

投资要点：

- ✧ **紫金矿业：以金铜为主的综合资源龙头。**紫金矿业黄金产量居世界第10位，也是中国矿产金产量最大的企业，2008年黄金产量为57.318吨，占全国黄金产量的11.31%；除了黄金外，公司还是国内主要的铜矿和锌矿生产企业，公司2008年铜精矿产量6.14万吨，仅次于江西铜业，排名国内第二；锌精矿产量11.23万吨，排名国内第三。
- ✧ **资源储量无以伦比。**紫金矿业2008年黄金金属储量701.5吨，居第一位，高出第二位的中金黄金1.15倍，是中金黄金、招金矿业和灵宝黄金储量的总和。铜矿资源储量964万吨，仅次于江西铜业居国内第二，远远高于云南铜业和铜陵有色。
- ✧ **业绩稳定增长。**公司历年来的业绩波动较小，2005年以来一直保持2位数以上的利润增长幅度，即便是在金融危机背景下的2008年和2009年中期，利润增幅也分别达到了20.32%和10.92%；而同期中金黄金的利润增幅分别是14.81%、-46.16%，山东黄金的利润增幅分别是72.46%、-2.06%，波动幅度都远大于紫金矿业。
- ✧ **调高至推荐，中长期投资机会成熟。**紫金矿业静态PE仅有38.46倍，明显低于黄金历史均值，2009年动态PE为28倍，无论是比较估值还是自身估值水平看都是处于低估状态。基于公司盈利保持稳定增长，且公司资源资产优质，而近期股价回落后估值已回归中枢之下，我们调高其评级至推荐，6个月目标价10.5元。公司已经具备中较好的长期投资价值，建议逢低介入。

刘卓平

电话：0769-22119410

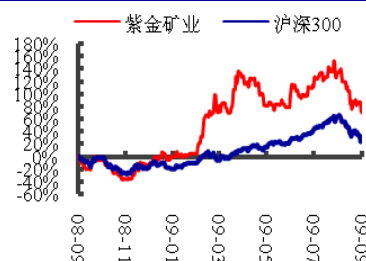
邮箱：lzp3@dgzq.com.cn

2009年9月3日

主要数据 2009年9月2日

收盘价(元)	8.05
总股本(万股)	1454131
流通 A 股股本(万股)	632497
12 月最高价(元)	12.29
12 月最低价(元)	2.97

股价走势



资料来源：东莞证券研发中心，Wind 资讯

公司主要财务指标预测表

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	16,983.76	19,361.49	21,684.87	23,853.36
同比%	12.87	14.00	12.00	10.00
归属母公司净利润(百万元)	3,066.20	4,205.65	5,153.71	6,239.01
同比%	13.26	37.16	22.54	21.06
毛利率%	39.20	38.00	42.00	45.00
ROE%	15.90	18.13	18.40	18.45
每股收益(元)	0.21	0.29	0.35	0.43
每股净资产(元)	1.11	1.18	1.25	1.45
市盈率(倍)	38.18	27.83	22.71	18.76
市净率(倍)	7.25	6.82	6.44	5.55

资料来源：东莞证券研发中心，Wind 资讯

相关报告

紫金矿业 2008 年年报点评：业绩虽好，估值偏高

2009 年 3 月 25 日

紫金矿业 2009 年中报点评：业绩增长 10.92%，好于预期

2009 年 8 月 10 日

目 录

1. 紫金矿业——以金铜为主的综合资源龙头.....	4
2. 资源储量无以伦比	5
2.1 增储能力领跑国内	5
2.2 绝对储量大幅高于国内同类矿业公司.....	7
2.3 主要矿山介绍	7
3. 产量稳定增长	9
3.1 历史产量快速增长	9
3.2 后续增产仍有持续潜力	10
4. 盈利分析：稳健成长的资源类公司	12
4.1 综合金、铜锌铁资源开发烫平金属周期.....	12
4.2 业绩贡献：黄金占半壁江山	13
5. 行业分析：看好金、铜	14
5.1 黄金：基本面依然向好	14
5.2 铜：金属复苏的领头羊	15
6. 盈利预测	17
7. 估值与投资建议	18
7.1 相对估值——PE、PB 估值	18
7.2 投资建议：中长期投资机会成熟	19

插图目录

图 1：紫金矿业主要子公司、合营公司、联营公司框架图.....	5
图 2：紫金矿业资源版图	6
图 3：紫金矿业近年来黄金储量情况	6
图 4：紫金矿业近年来铜矿储量情况	6
图 5：黄金矿业公司黄金储量比较（2008	7
图 6：国内铜矿业公司铜储量比较（2008	7
图 7：紫金矿业矿产金产量趋势	12
图 8：紫金矿业铜金属产量趋势	12
图 9：紫金矿业历年收入、利润增长情况	12
图 10：紫金矿业与中金黄金山东黄金业绩比较.....	12
图 11：紫金矿业 2009H1 收入构成	13
图 12：紫金矿业 2009H1 毛利构成	13
图 13：矿产金毛利率较为稳定	14
图 14：铜锌铁毛利率波动相对较大	14
图 15：SPDR Gold Shares 持仓量	14
图 16：金价与美元指数的负相关性	14
图 17：COMEX 金价走势	15
图 18：SHFE 金价走势	15
图 19：全球铜消费和中国铜消费增长情况.....	16
图 20：中国铜占全球消费比重不断提高.....	16
图 21：我国月度进口铜量情况	16
图 22：我国铜产量情况	16
图 23：LME 铜价与库存	16

图 24：SHFE 铜价与库存	16
-----------------------	----

表格目录

表 1：紫金矿业 2008 年资源储量情况	4
表 2：紫金矿业部分矿山资源情况	8
表 3：公司近年来主要产品产量统计	10
表 4：公司 A 股上市募投项目情况（截至 2009H1）	11
表 5：盈利预测参数假设	17
表 6：公司利润预测表	17
表 7：PE、PB 估值比较	18

1. 紫金矿业——以金铜为主的综合资源龙头

紫金矿业主要从事以黄金为主导产业的矿产资源的勘探、采矿、选矿、冶炼及矿产品销售，黄金产量居世界第 10 位，也是中国矿产金产量最大的企业，2008 年黄金产量为 57.318 吨，同比增长 9.61%，占全国黄金产量的 11.31%；其中矿产金 28.48 吨，占比 10.5%。公司黄金收入占主营收入的 63.31%，净利润占 62.66%，黄金业务是公司的主要盈利贡献点。其中紫金山金矿是国内储量最大、采选规模最大、单体产量最高的黄金矿山，2008 年矿产金产量达 17.43 吨。

除了黄金外，公司还是国内主要的铜矿和锌矿生产企业，公司 2008 年铜精矿产量 6.14 万吨，仅次于江西铜业，排名国内第二；锌精矿产量 11.23 万吨，排名国内第三。公司下属的紫金山金铜矿铜金属储量 187.48 万吨，2008 年铜精矿产量 1 万吨；阿舍勒铜业铜精矿处理量仅次于德兴铜矿和冬瓜山铜矿，2008 年铜精矿产量 2.71 万吨；此外，公司还有德尔尼铜钴矿和多宝山铜矿，以及乌拉特后旗铅锌矿。

公司是矿山资源储量无以伦比。截止 2008 年底公司黄金储量 701.5 吨，与上年同比增长 9.9%，居国内第一；铜 964 万吨，比增 3%，居国内第二；钼 39 万吨，比增 25%；铅+锌 528 万吨，比增 42%；银 1700 吨，比增 150.7%；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。集团公司拥有探矿权 280 个，面积平 6732 方公里，比增 28.9%；采矿权 37 个，面积 102.99 平方公里，比增 98.6%。

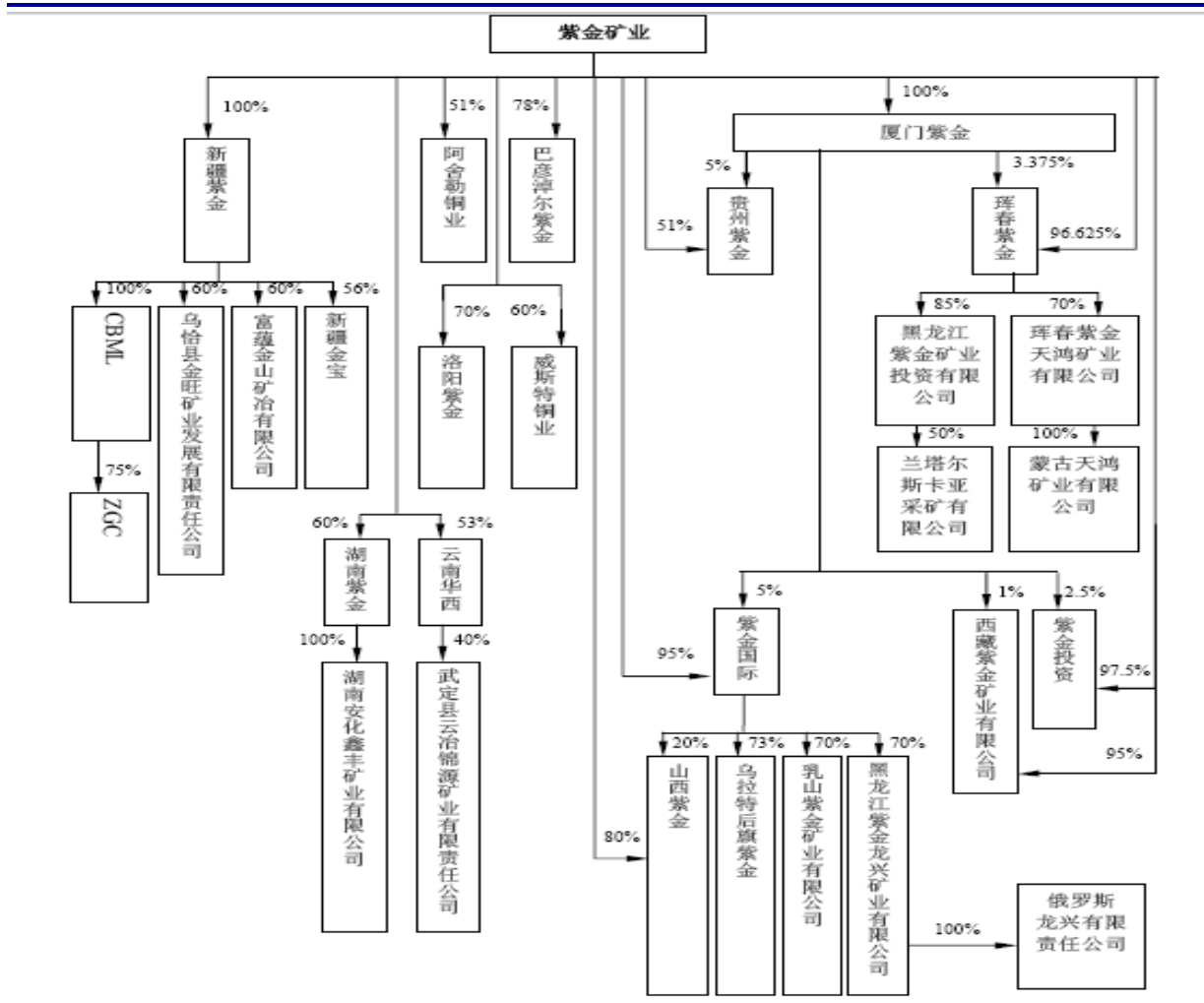
公司 2003 年 12 月在香港交易所公开发行人并上市 40054.4 万股 H 股，每股面值 0.1 元，成为首家境外上市的国内黄金生产企业；2004 年 12 月，公司被列入由英国金融时报及伦敦证券交易所共同设立的富时指数集团 FTSE 矿山指数（FTSE mineindex），这是中国第一家企业入选该指数。2006 年 3 月，公司被列入道琼斯中国海外 50 指数（Dow Jones Offshore 50 Index）。2008 年 4 月 25 日 A 股公开发行人并上市 140 亿股，每股面值 0.1 元。

表 1：紫金矿业 2008 年资源储量情况

矿种	储量	新增储量	矿种	储量	新增储量
黄金，吨	701.5	66.59	银，吨	1700	997
铜，万吨	964	32.54	钨，万吨	10	3.75
铅、锌，万吨	528	96.96	锡，万吨	10	
钼，万吨	39	7.8	镍，万吨	66.75	
铁矿石，亿吨	3.03	0.1346	铝土矿，万吨	4397	
铂、钯，万吨	151	-	煤，亿吨	3	

资料来源：东莞证券研发中心，公司公告

图 1：紫金矿业主要子公司、合营公司、联营公司框架图



资料来源：东莞证券研发中心，公司招股说明书

2. 资源储量无以伦比

2.1 增储能力领跑国内

作为资源类矿业公司，拥有资源无疑具有长期的战略意义。增加黄金储量和矿产金产量是公司未来工作重心，紫金矿业利用 H 股和 A 股上市募集资金不断加大勘探和收储力度，并且采用先进技术加大对矿山中深部和外围矿区的补充勘探力度，近年来公司在资源扩充方面收获很大。早前公司资源主要集中在福建省，而后不断向省外扩张，先后在内蒙古、吉林、青海、新疆、黑龙江、西藏等地获得优质矿山；并积极向海外扩张，在塔吉克斯坦、越南、缅甸等均有斩获。

2008 年公司投入地勘费 3.18 亿元，占当年销售收入的 1.87%，报告期内完成了对青海威斯特公司（德尔尼铜矿）、洛宁华泰公司（陆院沟金矿）、福建紫金铜业公司等 100% 股权收购，同时增持了香格里拉华西、香港金宝公司（缅甸镍矿）的股份；通过股权置换方式控股甘肃亚特公司（礼县杜家沟金矿）、福建环闽公司（连城姑田铜钼矿）。

截止 2008 年底公司黄金储量 701.5 吨，与上年同比增长 9.9%，居国内第一；铜 964 万吨，比增 3%，居国内第二；钼 39 万吨，比增 25%；铅+锌 528 万吨，比增 42%；银 1700 吨，比增 150.7%；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。集团公司拥有探矿权 280 个，面积 6732 平方公里，比增 28.9%；采矿权 37 个，面积 102.99 平方公里，比增 98.6%。

图 2：紫金矿业资源版图



资料来源：东莞证券研发中心，公司网站

具体矿种看，公司黄金储量增幅迅速。2003 年公司黄金储量仅为 235 吨，2008 年就增长到 701.5 吨，5 年时间增加了近 2 倍，年均增长率为 25%，公司年均新增储量远远大于年消耗量。公司多年来稳居国内黄金储量第一的位置。

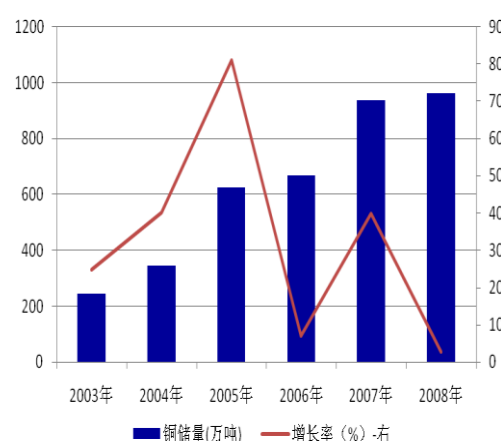
公司铜资源储量增幅也很快，2003 年公司铜矿储量仅为 246 万吨，2008 年就增长到 964 万吨，5 年时间增加了近 3 倍，年均增长率为 34%。近年来公司先后获得了青海德尔尼铜矿、西藏玉龙铜矿、黑龙江多宝山铜矿等质地优良的矿山资源，公司目前的铜储量居国内第二，仅次于江西铜业。

图 3：紫金矿业近年来黄金储量情况

图 4：紫金矿业近年来铜矿储量情况



资料来源：东莞证券研发中心，公司公告



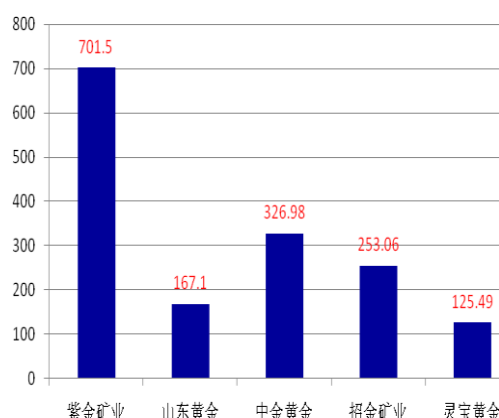
资料来源：东莞证券研发中心，公司公告

2.2 绝对储量大幅高于国内同类矿业公司

紫金矿业增储速度不但领跑国内同类公司，而且其资源绝对储量在国内也是居首的。国内具有矿产金的上市公司除了紫金矿业外，还有山东黄金、中金黄金（A股上市），招金矿业、灵宝黄金（H股上市）；紫金矿业2008年黄金金属储量701.5吨，居第一位，高出第二位的中金黄金1.15倍，是中金黄金、招金矿业和灵宝黄金储量的总和。

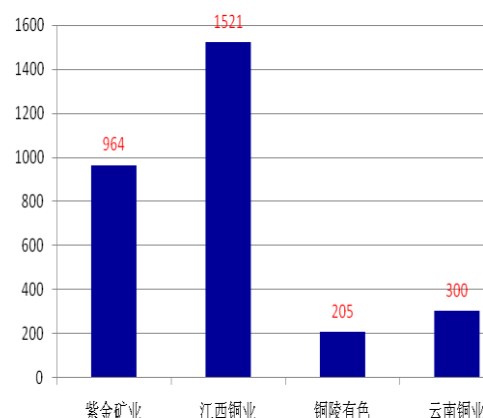
不仅黄金储量雄踞第一，其铜矿和锌矿资源储量也稳居国内前列。2008年公司铜矿资源储量964万吨，仅次于江西铜业居国内第二，远远高于云南铜业和铜陵有色。公司紫金山金铜矿储量是仅次于江西德兴铜矿的特大型综合矿山，铜金属储量187.48万吨，2008年铜精矿产量1万吨；阿舍勒铜业铜精矿处理量仅次于德兴铜矿和冬瓜山铜矿，2008年铜精矿产量2.71万吨。公司锌资源储量443万吨，居国内上市公司第三位，仅次于宏达股份和中金岭南。

图 5：黄金矿业公司黄金储量比较（2008）



资料来源：东莞证券研发中心，公司公告

图 6：国内铜矿业公司铜储量比较（2008）



资料来源：东莞证券研发中心，公司公告

2.3 主要矿山介绍

紫金矿业拥有国内外多处矿山，核心矿山储量、品位和产量均处于国内乃至世界前列。金矿山主要分布在紫金山金铜矿、水银铜金矿、珉春曙光、草地金矿等，海外塔吉克斯坦的两个金矿山储量也很丰富。铜矿主要在紫金山金铜矿、珉春曙光、阿舍勒铜锌矿、多宝山铜矿和德尔尼铜矿，公司持股22%的西藏玉龙铜矿储量国内第二，探

明储量达 650 万吨，远景储量达 1000 万吨。铅锌矿主要分布在乌拉特后旗锌矿，阿舍勒铜锌矿和德尔尼铜矿也有部分储量。

表 2：紫金矿业部分矿山资源情况

金矿	品位（克/吨）	金属量（吨）	2008 年产量（千克）
紫金山金铜矿（100%）	0.51	154.431	17428.43
水银铜金矿（56%）	7.12	60.757	2431
珙春曙光金铜矿（100%）	0.57	69.85	1785.54
山西义兴寨金矿	-	-	908.4
崇礼东坪金矿（60%）	4.32	38.408	1003
草地金矿（84.41%）	2.1	90.94	-
龙口金矿（90%）	6.67	30.23	-
信宜东坑金矿（100%）	2.57	5.361	-
塔吉克斯坦 Jilan 金矿	0.92	85.72	-
塔吉克斯坦 Taror 金矿	5.53	57.85	-
蒙古天鸿那林桃乐盖金	8.9	7.962	-
铜矿	品位（%）	金属量（万吨）	2008 年产量（吨）
紫金山金铜矿（100%）	0.43	187.48	10,006
阿舍勒铜锌矿（51%）	2.38	81.15	27,103
曙光金铜矿（100%）	0.2	24.9	5,170
德尔尼铜矿（60%）	1.21	52.22	15,047
多宝山铜矿（51%）	0.47	177.97	-
玉龙铜矿（22%）	-	600	-
锌矿	品位（%）	金属量（万吨）	2008 年产量（吨）
乌拉特后旗锌矿（73%）	2.23	139.94	101,437
阿舍勒铜锌矿（51%）	2.91	37.54	5,983
德尔尼铜矿（60%）	1.02	11.85	21,259

资料来源：东莞证券研发中心，公司公告

紫金山金铜矿

紫金山金铜矿位于福建省上杭县，是公司最早拥有的金矿山，为公司全资拥有。紫金山金铜矿是公司的核心矿山，是国内目前已开采金矿山中储量最大、采选规模最大、黄金产量最大的黄金单体矿山，已经成为世界级超大型金矿山。

紫金山金铜矿是一个上金下铜的特大型多金属矿床，2007 年保有黄金储量为 154.43 吨，平均地质品位 0.51 克/吨。自 1993 年上部金矿开发以来，经过多次技术改造，上部金矿体已成为一个特大型露天开采的黄金矿山。目前矿山开采成熟，年处理矿石能力为 4410 万吨/年，2005-2008 年该矿山矿产金产量分别为 11.489、13.503、15.893、17.428 吨，年均增速 15%。

除了金矿，紫金山矿山还是一个不错了铜矿山，主要分布在金矿下部，铜金属储量达 187.48 万吨，平均品位 0.43%。目前铜矿采选处理能力为 5000 吨/天，2008 年产铜精矿 1 万吨。2010 年铜矿过渡到露天开采，公司投入 15.21 亿元进行露天采矿建设，采选生产能力达到铜矿石 1 万吨/天，2011 年达产后铜矿采选能力提高到 2 万吨/天，年产铜精矿将超过 2 万吨。

珲春金铜矿

珲春金铜矿由珲春曙光拥有，位于吉林省珲春市，该矿 2007 年报有金金属量 69.85 吨，平均品位 0.57 克/吨；铜金属量 24.9 万吨，平均品位 0.2%。

目前矿石处理能力为 5500t/d，公司投资 4.615 亿元用于改扩建工程，2008 年下半年已经投产，预计 2009 年底达产，完成后矿石处理能力将提高至 15000t/d，年产矿产金 1,940.40 公斤，含铜金属量 7,524 吨；砂金 138.60 公斤。

阿舍勒铜锌矿

阿舍勒铜锌矿是公司铜矿产量最大的矿山，采矿权由阿舍勒铜业所有，公司拥有阿舍勒铜业 51% 的股权，该矿位于新疆阿尔泰地区哈巴河县，矿区距乌鲁木齐市 721 公里。阿舍勒铜锌矿属于火山喷发沉积的大型硫化矿，为铜锌共生矿物，2007 年的保有资源储量为：铜金属量 81.15 万吨，平均品位 2.38%，属于富矿；锌金属量为 37.54 万吨，平均品位 2.91%。

阿舍勒铜锌矿 2005 年开始投产，目前的设计矿石处理能力为 4000 吨/天，主要产品为铜精矿和锌精矿，生产能力为铜金属量 3 万吨，锌 1 万吨。2008 年铜精矿产量 2.71 万吨仅次于德兴铜矿和冬瓜山铜矿，为国内第三大铜矿单体矿山；锌产量 0.598 万吨。

乌拉特后旗锌矿

乌拉特后旗锌矿是目前公司锌金属储量和产量最大的锌矿山。乌拉特后旗锌矿位于内蒙古乌拉特后旗东升庙镇，采矿权由乌拉特后旗紫金拥有，公司全资子公司紫金国际目前从持有乌拉特后旗紫金 73% 股权。

乌拉特后旗锌矿是典型的喷气沉积变质型矿床，2007 年保有锌储量 139.94 万吨，平均品位 2.23%；铅金属量 32.19 万吨，品位 0.53%。该矿目前已形成 43 万吨/年的采选矿石规模，年生产能力为含锌 3 万吨，含铅 0.4 万吨。2008 年产锌量 2.13 万吨。

公司招股说明书中计划投入 4.95 亿元对乌拉特后旗三贵口铅锌矿进行技改，如果技改完成后将能新增锌资源量 200 万吨以上，新增锌产量 7 万吨/年。

3. 产量稳定增长

3.1 历史产量快速增长

公司 2000 年成立以来出现了三次高速增长时期，第一次是成立至 2003 年，公司开始了第一次资源扩张计划，收购国内若干矿山资源，为以后发展奠定基础；第二次是 2003-2007 年，公司利用 H 股上市募集资金，再次进行大规模的省外和国外资源扩张，使资产储量和产量有了快速增长，奠定了国内黄金行业老大地位；第三次是 2008 年 4 月成功 A 股上市，募集资金除了继续收购矿山资源外，还大力进行矿山改造和扩建，使金属产量继续快速增长。

公司近年来主要产品黄金、铜、锌等产量保持了快速增长态势，2005-2008 年间产量基本保持增长态势。黄金产量由 05 年度 20.96 吨增长至 08 年度 57.32 吨，增长率 173.5%；其中矿产金由 05 年的 16.08 吨增长至 08 年度 28.48 吨，增长率 77%。铜产量

由 05 年度 19869 吨增长至 08 年度 61409 吨，增长了 209%；锌产量在 06 年迅速提高，08 年产量较 06 年则增长 88%。

09 年上半年公司产量继续提升，黄金产量 38.166 吨，大幅增长 37.41%，其中矿产金 15.052 吨，同比增长 9.41%；冶炼金 21.65 吨，同比大幅增长 67.16%。铜产量大幅增长，产铜 38,165.73 吨，同比增长 59.06%。锌产量同比则下降 5.93%。

表 3：公司近年来主要产品产量统计

黄金（kg）	2005	2006	2007	2008	2009H
紫金山金铜矿	11489	13503	15893	17428.43	9714.89
水银铜金矿	2509	3244	2354	2431	1168.54
珙春曙光金铜矿	1010	1104	1422	1785.54	1242.53
山西义兴寨金矿				908.4	500
崇礼东坪金矿				1003	322.52
洛阳紫金银辉（冶炼金）	4881	27659	26051	26121	20000
其他矿山、冶炼金	1071	3701	6574	7641	3752.92
合计	20960	49211	52294	57318.37	36701.4
增长（%）	-	134.79%	6.26%	9.61%	37.41%
其中：矿产金产量（kg）	16079	20700	24830	28479	15052.3
增长（%）	-	28.74%	19.95%	14.70%	9.41%
铜（吨）	2005	2006	2007	2008	2009H
紫金山金铜矿	1166	6,781	8,032	10,006	5,283
阿舍勒铜锌矿	15115	30,018	28,495	27,103	15,008
曙光金铜矿	3588	3,169	4,027	5,170	4,013
德尔尼铜矿	-	-	5,000	15,047	11,513
其他矿山、冶炼企业			3,522	4,083	2,349
合计产量	19,869	39,968	49,076	61,409	38,166
增长（%）	-	101.16%	22.79%	25.13%	59.06%
锌（吨）	2005	2006	2007	2008	2009H
巴彦淖尔紫金（冶炼锌）		41,400	114,205	101,437	49,700
阿舍勒铜锌矿	528	9,439	9,803	5,983	3,598
乌拉特后旗锌矿		17,017	28,748	21,259	9,753
其他矿山	890	3,864	6,411	6,437	2,030
合计产量	1,418	71,720	159,167	135,116	65,081
增长（%）		4957.83%	121.93%	-15.11%	-5.93%
铁精矿（吨）	-	601,858	874,952	1,182,400	455,500
白银（kg）	-	-	-	70,002	55,690

资料来源：东莞证券研发中心，公司公告

3.2 后续增产仍有持续潜力

公司 2008 年 4 月募集资金除了收购若干矿山资源外，还加大对原有矿山的改扩建力度，保证产量保持稳定增长。

其中：预计投入 15.21 亿元进行紫金山金铜矿山联合露天开采项目，截止 2009 年中期已累计投入 11.05 亿元，完成进度的 89.02%，目前已形成产出，预计 2010 年将达产，达产后新增矿产金 3000 千克，铜精矿 2 万吨，2010 年下体铜矿采矿过渡到露天开采，处理能力由现有的 5000t/d 提高至 10000t/d，2011 年达到 20000t/d。

投入 4.615 亿元进行珙春紫金曙光金铜矿改扩建工程，该项目在 2008 年底完成投产但尚未达产，达产后矿山能力由原有的 5500t/d 提高至 15000t/d，将新增矿产金 1940 千克，铜精矿 7524 吨；预计 2009 年新增黄金产量 424.62 千克，铜精矿 1888.75 吨。

投入近 2 亿元进行日处理 200 吨难选冶金精矿冶炼提金工程，解决含砷金矿资源回收难题，增加回收率提升经营效益。

此外，公司还用自有资金进行多宝山铜矿山、德尔尼铜矿山等若干个矿山的开采项目，这些项目在 08 年陆续投产，09、10 年仍是逐渐投产期，将使产能产量继续释放。

表 4：公司 A 股上市募投项目情况（截至 2009H1）

项目名称	预计投资	项目进度	投产时间	备注
紫金山金铜矿联合露天开采项目	152104	89.02%	已部分投产，2010 年达产	达产后新增矿产金 3t 至 16t，新增阴极铜 2 万吨
珙春紫金曙光金铜矿改扩建工程	46150	100%	已投产，未达产	达产后矿石处理能力由 5500t/d 提高至 15000t/d，年产矿产金 1,940.40 公斤，含铜金属量 7,524 吨；砂金 138.60 公斤。
日处理 200t 难选冶金精矿冶炼提金工程	19838	100%	已达产	提升选矿能力和回收率
矿产资源勘探项目	35700	61.21%	2009-2010 年	对曙光金铜矿区、义兴寨金矿区、福兴铜矿区等 6 个矿区的勘探
收购中寮铜矿区五子骑龙—浸铜湖矿段地质详查区探矿权项目	19800	99.39%	已完成	-
增资紫金铜冠，收购蒙特瑞科公司股权	60300	100%	已完成	-
收购塔吉克斯坦 ZGC 金矿及开发项目	130534.5	44.15%	收购完成，建设开发阶段，2010 年投产	达产后新增矿产金 7.305 吨，铜金属量 3415 吨

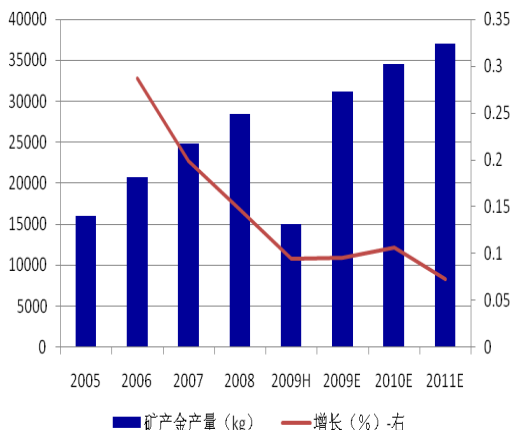
收购紫金龙兴
(图瓦铅锌
矿) 70% 股权项目

27160 72.59%

完成收购，
未付款， 达产后新增锌精矿 9.97 万
2010 年投 吨， 铅精矿 1.35 万吨
产

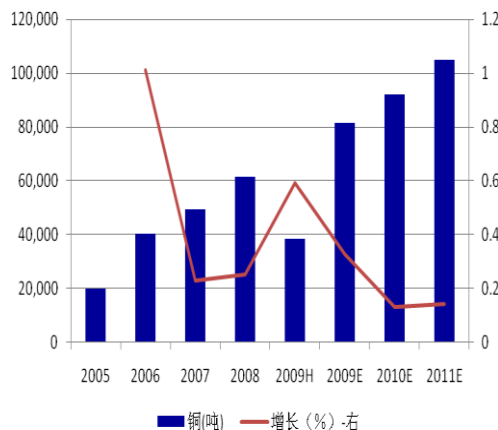
资料来源：东莞证券研发中心，公司公告

图 7：紫金矿业矿产金产量趋势



资料来源：东莞证券研发中心，公司公告

图 8：紫金矿业铜金属产量趋势



资料来源：东莞证券研发中心，公司公告

4. 盈利分析：稳健成长的资源类公司

4.1 综合金、铜锌铁资源开发烫平金属周期

从紫金矿业历史的收入变化和利润增长变化分析，我们发现紫金矿业 2006 年以来收入基本保持了稳定的增长态势，而利润增幅也同样是保持稳定正增长，而不像其他有色金属和黄金股那样出现很大的波动，即使是在最困难的 2008H2-2009H1 期间，公司的利润增幅依然能保持 2 位数增长。

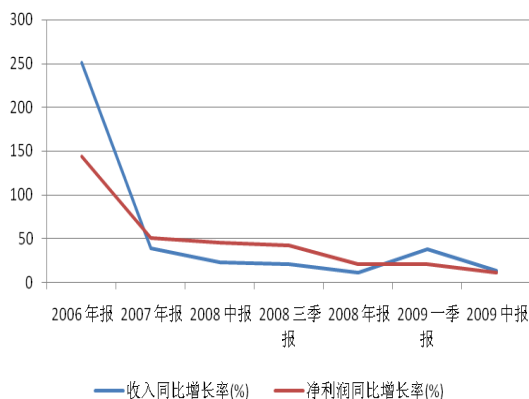
我们分析其主要原因是公司以金、铜、锌等资源综合开发为主，虽然金、铜锌均受益于通胀和美元贬值，但观察金价和铜价历史走势我们发现两者对宏观经济的敏感度还是有很大区别，黄金是贵金属，在经济低迷时具有很强的保值避险功能；而铜锌则是贱金属，经济低迷时价格跌幅一般很大。

以 2006 年至今为例，2006 年至 2008 年中有色金属迎来超级牛市，铜价的价格中枢是 7200 美元/吨左右，处于历史高位；而金价呈现震荡向上趋势；到了 2008 年金融危机下铜价暴跌收场，最大跌幅超过 60%；而金价却因其金融属性依然维持高位运行。

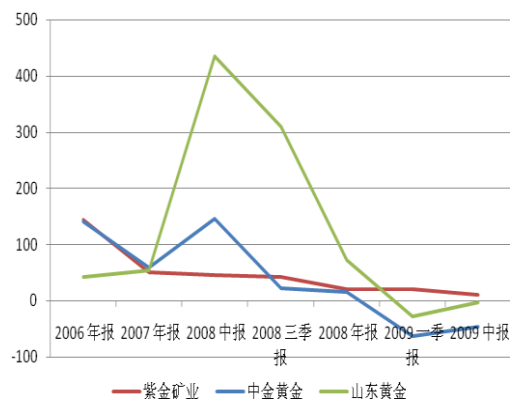
比较其他黄金股，公司历年来的业绩波动较小，2005 年以来一直保持 2 位数以上的利润增长幅度，即便是在金融危机背景下的 2008 年和 2009 年中期，利润增幅也分别达到了 20.32% 和 10.92%；而同期中金黄金的利润增幅分别是 14.81%、-46.16%，山东黄金的利润增幅分别是 72.46%、-2.06%，波动幅度都远大于紫金矿业。

图 9：紫金矿业历年收入、利润增长情况

图 10：紫金矿业与中金黄金山东黄金业绩比较



资料来源：东莞证券研发中心，公司公告



资料来源：东莞证券研发中心，公司公告

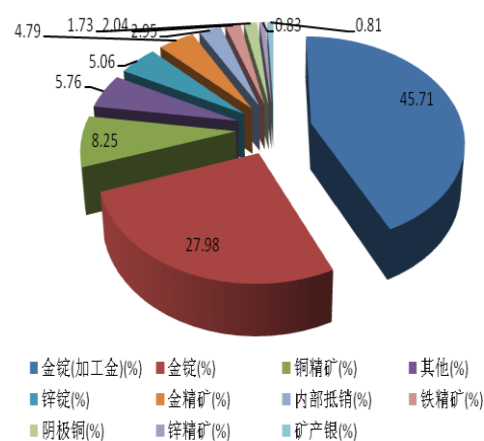
4.2 业绩贡献：黄金占半壁江山

公司在 2007 年之前，业绩贡献基本来自黄金业务，如 2007 年公司黄金业务收入占比达 56.71%，而毛利占比却达到了 80.63%；其中又以矿产金为主，矿产金收入占比 26.53%，而毛利占比却高达 80.29%。

到了 2008 年后，随着若干个铜矿山铜精矿产出量和阴极铜产量的增加，公司铜业务的毛利贡献比例逐渐提高，其他金属如锌、铁精粉等等毛利贡献比例也逐渐提升，非金业务逐渐成为公司的第二利润贡献部分。

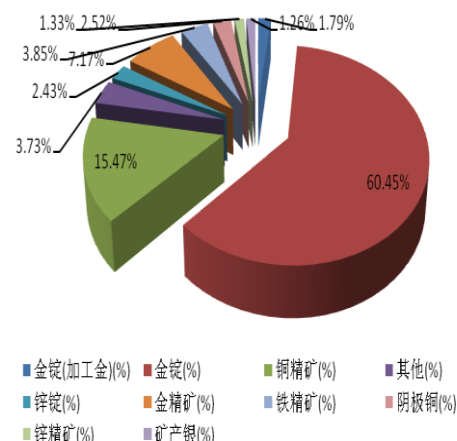
2009 年上半年黄金业务占总收入比提高至 73.69%，毛利占比为 62.25%；其中矿产金收入占比 27.98%，毛利占比 60.45%。占比礼较 07、08 年有较大提高到主要原因是 2008 年下半年以来铜锌铁等价格大幅下跌，使这部分收入和利润大幅下滑；而黄金价格保持稳定，且公司矿产金保持稳定增长。

图 11：紫金矿业 2009H1 收入构成



资料来源：东莞证券研发中心，公司公告

图 12：紫金矿业 2009H1 毛利构成



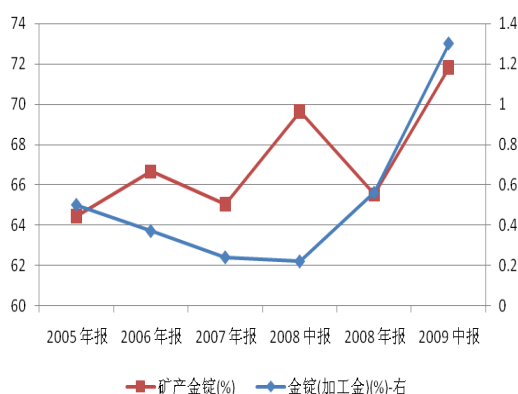
资料来源：东莞证券研发中心，公司公告

而从毛利率变化情况看，黄金业务毛利率保持较为稳定，主要是因为金价波动幅度较小，且公司黄金生产成本较为稳定。2009 年上半年矿产金毛利率为 71.82%，同比提高了 2.1 个百分点；加工金毛利率也有去年同期的 0.22% 提高至 1.3%，主要源于生产成本的降低。

非金业务毛利率则波动较大，铜锌同属贱金属，价格波动幅度较大，2008 年下半年以来价格的暴跌使这部分毛利率均有不同幅度的下滑；而铁精粉价格同样受钢价影响波

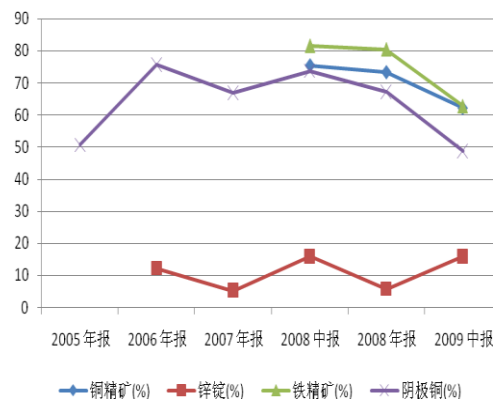
动较大。不过，由于公司属于资源开发类公司，铜锌铁业务的毛利率总体仍能保持很高的水平。

图 13：矿产金毛利率较为稳定



资料来源：东莞证券研发中心，公司公告

图 14：铜锌铁毛利率波动相对较大



资料来源：东莞证券研发中心，公司公告

5. 行业分析：看好金、铜

5.1 黄金：基本面依然向好

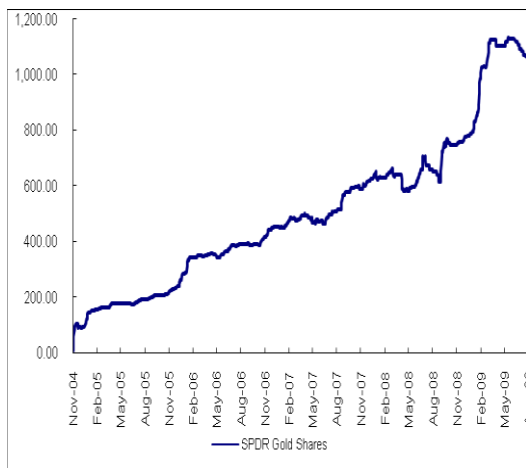
纵观历史，黄金向来是资金竞相追逐的目标，无论是流动性泛滥下跌投机资金还是避险资金，无论是经济低迷时还是在经济景气周期，黄金市场都不缺追逐者，根本原因在于以金本位和类金本位为主导的国际货币市场体系下，黄金具有的金融属性远大于其金属属性。

世界黄金协会最新公布的《2009 年第一季度黄金需求趋势报告》数据显示，2009 年第二季度黄金投资需求仍然十分强劲，较去年同期水平上升了 46%，因为投资者继续追求投资的质量；但黄金总需求从前期的高位有所回落，第二季度总需求较去年同期水平下跌了 9%，按美元价值计算下降 6%，主要是经济低迷影响。中国的黄金市场对全球经济衰退的压力表现出了独特的恢复弹力，2009 年第二季度大中华区需求较 2008 年第二季度水平上升 9%。净零售投资与去年水平相比增长 35%，而金饰需求较温和地增长了 4%。

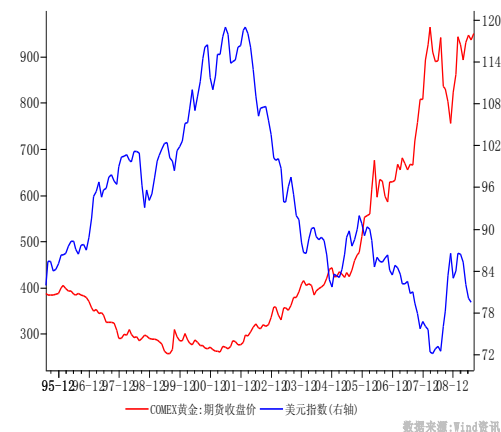
从黄金 ETF 基金对黄金的持有量看，基本保持了相对稳定的较高水平，8 月 31 日全球上市型黄金 ETF 总持仓量为 1249.27 吨，比 5 月份最高时减少了 4%，但比 09 年初大幅提高了 33.62%，显示了投资需求仍保持强劲。而从全球最大的黄金 ETF 基金 SPDR Gold Shares 对黄金的持仓量趋势看，由 08 年底的 780.23 吨大幅提高至目前的 1061.83 吨，增幅达 36.1%，虽然 6 月份以来有所建仓，但总体仍保持历史高位。

图 15：SPDR Gold Shares 持仓量

图 16：金价与美元指数的负相关性



资料来源：东莞证券研发中心，中国黄金网



资料来源：东莞证券研发中心，wind 资讯

从金价走势看，08 年金融危机下黄金作为重要的避险工具使金价维持高位运行，08 年 COMEX 金价为 871.52 美元/盎司同比大幅增长了 24.89%；而 08 年下半年以来有色金属价格大幅下跌下金价依然维持高位运行，09 年以来在流动性充裕和美元趋弱背景下，金价依然保持强势，上半年 COMEX 金价为 916.82 美元/盎司同比增长了 0.6%；SHFE 金价均价为 202.53 元/克，同比小幅下跌了 3.17%。

全球经济的转好，使黄金的避险功能趋于弱化，但流动性扩张下通货膨胀预期再次增强，使黄金的保值增值功能得到强化。并且美元的底部运行也使黄金保持高位运行。

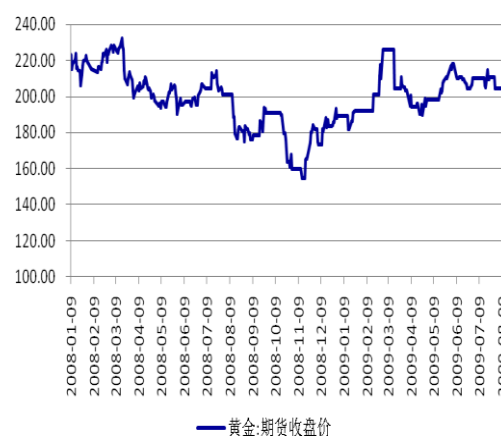
目前金价走势稳健，在美元贬值、通胀预期加强的背景下，金价仍能保持高位运行，资金对黄金的推崇仍在继续。我们预计未来几个月内金价有望在 900-1000 美元/盎司的区间强势振荡。我们预计 2009 年金价为 201 元/克，2002 年为 206 元/克。

图 17：COMEX 金价走势



资料来源：东莞证券研发中心，wind 资讯

图 18：SHFE 金价走势



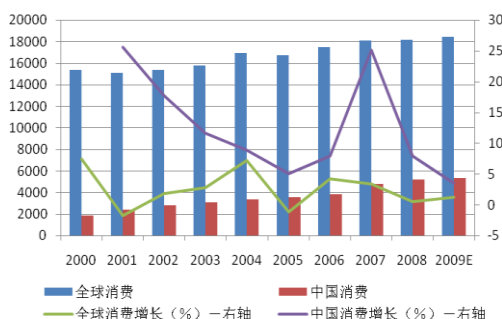
资料来源：东莞证券研发中心，wind 资讯

5.2 铜：金属复苏的领头羊

我国已经连续多年成为全球最大的铜需求国家，2000 年我国精铜消费量为 187.6 万吨，占全球消费量的 12.21%，2008 年我国铜消费量为 516.3 万吨，全球消费占比提高到 28.43%。

由于我国电网投资的快速增长，以及房地产投资的逐渐恢复，我国对铜的需求保持了稳定的增长态势，而我国精炼铜产量保持稳定难以满足国内需求，使进口量快速增长，2009年上半年我国进口未锻造铜 188.66 万吨，同比大幅增长了 130.7%。

图 19：全球铜消费和中国铜消费增长情况



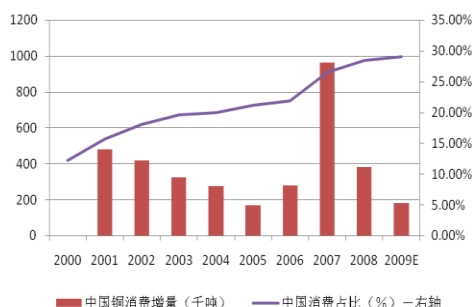
资料来源：东莞证券研发中心、ICSG

图 21：我国月度进口铜量情况



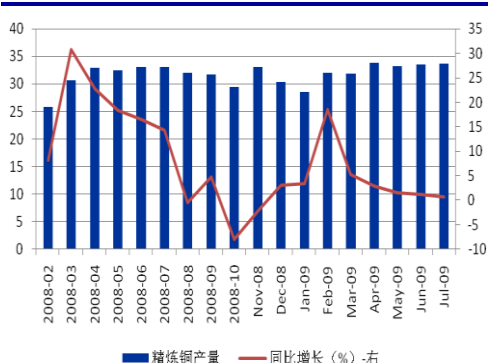
资料来源：东莞证券研发中心、Wind 资讯

图 20：中国铜占全球消费比重不断提高



资料来源：东莞证券研发中心、ICSG

图 22：我国铜产量情况



资料来源：东莞证券研发中心、Wind 资讯

在全球各国不断出台刺激经济措施刺激下，国际铜价才在去年 12 月底逐渐企稳，2009 年 1 月份开始宏观经济转暖情况下开始了触底反弹，3、4 月份更是强劲反弹。在流动性推动下，8 月底 LME 铜价再次突破 6300 美元/吨上方，较最低点反弹幅度高达 125%；8 月 LME 均价为 5624 美元/吨，比 7 月份上涨了 7.46%，价格重心继续上移，显示了 LME 铜价仍是处于强势走势。

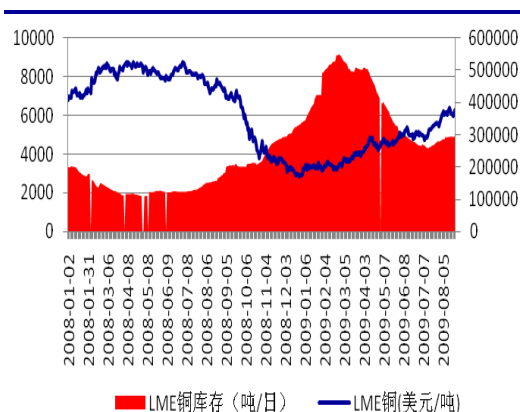
我国铜价走势同样保持良好，8 月 SHFE 铜价环比 7 月份上涨了 16.06%，价格重心继续上移；8 月底 SHFE 铜价较年初最低点大幅反弹了 89.61%，已经在复苏通道上，但走势稍弱于 LME 铜价。

我们认为，充裕流动性没有改变，对金属价格的刺激作用仍继续存在，即使 9 月份金属价格有回调，幅度也不会大；随着淡季的过去和旺季的到来，以及全球经济的持续好转，需求拉动对金属价格的决定作用开始逐渐显现，成为货币流动性的接力棒，金属价格重心仍将继续缓慢上移。

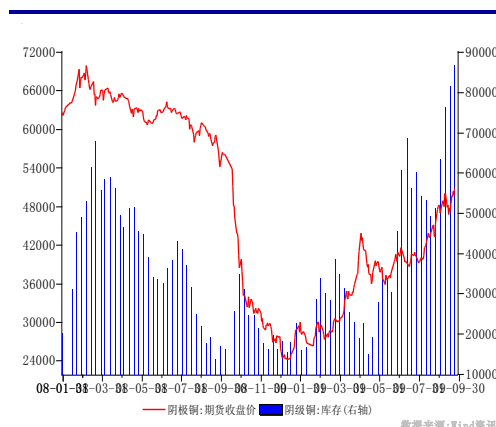
而铜的基本面相对其他基本金属而言尚好，且对经济的敏感性强于其他金属，铜仍是金属复苏的领头羊。

图 23：LME 铜价与库存

图 24：SHFE 铜价与库存



资料来源：东莞证券研发中心、Wind 资讯



资料来源：东莞证券研发中心、Wind 资讯

6.盈利预测

我们对公司的盈利预测基于以下假设（表）：

预计紫金矿业 2009—2011 年收入分别为 193.61 亿元、216.85、238.83 亿元，归属母公司净利润分别为 42.06 亿元、52.11、62.42 亿元，对应 2009、2010、2011 年每股收益分别为 0.29 元、0.36 元、0.43 元。

表 5：盈利预测参数假设

	2008A	2009E	2010E	2011E
产量	矿产金产量（千克）	28,479	31,200	34,500
	铜产量（吨）	61,409	81,500	92,000
	锌产量（吨）	135,116	115,000	13,000
	铁精粉产量（吨）	118	115	175
售价	金价（元/克）	196.35	201	206
	铜价（元/吨）	54796	38000	42000
	锌价（元/克）	15453	12000	13500
	铁精粉价格（元/吨）	987	750	880
	综合毛利率（%）	39.20%	38%	42%
	三项费用率（%）	8.34%	6.04%	6.25%

资料来源：东莞证券研发中心，公司公告

表 6：公司利润预测表

科目(百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E
营业总收入	16983.76	19361.49	21684.87	23853.36
营业总成本	12307.69	13386.34	14276.22	14871.82
营业成本	10326.57	12004.12	12577.22	13119.35
营业税金及附加	239.10	212.98	260.22	286.24
销售费用	316.95	271.06	303.59	333.95
管理费用	1000.55	813.18	975.82	1049.55
财务费用	98.13	85.00	159.37	82.74
资产减值损失	326.39	0.00	0.00	0.00

其他经营收益	114.57	220.00	260.00	260.00
公允价值变动净收益	-36.76	20.00	60.00	60.00
投资净收益	151.33	200.00	200.00	200.00
其中 对联营和合营投资收益	39.87	0.00	0.00	0.00
营业利润	4790.65	6195.15	7668.65	9241.54
加 营业外收入	56.77	0.00	0.50	0.50
减 营业外支出	314.36	100.00	200.00	200.00
利润总额	4533.06	6095.15	7469.15	9042.04
减 所得税	639.03	914.27	1120.37	1356.31
净利润	3894.02	5180.87	6348.78	7685.73
减 少数股东损益	827.82	975.22	1195.06	1446.73
归属于母公司净利润	3066.20	4205.65	5153.71	6239.01
最新总股本(万股)	1454131	1454131	1454131	1454131
基本每股收益(元)	0.21	0.29	0.35	0.43
市盈率(倍)	38.46	28.04	22.88	18.90

资料来源：东莞证券研发中心，Wind 资讯

7. 估值与投资建议

7.1 相对估值——PE、PB 估值

PE 估值，黄金股的历史 PE 都较高，2003 年黄金股的历史平均静态 PE 为 67 倍，高于有色金属行业的历史平均估值，而当前最新静态 PE 也在 50 倍。而紫金矿业静态 PE 仅有 38.46 倍，明显低于黄金历史均值，2009 年动态 PE 为 28 倍，无论是比较估值还是自身估值水平看都是处于低估状态。

与其他黄金股的估值比较看，国内四个黄金上市公司 08 年平均静态 PE 为 71 倍，09 年动态 PE 也有 56 倍；而紫金矿业动态 PE 仅有 28 倍，明显低估。

从 PB 估值看，黄金股历史平均 PB 为 10 倍，当前 PB 为 8.96 倍，紫金矿业最新 PB 为 7 倍，也低于历史平均和行业平均，仍具备相对估值优势。

我们认为作为优质黄金股，给予紫金矿业 09 年 35 倍 PE 是合理的，对应股价为 10.15 元。

表 7：PE、PB 估值比较

公司代码	公司名称	PE 估值			PB 估值 (2009H1)
		2008A	2009E	2010E	
600547	山东黄金	53	41	38	12.75
600489	中金黄金	78	86	48	9.33
002155	辰州矿业	144	64	35	5.71
002237	恒邦股份	43	62	38	7.00
601899	紫金矿业	38	28	23	6.98
	黄金股平均	71	56	36	8

资料来源：东莞证券研发中心，Wind 资讯

(注：中金黄金、辰州矿业、恒邦股份 PE 估值采用 wind 预测中值)

7.2 投资建议：中长期投资机会成熟

从相对估值 PE、PB 估值看，公司具有明显的估值优势。

从公司资源储量看，黄金储量国内无以伦比，且公司的增储能力也保持国内较高水平，后续增长动力仍然存在。

从行业基本面看，我们认为黄金行业基本面依然保持向好状态，在流动性充裕和通胀预期下，金价仍能维持高位，且从长期趋势看，美元贬值是大趋势，支持金价高位运行。铜锌行业的基本面也在逐渐改善，铜是复苏的领头羊，而锌是跟随铜同步，我们仍看好铜锌的复苏。

基于公司盈利保持稳定增长，且公司资源资产优质，而近期股价回落后估值已回归中枢之下，我们调高其评级至推荐，6 个月目标价 10.5 元。

近期股价大幅回落，我们认为公司已经具备中较好的长期投资价值，建议逢低介入。

风险提示：大小非减持风险

附：三大财务报表

利润表：					现金流量表：				
科目(百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	科目(百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E
营业总收入	16,983.76	19,361.49	21,684.87	23,853.36	净利润	3,894.02	5,180.87	6,348.78	7,685.73
营业成本	10,326.57	12,004.12	12,577.22	13,119.35	折旧与摊销	1,034.71	1,429.57	1,450.28	1,382.16
营业税金及附加	239.10	212.98	260.22	286.24	财务支出	241.21	161.59	159.37	82.74
销售费用	316.95	271.06	303.59	333.95	投资损失	-13.56	-200.00	-200.00	-200.00
管理费用	1,000.55	813.18	975.82	1,049.55	净营运资本变动	-1,131.43	-398.54	-71.39	-247.02
财务费用	98.13	85.00	159.37	82.74	经营活动现金流	4,025.36	6,173.50	7,687.04	8,703.61
资产减值损失	326.39	0.00	0.00	0.00	资本支出	-8,893.75	-24.04	-1,153.45	-1,092.74
其他经营收益	114.57	220.00	260.00	260.00	其它投资	242.36	200.00	200.00	200.00
营业利润	4,790.65	6,195.15	7,668.65	9,241.54	投资活动现金流	-8,651.39	175.96	-953.45	-892.74
利润总额	4,533.06	6,095.15	7,469.15	9,042.04	股权融资	10,320.72	0.00	0.00	0.00
减 所得税	639.03	914.27	1,120.37	1,356.31	债券融资	4,537.32	-225.82	-495.65	260.22
净利润	3,894.02	5,180.87	6,348.78	7,685.73	股利分配及其它	-2,176.94	-1,423.29	-1,705.49	-1,954.44
减 少数股东损益	827.82	975.22	1,195.06	1,446.73	筹资活动现金流	12,681.10	-1,649.11	-2,201.14	-1,694.22
归母公司净利润	3,066.20	4,205.65	5,153.71	6,239.01	货币资金净变动	8,055.07	4,700.35	4,532.45	6,116.64
资产负债表：					主要财务比率：				
科目(百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	科目(百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	5,039.49	9,739.84	14,272.29	20,388.93	成长能力(YOY)				
应收账款	322.13	387.23	433.70	477.07	营业收入	12.87%	14.00%	12.00%	10.00%
预付账款	323.71	360.12	377.32	393.58	营业利润	-0.14%	29.32%	23.78%	20.51%
存货	1,593.51	1,742.53	1,734.79	1,908.27	归母公司净利润	13.26%	37.16%	22.54%	21.06%
其它	773.20	637.23	695.70	750.27	盈利能力				
流动资产合计	8,052.04	12,866.96	17,513.79	23,918.11	销售毛利率	39.20%	38.00%	42.00%	45.00%
长期股权投资	1,726.53	1,500.00	1,500.00	1,500.00	销售净利率	18.05%	21.72%	23.77%	26.16%
固定资产合计	8,259.31	8,672.27	8,932.44	9,111.09	ROE	15.90%	18.13%	18.40%	18.45%
长期待摊费用	584.57	409.20	286.44	200.51	ROIC	28.67%	19.59%	19.59%	21.02%

其它	7,595.11	6,018.67	5,584.43	5,202.30	偿债能力				
非流动资产合计	18,165.51	16,600.14	16,303.31	16,013.89	资产负债率	19.59%	19.59%	21.02%	21.00%
资产总计	26,217.55	29,467.10	33,817.10	39,932.01	流动比率	1.42	2.25	3.36	4.37
短期借款	2,354.29	2,710.61	2,168.49	2,385.34	速动比率	1.14	1.95	3.03	4.02
应付账款	727.71	720.25	754.63	787.16	营运能力				
预收款项	127.38	60.02	62.89	65.60	资产周转率	0.79	0.70	0.69	0.65
其它	2,449.83	2,220.04	2,225.77	2,231.19	存货周转率	7.83	7.20	7.23	7.20
流动负债合计	5,659.22	5,710.92	5,211.78	5,469.29	应收账款周转率	55.14	54.59	52.83	52.38
长期借款	969.37	387.23	433.70	477.07	每股指标				
其它	2,072.73	991.98	203.53	206.63	每股收益	0.21	0.29	0.35	0.43
非流动负债合计	3,042.10	1,379.21	637.23	683.70	每股经营现金流	0.28	0.42	0.53	0.60
负债合计	7,038.42	6,348.15	5,895.48	6,196.35	每股净资产	1.11	1.18	1.25	1.45
实收资本	1,454.13	1,454.13	1,454.13	1,454.13	每股股利	0.10	0.09	0.11	0.13
资本公积	9,118.44	9,118.44	9,118.44	9,118.44	估值指标				
留存收益及其它	8,709.60	12,628.78	17,431.45	23,245.48	PE	38.18	27.83	22.71	18.76
所有者权益合计	19,282.17	23,201.35	28,004.01	33,818.04	PB	7.25	6.82	6.44	5.55
负债和权益总计	26,320.60	29,549.50	33,899.49	40,014.40	EV/EBITDA	19.29	15.80	13.12	11.33

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构可能会持有本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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

东莞证券研究发展中心

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 32 楼
邮政编码：523000
电话：（0769）22119450
传真：（0769）22119453
网址：www.dgzq.com.cn