

紫金矿业 (601899)

当前股价: 8.28 元

继续推进资源扩张战略, 静待下一轮高速增长

投资要点:

- 紫金矿业是以黄金为主导产业, 集矿产资源勘探、开采和冶炼为一体的综合性矿业生产商。公司拥有丰富的金、铜、锌等有色金属矿产资源。2007 年, 紫金矿业是中国第一大矿产金和第五大铜精矿生产商。2000-2007 年间, 公司实现矿产金年均复合增长率 30%。
- 截至 2008 年 6 月 30 日, 公司保有金属储量为: 黄金约 663.25 吨、铜约 937 万吨、锌约 315 万吨、镍约 66.75 万吨、铅约 52.47 万吨、钼约 38.52 万吨、锡约 10 万吨、铁矿石约 1.67 亿吨。公司是国内控制黄金及有色金属资源最多的企业之一。
- 公司在低品位氧化金矿、低品位铜矿、微细浸染型难处理金矿、复杂硫化铜金矿选冶技术方面具有明显的技术优势, 这一技术优势使得公司的生产成本远低于国际国内同行业的平均水平。
- 随着募集资金项目的实施, 公司拥有的矿产资源储量将得到较大提升, 公司未来几年的产品产量也将迅速增加。我们预计 2008-2010 年公司的矿产金产量将分别达到 27、30、33 吨; 矿产铜产量将分别达到 6、7.2、8.5 万吨; 矿产锌产量将分别达到 3.5、4、6 万吨。
- 我们预测紫金矿业 2008-2010 年的 EPS 分别为 0.21、0.21、0.25 元。按照目前 A 股上市公司中黄金类公司估值水平, 并结合公司的管理优势与超强的长期成长能力, 公司合理价格对应于 2009 年 35-40 倍 PE, 即 7.35-8.4 元。目前的股价已经反映了黄金价格的强势以及公司的龙头地位, 投资评级为“观望”。

研究员: 刘敏达

电 话: 025-84457777-348

E-mail: liuminda@mail.htsc.com.cn

研究员: 高远

电 话: 025-84457777-367

<http://www.htsc.com.cn>

地 址: 南京市中山东路 90 号

投资评级

观望 (首次)

股价走势图



相关研究

公司基本资料

总股本(万)	1454131
流通 A 股(万)	140000
52 周内股价区间(元)	2.97-21.91
总市值(亿)	1141.49
总资产(亿)	252.23
每股净资产(元)	1.07

主要经营指标预测

	07A	08E	09E	10E
主营业务收入(亿)	150.47	163.16	164.52	179.96
+/-%	39.61%	8.43%	0.83%	9.39%
净利润(亿)	25.48	30.68	30.85	35.82
+/-%	49.97%	20.41%	0.54%	16.11%
EPS(元)	0.18	0.21	0.21	0.25
P/E	47.25	39.24	39.03	33.61

一、公司基本情况

1.1 公司是国内最大矿产金和第五大矿产铜生产商

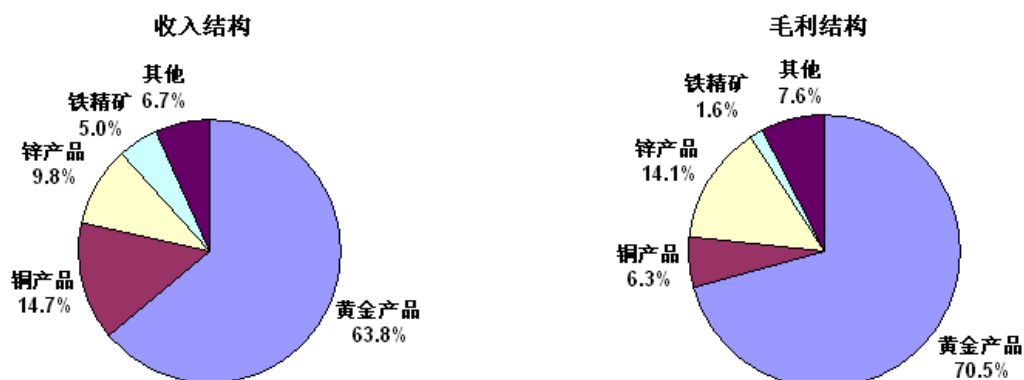
紫金矿业集团股份有限公司是以黄金为主导产业，集矿产资源勘探、采矿、选矿、冶炼及矿产品销售为一体的综合性矿业生产商。公司是中国矿产金产量最大的企业，2007 年黄金产量为 52.29 吨，其中矿产金 24.83 吨，矿产金占当年全国矿产金总量的 10.50%。2008 年上半年，全国生产黄金 129.089 吨，其中黄金矿山产量 104.794 吨，紫金矿业矿产金产量约占全国矿产金产量的 13.12%，黄金产品利润约占 29.62%。

除黄金外，紫金矿业的业务还拓展至铜、锌等其他有色金属领域。公司 2007 年矿产铜产量 4.91 万吨，占当年全国矿产铜总量的 5.91%。是中国第五大矿产铜生产商。

紫金矿业旗下的紫金山金铜矿是国内采选规模最大、产量最高的黄金单体矿山。该矿 2007 年实际开采金矿石 3128 万吨，矿产金产量 15.89 吨，阴极铜产量 8032 吨。公司控股的贵州水银洞金矿 2006 年生产黄金 3.24 吨，是国内产量第二大的黄金矿山，产量仅次于紫金山金铜矿。

随着公司业务向铜、锌、铁等多种金属领域的延伸，紫金矿业的收入构成已由成立之初时的几乎全部来自于黄金演变为以黄金为主，铜、锌和铁等其它金属并举的格局，这大大降低了公司盈利的波动性。黄金产品是公司最主要的收入与利润来源，2008 年上半年，黄金产品占总收入的 63.8%，占毛利的 70.5%。

图 1：2008 年上半年公司主营收入与毛利结构



资料来源：公司报告

1.2 公司股权结构

紫金矿业于 2003 年 12 月在香港联交所主板上市。2004 年 12 月，公司被列入由英国金融时报及伦敦证券交易所共同设立的一富时指数集团 FTSE 矿山指数 (FTSE mine index)，这是中国第一家企业入选该指数。2006 年 3 月，公司被列入道琼斯中国海外 50 指数 (Dow Jones Offshore 50 Index)。目前公司总股本 1454130.91 万股，每股面值 0.10 元。

表 1：公司主要股东持股情况

股东名称	股东性质	持股比例	持股总数
闽西兴杭国有资产投资经营有限公司	国家	28.96%	4,210,902,120
香港中央结算代理人有限公司	境外法人	27.42%	3,987,332,467
新华都实业集团股份有限公司	非国有法人	11.89%	1,729,000,000
厦门恒兴集团有限公司	非国有法人	3.27%	475,000,000
陈发树	自然人	3.09%	448,601,999
上杭县金山贸易有限公司	非国有法人	2.29%	333,640,000
柯希平	自然人	2.24%	325,850,000
李荣生	自然人	1.52%	220,305,000
胡月生	自然人	1.42%	206,630,000
邓干斌	自然人	1.14%	165,500,000

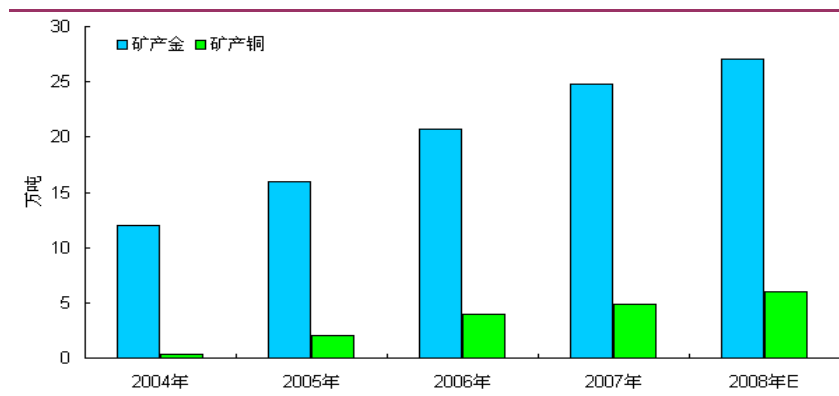
资料来源：公司报告

二、高速成长的紫金矿业带给股东丰厚回报

紫金矿业自成立以来，公司的各项产品产量以及资源储量保持着惊人的增长：2000 年公司通过股份制改造，吸引了新华都入股，开始了公司第一次扩张，紫金山的改造以及收购部分国内矿山；2003 年随着公司控制矿山增多以及产量的不断扩大，出现了资金瓶颈，通过 H 股上市，公司获得了现金流；2003-2007 年，公司在 H 股上市后实现了产量增长和第二次扩张，第二次扩张使公司成为国内黄金行业的排头兵；2008 年公司通过 A 股上市，又一次获得现金流，资产负债率大幅下降，为第三次扩张做好准备。通过矿山的收购，紫金矿业的矿产金产量、黄金产量、储量分别从 2003 年的 10.5 吨、10.5 吨和 187.8 吨，增加到 2007 年的 24.8 吨、52.3 吨和 638.19 吨，资源保障年限从 18 年提高到 26 年。矿产铜产量、铜储量分别从 2004 年的 2942 吨、345 万吨，增加到 2007 年的 4.13 万吨、937 万吨。充足的资源储备不

仅在金属价格高企的年份为公司带来丰厚的利润，也提高了公司未来的发展潜力，同时还可以增强公司抵御行业周期的能力。

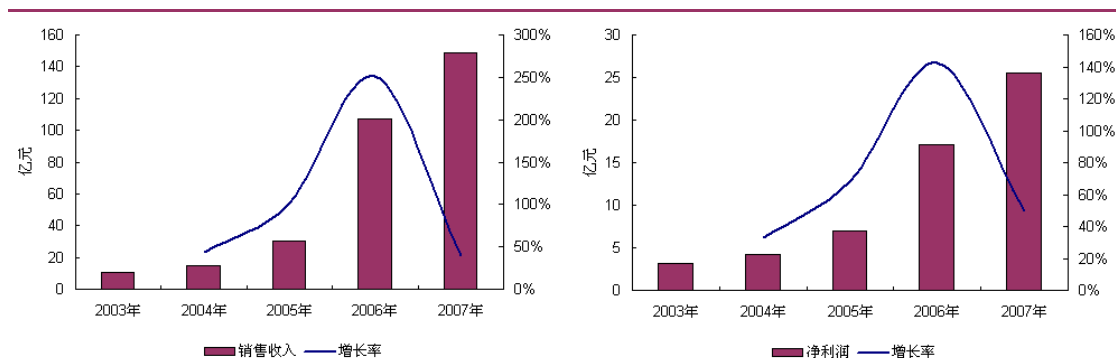
图 2：公司主要产品产量增长情况



资料来源：公司报告

公司产品产量的增长，使得公司业绩呈现高速增长态势，这给公司的股东带来了丰厚的回报：公司 H 股股价自上市以来涨幅达到了 13 倍，最高涨幅达到了 40 倍。

图 3：公司销售收入与净利润增长情况



资料来源：公司报告

图 4：紫金矿业 H 股股价走势



资料来源：Bloomberg

三、理性的资源战略是公司长期发展的保障

2003 年以来,公司充分利用发行 H 股募集的资金优势,在国内中西部地区大规模实施收购兼并黄金矿产资源。同时,采用先进技术加大对矿山中深部和外围矿区的补充勘查力度,扩大了黄金资源占有量,不但抵消了正常生产的资源消耗,而且黄金资源/储量得以稳步增长,为企业进一步可持续发展提供了资源保证。

图 5: 公司主要的矿山分布

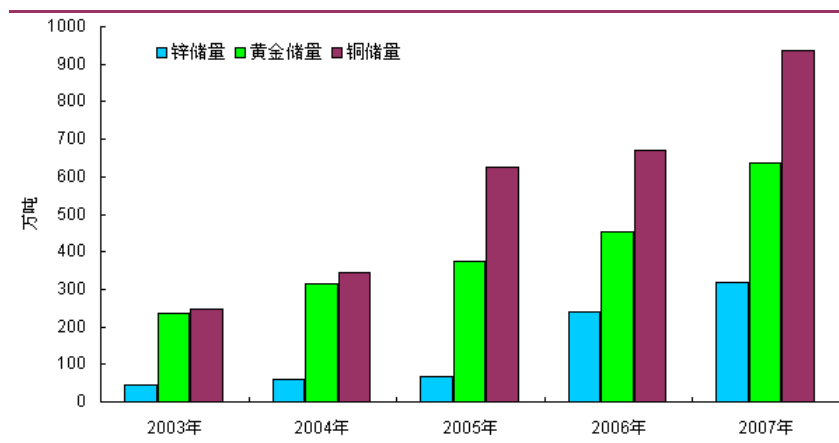


资料来源: 公司网站

截至 2008 年 6 月 30 日,公司拥有探矿权 177 个,面积总计 5211.79 平方公里;拥有采矿权 39 个,矿权面积 88.6026 平方公里,采矿权的矿种涉及金、铜、锌、铁、铅、锡、锑、钨、石灰石等。截至 2008 年 6 月 30 日,公司保有金属(矿石)资源量/储量为:黄金约 663.25 吨(其中伴生金 97.6 吨);铂+钯约 151 吨;银约 1475 吨;铜约 937 万吨;锌约 315 万吨;镍约 66.75 万吨;铅约 52.47 万吨;钼约 38.52 万吨(其中伴生钼 7.38 万吨);锡约 10 万吨;铁矿石约 1.67 亿吨;铝土矿约 4,397 万吨,煤约 3 亿吨,硫铁矿(标矿)1.355 亿吨,折算硫元素资源量 4742.27 万吨,硫铁矿可产 65%铁精矿 6353.66 万吨。(非

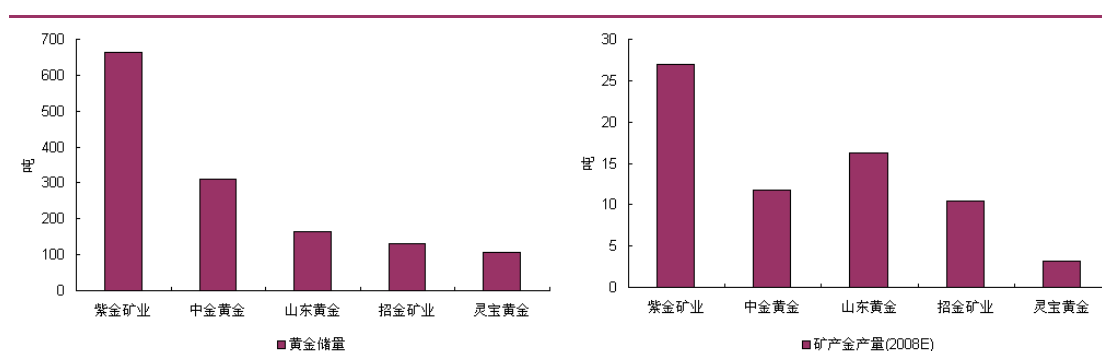
控股公司按权益法计算)。成为国内控制黄金及有色金属资源最多的企业之一。公司拥有的丰富的矿产资源为公司未来持续快速发展提供了保障,同时公司拥有的资源并购能力也是我们看好公司长期成长能力的重要方面。

图 6: 公司 2003 年以来资源储量增长情况



资料来源: 华泰证券研究所

图 7: 国内黄金上市公司资源储量与矿产金产量比较



资料来源: 华泰证券研究所

表 2: 公司及主要控股子公司矿产资源储量情况

矿种	矿山(项目)名称	矿石量	品位	金属量
金矿	紫金山金铜矿	301,271,635 吨	0.51 克/吨	154,431 公斤
	曙光金铜矿	126,257,199 吨	0.57 克/吨	69,850 公斤
	水银洞金矿	8,530,653 吨	7.12 克/吨	60,757 公斤
	草地金矿	4,332,975 吨	2.1 克/吨	9,094.29 公斤
	东坪金矿	8,885,848 吨	4.32 克/吨	38,408 公斤
	龙口金矿	4,533,838 吨	6.67 克/吨	30,230 公斤
	信宜东坑金矿	2,087,762 吨	2.57 克/吨	5,361 公斤
	塔吉克斯坦 Jilau 金矿	93,079 吨	0.92 克/吨	85,720 公斤
	塔吉克斯坦 Taror 金矿	10,810 吨	5.53 克/吨	57,850 公斤
	蒙古天鸿那林桃乐盖金矿	894,460 吨	8.9 克/吨	7,962.4 公斤

	合计	456,898,259 吨		519,664 公斤
铜矿	紫金山金铜矿	438,803 千吨	0.43%	1,874,838 吨
	阿舍勒铜锌矿	34,124 千吨	2.38%	811,458 吨
	曙光金铜矿	126,257 千吨	0.20%	248,968 吨
	德尔尼铜矿	43,314 千吨	1.21%	522,200 吨
	多宝山铜矿	382,658 千吨	0.47%	1,779,664 吨
	合计	1,025,156 千吨	--	5,237,128 吨
锌矿	乌拉特后旗锌矿	60,393 千吨	2.23%	1,399,400 吨
	阿舍勒铜锌矿	12,892 千吨	2.91%	375,385 吨
	德尔尼铜矿	11,595 千吨	1.02%	118,526 吨
	合计	84,880 千吨	--	1,893,311 吨
钼矿	银岩锡矿	2,362 千吨	0.06%	1,383 吨
	商城汤家坪钼矿	176,870 千吨	0.09%	157,691 吨
	合计	179,232 千吨	--	159,074 吨
铁矿	蒙库铁矿中矿段	33,300 千吨	34.30%	--
	蒙库铁矿东矿段	10,123 千吨	30.35%	--
	合计	43,423 千吨	--	--
锡矿	银岩锡矿	19,596 千吨	0.51%	99,030 吨
钨矿	麻栗坡钨矿	9,066 千吨	0.68%	61,521 吨
	银岩锡矿	1,259 千吨	0.16%	2,057 吨
	合计	10,325 千吨	--	63,578 吨

资料来源：招股说明书

公司在未来的资源收购与矿山建设上有自己的原则：

1、公司对矿山的估价以自己为主，不依赖中介机构，因此收购的矿生产成本比较低，能够保持即时在低迷时期依然能够赚钱不减产。

2、公司将坚持由自己主导矿山的开发建设，在技术上因地制宜，能最大限度的降低开发成本。

3、由于国内资源分配基本完毕，未来公司资源收购的重点在国外，公司正在积极洽谈多项海外收购计划。但国外资源收购的成本、风险均高于国内。公司海外收购的目标是取得矿山的控制权，而不仅仅是参股。

4、在品种的选择上，公司将坚持黄金优先的原则，另外铜资源也是公司未来收购的重点。

在主要国际商品价格大幅下跌的背景下，资源价格也在随之下降，这为公司的资源收购提供了良好的外部环境（目前国际有色金属矿山价格较高点下跌了 30%-50%）。由于紫金矿业一贯的坚持资源扩张战略，我们有理由相信公司将在未来两年实现多起资源并购案例。“在合适的

时点、以合适的价格收购合适的资源”是紫金矿业的核心竞争力！

四、技术优势造就低成本企业

4.1 公司具有显著的技术优势

公司在低品位氧化金矿、低品位铜矿、微细浸染型难处理金矿、复杂硫化铜金矿选冶技术方面的突破，使许多原不能开发或没有开发效益的呆矿资源得到成功开发利用，不仅填补行业技术空白，支撑了公司各矿山的开发，同时为公司未来控制和开发其他低品位、难处理矿山提供了可靠的技术准备，已成为公司的核心竞争力。公司在露天矿陡帮开采技术、堆浸选冶技术、微生物提铜技术、黄铜矿酸性热压/常压预氧化、难处理金矿热压/常压化学催化氧化预处理、湿法冶金工艺技术等方面取得了显著成果；公司在矿产资源控制、矿物选冶、新材料、矿业重大装备研究与集成、信息化、安全环保方面取得了多项技术突破。目前，公司拥有 100 项以上专有技术，已申报专利 15 件，其中 11 件已取得专利权。

公司在矿产资源开发方面拥有的各项专利及专有技术带来了巨大的经济效益，如“低品位氧化金矿选矿方法”专利技术成功在紫金山金矿得以运用，独创了“破碎、筛分、洗矿，细粒重选、炭浸，粗粒堆浸”联合提金工艺。该工艺集堆浸、重选、炭浸等选矿方法的优点于一身，解决了矿堆渗透性及矿石中含粗粒金的回收问题，在降低入选品位的同时提高了选矿回收率，降低了生产成本，使紫金山大量的低品位资源得到开发利用，使这个曾被认为开发价值不大的金矿成为国内采选规模最大的黄金单体矿山。

4.2 技术优势降低了公司的成本

得益于公司涵盖从地质勘探、采矿、选矿、冶炼和精炼等一体化生产经营模式，领先行业的金矿石自给率，优越的资源优势和露天开采方式，以及采剥工程市场化外包方式，使公司成为我国黄金行业中生产成本最低的生产商之一，也是世界同类企业生产成本最低的生产商之一。公司计划对未来的大矿山开采采用自营的方式，这样不仅可以培养自己的工程队伍还可以获得机械设备以及生产原料的增值税抵扣。

表 3: 公司与世界其他主要黄金企业生产成本比较

公司名称	所在国家	2006年矿产金产量		2006年综合成本	
		百万盎司	吨	美元/盎司	元/g
Barrick Gold	加拿大	8.6	267.49	359	90.20
Newmont Mining	美国	5.9	183.51	304	76.38
Anglogold Ashanti	南非	5.6	174.18	414	104.
Gold Fields	南非	4.1	127.52	438	110.
Harmony Gold	南非	2.6	80.87	463	116.
紫金矿业	中国	0.7	20.71	290	72.93

资料来源: 华泰证券研究所

由于资源税自 2007 年 8 月 1 日起按新的征收标准征收, 使得公司主要产品的成本都有一定程度的上升 (金矿按采出矿量每吨人民币 3 元缴纳; 铜矿按采出矿量每吨人民币 1.6 元缴纳, 紫金山矿的克金资源税近 6 元, 德尔尼铜矿的吨铜资源税约 132 元)。

除了资源税的影响, 由于公司加大了低品位矿石的利用, 矿石平均入选品位略有下降, 导致了 2008 年上半年黄金平均单位成本为人民币 62.92 元/克, 同比上升 18%。

表 4: 公司主要矿产品生产成本

	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年 H
矿产金	44.34	40.25	50.09	53.32	63.92
铜精矿	9276.48	9218.46	7469.39	10523.15	11988.62
锌精矿	/	3066.78	3748.27	3474.52	4920.18

资料来源: 华泰证券研究所

五、公司各种金属产品产量将稳步增长

自 2000 年成立以来, 紫金矿业积极扩大矿山生产规模, 并完成了对国内外多家矿山的收购。旗下的紫金山金铜矿 2000 年时矿产金产量为 4 吨, 至 2007 年产量已达 15.89 吨。加上珙春曙光金铜矿和贵州水银洞金矿等的投产, 2007 年公司矿产金产量达 24.83 吨, 为 2000 年成立之初时 3.96 吨的 6.3 倍, 年均复合增长率达 30%。在矿产铜方面, 紫金矿业控股的新疆阿舍勒铜锌矿于 2004 年 10 月建成投产。加上公司先后并购或参股了青海德尔尼铜矿、西藏玉龙铜矿、黑龙江多宝山铜矿和秘鲁白河 (Rio Blanco) 铜钼矿等多家矿山, 所控制铜矿资源和铜精矿产量也迅速增长。至 2007 年, 紫金矿业矿产铜产量已达

4.9 万吨，是 2005 年的 2.5 倍。

表 5：紫金矿业主要产品产量

	2005年	2006年	2007年
黄金(公斤)			
紫金山金铜矿	11489	13503	15893
水银洞金矿	2509	3244	2354
洛阳紫金(冶炼金)	4881	27659	26051
曙光金铜矿	1010	1104	1422
其他矿山、冶炼企业	1071	3701	6574
合计	20961	49210	52294
铜(吨)			
紫金山金铜矿	1166	6781	8032
阿舍勒铜锌矿	15115	30018	28495
曙光金铜矿	3588	3169	4027
德尔尼铜矿			5000
其他矿山、冶炼企业			3522
合计	19869	39968	49076
锌(吨)			
巴彦淖尔紫金(冶炼锌)		41400	114205
阿舍勒铜锌矿	528	9439	9803
乌拉特后旗锌矿		17017	28748
其他矿山	890	3864	6411
合计	1418	71720	159167

资料来源：招股说明书

公司于 2008 年 4 月通过首次公开发行 A 股，募集资金净额为 980696.02 万元。募集资金将用于扩建现有矿山产能（包括紫金山金铜矿和曙光金铜矿扩建两个项目）和收购矿山资产（共四个项目），以及进行金精矿提纯和矿产资源勘探等多个项目。

紫金山金铜矿联合露天开采项目计划于 2010 年金矿达产，年新增黄金产量 3 吨；铜矿 2009 年前坑采维持矿石 5000 吨/天生产能力；2010 年铜矿过渡到露天开采，采、选生产能力达到 10000 吨/天，2011 年铜矿达产，即采、选生产达到 20000 吨/天生产能力。珙春紫金曙光金铜矿改扩建工程预计于 2008 年达产，达产后年新增金铜混选精矿含铜 7524 吨，含量金 1940.4 千克；新增砂金 138.6 千克。200 吨/天难选冶金精矿冶炼提金项目可以彻底解决含砷金精矿资源的回收问题，项目的生产规模为日处理金精矿 200 吨/天，全年按 330 天运行，年处理金矿能力为 66000 吨，年生产金锭 2651.66 千克、银锭 4558.92 千克、白砷 2970 吨、硫酸(98%) 41706.94 吨。

表 6: 募集资金使用项目

序号	募集资金投资项目	投资额 (万元)	截至6月底 实际投入 金额	项目进度	达产后的产量
1	紫金山金铜矿联合露天开采项目	152,104.08	61,495.17	建设阶段	2 万吨铜, 3 吨黄金
2	珲春紫金曙光金铜矿改扩建工程	46,150.00	20,000.00	建设阶段	0.75 万吨铜, 2.08 吨黄金
3	日处理 200 吨难选冶金精矿冶炼提金工程	19,838.00	19,838.00	已完工,处于试生产阶段	
4	矿产资源勘探项目	35,700.00	14,561.88	正进行勘探工作	
5	收购中寮铜矿区五子骑龙—浸铜湖矿段地质详查勘查区探矿权项目	19,800.00	16,500.00	正在办理矿权变更	
6	增资紫金铜冠,用于收购英国蒙特瑞科公司股权项目	60,300.00	60,300.00	已增资到位	19 万吨铜
7	收购塔吉克斯坦 ZGC 金矿及开发项目	130,534.50	50,500.00	收购完成,正在建设开发	
8	收购紫金龙兴(拥有图瓦克兹尔—塔什特克铅锌多金属矿矿权) 70% 股权项目	27,160.00	19,716.00	已完成股权收购,正进行开发建设前期工作阶段	铅 1.35 万吨、 锌 9.97 万吨

资料来源: 公司招股书

我们预计 2009 年-2010 年公司的产量将会继续保持较快增长,但增速将会下降: 随着紫金山金铜矿、曙光金铜矿、崇礼东坪金矿和塔吉克斯坦 ZGC 金矿等项目的开发,我们预计 2008-2010 年公司的矿产金产量将分别达到 27、30、33 吨。随着德尔尼铜钴矿的达产和多宝山铜矿的建成投产,阿舍勒铜锌矿、乌拉特后旗铅锌矿、紫金山金铜矿和曙光金铜矿等矿山项目扩建的完成,加上拟收购的俄罗斯图瓦铅锌矿的建成投产,我们预计 2008-2010 年公司的矿产铜产量将分别达到 6、7.2、8.5 万吨; 矿产锌产量将分别达到 3.5、4、6 万吨。

六、避险需求使黄金价格保持强势

黄金价格受多种因素影响: 美元走势、通胀水平、投资避险需求

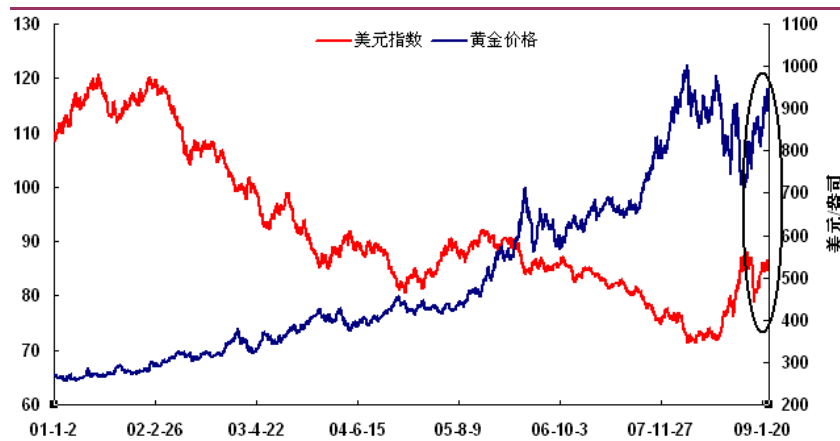
等都是影响黄金价格的重要因素。黄金价格往往由各种因素综合作用而来，通常在某一特定时期受到一种因素影响较大。

进入 2009 年以来，黄金价格已经脱离了与美元的负相关性，投资避险需求是推动金价上涨的主要动力。我们认为主要是两方面原因造成了黄金价格的上涨：

1、金融危机导致全球经济下滑，股票与商品市场出现了大幅下跌，黄金成为避险资金的汇集地，这推动了金价的上涨。

2、各国政府为了应对全球性的金融危机而向金融市场大量注资，增加市场的流动性，这使得未来可能出现全球性通胀的可能，主要货币存在贬值的风险，黄金作为对冲通胀与汇率风险的重要投资工具，受到了投资者的追捧。

图 8：近期美元指数与黄金价格脱离了负相关性



资料来源：Bloomberg

七、盈利预测与估值

根据公司募集资金投资与收购项目的进展，我们给出紫金矿业未来三年的分产品收入与成本预测。并以此给出紫金矿业的损益表预测。

表 7：公司分产品收入及成本预测（单位：万元）

		2006 年	2007 年	2008 年 E	2009 年 E	2010 年 E
矿产金	收入	287546	398106	526500	594000	624000
	成本	91501	120420	175500	192000	204800
	销量（公斤）	18267	22584	27000	30000	32000
冶炼金	收入	447735	454163	526500	534600	526500

	成本	446090	453079	525184	533264	525184
	销量（公斤）	28510	27436	27000	27000	27000
金精矿	收入	23561	45851			
	成本	11635	22249			
	销量（公斤）	1795	3156			
铜精矿	收入	142707	190214	202500	150195	178500
	成本	23905	43414	62500	67260	70800
	销量（吨）	32004	41255	50000	57000	60000
阴极铜	收入	34451	41409	50000	46500	87500
	成本	9008	9044	15500	22500	37500
	销量（吨）	6711	8030	10000	15000	25000
锌精矿	收入	18388	8864	3600	2880	3120
	成本	4260	2486	2000	2000	2000
	销量（吨）	11365	7155	4000	4000	4000
锌锭	收入	96988	272015	150000	144000	195000
	成本	62924	204837	130000	132000	172500
	销量（吨）	36151	115056	100000	120000	150000
铁精矿	收入	17527	45014	67500	68000	80000
	成本	7599	14393	15000	17000	20000
	销量（吨）	486683	917505	750000	850000	1000000

资料来源：华泰证券研究所

根据我们对收入与成本的预测，并基于以下假设：

- 1、公司的综合所得税率为 20%；
- 2、公司 2009 年的管理费用较 2008 年下降；
- 3、资源税在未来两年不作调整；
- 4、公司套保业务在未来两年将实现正收益。

我们给出紫金矿业未来三年的盈利预测：

表 8：紫金矿业损益表及预测

盈利预测表(单位：万元)	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
一、营业总收入	1077783	1504713	1631600	1645175	1799620
二、营业总成本	748616	1057259	1144782	1176309	1256360
营业成本	659853	911304	990684	1031024	1097784
营业税金及附加	9902	17586	21863	22045	24115
销售费用	14307	25500	28553	28791	30594
管理费用	53484	77657	84027	83904	90881
财务费用	10146	25208	9654	10546	12987
资产减值损失	924	5	10000	0	0

三、其他经营收益	(27962)	16409	9500	16000	20000
公允价值变动净收益	(11331)	15966	(5000)	3000	6000
投资净收益	10356	16325	14500	13000	14000
四、营业利润	301204	463864	496318	484866	563260
加：营业外收入	2853	3883	3000	0	0
减：营业外支出	17655	24895	15000	0	0
五、利润总额	286403	442852	484318	484866	563260
减：所得税	51082	91245	94434	94373	109852
六、净利润	235321	351607	389885	390493	453408
减：少数股东损益	65400	96775	83045	82003	95216
归属于母公司所有者的净利润	169920	254832	306839	308489	358192
七、每股收益(元)	0.16	0.19	0.21	0.21	0.25

资料来源：华泰证券研究所

我们预测紫金矿业 2008-2010 年的 EPS 分别为 0.21、0.21、0.25 元。按照目前 A 股上市公司中黄金类公司估值水平，并结合公司的管理优势与超强的长期成长能力，公司合理价格对应于 2009 年 35-40 倍 PE，即 7.35-8.4 元。目前的股价已经反映了黄金价格的强势以及公司的龙头地位，投资评级为“观望”。

表 9：黄金行业重点公司估值比较（股价采用 2.17 日收盘价）

公司名称	股价	08EPS	09EPS	08PE	09PE	净资产	PB
山东黄金	66.94	2.31	2.43	28.98	27.55	6.32	10.59
中金黄金	50.48	1.41	1.50	35.80	33.65	10.72	4.71
紫金矿业	8.28	0.21	0.21	39.43	39.43	1.07	7.74
恒邦股份	41.25	1.87	1.74	22.06	23.71	11.22	3.68

资料来源：华泰证券研究所

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

-投资建议的评级标准

买入: 相对强于市场表现15%以上;

推荐: 相对强于市场表现5% ~ 15%;

观望: 市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;

卖出: 相对弱于市场表现5%以下。

免责条款:

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。我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, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。