成本等方面的核心竞争优势，我们认为其长期前景乐观，维持 “增持”评级。
- 风险提示：1、全球政治局势出现动荡、通胀形势日益恶化，发达国家是否持续推行宽松货币政策存在不确定性。2、国内紧缩政策超预期。3、公司在建项目进度低于预期。

图 1：黄金走势



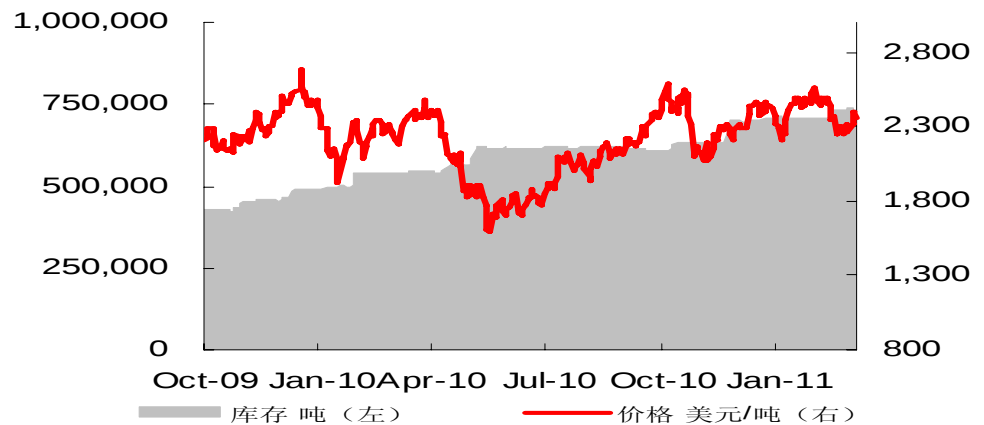
资料来源：Bloomberg，华泰联合证券研究所

图 2: LME 铜价走势



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 1: LME 锌价走势



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	11061	8197	18290	30828	营业收入	28540	31913	35657	39603
现金	4651	3060	12139	24228	营业成本	18337	17646	18945	19946
应收账款	669	590	741	828	营业税金及附加	353	399	428	475
其他应收款	792	957	891	1030	营业费用	469	574	606	634
预付账款	632	618	597	671	管理费用	1362	1659	1783	1941
存货	3483	2365	3244	3292	财务费用	191	256	72	85
其他流动资产	834	606	677	780	资产减值损失	176	10	0	0
非流动资产	27341	24917	26039	26666	公允价值变动收	107	0	0	0
长期投资	2674	2029	2130	2278	投资净收益	208	0	0	0
固定资产	8445	10375	11237	11253	营业利润	7967	11368	13822	16820
无形资产	5293	6136	6950	7763	营业外收入	100	0	0	0
其他非流动资	10929	6377	5722	5372	营业外支出	735	350	0	0
资产总计	38401	33114	44328	57494	利润总额	7332	11018	13822	16820
流动负债	9636	4883	5245	5313	所得税	1576	2754	3456	4205
短期借款	4496	1000	1000	1000	净利润	5756	8263	10367	12615
应付账款	1025	1157	1211	1233	少数股东损益	928	1983	2488	3028
其他流动负债	4115	2726	3034	3080	归属母公司净利	4828	6280	7879	9588
非流动负债	2736	3039	3525	4008	EBITDA	9343	12750	15293	18178
长期借款	2303	2803	3303	3803	EPS (元)	0.33	0.43	0.54	0.66
其他非流动负	433	236	222	205	主要财务比率				
负债合计	12373	7922	8770	9321	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	4197	6180	8668	11696	成长能力				
股本	1454	1454	1454	1454	营业收入	36.2%	11.8%	11.7%	11.1%
资本公积	9377	156	156	156	营业利润	59.7%	42.7%	21.6%	21.7%
留存收益	11065	17402	25280	34868	归属母公司净利	36.3%	30.1%	25.5%	21.7%
归属母公司股	21832	19011	26890	36478	获利能力				
负债和股东	38401	33114	44328	57494	毛利率(%)	35.7%	44.7%	46.9%	49.6%
现金流量表					净利率(%)	0.0%	19.7%	22.1%	16.9%
单位:百万元					ROE(%)	22.1%	33.0%	29.3%	26.3%
会计年度	2010	2011E	2012	2013E	ROIC(%)	30.3%	39.7%	44.2%	50.9%
经营活动现	5920	11203	11307	13605	偿债能力				
净利润	5756	8263	10367	12615	资产负债率(%)	32.2%	23.9%	19.8%	16.2%
折旧摊销	1185	1127	1399	1570	净负债比率(%)	60.23	48.01	49.07	51.53
财务费用	191	256	72	-213	流动比率	1.15	1.68	3.49	5.80
投资损失	-208	0	0	0	速动比率	0.79	1.19	2.87	5.18
营运资金变动	-1107	548	-613	-368	营运能力				
其他经营现金	104	1009	83	0	总资产周转率	0.84	0.89	0.92	0.78
投资活动现	-6292	334	-2656	-2229	应收账款周转率	52	51	54	50
资本支出	4952	1500	1450	1050	应付账款周转率	18.31	16.18	16.00	16.32
长期投资	-2197	-2600	153	147	每股指标 (元)				
其他投资现金	-3537	-766	-1053	-1032	每股收益(最新	0.33	0.43	0.54	0.66
筹资活动现	1185	-13128	428	713	每股经营现金流	4.07	7.70	7.78	9.36
短期借款	1155	-3496	0	0	每股净资产(最	1.50	1.31	1.85	2.51
长期借款	1896	500	500	500	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	23.43	18.01	14.36	11.80
资本公积增加	328	-9221	0	0	P/B	5.18	5.95	4.21	3.10
其他筹资现金	-2194	-911	-72	213	EV/EBITDA	12	9	7	6
现金净增加额	792	-1591	9079	12088					

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

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

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn