

紫金矿业(601988) 2009-3-23

 爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

估值已反映未来金价上涨预期，下调公司评级

——紫金矿业 2008 年报点评

事件：公司2009年3月23号发布年报，报告期实现销售收入人民币169.84 亿元，比上年增长11.32%；实现归属母公司股东净利润30.66 亿元，比上年增长20.32%。截至2008 年底，本公司总资产为262.17 亿元，比上年增长56.06%；归属母公司股东净资产为161.34 亿元，比上年增长202%。实现每股收益0.22元。

点评：

1. **受益金价上涨，盈利符合预期。**公司 2008 年销售收入较 2007 年同期增长 11.32%，净利润率比去年同期增加 20.32%，符合预期。盈利增长的主要因素矿产金产量同比增加 14.71%，达到 28.48 吨；同时黄金价格 2008 年全年基本保持在高位运行，公司 08 年黄金销售均价在 196.35 元/克，较 07 年上涨 16.26%。不过公司单位矿产金开采成本也上涨 23.95%，达到 66.09 元/克。尽管如此，公司的矿产金单位开采成本依然大大低于行业平均水平。
2. 不过公司其他产品铜、锌产品 08 年价格从高位大幅回落，使得这些业务的毛利率有明显下降，也拖累了公司的整体业绩。锌产品价格同比下降 40%以上，锌产品销售收入(包括锌锭和锌精矿)占比达到 35%，但只贡献了不到 3%的营业利润。铜产品销售均价同比下降 10%以上，也削弱了公司的盈利能力。
3. 报告期内公司资产减值损失为人民币 32,639 万元(上年同期为 5 万元)，其中：坏帐损失 850 万元，因全球金融危机造成的金属价格大跌，导致存货跌价损失 11,475 万元，可供出售金融资产减值损失 4,224 万元，部分矿山井巷设计更改造成固定资产及在建工程减值损失 3,892 万元，因部分矿山储量负变及金属价格估价减少，造成未来现金净流量现值减少，从而提取矿权无形资产及商誉减值损失 12,198 万元。资产价值损失是影响 08 公司业绩的另一个因素，不过随着 08 年巨额资产价值损失的计提，09 的减值压力大幅减缓。

评级： 中性（下调）

当前价格： ¥10.92

2009.3.23

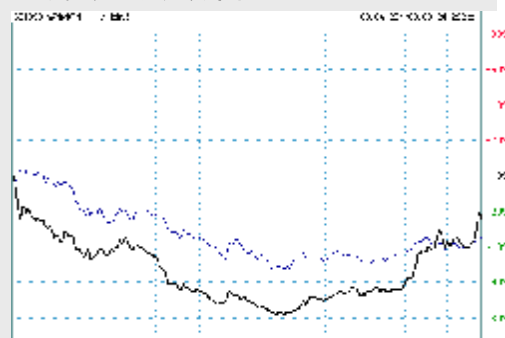
基础数据

总市值(百万元)	158,791.10
每股净资产(元)	3.80
总股本/流通 A 股(百万股)	14541.31/1400
净资产收益率(%)	28.56
流通市值(百万元)	14700

交易数据

52 周内股价区间(元)	22 ~ 2.97
08 动态市盈率(倍)	47.73
09 年动态市盈率(倍)	36.21
市净率(倍)	9.46

52 周内股价走势图



行业研究员 张志鹏

电话 021-32229888*3502

邮箱 zhangzhipeng@ajzq.com

相关研究报告：

盈利略超预期，但未到最佳
买点——2008 年中报点评

2008-7-29

表1 分产品销售均价变化及毛利率

	销售均价(不含税)		同比增长	毛利率(%)	
	2008	2007		2008	2007
黄金(元/克)	196.35	168.89	16.26%	65.5	67.86
铜精矿(元/吨)	41150.75	46106.37	-10.75%	73.41	77.18
阴极铜(元/吨)	43195	51569.73	-16.24%	67.09	78.16
锌锭(元/吨)	13314.31	23642	-43.68%	5.72	7.5
锌精矿(已抵消内部销售) (元/吨)	6880.43	12388.26	-44.46%	51.45	82.93
铁精矿(元/吨)	987.04	490.61	101.19%	80.56	68.03
整体(含冶炼产品)	-----	-----	-----	39.2	39.44
整体产品(不含冶炼产品)	-----	-----	-----	65.07	66.77

图1 营业收入构成

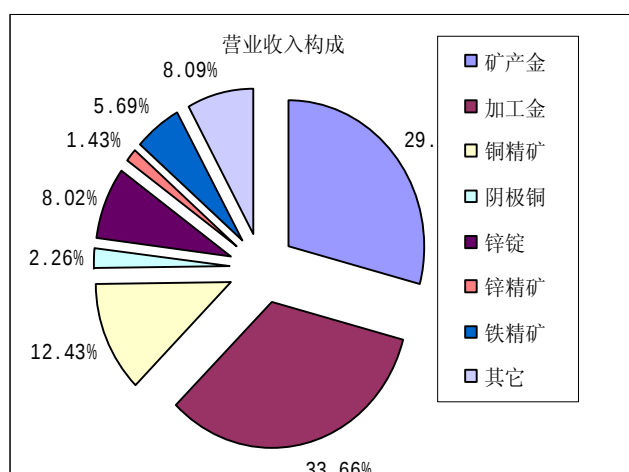
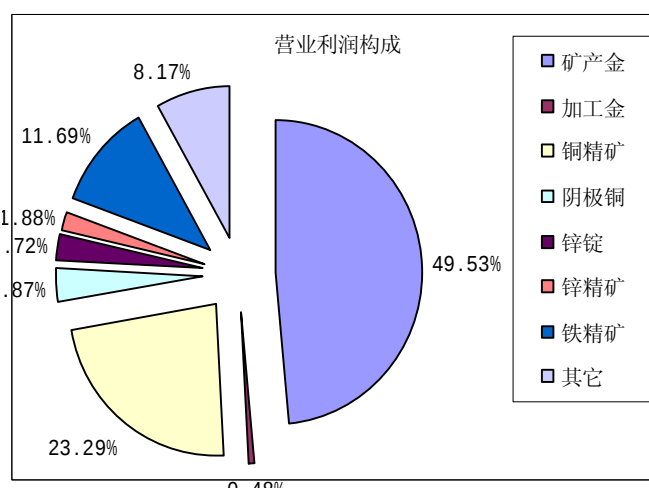


图2 营业利润构成



数据来源：公司公告

4 公司资源储量丰富

2008 年新增资源储量（部分未经评审）：金66.59 吨，铜32.54 万吨，铅锌96.96 万吨，钨（W03）21.45 万吨，银997 吨，铁矿石600 万吨，黄铁矿标矿745.8 万吨。至2008 年末，集团保有资源储量（经评审）：金701.5 吨，与上年同比增长9.9%；银1700 吨，比增150.7%；铜964 万吨，比增3%；钼39 万吨，比增25%；铅+锌528 万吨，比增42%；钨10 万吨，比增60%；铂+钯151 吨，锡10 万吨，镍66.75 万吨，硫铁矿（标矿）1.35 亿吨，铁1.68 亿吨，铝土矿4,397 万吨，煤3 亿吨，实现主矿种增量大于消耗量。

目前集团公司拥有探矿权280 个，面积平6,732 方公里，比增28.9%；采矿权37 个，面积102.99 平方公里，比增98.6%。公司丰富的资源储量保证了公司的可持续发展。

表2 公司保有资源储量(截止2008年12月31日)

矿种	储量	矿种	储量
黄金（含伴生金、吨）	701.5	铅（万吨）	52.47
铂钯（吨）	151.36	镓（万吨）	7372
银（吨）	1700	铝土矿（万吨）	4397

铜（万吨）	964	镍（万吨）	66.75
锌（万吨）	528	锡（万吨）	10
钼（含伴生钼、万吨）	39	钨（万吨）	10
铁（万吨）	1.68	煤（亿吨）	3.01

注：非控股公司储量按权益折算；数据来源：公司公告

5 募集资金投入项目保证公司可持续发展

公司于2008年4月通过首次公开发行A股，募集资金净额为980,696.02万元，用于8个项目的投资建设。从此次募集资金的投向来看，有近56%的资金用于资源储备的增加，其中45%资金用于海外收购。

公司目前已拥有的国际资源包括越南大班铅锌矿、蒙古纳日陶勒盖金矿等，同时，公司参股了英国的Ridge Mining和加拿大Pinnacle Mines。公司募集资金收购的英国蒙特瑞科公司拥有秘鲁白河（Rio Blanco）铜钼矿和另外6个金属矿产资源，其中，位于秘鲁北部的白河铜钼矿是近期世界上待开发的主要铜钼矿之一，达产后铜产量为191,000吨/年。而收购的塔吉克斯坦ZGC拥有黄金金属储量41.34吨，资源量130.94吨。2010年达产后矿产金7.8吨，铜金属量0.3415万吨。另外，图瓦克兹尔—塔什特克铅锌多金属矿达产后年产锌精矿9.9684万吨；铅精矿1.3524万吨；钼精矿1.4952万吨。

除此之外，公司“紫金山金铜矿联合露天开采项目”、“珲春紫金曙光金铜矿改扩建工程”和“日处理200吨难选冶金精矿冶炼提金工程”将增加矿产金产量约6吨左右，在现有矿产金产量基础上增加29%。目前有部分项目产生效益，如紫金山金铜矿联合开采项目08年新增黄金产量1535.43公斤，阴极铜1974.35吨。

表3 募集紫金项目情况

序号	募集资金投资项目	投资额（万元）	项目进度	备注
1	紫金山金铜矿联合露天开采项目	152,104.08	建设阶段，有部分效益产生：新增黄金产量1535.43公斤，阴极铜1974.35吨	计划于2010年金矿达产，年产黄金将增至16t；铜矿2009年前坑采维持矿石5,000t/d生产能力；2010年铜矿过渡到露天开采，采、选生产能力达到10,000t/d，2011年铜矿达产，即采、选生产达到20,000t/d生产能力。
2	珲春紫金曙光金铜矿改扩建工程	46,150.00	建设阶段，有部分效益产生：新增黄金产量184.43公斤，铜精矿约5000吨	预计于2008年达产。达产后年新增金铜混选精矿含铜7,524t，含量金1,940.4kg；新增砂金138.6kg。项目达产后年新增销售收入59,152.50万元，实现利润13,729万元。
3	日处理200吨难选冶金精矿冶炼提金工程	19,838.00	已完工，处于试生产阶段	本项目建设期1年，项目达产后年新增利润总额2,345.01万元
4	矿产资源勘探项目	35,700.00	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	正在办理矿权变更	预计新增铜金属量13.59万吨
6	增资紫金铜冠，用于	60,300.00	已增资到位，完成	主要资产为秘鲁白河（Rio Blanco）铜钼矿，铜金属量400万吨；

	收购英国蒙特瑞科公司股权项目		股权收购	钼金属量18万吨。达产后铜产量191,000 吨/年。
7	收购塔吉克斯坦 ZGC 金矿及开发项目	130,534.50	收购完成,正在建设开发	收购完成后拥有ZGC75%权益。ZGC拥有黄金金属储量41.34 吨,资源量130.94 吨。2010 年达产后矿产金7.804 吨,铜金属量3415 万吨
8	收购紫金龙兴(拥有图瓦克兹尔—塔什特克铅锌多金属矿70%股权项目)	27,160.00	已完成股权收购,正进行开发建设前期工作阶段	该矿金属金属量分别为铅20.23 万吨,平均品位1.57%; 锌129.48 万吨,平均品位10.02%; 铜8.23 万吨,平均品位0.64%; 金1.51 吨,平均品位1.17 克/吨; 银847.9 吨,平均品位52.24 克/吨。达产后年产锌精矿9.9684 万吨; 铅精矿1.3524 万吨; 钼精矿1.4952 万吨
合计		491586.58	---	

资料来源:公司公告

6. 黄金价格波动是公司面临的主要风险

公司生产的标准金锭主要通过上海黄金交易所出售,其价格基本与国际金价一致。目前影响国际金价波动的主要因素包括:对通货膨胀的预期、美元强弱、利率、黄金的投资及投机水平,中央银行、其他国际组织黄金买卖活动、其他政治及经济因素等。根据表4的敏感性分析,黄金价格每变动1%,导致净利润变化1.50%。我们认为黄金价格未来仍然有很多不确定性,导致公司的业绩也将出现波动。

表4 金锭价格波动敏感性分析

价格变动	单价(元/克)	对营业收入影响	对营业收入影响(百万)	对净利润影响(百万)	净利润变动	EPS
-20%	150.40	-7.02%	(1240.63)	(985.06)	-29.92%	0.20
-15%	159.80	-5.26%	(930.47)	(738.79)	-22.44%	0.22
-10%	169.20	-3.51%	(620.31)	(492.53)	-14.96%	0.25
-5%	178.60	-1.75%	(310.16)	(246.26)	-7.48%	0.27
-1%	186.12	-0.35%	(62.03)	(49.25)	-1.50%	0.29
0	188	0.00%	0.00	0.00	0.00%	0.29
1%	189.88	0.35%	62.03	49.25	1.50%	0.29
5%	197.40	1.75%	310.16	246.26	7.48%	0.31
10%	206.80	3.51%	620.31	492.53	14.96%	0.33
15%	216.20	5.26%	930.47	738.79	22.44%	0.36
20%	225.60	7.02%	1240.63	985.06	29.92%	0.38

注188元/克为公司09年黄金销售价格的预测基准。

6 投资策略: 估值已反映未来金价上涨预期, 下调公司评级

预计公司 09、10 年的每股收益 0.29 元、0.37 元,而目前公司股价在 10 元以上,09、10 年动态市盈率已达到 36.21、28.38。尽管未来金价仍然有上涨空间,但我们认为公司股价水平对此已经作出了强烈反应,下调公司评级至“中性”

表 5 销量假设

产品类别	单位	2007 年度	2008 年度	2009E	2010E
金锭(矿产金)	销量(公斤)	22,584.00	28,478.84	33,000.00	40,000.00

金锭（冶炼金）	销量（公斤）	27,436.06	26,286.66	28,600.00	28,600.00
小计		53,176.47	109,531.00	61,600.00	68,600.00
铜精矿	销量（吨）	41,255.45	51,318.00	82,000.00	100,000.00
阴极铜	销量（吨）	8,029.71	8,882.00	10,000.00	18,000.00
小计		49,285.16	60,200.00	92,000.00	118,000.00
锌精矿	销量（吨）	7,155.32	5,002.45	6,000.00	8,000.00
锌锭	销量（吨）	115,055.92	102,292.00	120,000.00	150,000.00
小计		122,211.24	107,294.45	126,000.00	158,000.00
铁精矿	销量（吨）	917,504.91	978,850.00	1,500,000.00	1,800,000.00

表 6 销售价格假设（不含税）

产品类别	2007 年度	2008	2009E	2010E
金锭（矿产金）	176.28	196.3500	188.00	185.00
金锭（冶炼金）	165.53	196.3500	188.00	185
铜精矿	46,106.37	41,150.00	30000.00	32000
阴极铜	51,569.72	43,195.00	32000.00	34000
锌精矿	12,388.26	6880.43	7000.0000	8000
锌锭	23,641.99	13314.31	10000.0000	11000
铁精矿	490.61	987	800	850

表 7 盈利预测 单位：万元

报告参数	2006-12-31	2007-12-31	2008-12-31	2009-12-31	2010-12-31
报表类型	合并报表	合并报表			
一、营业总收入	1,077,782.90	1,504,712.74	1,698,376.43	1,767,780.00	2,054,700.00
二、营业总成本	748,616.32	1,057,258.64	1,230,768.80	1,263,954.88	1,402,230.51
营业成本	659,852.64	911,303.60	1,032,657.10	1,090,720.00	1,201,040.00
营业税金及附加	9,901.89	17,585.97	23,909.76	24,886.82	28,926.09
销售费用	14,307.41	25,499.99	31,694.79	32,989.99	38,344.44
管理费用	53,483.84	77,656.56	100,055.21	104,143.93	121,047.04
财务费用	10,146.19	25,207.56	9,813.12	10,214.13	11,871.94
资产减值损失	924.35	4.97	32,638.81	1,000.00	1,001.00
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	-11,331.17	15,966.12	-3,676.26	0.00	0.00
投资净收益	10,356.29	16,325.23	15,133.43	15,000.00	15,000.00
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	6,312.23	7,379.29	3,987.25	5,000.00	5,000.00
四、营业利润	301,204.23	463,863.58	479,064.80	518,825.12	667,469.49
加：营业外收入	2,853.05	3,883.14	5,677.17	6,000.00	6,000.00
减：营业外支出	17,654.64	24,894.86	31,436.41	15,000.00	15,000.00
其中：非流动资产处置净损失	661.20	547.71	993.64	0	0
五、利润总额	286,402.65	442,851.86	453,305.56	509,825.12	658,469.49

减：所得税	51,082.09	91,244.84	63,903.12	91,768.52	118,524.51
六、净利润	235,320.56	351,607.02	389,402.44	418,056.60	539,944.98
减：少数股东损益	65,400.21	96,774.78	82,782.35	88,873.89	114,785.91
归属于母公司所有者的 净利润	169,920.34	254,832.25	306,620.09	329,182.71	425,159.07
总股本(万股)	1,454,130.91	1,454,130.91	1,454,130.91	1,454,130.91	1,454,130.91
七、每股收益：	0.13	0.19	0.22	0.29	0.37

投资评级说明

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

I 公司评级

买入: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

增持: 相对强于市场基准指数收益率5%~15%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间;

减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

卖出: 相对弱于市场基准指数收益率-15%以下。

I 行业评级

强于大市: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

同步大市: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要声明

本报告的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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

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并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发,需注明出处为爱建证券研究发展总部,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。