

## 紫金矿业

601899

增持/ 维持评级

| 股 价            | 2009/10/09 |
|----------------|------------|
| <b>RMB8.49</b> |            |

### 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） | 53699 |

### 财务数据

|                  |       |
|------------------|-------|
| 市净率 (X)          | 7.36  |
| TRACING P/E (X)* | 37.91 |
| EPS (元)          | 0.13  |
| 股息率 (%)          | 1.18  |

\*最近四季盈利计算。

### 相关研究

《紫金矿业：贵贱两相宜》

(2009/06/18)

《紫金矿业：优化结构，伺机而动》

(2009/08/09)

分 析 师

叶 洮

(0755) 8249 2171

yetao@lhqz.com

研究助理

王 茜

(755) 8236 4392

wangqianys@lhqz.com

## 美元走弱全面支持矿产品价格

| 经营预测与估值       | 2008A   | 2009H1 | 2009E   | 2010E   | 2011E   |
|---------------|---------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 16983.8 | 9629.6 | 19941.4 | 21797.7 | 25762.3 |
| (+/-%)        | 11.3    | 13.7   | 17.4    | 11.8    | 18.2    |
| 归属母公司净利润(百万元) | 3066.2  | 1932.7 | 4073.3  | 5014.1  | 6759.3  |
| (+/-%)        | 20.3    | 10.9   | 32.8    | 23.1    | 34.8    |
| EPS(元)        | 0.21    | 0.13   | 0.29    | 0.37    | 0.48    |
| P/E(倍)        | 40.3    | 63.9   | 29.3    | 22.9    | 17.7    |

■ **美元显著走弱推升黄金价格。**因美国相对国力的削弱和国际储备货币多元化的预期，美元中长期前景看淡。近期，好于预期的欧洲和澳洲经济数据、石油脱离美元定价的市场预期、以及美国医改方案引发对其财政赤字的担忧等等，均构成美元指数明显下挫的诱因。

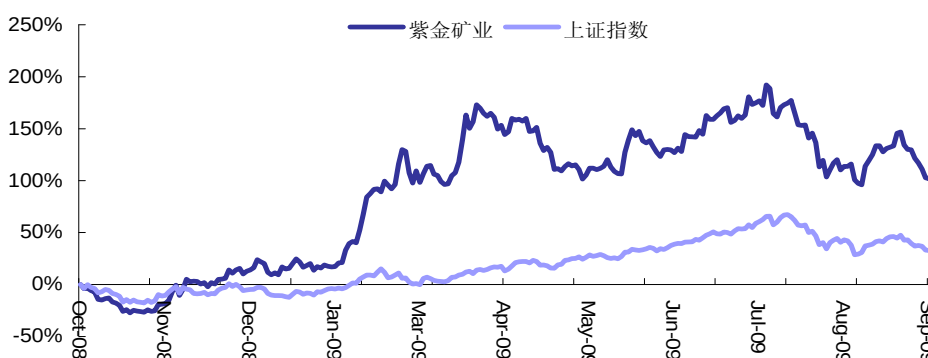
■ 近日澳洲意外加息，提升市场对全球经济复苏的信心，但同时加大了对通胀预期升温的担忧。基本金属——基于经济复苏的实体需求以及基于通胀预期的投资需求，均有望得到提升。我们认为未来基本金属（包括公司主营的铜、锌）价格仍将维持强势，但此次暂不修正价格假设。

■ **资源拓展增强公司可持续发展能力，提升公司价值。**公司今日公告，通过其全资子公司金岛资源认购加拿大大陆矿业 2112 万股普通股，占 13.86%，总金额约 2260 万加元，成为其第一大股东。此举增加探明储量——铜 86.68 万吨，金 111.70 吨；控制储量——铜 133.90 万吨，金 75.69 吨。

■ **我们上调 09-11 年黄金价格假设**，幅度为 2.5%、8.33%和 6.25%，至 205、195 和 170 元/克。年初至 9 月 30 日国内黄金现货均价为 204.3 元/克，近期受美元疲软刺激，国际黄金价格连创新高，伦敦黄金现货价为 1050 美元/盎司，估计年内仍有望维持相对强势。

■ **上调盈利预测**，公司 09-11 年每股收益由 0.28、0.35 和 0.46 元，上调至 **0.29、0.37 和 0.48 元**。我们维持前期关于公司合理价值区间 12.36-14.41 的判断。基于其充足的资源保障和拓展前景，以及在技术、管理、成本等方面的核心竞争优势，公司长期发展前景乐观，维持“**增持**”评级。

### 最近 52 周股价表现



## 调整经营假设和盈利预测

我们将 09、10、11 年黄金价格分别上调 2.5%、8.33%和 6.25%至 205、195 和 170 元/克。根据最新价格假设，公司 2009-2011 年每股收益分别由 0.28、0.35 和 0.46 元，上调至 **0.29**、**0.37** 和 **0.48** 元。

主要经营性假设：1. 根据公告的各项目建设计划，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，因大量项目将于 2011 年后投产，预计公司产量的快速增长有望持续。

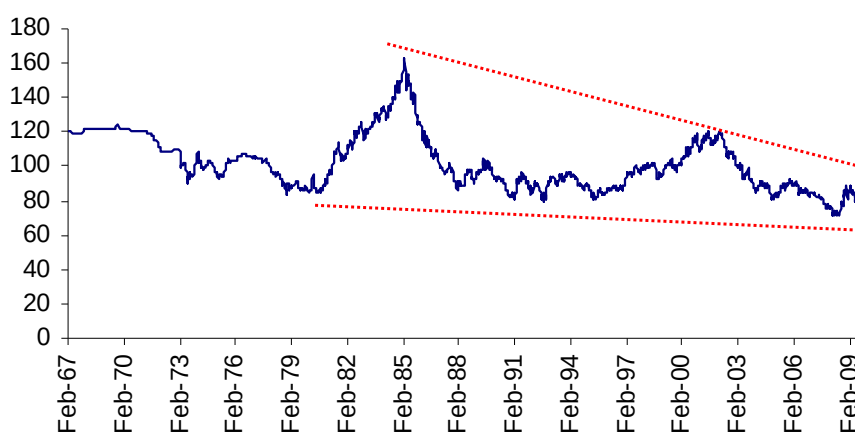
表 1、主要经营性假设

|                | 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（调整前）        | 元/克        | 200        | 180        | 160        |
| <b>黄金（调整后）</b> | <b>元/克</b> | <b>205</b> | <b>195</b> | <b>170</b> |
| 电铜             | 元/吨        | 36000      | 40000      | 45000      |
| 锌锭             | 元/吨        | 12500      | 14000      | 15000      |

数据来源：联合证券研究所

美元近期大幅走  
软，中长期弱势未改

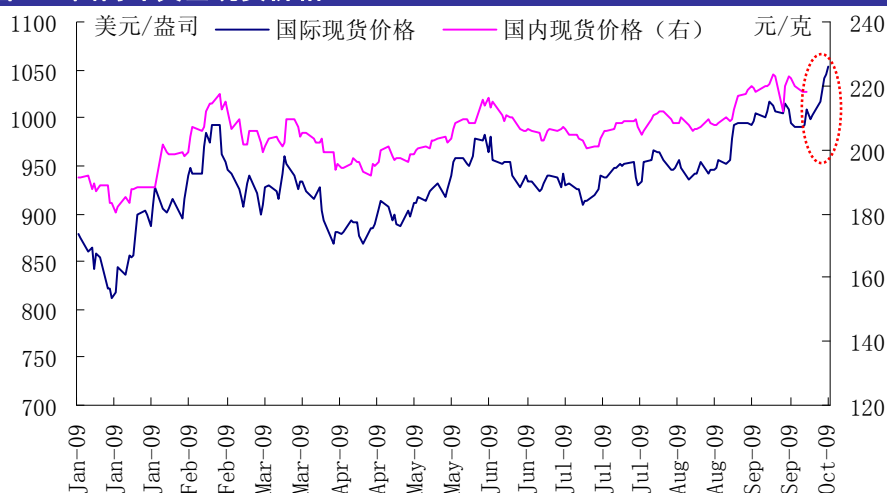
图 1、美元指数弱势格局未改



数据来源：Bloomberg，联合证券研究所

近期，国际黄金价格大幅上涨

图 2、国内外黄金现货价格



数据来源: Bloomberg, 联合证券研究所

同时受益于通胀预期和经济复苏，铜价有望保持强势

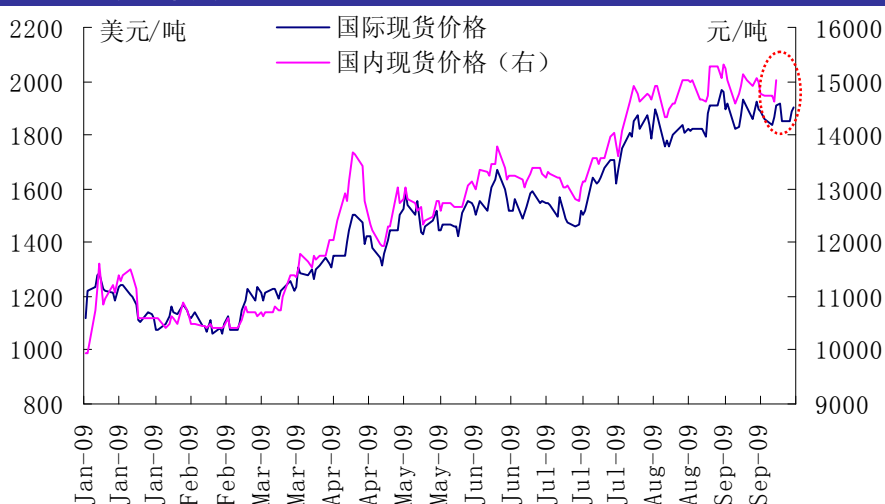
图 3、国内外铜现货价格



数据来源: Bloomberg, 联合证券研究所

同时受益于通胀预期和经济复苏，锌价有望保持强势

图 4、国内外锌现货价格



数据来源: Bloomberg, 联合证券研究所

## 资源扩张继续进行

公司通过其全资子公司金岛资源有限公司，以每股 1.07 加元认购加拿大大陆矿业公司 2112 万股普通股，总金额约 2260 万加元，占该公司发行后普通股股本的 13.86%，或其发行后总股本（包括普通股和优先股）的 12.8%，成为其第一大股东。

本次交易金额约 2260 万加元，按照 2009 年 9 月 30 日外汇牌价 1 加元兑换人民币 6.3054 元折算，交易金额合人民币约 1.43 亿元，不足公司净资产的 1%，对公司财务状况影响不大；收购对象大陆矿业净资产为 9030 万加元，收购价格相当于 1.9553 倍 PB，属合理水平。

被收购公司加拿大大陆矿业公司的主要资产是位于西藏的谢通门金铜矿。该矿由谢通门和纽通门两个矿区组成，两个矿区合计探明储量约：铜 86.68 万吨，金 111.70 吨；控制储量约：铜 133.90 万吨，金 75.69 吨。

本次收购将进一步增加公司铜、金资源储量和远景资源储备，增强其行业竞争力和可持续发展能力，提升公司价值。

**表 2、加拿大大陆矿业公司矿产资源一览**

|              | 矿石量<br>(百万吨) | 铜品位<br>(%)   | 金品位<br>(克/吨) | 银品位<br>(克/吨) | 含铜<br>(万吨)    | 含金<br>(吨)    |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|
| <b>探明储量</b>  |              |              |              |              |               |              |
| 谢通门矿区        | 197.5        | 0.44         | 0.62         | 3.95         | 86.68         | 111.70       |
| 纽通门矿区        | -            | -            | -            | -            | -             | -            |
| <b>控制储量</b>  |              |              |              |              |               |              |
| 谢通门矿区        | 22.3         | 0.37         | 0.42         | 2.54         | 8.26          | 10.49        |
| 纽通门矿区        | 388.9        | 0.32         | 0.18         | 0.87         | 125.65        | 65.21        |
| <b>合计/平均</b> | <b>411.2</b> | <b>0.345</b> | <b>0.3</b>   | <b>1.705</b> | <b>133.90</b> | <b>75.69</b> |
| <b>推断储量</b>  |              |              |              |              |               |              |
| 谢通门矿区        | -            | -            | -            | -            | -             | -            |
| 纽通门矿区        | 264.8        | 0.29         | 0.07         | 0.12         | 75.75         | 16.16        |

数据来源：公司公告，联合证券研究所

## 风险提示

- 1、宏观经济复苏预期、有色金属价格虽目前预期良好，但仍存在不确定性。
- 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  | 4242  | 7325  | 15492 | 营业收入          | 16984  | 19941  | 22815  | 26500  |
| 现金        | 5039  | 1000  | 3868  | 11493 | 营业成本          | 10327  | 11265  | 12279  | 13441  |
| 应收账款      | 322   | 369   | 432   | 498   | 营业税金及附加       | 239    | 231    | 251    | 265    |
| 其他应收款     | 383   | 598   | 570   | 689   | 营业费用          | 317    | 319    | 354    | 384    |
| 预付账款      | 324   | 394   | 422   | 451   | 管理费用          | 1001   | 1021   | 1118   | 1259   |
| 存货        | 1594  | 1509  | 1642  | 1891  | 财务费用          | 98     | 187    | 159    | 15     |
| 其他流动资产    | 390   | 371   | 391   | 470   | 资产减值损失        | 326    | 0      | 0      | 0      |
| 非流动资产     | 18166 | 19148 | 20824 | 21769 | 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    | 80     | 100    | 150    |
| 固定资产      | 5611  | 7138  | 8015  | 8255  | 营业利润          | 4791   | 6998   | 8754   | 11287  |
| 无形资产      | 4112  | 5021  | 5925  | 6838  | 营业外收入         | 57     | 49     | 53     | 51     |
| 其他非流动资产   | 6716  | 5519  | 5226  | 5057  | 营业外支出         | 314    | 200    | 200    | 200    |
| 资产总计      | 26218 | 23390 | 28149 | 37261 | 利润总额          | 4533   | 6847   | 8607   | 11138  |
| 流动负债      | 5659  | 6523  | 4278  | 4373  | 所得税           | 639    | 1369   | 1721   | 2228   |
| 短期借款      | 2354  | 3384  | 1000  | 1000  | 净利润           | 3894   | 5477   | 6886   | 8910   |
| 应付账款      | 728   | 723   | 812   | 900   | 少数股东损益        | 828    | 1232   | 1549   | 1893   |
| 其他流动负债    | 2577  | 2415  | 2466  | 2473  | 归属母公司净利润      | 3066   | 4245   | 5336   | 7017   |
| 非流动负债     | 1379  | 1216  | 1334  | 1441  | EBITDA        | 5590   | 7925   | 9845   | 12366  |
| 长期借款      | 969   | 969   | 1074  | 1179  | EPS (元)       | 0.21   | 0.29   | 0.37   | 0.48   |
| 其他非流动负债   | 410   | 247   | 260   | 262   |               |        |        |        |        |
| 负债合计      | 7038  | 7739  | 5612  | 5814  | 主要财务比率        |        |        |        |        |
| 少数股东权益    | 3045  | 4277  | 5826  | 7720  | 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%  | 17.4%  | 14.4%  | 16.2%  |
| 留存收益      | 5665  | 9764  | 15101 | 22117 | 营业利润          | 3.3%   | 46.1%  | 25.1%  | 28.9%  |
| 归属母公司股东权益 | 16134 | 11374 | 16711 | 23727 | 归属于母公司净利润     | 20.3%  | 38.4%  | 25.7%  | 31.5%  |
| 负债和股东权益   | 26218 | 23390 | 28149 | 37261 | 获利能力          |        |        |        |        |
|           |       |       |       |       | 毛利率(%)        | 39.2%  | 43.5%  | 46.2%  | 49.3%  |
|           |       |       |       |       | 净利率(%)        | 18.1%  | 21.3%  | 23.4%  | 26.5%  |
|           |       |       |       |       | ROE(%)        | 19.0%  | 37.3%  | 31.9%  | 29.6%  |
|           |       |       |       |       | ROIC(%)       | 31.0%  | 36.9%  | 41.6%  | 48.6%  |
|           |       |       |       |       | 偿债能力          |        |        |        |        |
|           |       |       |       |       | 资产负债率(%)      | 26.8%  | 33.1%  | 19.9%  | 15.6%  |
|           |       |       |       |       | 净负债比率(%)      | 50.12% | 56.26% | 36.96% | 37.48% |
|           |       |       |       |       | 流动比率          | 1.42   | 0.65   | 1.71   | 3.54   |
|           |       |       |       |       | 速动比率          | 1.14   | 0.42   | 1.33   | 3.11   |
|           |       |       |       |       | 营运能力          |        |        |        |        |
|           |       |       |       |       | 总资产周转率        | 0.79   | 0.80   | 0.89   | 0.81   |
|           |       |       |       |       | 应收账款周转率       | 55     | 58     | 57     | 57     |
|           |       |       |       |       | 应付账款周转率       | 15.67  | 15.53  | 15.99  | 15.70  |
|           |       |       |       |       | 每股指标(元)       |        |        |        |        |
|           |       |       |       |       | 每股收益(最新摊薄)    | 0.21   | 0.29   | 0.37   | 0.48   |
|           |       |       |       |       | 每股经营现金流(最新摊薄) | 2.77   | 4.64   | 5.43   | 6.45   |
|           |       |       |       |       | 每股净资产(最新摊薄)   | 1.11   | 0.78   | 1.15   | 1.63   |
|           |       |       |       |       | 估值比率          |        |        |        |        |
|           |       |       |       |       | P/E           | 40.26  | 29.08  | 23.13  | 17.59  |
|           |       |       |       |       | P/B           | 7.65   | 10.85  | 7.39   | 5.20   |
|           |       |       |       |       | EV/EBITDA     | 21     | 15     | 12     | 10     |

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 3932 FAX: (86-755) 8212 5143  
E-MAIL: lzrd@lhqz.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@lhqz.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

未经书面授权，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。