

紫金矿业

601899
增持/ 首次评级

股 价	2009/06/19
RMB9.27	

基础数据

总股本（百万股）	14541
流通 A 股（百万股）	6325
流通 B 股（百万股）	0.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	58632

财务数据

市净率 (X)	7.9
TRACING P/E (X)*	41.84
EPS (元)	0.06
股息率 (%)	1.08

*最近四季盈利计算。

相关研究

分 析 师
叶 洮
 (0755) 8249 2171
 yetao@lhqz.com

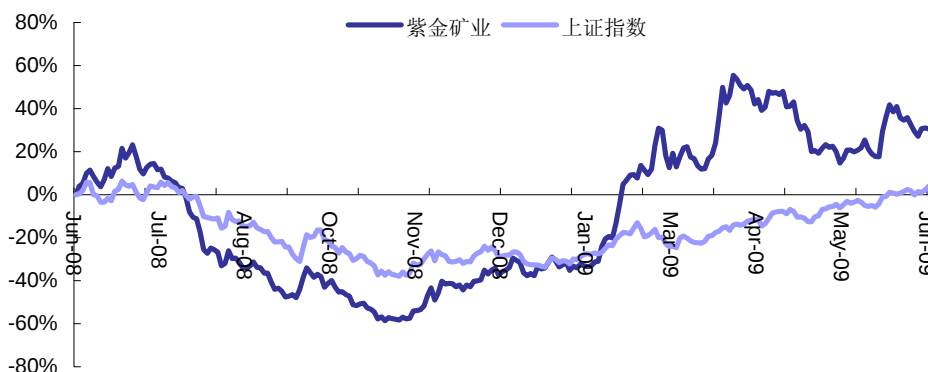
研究助理
王 茜
 (755) 8236 4392
 wangqianjs@lhqz.com

贵贱两相宜

经营预测与估值	2008A	20091Q	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	16983.8	4954.2	19308.7	21677.8	25573.1
(+/-%)	11.3	38.4	13.7	12.3	18.0
归属母公司净利润(百万元)	3066.2	912.4	3866.0	4848.7	6503.5
(+/-%)	20.3	20.6	26.1	25.4	34.1
EPS(元)	0.21	0.06	0.27	0.33	0.45
P/E(倍)	44.0	147.7	35.5	28.3	21.1

- 紫金矿业是有色行业内的另类，在排除产量增长的经营业绩模拟测试中，我们发现，其业绩增长更接近于一个弱周期的消费类公司。但显然，其历史的和显性预测期内的增长率，比一般的消费类公司明显更具吸引。
- 以强周期产品黄金、铜、锌为主营的公司，业绩何以不受价格剧烈波动的干扰？根据我们研究，贵贱金属之间相对于宏观经济，存在着明显的对冲关系。而公司上述品种的产量配比，已足以令这种对冲体现出有效性。
- 对冲的代价是业绩弹性，公司却有望左右逢源。乐观经济背景下选择单纯贱金属，反之选择单纯贵金属，弹性均大于紫金矿业。但是，不明朗的经济前景赋予其独特投资魅力，而同时货币贬值和流动性也将构成正向刺激。
- 丰富资源、领先技术、最低成本等公司核心竞争力，基本是市场共识。我们想强调的是，其技术、成本、现金等的显著优势，令经营模式的复制比同行更为流畅。复制的结果是量增，而量增则是公司实质上的增长引擎。
- 现有资源控制量足以保障显性预测期的高速增长，预测公司 09-11 年每股收益分别为 0.27、0.33 和 0.45 元。而未来或有的，于并购、整合方面的斩获将成为超预期的因素，而公司充足的现金有望加大成功的砝码。
- 以 DCF 方式估价 12.36 元/股，PB+资源方式估价 14.41 元/股。我们认为 12.36-14.41 元/股是其的合理价值区间。从 PE 角度，公司应明显高于单一金属和多金属类公司，甚至超越典型的弱周期类公司。首次评级“增持”。

最近 52 周股价表现



目 录

贵贱金属间的对冲特征	4
贵贱金属与美元指数的关系	4
贵贱金属与通货膨胀的关系	4
贵贱金属与经济周期的关系	5
对冲消除周期性的冲击	6
稳定性：多金属综合优于单一金属.....	6
抗周期：贵贱合一强于多金属综合.....	6
紫金矿业：贵贱合一的多金属综合.....	7
紫金比一般弱周期类公司更有优势.....	8
高速增长中的紫金矿业	9
外延+内生：双轮驱动高成长	9
充足资源量保障增长持续性	10
紫金矿业的核心竞争力	11
技术优势：科技创造紫金	11
成本优势：提升盈利能力	12
黄金业务：	12
铜业务：	12
管理优势：不仅仅是卓越	13
企业发展，机制先行.....	13
高质量净资产收益率.....	13
估值讨论及投资分析	15
主要经营性假设	15
盈利预测及敏感性.....	15
敏感性分析 1：黄金价格	15
敏感性分析 2：电铜价格	16
敏感性分析 3：锌锭价格	16
估值探讨	16
DCF 估值.....	16
PB+ 资源估值.....	16
从 PE 的角度	17
投资分析	17
风险提示	18

图 1、黄金、LME 指数与美元指数关系	4
图 2、伦敦金价与通货膨胀：经美元指数修正	4
图 3、LME 期铜与通货膨胀：经美元指数修正	5
图 4、LME 期铜与全球 GDP 增速（经 CPI 和美元指数修正）	5
图 5、伦敦金价与全球 GDP 增速（经 CPI 和美元指数修正）	5
图 6、铜价与金价涨幅（经 CPI 和美元指数修正）	6
图 7、力拓公司股价	7
图 8、公司收入（模拟）、铜、锌与黄金价格走势	7
图 9、收入（模拟）的波动可由美元、CPI 解释	8
图 10、紫金矿业总资产及增速	9
图 11、紫金矿业归属母公司净利润及增速	9
图 12、紫金矿业黄金储量	10
图 13、紫金矿业铜储量	11
图 14、紫金矿业锌储量	11
图 15、紫金矿业资源版图（截止 2008 年）	10
图 16、国内各黄金公司黄金业务毛利率水平	12
图 17、连续高投资回报率	13
图 18、各黄金股净资产报酬率（ROE）	13
图 19、各黄金股净利率水平	14
图 20、各黄金股总资产周转率	14
图 21、各黄金股杠杆比率	14
图 22、EPS 对黄金价格敏感性	15
图 23、EPS 对电铜价格敏感性	16
图 24、EPS 对锌锭价格敏感性	16
表 1、LME、黄金与美元指数相关性分析	4
表 2、国外主要有色金属上市公司估值情况	6
表 3、产量假设（2008 年水平）（模拟）	7
表 4、1989-2009 年收入（模拟）、铜、锌、黄金价格波动情况	8
表 5、2006 年度黄金公司矿产金产量及主要财务数据比较	9
表 6、紫金矿业拥有专利一览表	11
表 7、国内、国际黄金公司生产成本	12
表 8、公司历次分红情况：截至 2008 年	14
表 9、主要经营性假设	15
表 10、2004-08 零售、景区类公司相对 A 股市盈率溢价水平	17

贵贱金属间的对冲特征

贵贱金属与美元指数的关系

基本金属和贵金属的价格走势均与美元指数高度相关。金融属性的强弱，基本决定了其与计价货币间相关性的。黄金的金融属性较强，它与美元指数的相关程度也更高。

贵贱金属走势，均与美元指数呈明显负相关。

图 1、黄金、LME 指数与美元指数的关系



表 1、LME、黄金与美元指数相关性分析

	2000-2009		2000-2003		2004-2005		2006-2009	
	R square	P-value	R square	P-value	R square	P-value	R square	P-value
LME 与美元	0.5934	4.57E-95	0.1349	1.39E-07	0.0121	0.264453	0.2417	2.78E-12
Gold 与美元	0.6673	8.2E-116	0.8000	5.11E-69	0.0029	0.588126	0.4335	1.29E-23

数据来源：联合证券研究所

贵贱金属与通货膨胀的关系

贵贱金属均具有实物、金融、资源等多重属性，因此，源于流动性、通胀预期的投资性需求成为影响其价格的一个重要因素。

自告别“金本位”后，在全球性的“抢钱游戏”中，黄金的保值作用并不十分有效。但黄金的特殊性在于，当经济危机、世界政局动荡及战争等等灾难性事件出现时，其避险功能往往倍受青睐，因此衍生的投资性需求也显著膨胀。

图 2、伦敦金价与通货膨胀：经美元指数修正

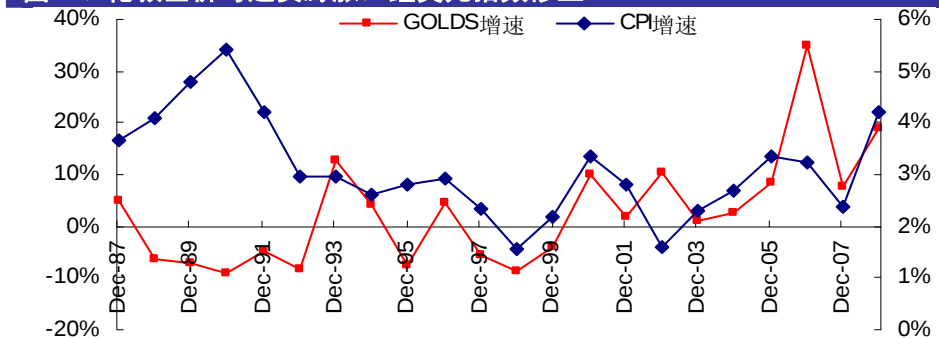
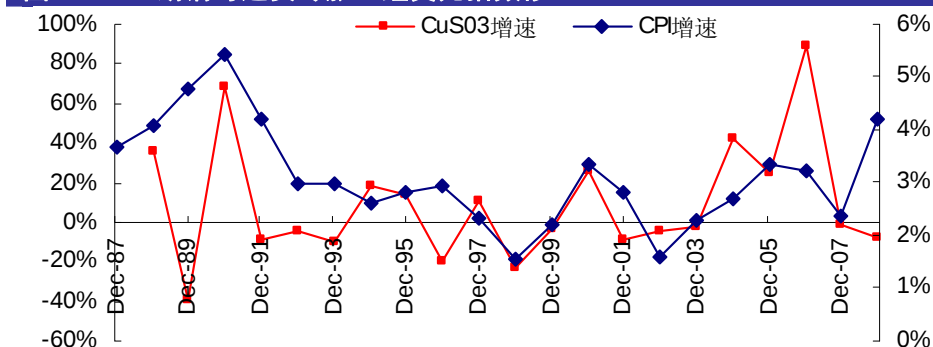


图 3、LME 期铜与通货膨胀：经美元指数修正



数据来源：Bloomberg，联合证券研究所整理

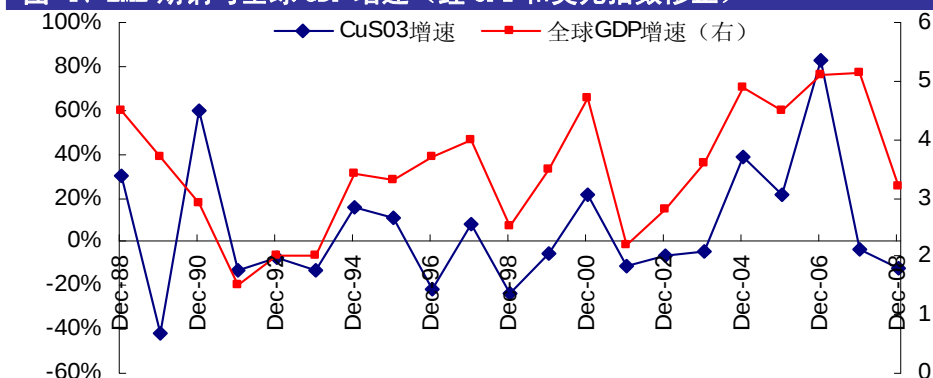
贵贱金属与经济周期的关系

为了较真实的还原黄金、基本金属与全球经济周期之间的关系，我们以 CPI 指数和美元指数对黄金、基本金属价格（以 LME 三个月期铜价格为例）进行了修正（美元指数：1979=1，CPI：1982=1）。

就经济周期而言，
贵贱金属之间存在较为
明显的对冲关系

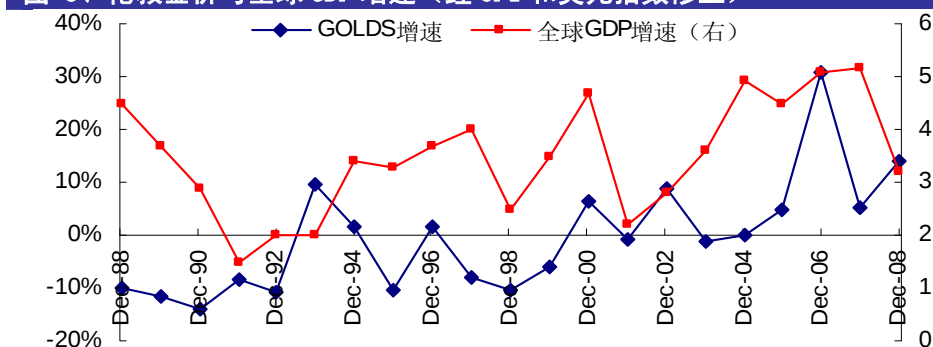
在剔除美元和通胀因素后，我们发现，基本金属价格与全球经济周期基本吻合；而黄金则更受惠于经济危机、恶性通胀、地缘政治等灾难事件所引发避险需求，从而显示出与实体经济相悖的走势。

图 4、LME 期铜与全球 GDP 增速（经 CPI 和美元指数修正）



数据来源：Bloomberg，联合证券研究所整理

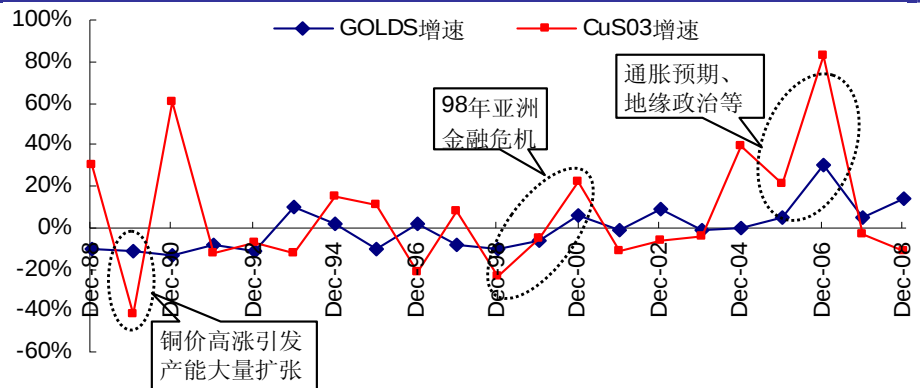
图 5、伦敦金价与全球 GDP 增速（经 CPI 和美元指数修正）



数据来源：Bloomberg，联合证券研究所整理

排除几次例外后来看，金价与铜价间基本显现出对冲关系。

图 6、铜价与金价涨幅（经 CPI 和美元指数修正）



数据来源：Bloomberg，联合证券研究所整理

对冲消除周期性的冲击

稳定性：多金属综合优于单一金属

价格的大幅波动，导致有色金属矿业公司盈利存在显著的不确定性，有色金属行业表现出强周期性特征。国际化、多元化、一体化模式可以在一定程度上提升经营稳定性与抗风险能力，是国际上大型矿业公司的发展方向，如必和必拓、力拓、淡水河谷等等。这也是市场赋予该类公司较高估值水平的原因所在。

矿资源的价值，在国际矿业公司的净资产中体现较为充分。

表 2、国外主要有色金属上市公司估值情况

类别	公司名称	货币	收盘价	P/B	08P/E	09P/E	10P/E
综合	必和必拓	USD	35.66	4.0	13.0	20.6	25.0
	力拓	USD	57.68	3.3	25.5	21.7	20.2
铝	美铝	USD	10.49	0.8	-116.6	-10.3	25.6
	世纪铝业	USD	6.57	0.5	-0.3	-1.9	-9.5
	凯撒铝业	USD	34.12	0.9	-9.9	17.3	15.5
铜	Xstrata	USD	21.40	5.5	13.4	37.0	17.7
	麦克墨伦	USD	50.48	7.1	-1.7	38.2	15.5
锌	Nyrstar	EUR	6.16	0.9	-1.1	-14.6	-228.1
	韩国锌业	KRW	148500	1.4	9.3	11.1	8.5
锡	印尼蒂玛	IDR	2200	2.7	8.2	16.9	9.9
	秘鲁明苏尔	PEN	6.45	2.4	8.0	12.4	9.6
镍	Norilsk	RUN	98.00	1.6	-40.6	27.4	20.6
	Eramet	EUR	189.00	1.8	7.0	99.8	26.6
黄金	Barrick Gold	USD	33.39	1.9	37.1	18.9	17.1
	Newmont	USD	41.98	2.3	22.3	19.7	15.8
平均				2.5	-1.8	20.9	-0.7

数据来源：Bloomberg，联合证券研究所

注：收盘价取 06 月 17 日，EPS 为市场普遍预期；

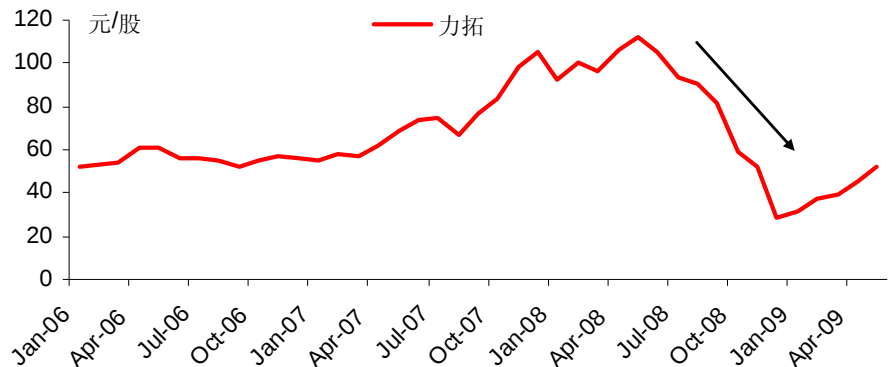
抗周期：贵贱合一强于多金属综合

由前面的分析可见，贵金属与贱金属的价格周期具有明显的相位差，呈现出阶段性的对冲特征。故我们认为，两者的合理配比是平抑价格周期的有效途径。

纵观国内外大型矿业公司，多数是基本金属之间的组合与配置，其抗风险能力虽明显强于单一金属的矿业公司，但面对来自宏观经济层面的系统性风险，仍显力不从心（因基本金属需求与宏观经济存在较高的相关性）。

在本轮全球性危机中，类似力拓这样的矿业巨头都几近折戟，这似乎可以印证我们想说明的观点。

图 7、力拓公司股价



数据来源：Bloomberg，联合证券研究所整理
注：截至 2009 年 6 月 17 日

紫金矿业：贵贱合一的多金属综合

紫金矿业的特色在于，其黄金、铜、锌的产量和收入的配比，已经足以构成有效的对冲关系，以致于宏观经济的系统性风险对其业绩的影响显著降低。

我们不妨做一个情景分析：假设紫金矿业自 1989 年开始经营，且各金属产量保持不变（按照 2008 年水平），来分析公司 20 年来营业收入的波动情况，并与同期各种金属价格波动进行比较。

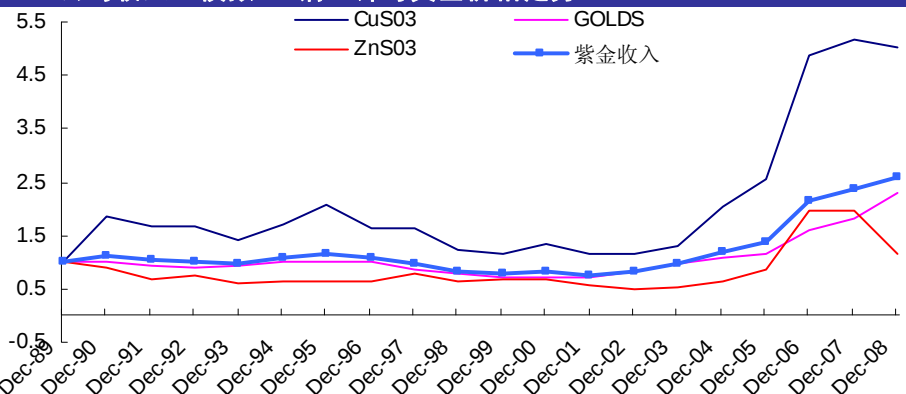
表 3、产量假设（2008 年水平）（模拟）

	单位	产量
矿产金	千克/年	28,479
铜精矿	吨/年	61,409
锌精矿	吨/年	33,680

数据来源：公司年报，联合证券研究所

贵贱合一的结果是，周期性被显著弱化

图 8、公司收入（模拟）、铜、锌与黄金价格走势



数据来源：联合证券研究所

表 4、1989-2009 年收入（模拟）、铜、锌、黄金价格波动情况

	CuS03	GOLDS	ZnS03	紫金收入
平均值	2.085688	1.068901	0.839353	1.20834
标准差	1.324271	0.395852	0.422775	0.53215

数据来源：联合证券研究所

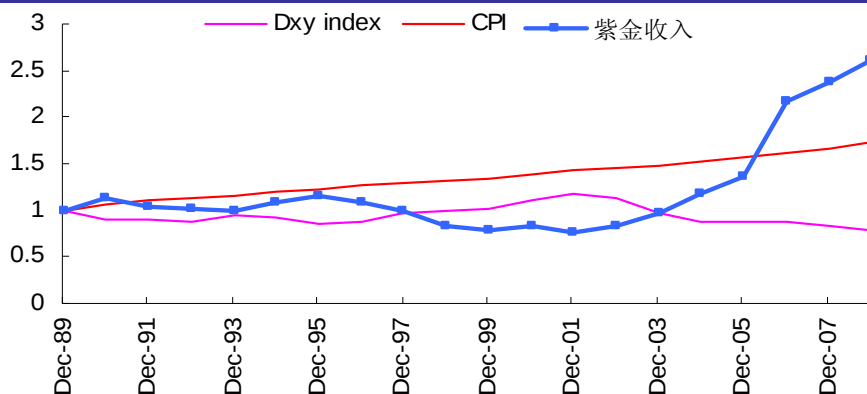
业绩平稳增长，更接近弱周期类公司

结果显示，黄金与铜、锌的组合，使得公司收入的波动率远小于同期铜、锌价格的波动，而略大于黄金价格波动，平均收益率也介于同期单一金属铜和黄金、锌之间，能够显著提升抗周期能力和盈利能力。

另外，用美元指数和 CPI 对该收入（模拟）进行回归发现，用美元指数和 CPI 即可以很好的解释紫金矿业的收入波动（模拟），因此，我们可以得出这样的结论：若不考虑产量扩张，公司收入的波动将主要由两个因素决定，即美元指数和通货膨胀，而经济周期弱相关。因此，从经营业绩波动性的角度，我们认为紫金矿业似更接近于一个弱周期行业的公司。

图 9、收入（模拟）的波动可由美元、CPI 解释

R square=76.9%



数据来源：联合证券研究所

紫金比一般弱周期类公司更有优势

从紫金矿业的历史增长率，以及显性预测期的预测增长率来看，它比一般的弱周期公司更具吸引力。丰富的资源控制量是其未来维持较高的产量增速和业绩增速的保障。

因为贵贱金属间有效的对冲，公司价值的增长动力来自产量增加和资源稀缺性提升，而从中短期看，我们认为，计价货币贬值和通胀预期将对公司价值构成正向刺激。

“产量增加”可以对应的是“零售类的门店扩张”，“资源稀缺性提升”可以对应的是“景区类的门票涨价”，紫金矿业兼具两种增长点。而且，在当前的特定阶段，货币贬值和通胀预期带来的正向刺激作用，对于紫金矿业比一般的弱周期类公司更为明显。

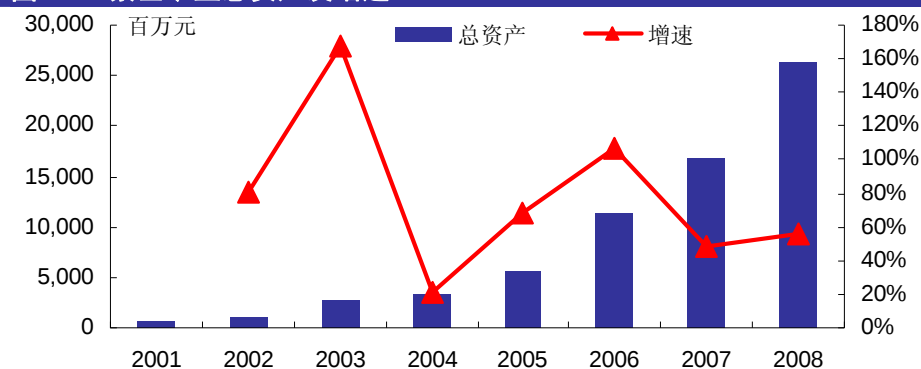
高速增长中的紫金矿业

外延+内生：双轮驱动高成长

借助国内并购和海外扩张的外延式扩张，公司的资产、产量规模均迅速扩大；同时凭借大规模技术改进和产业链的完善，公司实现了产量与盈利的同步增长。在外延式扩张与内生性增长的双轮驱动下，紫金矿业正以惊人的速度向国际综合型矿业企业迈进。

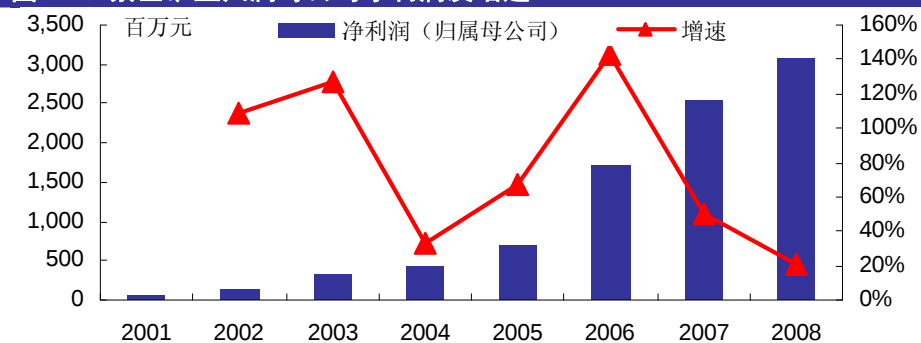
2003 在香港上市以来，03~07 年公司总资产增长 4 倍，销售收入增长 14 倍，净利润增长 8 倍。2005~2007 年度，主营业务收入年复合增长率高达 121%，归属于母公司的净利润年复合增长率高达 91%。

图 10、紫金矿业总资产及增速



数据来源：公司信息，联合证券研究所

图 11、紫金矿业归属母公司净利润及增速



数据来源：公司信息，联合证券研究所

表 5、2006 年度黄金公司矿产金产量及主要财务数据比较

	紫金矿业	灵宝黄金	山东黄金	中金黄金	招金矿业
矿产金产量(吨)	20.7	2.22	5.15	4.63	6.27
市场占有率	10.29%	1.04%	2.41%	2.17%	2.94%
主营业务收入(亿元)	107.78	22.35	35.62	53.85	11.64
利润总额(亿元)	28.64	3.37	2.38	4.03	5.18
净利润(亿元)	16.99	2.2	1.28	1.48	3.51
总资产(亿元)	113.53	27.75	13.68	22.03	49.08
净资产(亿元)	36.56	15.16	6.83	8.75	34.08
净资产收益率(%)	46.48	14.5	18.76	16.9	15.19

数据来源：各公司数据，联合证券研究所

充足资源量保障增长持续性

资源是矿业类公司发展的基础和保障，资源量的拥有与控制便成为一体化矿业公司的核心竞争力。03年以来，紫金矿业充分利用黄金价格景气周期的契机和H股、A股募集的资金优势，在国内外大规模收购黄金资源，同时有选择的向铜、锌、铁等领域延伸，各种资源储量快速增长，为公司后续可持续发展提供保障。

截至2008年底，公司保有金属（矿石）资源量/储量为：黄金701.5吨（其中伴生金97.6吨），银1700吨，铂+钯151吨，铜964万吨，锌+铅528万吨，镍66.75万吨，钼39万吨（其中伴生钼2.7万吨），锡10万吨，铁矿石1.68亿吨，煤3亿吨，铝土矿4397万吨（非控股公司按权益法计算），钨10万吨。拥有探矿权177个，面积总计5,211.79平方公里；采矿权39个，矿权面积88.60平方公里。

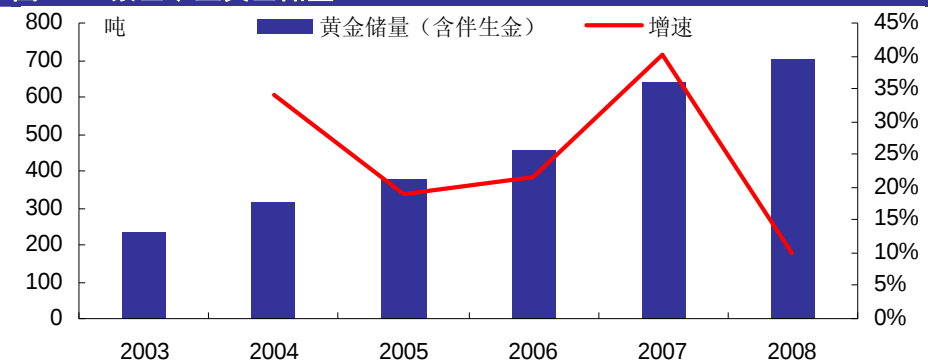
图 12、紫金矿业资源版图（截止 2008 年）



数据来源：公司招股说明书

2003-2008 复合增长率 24.5%

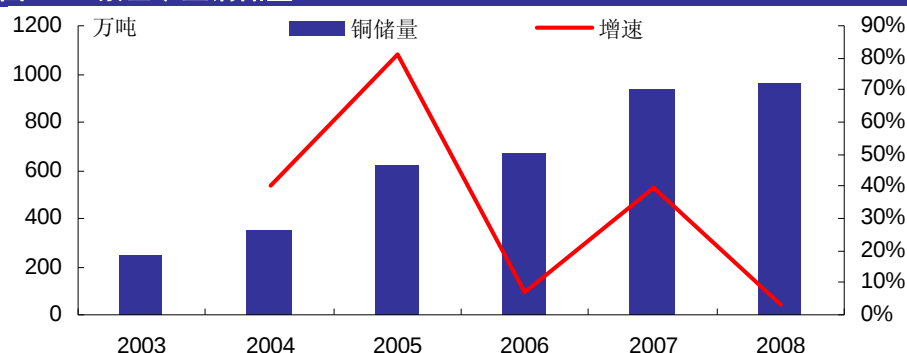
图 13、紫金矿业黄金储量



数据来源：公司信息，联合证券研究所

2003-2008 复合增长率 31.4%

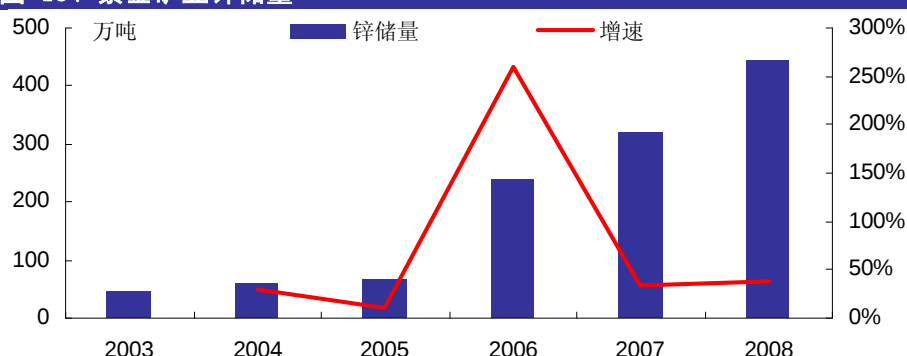
图 14、紫金矿业铜储量



数据来源：公司信息，联合证券研究所

2003-2008 复合增长率 57.3%

图 15、紫金矿业锌储量



数据来源：公司信息，联合证券研究所

紫金矿业的核心竞争力

技术优势：科技创造紫金

技术优势是公司最大的核心竞争力，紫金的发展史就是一部技术创新的历史。目前，公司被评为国家火炬计划重点高新技术企业，承担多项国家级科技攻关项目，拥有实用新型专利和发明专利共 11 项。

表 6、紫金矿业拥有专利一览表

从混合类型铜矿床中提取金属铜的方法
连续制备纯净金溶胶的方法
封闭式电解槽
堆浸中的自流静态吸附方法
自紧式大块矿石起吊钩
低品位氧化金矿选矿方法
细浸染型金矿封闭式预处理装置
敞口式非流态化固定床吸附装置
应用含菌的铜矿酸性矿坑水从硫化铜矿中浸出铜的工艺

数据来源：公司信息，联合证券研究所整理

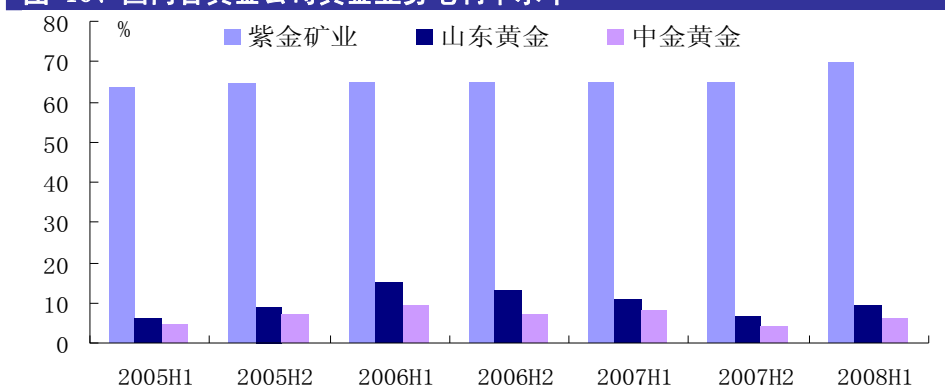
公司在低品味金矿资源利用、难处理金矿应用技术和湿法冶金技术研究及应用方面的突破，使得许多原本不能开发或没有开发价值的呆矿资源得到成功开发利用，不仅大大拓展公司资源储量，支撑了公司各矿山的开发，同时为公司未来控制和开发其他难处理的矿山提供了技术准备。其自行研究出的“重选+堆选+炭

浆联合工艺”使选矿综合回收率达到 80%。该指标表明，紫金矿业已经达到了低品位金矿“综合回收率”的世界先进水平。这些技术奠定了其在国内黄金行业低品位矿的利用和湿法冶金领先地位。

成本优势：提升盈利能力

三年来，公司的主营业务综合毛利率保持在 40%左右，其中矿产金、铜精矿、铁精矿业务毛利率更是长期稳定在 70%左右，显现强劲、稳定的盈利能力。公司的高毛利主要得益于充足的精矿自给率，强大的技术优势和成本控制能力。

图 16、国内各黄金公司黄金业务毛利率水平



数据来源：联合证券研究所

黄金业务：

公司的黄金生产成本在国内和国际同类企业中均属最低水平。涵盖从地质勘探、采矿、选矿、冶炼和精炼等一体化的生产经营模式，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，均使得公司在成本控制方面显现出卓越优势。

公司矿产金生产成本处于行业最低水平

表 7、国内、国际黄金公司生产成本

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/克
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	104.02
Gold Fields	南非	4.1	127.52	438	110.05
Harmony Gold	南非	2.6	80.87	463	116.33
紫金矿业	中国	0.7	20.71	290	72.93
中国平均		--	--	380	95.48
国际综合成本		--	--	337	84.67

数据来源：公司招股说明书 注：2006 年平均汇率按 7.8151RMB/USD 计算

铜业务：

公司主要铜矿包括：紫金山金铜矿、阿舍勒铜锌矿、曙光金铜矿、德尔尼铜矿和多宝山铜矿。其中德尔尼和曙光矿均为露天开采，开采成本低，安全性高，同时，公司在低品味铜矿、复杂硫化铜金矿选冶等技术方面的突破大幅提升了公司矿山的选矿回收率，使得公司铜业务成本在国内具有明显的相对优势。据公司

披露，通过技术改造，其紫金山金铜矿亦将于 2010 年过渡到露天开采，届时公司在铜业务方面的成本优势将更加突出。

管理优势：不仅仅是卓越

企业发展，机制先行

03 年即在香港上市，卓越而高效的国际化管理是紫金矿业另一个突出的核心竞争力，其“工作负责制”、矿山建设外包等全新的管理模式，以及在整个企业上下倡导的“老板意识”，大大激发了员工激情，提高了效益，执行力大幅提升。

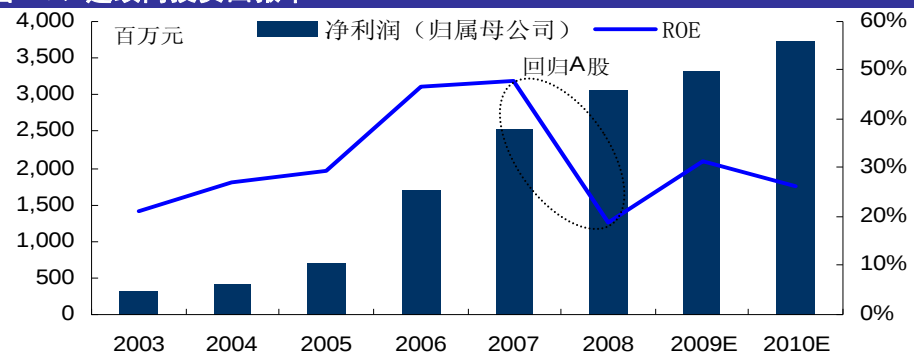
企业一般都在濒临倒闭的时候搞改革，而紫金则以科学的理念进行管理，在公司蒸蒸日上的时候一举让机制一步到位，正是这种竞争意识、忧患意识和成本意识，使公司一直保持鲜活的思想，不断创新，以超常规的速度和模式发展，成为国内矿业公司的一柄旗帜。

高质量净资产收益率

公司一直保持较高的净资产收益率，2007 年的 ROE 高达 47.74%，08 年由于 A 股上市和铜、锌等金属价格下跌影响利润等因素影响，其 ROE 回落至 19%。2003 年至 2008 年间，公司转增股达 10 倍以上，年平均派息率均有 58.6% 左右。

具体来看，根据“杜邦分析法”，相较于同行，紫金矿业保持了相对较高的净利率，长期维持在 15% 以上；杠杆比率一直处于合理范围之内，06、07 年相对较高（超过 3），但是 08 年回归 A 股后即下降至 1.62，公司财务结构得到了进一步优化；由于公司一直处于快速扩张期，对外收购和在建项目较多，使得总资产周转率低于行业平均水平，但仍属健康之列。

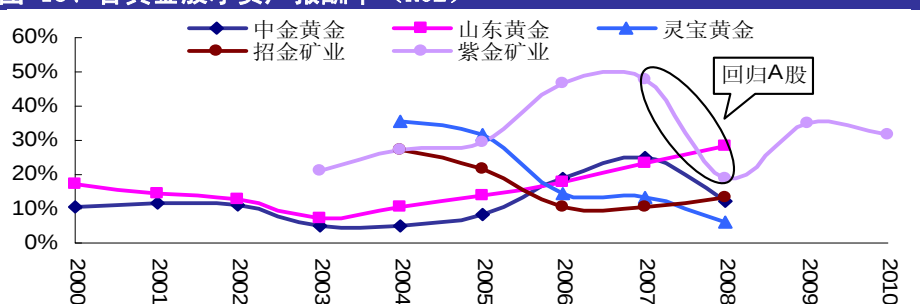
图 17、连续高投资回报率



数据来源：联合证券研究所

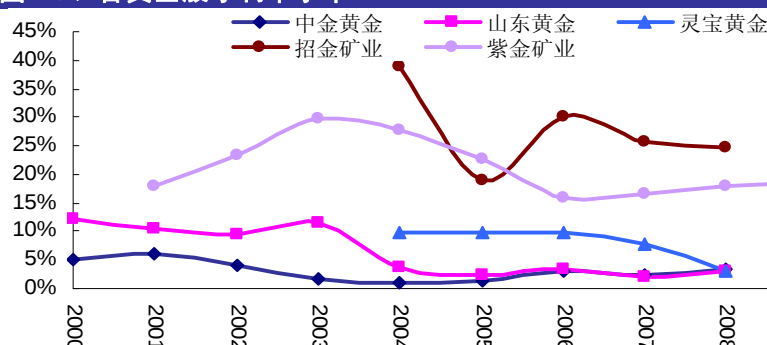
领先行业的净资产回报率

图 18、各黄金股净资产报酬率（ROE）



数据来源：Wind，联合证券研究所

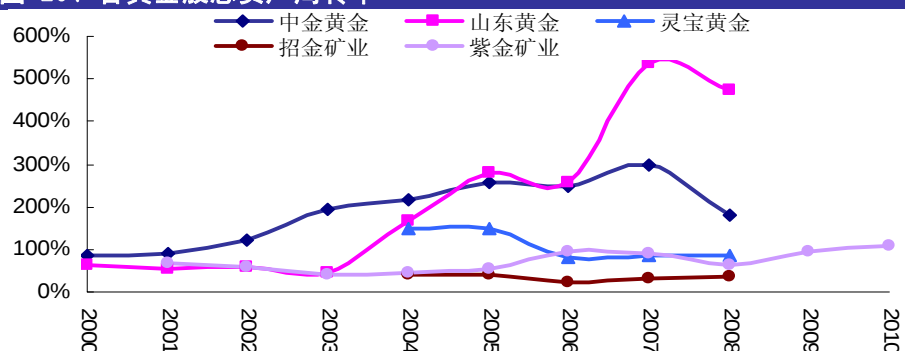
图 19、各黄金股净利率水平



数据来源: Wind, 联合证券研究所

处于快速扩张期影响总资产周转率

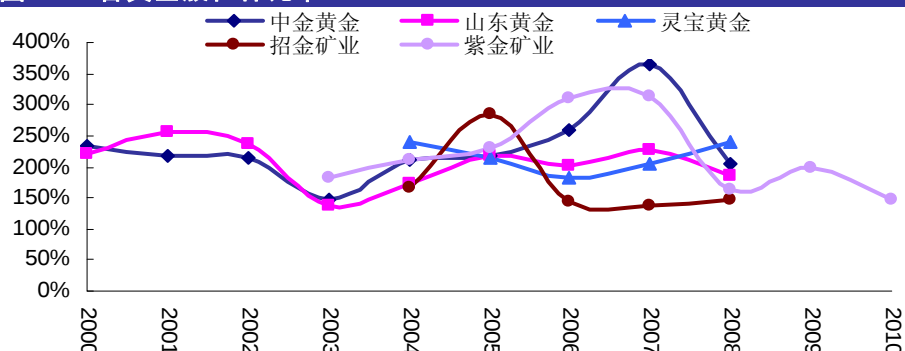
图 20、各黄金股总资产周转率



数据来源: Wind, 联合证券研究所

回归 A 股降低杠杆, 优化财务结构

图 21、各黄金股杠杆比率



数据来源: Wind, 联合证券研究所

持续高投资回报率

表 8、公司历次分红情况: 截至 2008 年

年度	转增前股份数量 (万股)	公积金转增股本	每股派息 (元)	完成时间	转增后股份数量 (万股)
2003	131,413.09	每 10 股转增 10 股	0.15	2004-6-25	262,826.18
2004	262,826.18	每 10 股转增 10 股	0.1	2005-6-23	525,652.36
2005	525,652.36	每 10 股转增 10 股	0.08	2006-6-16	1,051,304.73
2006	1,051,304.73	每 10 股转增 2.5 股	0.09	2007-5-17	1,314,130.91
	1,314,130.91	公开发行人民币普通股 140000 万股		2008-4-16	1,454,130.91
2007	1,454,130.91		A 股: 0.09 H 股: 0.09	2008-4-30 2008-7-21	1,454,130.91
2008	1,454,130.91		A 股: 0.10		1,454,130.91

数据来源: 公司公告数据, 联合证券研究所整理

估值讨论及投资分析

主要经营性假设

根据公司公告的各项建设计划，公司各产品产量将全面增长，主要来自自有矿山的扩建和收购矿山的开发，我们预计公司 2008-2011 年矿产金、铜精矿、锌精矿产量的复合增长率分别为 14.3%、21.3%和 47.3%。另外，由于大量项目将于 2011 年以后投产，我们预计，公司产量的快速增长仍将持续。

表 9、主要经营性假设

	单位	2009E	2010E	2011E
主要产品产量				
矿产金	千克	31200	37400	42500
冶炼黄金	千克	28800	28800	28800
精铜矿	吨	83500	92000	109481
电铜	吨	10006	20006	25000
锌精矿	吨	39657	42657	107657
锌锭	吨	114205	150000	214205
主要产品价格				
黄金	元/克	200	180	160
电铜	元/吨	32000	38000	39600
锌锭	元/吨	12000	14000	15000

数据来源：联合证券研究所

盈利预测及敏感性

基于上述各项业务假设，我们预测公司 2009-2011 年每股收益分别为 0.27 元、0.33 元和 0.45 元。

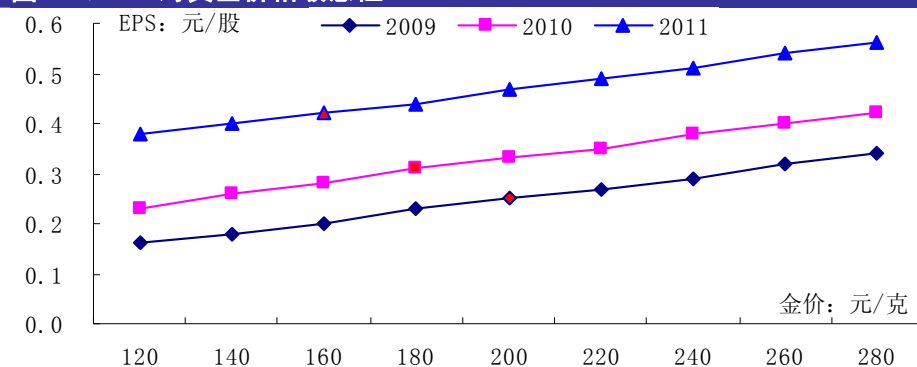
敏感性分析 1：黄金价格

$$2009: y=0.023x+0.136$$

$$2010: y=0.024x+0.211$$

$$2011: y=0.023x+0.354$$

图 22、EPS 对黄金价格敏感性



数据来源：联合证券研究所

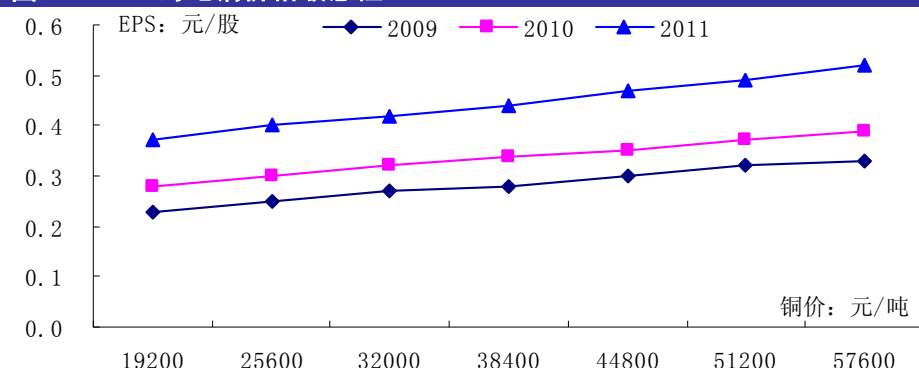
敏感性分析 2: 电铜价格

2009: $y=0.017x+0.216$

2010: $y=0.018x+0.264$

2011: $y=0.024x+0.347$

图 23、EPS 对电铜价格敏感性



数据来源：联合证券研究所

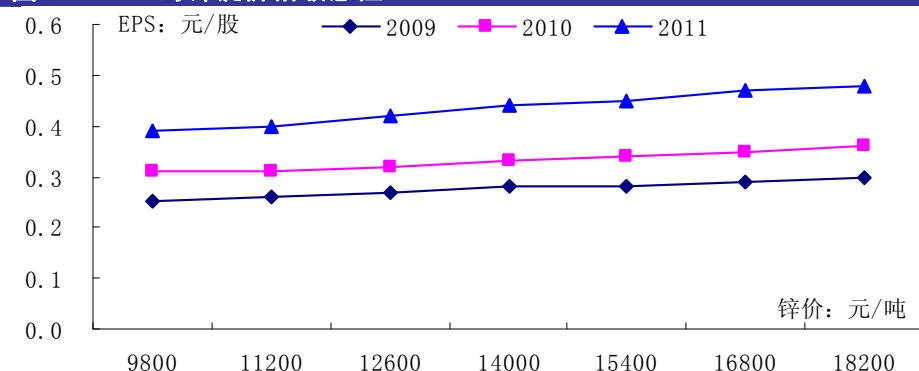
敏感性分析 3: 锌锭价格

2009: $y=0.008x+0.244$

2010: $y=0.009x+0.296$

2011: $y=0.016x+0.373$

图 24、EPS 对锌锭价格敏感性



数据来源：联合证券研究所

估值探讨

DCF 估值

DCF 估值：公司价值 12.36 元/股

我们首先采用两阶段 DCF 贴现模型对公司进行估值，第一阶段为 2009~2014 年，第二阶段为 2014 年以后。

主要假设：1、2009-2011 年产量及价格假设见表 10；2、随着公司在建项目的逐步完成并投产，现金流将实现稳定增长，预计 2011-2014 年 FCFF 复合增长率为 23%；3、2015 年以及后的永续增长率为 3%，WACC 为 8.33%。

我们得到公司的内在价值为 **12.36 元/股**。

PB+资源估值

PB+ 资源估值：14.41 元/股。

我们采用两阶段贴现现金流法估算公司主要黄金、铜、锌资源价值（权益），第一阶段为 2009~2014 年，第二阶段为 2015~2033 年。资源价值估算为：**13.07 元/股**。

基本假设：1、2009-2011 年产量假设见表 10，长期价格假设为：黄金 110

元/克，电解铜 44000 元/吨，锌锭 16500 元/吨；2、各项目进度按照公司招股说明书中披露的进度进行，另外随着公司扩张和探矿工作效果的逐步显现，公司 2011 年后仍将有新建项目陆续开展，需要一定的资本支出，假设仍需投入 3 亿元，分 3 年投入，其中 65% 来自银行贷款，贷款期限 3 年，年利率 5.31%；2、WACC 同样取 8.33%，2015 年以后永续增长率为 2%。

冶炼业务价值：1.34 元/股。根据 2009 年一季报，公司每股净资产为 0.89 元（剔除矿山资产部分，最新摊薄），按照 1.5 倍 P/B，公司冶炼部分价值约为 1.34 元/股。

从 PE 的角度

与市场普遍观点不同的是，我们认为贵贱金属价格的对冲作用保障了紫金矿业的经营业绩稳定性。公司价值的增长受多个因素共同驱动，成长性更优于一般零售类和景区类等弱周期类公司。同时考虑到现阶段货币贬值和通胀预期的正向刺激，我们认为紫金矿业的 PE 应明显高于单一金属和多金属综合类公司，甚至超越典型的弱周期类公司。

04-08 年间，零售行业平均市盈率水平相对整个 A 股的市盈率水平溢价 138%；同期景区类上市公司平均 PE 水平相对整个 A 股的市盈率水平溢价 154.5%。而根据目前的市场统计数据，基于 2010 年业绩全部 A 股市盈率的预测值约为 20 倍。

表 10、2004-08 零售、景区类公司相对 A 股市盈率溢价水平

	2004-2005 平均	2006-2008 平均	2004-2008 平均
零售类公司 PE	250.8%	63.5%	138.0%
景区类公司 PE	168.9%	144.5%	154.5%
平均 PE	209.8%	104.0%	146.2%

数据来源：Wind，联合证券研究所整理

投资分析

矛盾盾坚，公司进攻性和防御性兼具

紫金矿业是有色行业内的另类，在排除产量增长的经营业绩模拟测试中，我们发现，其业绩增长更接近于一个弱周期的消费类公司。但显然，其历史的和显性预测期内的增长率，比一般的消费类公司明显更具吸引。

以强周期产品黄金、铜、锌为主营的公司，业绩何以不受价格剧烈波动的干扰？根据我们研究，贵贱金属之间相对于宏观经济，存在着明显的对冲关系。而公司上述品种的产量配比，已足以令这种对冲体现出有效性。

对冲的代价是业绩弹性，公司却有望左右逢源。乐观经济背景下选择单纯贱金属，反之选择单纯贵金属，弹性均大于紫金矿业。但是，不明朗的经济前景赋予其独特投资魅力，而同时货币贬值和流动性也将构成正向刺激。

丰富资源、领先技术、最低成本等公司核心竞争力，基本是市场共识。我们想强调的是，其技术、成本、现金等的显著优势，令经营模式的复制比同行更为流畅。复制的结果是量增，而量增则是公司实质上的增长引擎。

现有资源控制量足以保障显性预测期的高速增长，预测公司 09-11 年每股收

益分别为 0.27、0.33 和 0.45 元。而未来或有的，于并购、整合方面的斩获将成为超预期的因素，而公司充足的现金有望加大成功的砝码。

DCF 方式估价 12.36 元/股，PB+资源方式估价 14.41 元/股。我们认为 12.36-14.41 元/股是其的合理价值区间。而从 PE 角度看，公司应明显高于单一金属和多金属类公司，甚至超越典型的弱周期类公司。

首次评级“增持”。

风险提示

- 1、来自美元走势对金属价格的影响；
- 2、公司在建项目进度存在一定不确定性；
- 3、模型未考虑矿山开采成本长期上升趋势的影响。

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	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	8052	4919	5125	11657	营业收入	16984	19309	21678	25573
现金	5039	1000	1123	6973	营业成本	10327	11172	11897	13293
应收账款	322	354	409	479	营业税金及附加	239	232	238	256
其他应收款	383	579	542	665	营业费用	317	309	336	384
预付账款	324	1095	1071	1196	管理费用	1001	996	1062	1228
存货	1594	1525	1601	1885	财务费用	98	262	276	91
其他流动资产	390	365	380	459	资产减值损失	326	0	0	0
非流动资产	18166	20492	22591	23817	公允价值变动收益	-37	0	0	0
长期投资	1727	1470	1659	1619	投资净收益	151	50	100	150
固定资产	5611	7685	8939	9391	营业利润	4791	6388	7968	10473
无形资产	4112	5021	5925	6838	营业外收入	57	48	52	50
其他非流动资产	6716	6316	6069	5969	营业外支出	314	200	200	200
资产总计	26218	25411	27716	35474	利润总额	4533	6235	7821	10323
流动负债	5659	9033	4963	4356	所得税	639	1247	1564	2065
短期借款	2354	5906	1719	1000	净利润	3894	4988	6256	8258
应付账款	728	717	787	890	少数股东损益	828	1122	1408	1755
其他流动负债	2577	2410	2457	2466	归属母公司净利润	3066	3866	4849	6503
非流动负债	1379	1216	1334	1441	EBITDA	5590	7417	9254	11744
长期借款	969	969	1074	1179	EPS (元)	0.21	0.27	0.33	0.45
其他非流动负债	410	247	260	262					
负债合计	7038	10249	6298	5797	主要财务比率				
少数股东权益	3045	4167	5575	7330	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	1454	1454	1454	1454	成长能力				
资本公积	9118	156	156	156	营业收入	11.3%	13.7%	12.3%	18.0%
留存收益	5665	9385	14234	20738	营业利润	3.3%	33.3%	24.7%	31.4%
归属母公司股东权益	16134	10995	15844	22347	归属于母公司净利润	20.3%	26.1%	25.4%	34.1%
负债和股东权益	26218	25411	27716	35474	获利能力				
					毛利率(%)	39.2%	42.1%	45.1%	48.0%
					净利率(%)	18.1%	20.0%	22.4%	25.4%
					ROE(%)	19.0%	35.2%	30.6%	29.1%
					ROIC(%)	31.0%	30.0%	33.2%	38.7%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	26.8%	40.3%	22.7%	16.3%
					净负债比率(%)	50.12%	67.08%	44.36%	37.60%
					流动比率	1.42	0.54	1.03	2.68
					速动比率	1.14	0.38	0.71	2.24
					营运能力				
					总资产周转率	0.79	0.75	0.82	0.81
					应收账款周转率	55	57	57	58
					应付账款周转率	15.67	15.46	15.81	15.85
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.21	0.27	0.33	0.45
					每股经营现金流(最新摊薄)	2.77	3.80	5.09	5.95
					每股净资产(最新摊薄)	1.11	0.76	1.09	1.54
					估值比率				
					P/E	44.82	35.55	28.34	21.13
					P/B	8.52	12.50	8.67	6.15
					EV/EBITDA	24	18	14	11

数据来源: 联合证券研究所.

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3870 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhzq.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“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。

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 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经授权，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，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。