



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

2009年8月10日

有色金属

研究部

卢杨

分析师

luyang@cicc.com.cn

罗伟

分析师

luowei@cicc.com.cn

维持审慎推荐

紫金矿业(601899.CH/2899.HK)

成本控制、产量增长推动公司业绩稳步增长

主要财务信息

(人民币百万元)	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	10,778	15,257	16,984	20,029	22,345
(+/-%)		42%	11%	18%	12%
主营业务利润	4,080	5,832	6,418	6,619	7,560
(+/-%)		43%	10%	3%	14%
净利润	1,679	2,548	3,066	3,739	4,222
(+/-%)		52%	20%	22%	13%
每股收益(元)	0.12	0.18	0.21	0.26	0.29
(+/-%)		52%	20%	22%	13%
每股经营现金流(元)	0.16	0.30	0.28	0.42	0.46
市盈率(倍)	90.4	59.5	49.5	40.6	35.9
市净率(倍)	41.5	28.4	9.4	8.4	8.3
股价/经营现金流	63.4	34.2	37.7	24.8	22.5
EV/EBITDA (倍)	48.2	27.7	26.9	22.6	19.4
净资产收益率(%)	45.9%	47.7%	19.0%	20.8%	23.1%
投入资本回报率(%)	34.1%	36.0%	21.5%	23.0%	24.6%
股息收益率(%)	0.6%	0.0%	1.0%	1.2%	1.4%

股票信息

	H股(港币)	A股(元)
股票代码	2899.HK	601899.CH
当前股价	7.29	10.43
目标价	9.50	
日成交量(百万股)	31.17	229.63
52周最高价/最低价	8/1.39	12.29/2.97
发行股数(百万股)	4,005.44	10,535.87
其中：流通股(百万股)	4,005.44	6,324.97
主要股东(持股比例)	闽西杭国有资产投资有限公司(28.96%)	

最近估值走势

	1周变化	1个月变化	3个月变化	年初至今变化
[601899.CH]	(6.12)	(4.22)	19.34	117.29
[上证A指]	(4.44)	4.40	24.18	79.04
[中金有色金属指数]	(5.54)	18.72	42.78	197.29

过去一年股价表现



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

8/9/2009 09年上半年业绩报告

上半年业绩符合预期：

紫金矿业公布的中报显示，上半年实现营业收入 96.3 亿元，同比增长 13.7%；归属母公司净利润 19.3 亿元，折合每股收益 0.13 元，同比增长 10.9%，与我们的预期吻合。

正面：

- **成本费用控制得当：**公司的一系列降成本措施成效显著，矿产金、矿产铜、矿产锌等的单位销售成本同比都出现了不同程度的下降。
- **铜矿业务增长大幅超出预期：**上半年公司实现铜精矿产量 3.28 万吨，同比增速高达 71%，大幅超出我们先前 35% 的增速预期。

负面：

- **投资收益大幅减少：**上半年由于套期保值带来的期货损失达到 5063 万元，较去年同期盈利 6115 万元减少。

发展趋势：

下半年黄金价格还将在高位运行，基本金属也将在经济复苏的带动下不断上涨，加之去年下半年的低基数效应，公司下半年业绩将呈现快速同比加速增长势头。

盈利预测调整：

由于公司成本费用控制得当加上铜矿业务发展快于预期，我们相应上调公司 2009、2010 年的业绩预测，将 2009 年的净利润由 31.3 亿元上调至 37.4 亿元、2010 年由 35.1 亿元上调至 42.2 亿元，折合每股收益分别为 0.26 元、0.29 元。

估值与建议：

A 股方面，上调之后每股盈利对应 2009、2010 年的动态 PE 分别为 41 倍、36 倍，为黄金公司的最低端；H 股方面，09、10 年的市盈率分别为 25 倍、21 倍，处于历史中值附近，我们维持对公司审慎推荐的评级和 9.5 港币的目标价。

风险提示：

大宗商品价格大幅调整。

图表 1：紫金矿业 2009 年中期业绩分析

(百万元)	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1Q09	2Q09	QoQ	YoY	1H08	1H09	YoY%	中金点评
主营业务收入	3,580	4,738	4,610	3,908	4,954	4,675	-5.6%	-1.3%	8,466	9,630	13.7%	产品销售数量增加
主营业务成本	2,114	2,712	2,884	2,503	3,559	2,853	-19.8%	5.2%	4,939	6,411	29.8%	产品销售数量增加以及毛利较低的加工金业务大幅增加所致
主营业务利润	1,467	2,027	1,726	1,404	1,395	1,823	30.6%	-10.1%	3,493	3,218	-7.9%	
营业税金及附加	39	67	70	64	47	60	26.9%	-10.3%	106	108	1.6%	
营业费用	42	89	96	90	57	101	77.3%	13.8%	131	158	20.7%	
管理费用	165	256	234	345	171	217	26.3%	-15.5%	421	388	-8.0%	
财务费用	68	2	(1)	30	12	3	-76.5%	78.9%	69	15	-78.0%	长期贷款减少使得利息支出减少所致
资产减值损失	(0)	0	0	326	(3)	3	n.m.	2297.1%	0	0	n.m.	
其他经营收益	18	37	16	43	76	(55)	-172.7%	-247.6%	55	21	-62.5%	产品套期保值需要所做的期货损失所致
营业利润	1,171	1,650	1,342	593	1,186	1,384	16.7%	-16.1%	2,821	2,570	-8.9%	
营业外收支净额	(41)	(28)	(49)	(139)	(24)	50	-303.8%	-277.2%	(69)	25	-136.6%	处置贵州务川铝土矿的探矿权所致
利润总额	1,129	1,622	1,293	455	1,162	1,434	23.5%	-11.6%	2,752	2,595	-5.7%	
净利润	906	1,310	1,052	626	969	1,152	18.9%	-12.0%	2,216	2,121	-4.3%	
少数股东损益	149	324	220	134	57	132	132.5%	-59.3%	473	189	-60.2%	铜锌产品利润下降导致子公司利润下降所致
归属母公司净利润	757	986	832	491	912	1,020	11.8%	3.5%	1,742	1,933	10.9%	
每股收益(元)	0.052	0.068	0.057	0.034	0.063	0.070	11.8%	3.5%	0.120	0.133	10.9%	
毛利率	41.0%	42.8%	37.4%	35.9%	28.2%	39.0%	10.8%	-3.8%	41.7%	33.4%	-8.2%	
营业利润率	32.7%	34.8%	29.1%	15.2%	23.9%	29.6%	5.7%	-5.2%	33.3%	26.7%	-6.6%	
净利率	25.3%	27.6%	22.8%	16.0%	19.6%	24.6%	5.1%	-3.0%	26.2%	22.0%	-4.1%	
营业费用率	1.2%	1.9%	2.1%	2.3%	1.2%	2.2%	1.0%	0.3%	1.5%	1.6%	0.1%	
管理费用率	4.6%	5.4%	5.1%	8.8%	3.5%	4.6%	1.2%	-0.8%	5.0%	4.0%	-0.9%	
财务费用率	1.9%	0.0%	0.0%	0.8%	0.2%	0.1%	-0.2%	0.0%	0.8%	0.2%	-0.7%	
有效税率	19.8%	20.9%	18.6%	-37.6%	16.6%	19.7%	3.1%	-1.3%	20.5%	18.3%	-2.2%	

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2：成本控制得当降低单位销售成本

单位销售成本	1Q08	1Q09	YoY %	1H08	1H09	YoY %
矿产金(元/克)	54.4	54.5	0.3%	63.0	57.4	-8.9%
矿产金精矿(元/克)	83.7	82.0	-2.0%	57.4	83.3	45.1%
加工金(元/克)	209.4	199.9	-4.6%	203.6	201.4	-1.1%
铜精矿(元/吨)	12,483	9,311	-25.4%	11,989	9,153	-23.7%
阴极铜(元/吨)	13,904	16,506	18.7%	13,959	15,449	10.7%
锌(元/吨)	15,661	8,398	-46.4%	13,407	8,581	-36.0%
锌精矿(元/吨)	3,145	2,407	-23.5%	4,920	2,481	-49.6%
铁精矿(元/吨)	258	169	-34.3%	208	173	-16.8%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3：产量大幅增长抵消价格下跌对业绩的冲击

产品销量	1Q08	1Q09	YoY %	1H08	1H09	YoY %
矿产金(千克)	5,055	6,886	36.2%	11,798	13,224	12.1%
矿产金精矿(千克)	694	1,027	48.1%	1,498	2,780	85.6%
加工金(千克)	5,298	12,999	145.4%	12,624	21,576	70.9%
铜精矿(吨)	8,839	14,517	64.2%	20,622	32,737	58.7%
阴极铜(吨)	1,960	2,201	12.3%	3,849	5,527	43.6%
锌(吨)	26,436	21,509	-18.6%	49,879	47,700	-4.4%
锌精矿(吨)	8,234	4,728	-42.6%	16,874	15,066	-10.7%
铁精矿(吨)	17,810	71,142	299.5%	370,945	421,029	13.5%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4：上调紫金矿业 09、10 年盈利预测

		2009E	2010E
主营业务收入	调整前	19,893	21,838
(百万元)	调整后	20,029	22,345
	(+/-)	0.7%	2.3%
归属母公司净利润	调整前	3,134	3,507
(百万元)	调整后	3,739	4,222
	(+/-)	19.3%	20.4%
摊薄每股收益	调整前	0.22	0.24
(人民币元)	调整后	0.26	0.29
	(+/-)	19.3%	20.4%

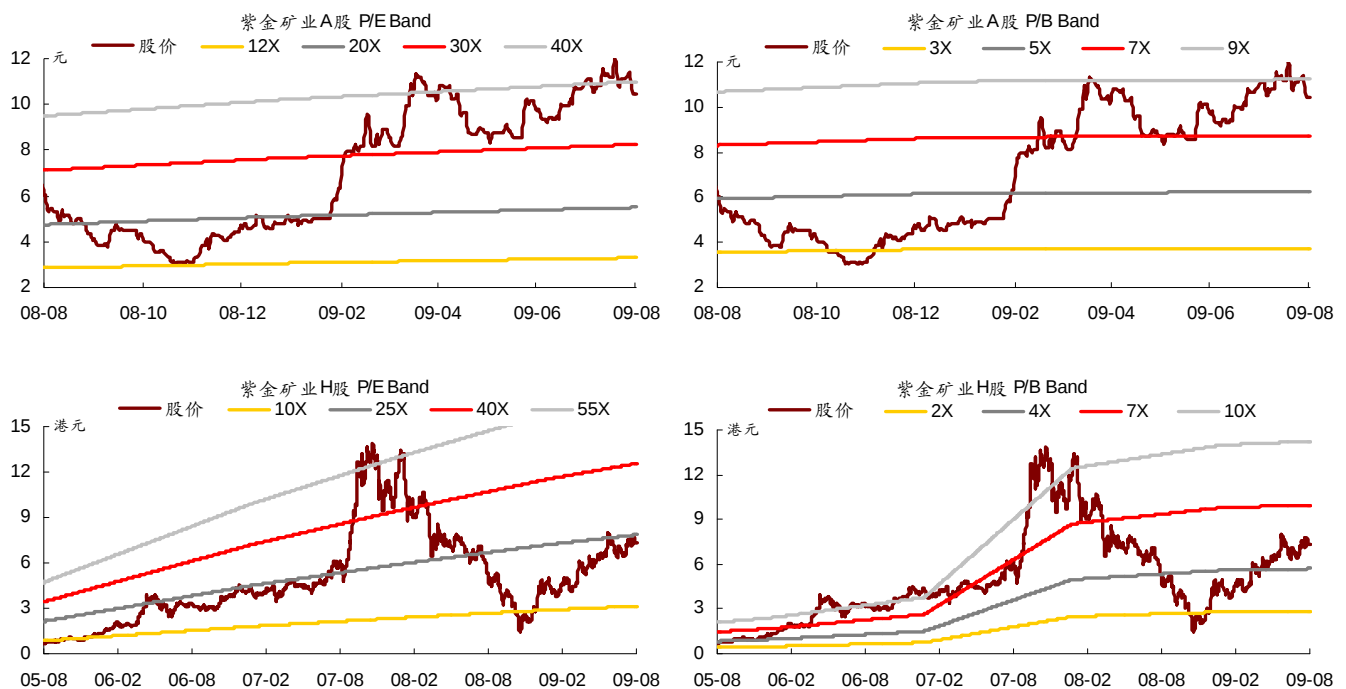
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表 5: 可比公司估值

公司名称	股票代码	货币单位	市值 (百万美元)	股价 2009-8-9	市盈率 2008 2009E 2010E	EV/EBITDA 2008 2009E 2010E	市净率 2008 2009E 2010E	股息收益率 2008 2009E 2010E	Net debt/ Equity
中国市场									
紫金矿业	601899 CH	人民币	19,855	10.43	49.5 40.9 36.2	24.5 20.8 17.9	9.4 8.4 8.3	1.0% 1.2% 1.4%	-7.8%
中金黄金	600489 CH	人民币	7,024	60.69	100.2 141.2 95.9	41.1 44.0 33.5	12.2 11.6 10.8	0.4% 0.3% 0.4%	14.7%
山东黄金	600547 CH	人民币	6,133	58.88	65.8 47.9 37.8	34.2 27.1 22.1	18.5 18.5 14.1	0.5% 0.4% 0.5%	28.5%
平均值					71.8 76.6 56.6	33.3 30.6 24.5	13.4 12.8 11.1	0.6% 0.6% 0.8%	11.8%
中值					65.8 47.9 37.8	34.2 27.1 22.1	12.2 11.6 10.8	0.5% 0.4% 0.5%	14.7%
中国香港市场									
紫金矿业	2899 HK	港币	19,855	7.29	30.5 25.2 22.3	24.5 20.8 17.9	5.8 5.2 5.1	1.6% 2.0% 2.2%	-7.8%
招金矿业	1818 HK	港币	2,306	12.26	29.2 23.6 22.2	14.9 13.2 12.5	3.9 3.4 3.1	1.5% 1.6% 1.6%	-8.4%
澳华黄金	1862 HK	港币	1,361	35.05	n.a. 24.8 17.1	37.3 13.0 9.7	2.0 1.9 1.7	0.0% 0.0% 0.1%	22.3%
瑞金矿业	246 HK	港币	608	7.14	13.3 14.6 10.2	21.7 6.9 5.1	5.6 3.1 2.2	0.0% 0.0% 0.0%	-8.3%
灵宝黄金	3330 HK	港币	288	2.88	18.1 9.0 8.4	8.8 6.8 6.0	1.1 1.0 0.9	0.0% 3.8% 4.1%	69.2%
平均值					22.8 19.4 16.1	21.4 12.1 10.2	3.7 2.9 2.6	0.6% 1.5% 1.6%	13.4%
中值					23.7 23.6 17.1	21.7 13.0 9.7	3.9 3.1 2.2	0.0% 1.6% 1.6%	-7.8%
国际公司									
Barrick Gold	ABX US	美元	30,369	34.77	38.6 19.0 16.5	10.8 9.9 8.9	1.9 1.8 1.7	1.2% 1.2% 1.2%	20.2%
Goldcorp	GG US	美元	27,473	37.25	19.8 17.9 14.0	10.9 9.0 7.6	1.9 1.9 1.7	1.1% 1.1% 1.1%	-1.8%
Newmont Mining	NEM US	美元	20,355	41.54	22.1 19.1 15.8	9.8 13.2 11.1	2.7 5.0 4.2	1.0% 0.3% 2.1%	36.5%
Kinross Gold	KGC US	美元	13,881	19.98	9.7 29.8 20.8	13.4 11.7 9.1	1.0 0.9 0.9	0.9% 0.9% 0.9%	8.8%
AngloGold Ashanti	AU US	美元	13,182	37.21	n.a. 51.2 16.8	35.0 52.1 18.5	5.4 2.2 2.0	0.3% 0.5% 0.5%	20.5%
Newcrest	NCM AU	澳元	12,241	30.25	n.a. 48.0 37.1	23.4 13.7 12.6	3.9 3.7 3.4	0.3% 0.3% 0.3%	9.0%
Agnico-Eagle	AEM US	美元	9,125	58.51	188.7 58.6 46.6	9.1 9.5 7.3	7.8 6.4 5.6	0.2% 0.2% 0.2%	2.4%
IAM Gold	IAG US	美元	4,350	11.86	n.a. 27.1 23.4	12.1 10.6 10.1	2.1 1.8 1.7	0.5% 0.5% 0.5%	-2.2%
平均值					55.8 33.8 23.9	15.6 16.2 10.7	3.3 3.0 2.6	0.7% 0.6% 0.8%	11.7%
中值					22.1 28.5 18.8	11.5 11.1 9.6	2.4 2.1 1.8	0.7% 0.5% 0.7%	8.9%

资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

图表 6: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



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准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述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提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的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翻版、复制、刊登、发表或引用。