



买入 首次

紫金矿业 (601899)

资源充足和成本较低继续推动企业发展

yanghj@htsec.com

021-23219406

投资建议：公司是全球生产成本最低的以黄金生产为主的多资源类企业，未来资源产量不断增长。公司目前的资源产量与其资源储量相比较小，未来存在较大的上升空间。公司对外扩张策略成熟，步伐稳健，未来持续扩张的潜力较大。我们预测公司 2009-11 年每股收益分别为 0.28 元、0.38 元和 0.42 元。我们考虑到公司秘鲁铜矿在 2011 年有望投产以及其他项目的稳定推进，以及公司在未来仍然有望实施重大的兼并重组，因此给予公司 2010 年 35 倍和 2011 年 30 倍的 PE 比较合理，认为公司的合理价位区间应为 12.60—13.30 元，给予公司“买入”评级。

从一个超低价位黄金矿山发展壮大成为我国最大的矿产资源企业之一，在发展过程中，公司沉淀了太多的智慧、技术和管理；在进行国际化的过程中，公司是我国能够不依靠政府力量进行独自收购的为数不多企业之一。我们认为，公司最大的优势是技术先进、管理较好以及国际化程度较高。从根本上来讲就是公司在技术决策上由于董事长为技术出身，对技术的合理应用有着较强的理解；由于较好的股权结构，使得公司能够处处为股东利益着想，公司内部管理较好；由于公司在国内外的发展是依靠自身的力量进行的，所以其国际化程度高；企业重组的资源储量为公司未来的发展奠定了坚实的基础，未来公司产量增长将保持稳定，发展空间较大。

1. 公司从 1993 年介入紫金山金矿开发，目前控股子公司已分布在全国 20 多个省区和海外 7 个国家。公司迅速发展成为中国最具前景和最具竞争力的矿业公司，是中国控制金属矿产资源最多的企业之一，中国最大的矿产金生产企业、中国第三大矿产铜和第六大锌生产企业之一，国家高新技术企业。

图 1 公司主要子公司以及所处的大致地理位置

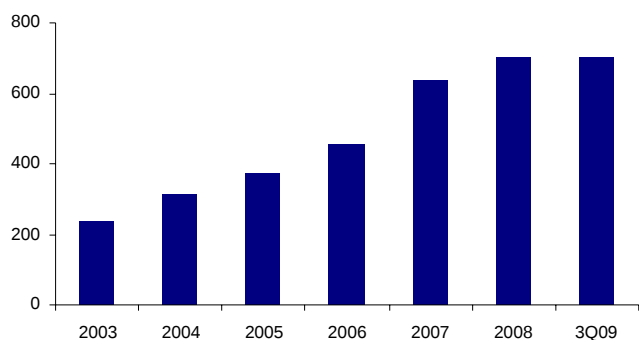


资料来源：公司资料，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款

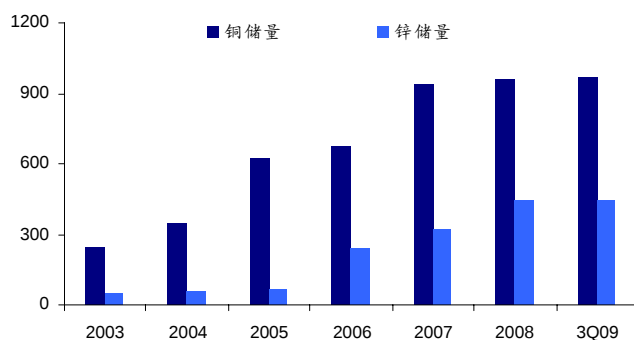
公司发展比较迅速，大致分为三个阶段：一是从 1993 年紫金山金矿一期建设完成到 2000 年紫金山金矿四期技改完成，公司处于基础发展阶段；二是从 2001 年开始，公司进入了国内扩张阶段，先后收购了国内多家资源公司，实现了由黄金向多金属品种的转变；三是从 2005 年开始，公司先后在缅甸、加拿大、英国、蒙古、俄罗斯等国家进行的资源收购，从而转变为国际性大型矿产资源公司。

图 2 2003-09 年三季度公司黄金储量走势情况（吨）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 3 2003-09 年三季度公司铜锌金属储量走势情况（万吨）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

截至 2009 年 6 月 30 日，公司保有资源储量：金 704.3 吨；铜 967 万吨；铂+钯 151 吨；铅+锌 526.7 万吨；铁 2.189 亿吨，比 2008 年底增长 30.38%；镍 88.5 万吨，比 2008 年底增长 32.58%；钨 11.68 万吨，比 2008 年底增长 14.62%；锡 10 万吨；银 1702 吨；钼 39 万吨；硫铁矿（标矿）1.35 亿吨；煤 3 亿吨。公司共拥有探矿权 266 个，面积总计 6567.36 平方公里；共拥有采矿权 43 个，矿权面积 119.3624 平方公里。

表 1 公司登陆 A 股时主要矿山资源情况

矿山名称	矿石量	品位	金属量
金矿			
紫金山金铜矿	3.01 亿吨	0.51 克/吨	154.43 吨
曙光金铜矿	1.26 亿吨	0.57 克/吨	69.85 吨
水银洞金矿	8530.65 万吨	7.12 克/吨	60.76 吨
草地金矿	4332.98 万吨	2.10 克/吨	9.09 吨
东坪金矿	8885.85 万吨	4.32 克/吨	38.41 吨
龙口金矿	4533.84 万吨	6.67 克/吨	30.23 吨
信宜东坑金矿	2087.76 万吨	2.57 克/吨	5.36 吨
塔吉克斯坦 Jilau 金矿	9317.00 万吨	0.92 克/吨	85.72 吨
塔吉克斯坦 Taror 金矿	104.60 万吨	5.53 克/吨	57.85 吨
蒙古天鸿那林桃乐盖金矿	89.45 万吨	8.90 克/吨	7.96 吨
铜矿			
紫金山金铜矿	4.38 亿吨	0.43%	187.48 万吨
阿舍勒铜锌矿	3412.40 万吨	2.38%	81.15 万吨
曙光金铜矿	1.26 亿吨	0.20%	24.90 万吨
德尔尼铜矿	4331.40 万吨	1.21%	52.22 万吨
多宝山铜矿	3.83 亿吨	0.47%	177.97 万吨
锌矿			
乌拉特后旗锌矿	6039.30 万吨	2.23%	139.94 万吨
阿舍勒铜锌矿	1289.20 万吨	2.91%	37.54 万吨
德尔尼铜矿	1159.50 万吨	1.02%	11.85 万吨
钼矿			
银岩锡矿	236.20 万吨	0.059%	1383.00 吨
商城汤家坪钼矿	1768.70 万吨	0.089%	15.77 万吨
锡矿			
银岩锡矿	1959.60 万吨	0.51%	9.90 万吨
钨矿			
麻栗坡钨矿	906.60 万吨	0.68%	6.15 万吨
银岩锡矿	125.90 万吨	0.16%	2057 吨

资料来源：公司公告，海通证券研究所

公司在登陆 A 股之后，继续快速扩张资源，为公司进一步发展、提高公司矿产资源产量奠定了坚实的基础。

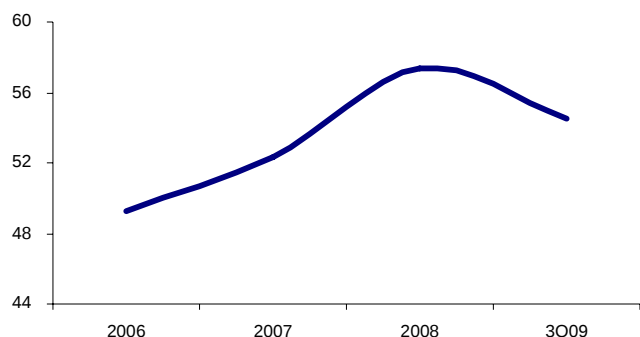
表 2 公司 A 股上市以来的收购情况

被收购或置入资产	收购日期	收购情况
广南隆兴矿业有限公司 7% 股权	2008 年 01 月 18 日	将集团西南公司持有的云南众韬 17.5% 与苏璟瑜持有的广南隆兴 7% 股权置换
广南隆兴矿业有限公司 8% 股权	2008 年 01 月 18 日	将集团西南公司持有的云南众韬 20% 与刘振官持有的广南隆兴 8% 股权置换
广南隆兴矿业有限公司 9% 股权	2008 年 01 月 18 日	将集团西南公司持有的云南众韬 22.5% 与陈焕隆持有的广南隆兴 9% 股权置换
甘肃亚特矿业有限公司 60% 股权	2008 年 05 月 02 日	置换收购甘肃亚特 32% 股权，并另行出资收购甘肃亚特 28% 的股权
金宝矿业有限公司 40% 的股权	2008 年 04 月 18 日	由金山香港出资收购万宝矿业持有的金宝矿业 40% 股权及其贷款债权
乌拉特后旗 13% 的股权	2008 年 06 月 04 日	由紫金国际出资 1.4 亿元，收购刘道南持有的乌拉特后旗 13% 的股权
洛宁华泰矿业有限公司 66% 股权	2008 年 11 月 30 日	出资 1.85 亿元收购洛宁华泰矿业有限公司合计 66% 的股权
福建紫金铜业有限公司 49% 股权	2008 年 11 月 06 日	出资 8845.41 万元收购福建紫金铜业有限公司 49% 的股权
华西矿业有限公司 7% 股权	2008 年 07 月 23 日	出资 1960 万元收购香格丽拉华西矿业有限公司 7% 的股权
威斯特铜业有限责任公司 40% 股权	2008 年 08 月 12 日	公司出资 8.64 亿元，收购青海威斯特铜业有限责任公司 40% 的股权
华振水电投资公司 100% 的权益	2009 年 04 月 30 日	出资 4054.69 万元美金收购华振（sino trend）水电投资公司 100% 的权益

资料来源：公司公告，海通证券研究所

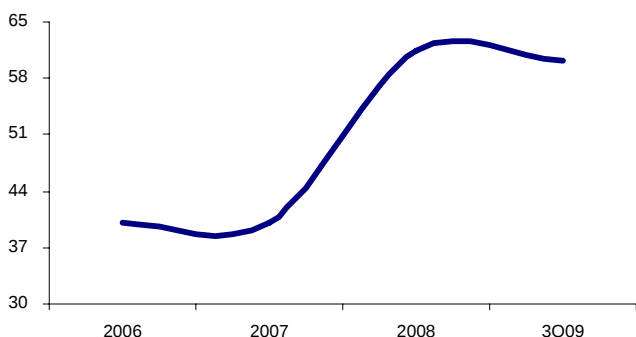
2. 公司黄金产量稳定增长，未来其他有色金属矿产量也将保持稳定增长。2009 年前三季度，公司矿产金锭产量与 2008 年同期基本持平，而矿产金精矿增长迅速；精铜矿增长也呈现快速增长态势。我们预期，未来三年，公司黄金、铜精矿以及锌矿都将保持快速增长，企业的盈利能力将继续增强。

图 4 2006-09 年三季度公司黄金总产量情况（吨）



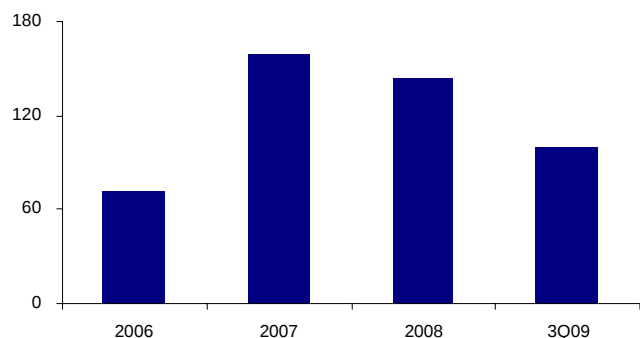
资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 5 2006-09 年三季度公司铜金属总产量情况（千吨）



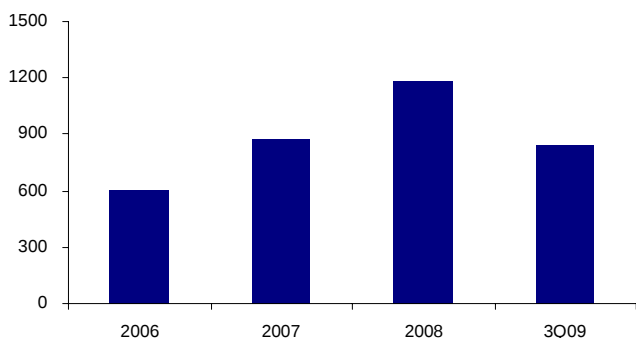
资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 6 2006-09 年三季度公司锌金属总产量情况（千吨）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 7 2006-09 年三季度公司铁精矿金属总产量情况（千吨）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

从 2006 年至今公司各主要产品产量走势来看，公司黄金、铜资源产量保持稳定增长，而锌产量在 2008 年出现了下降，预计 2009 年基本与 2008 年持平，铁精矿也将保持稳定。我们预测认为，未来三年公司黄金、铜和锌金属产量将稳步提高，黄金和铜金属产量将保持快速增长。

表 3 公司主要产品产量及同比增长态势

项目	产量		同比增长 (%)
年度	2009 年 1-9 月	2008 年 1-9 月	
矿产金锭	18078 千克	18180 千克	-0.56
矿产金精矿	4604 千克	2554 千克	80.27
加工金	31854 千克	21591 千克	47.53
铜精矿	51094 吨	34945 吨	46.21
矿产阴极铜	9019 吨	7694 吨	17.22
锌锭	75648 吨	82002 吨	-7.75
锌精矿	23818 吨	26608 吨	-10.49
铁精矿	841676 吨	796733 吨	5.64

资料来源：公司公告，海通证券研究所

公司主要盈利来自于矿产资源开发，因此冶炼产能增长对企业的盈利影响不大。公司在 2009 年矿产资源价格较低的情况下能够实现净利润的稳定增长，主要是来自于黄金价格稳步上升以及黄金矿产资源的稳定增长。其中，虽然公司 2009 年矿产金锭产量同比下降了 0.56%，但是矿产金精矿同比上升了 80.27%，从而保证了企业盈利能力的稳定。

表4 公司主要产品销售成本和毛利率同比态势

分产品	单位	单位销售成本		毛利率（%）	
		09年1-9月	08年1-9月	09年1-9月	08年1-9月
矿产金锭	元/克	58.43	66.64	71.56	67.26
矿产金精矿	元/克	87.96	94.36	50.70	49.12
加工金	元/克	205.19	203.63	0.77	0.24
铜精矿	元/吨	9120.00	11251.00	66.34	76.53
矿产阴极铜	元/吨	14751.00	14249.00	56.58	73.35
锌锭	元/吨	9090.00	13819.00	16.72	5.40
锌精矿	元/吨	2490.00	3602.00	57.70	55.39
铁精矿	元/吨	184.00	201.00	60.22	82.28
其他产品	元/吨			47.88	57.70
整体（含冶炼产品）				33.71	40.17
整体（不含冶炼产品）				69.27	72.62

资料来源：公司公告，海通证券研究所

从2009年前三季度和2008年前三季度各主要产品的单位销售成本和毛利率来看，随着公司黄金生产规模的扩大，公司黄金矿产毛利率呈现上升态势，而其他金属矿产由于价格的下降毛利率出现了下降或者持平的状况。

在销售方面，由于公司希望维持业绩逐年增长的趋势，公司主要产品销售相比2008年同期均出现了不同程度的上升，但在销售额方面，除了黄金业务销售额出现明显上升之外，其他业务的销售额由于受到价格下降的影响，均出现了下降。我们预计，2009年全年公司营业收入将继续保持增长，四季度营业收入的增长幅度扩大。我们预期，考虑到未来三年矿产资源价格将稳步攀升以及矿产资源产量不断提高，公司的营业收入以及盈利能力将不断提高。

表5 公司主要产品销售单价和销售额同比态势

09年1-9月						08年1-9月				
单价（不含税）		销售数量		金额（千元）		单价（不含税）		销售数量		金额（千元）
矿产金锭	205.46 元/克	18662.89 千克		3834519.00		203.57 元/克		16563.92 千克		3371875.00
矿产金精矿	178.43 元/克	4451.65 千克		794295.00		185.45 元/克		2361.81 千克		437994.00
加工金	206.77 元/克	31923.52 千克		6600900.00		204.13 元/克		21378.41 千克		4364062.00
铜精矿	27090.96 元/吨	49641.29 吨		1344830.00		47938.97 元/吨		32885.85 吨		1576514.00
矿产阴极铜	33975.19 元/吨	9157.91 吨		311142.00		53474.96 元/吨		7428.61 吨		397245.00
锌锭	10914.38 元/吨	72360.34 吨		789768.00		14607.94 元/吨		80578.32 吨		1177084.00
锌精矿	5886.59 元/吨	24101.60 吨		141876.00		8076.27 元/吨		26013.50 吨		210092.00
铁精矿	462.09 元/吨	779737.76 吨		360307.00		1132.64 元/吨		688959.48 吨		780341.00
其他产品				1160030.00						1367386.00
内部抵消数				-579267.00						-606593.00
合计				14758400.00						13076000.00

资料来源：公司公告，海通证券研究所

3. 公司的紫金山金铜矿平均黄金品位非常低，吨矿石含金只有 0.5 克左右。公司黄金生产成本全国最低，也是世界同类企业生产成本最低的生产商之一，这主要得益于公司涵盖了从地质勘探、采矿、选矿、冶炼和精炼等一体化生产经营模式，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。由于公司在采矿、堆浸等技术方面比较成熟，所以公司生产成本比中金黄金和山东黄金等低很多。

表 6 公司 2008 年黄金生产成本与其他公司对比情况

公司	矿产金现金成本（元/克）
Anglogold Ashanti	99.21
Harmony Gold	132.28
Gold Fields	98.99
紫金矿业	58.00
Barrick Gold	98.99
中金黄金	137.00
山东黄金	125.00

资料来源：Bloomberg，路透，海通证券研究所

我们认为，公司未来随着黄金产量的不断增长，其黄金生产成本仍将有下降空间，而公司其他金属生产成本也将随着矿产资源量的不断增长，生产成本呈下降趋势。

4. 我们认为随着公司新建项目的不断完成，公司主要矿产资源产量将稳步增长。

表 7 公司主要项目进展情况

承诺项目名称	项目进度	产生收益情况	未达到计划进度和收益说明
紫金山金铜矿联合露天开采项目	建设阶段	增黄金产量 1000.95 公斤，增铜 489.82 吨	
珙春紫金曙光金铜矿改扩建工程	基本建成	增黄金产量 424.62 公斤，铜精矿 1888.75 吨	
日处理 200 吨难选冶金精矿工程	建成试投产	实现净利润 2809.57 万元	
矿产资源勘探项目	正进行勘探		部分项目已投入，项目工程决算后拨付
收购五子骑龙-浸铜湖矿段探矿权项目	矿权已办完		
增资收购英国蒙特瑞科公司股权项目	完成股权收购		
收购塔吉克斯坦 ZGC 金矿及开发项目	建设开发阶段		部分原因，开发建设有所延后
收购紫金龙兴 70% 股权项目	完成股权收购		将于 2009 年全部付清

资料来源：公司公告，海通证券研究所

未来公司黄金产量增长主要取决于以下几个方面：一是塔吉克斯坦 ZGC 项目（75%权益）预计 2010 年开始逐渐达产，塔吉克斯坦 ZGC 共有 3 座矿山，目前只开采一座，设计产能 2.5 吨，未来三座矿山全部投产年产金有望达到 7.3 吨，2009 年 ZGC 项目产量将不到 1 吨；二是东坪金矿（60%权益）预计 2010 年可增加 1 吨左右的黄金产量；三是紫金山黄金产量将保持稳定，年产金在 18 吨左右，公司将根据全部黄金产量对紫金山黄金产量进行调整，整体不会出现较大波动；四是其他金矿预计 2010 年合计增加约 1 吨黄金产量，未来仍将保持稳定增长。

未来公司铜金属产量增长主要取决于以下几个方面：一是紫金山金铜矿技改工程逐步投产，未来 3 年左右产量达到 4-5 万吨，其中阴极铜产量为 2 万吨左右，铜精矿产量为 3 万吨左右，而将来随着紫金山金矿开采逐渐进入后期，矿产铜产量会逐渐上来，最终可达每年 10 万吨，但这要根据公司的具体规划而定；二是珙春金铜矿未来可增加约 1 万吨矿产铜；三是阿舍勒铜矿（51%权益）扩产接近尾声，未来可增加约 1 万吨矿产铜产量；四是多宝山铜矿（51%权益）项目目前审批接近尾声，预计 2010 年可以开工建设，建设期为 2 年，设计铜金属量产能为 2 万吨。

未来公司铅锌产量增长主要取决于以下几个方面：一是俄罗斯图瓦项目（75%权益）设计年铅锌产能合计 8 万吨，附产铜精矿 3000 吨，预计 2011 年可投产；二是乌鲁干锌矿项目（65%权益）预计可增加 1 万吨锌精矿产量。

其他金属方面，公司旗下银岩锡矿预计 2010 年可投产，年产锡精矿 1 万吨，储量 10 万吨左右；麻栗坡钨矿公司披露钨金属储量为 6.1 万吨左右，而实际储量远大于披露数据，预计 2010 年形成 1 万吨左右的钨精矿（金属量）生产能力。

此外，秘鲁白河项目，项目设计产能 22 万吨矿产铜（公司占项目总股权的 36%），建设期预计 3 年。但由于该项目受到该地区政治等因素影响，短期内难以形成产能。不过这一项目一旦建设完成并顺利投产，有望形成 8 万吨铜金属的产量。

表 8 公司未来几年主要产品产量预测

产品类别	单位	2009 年	2010 年	2011 年
矿产金锭	千克	24983.85	27000.00	30100.00
矿产金精矿	千克	6138.65	6500.00	6600.00
加工金	千克	42564.69	42000.00	42000.00
铜精矿	吨	85000.00	94600.00	108000.00
矿产阴极铜	吨	11500.00	18000.00	25000.00
锌锭	吨	112000.00	150000.00	215000.00
锌精矿	吨	35000.00	55000.00	86000.00
铁精矿	吨	1250000.00	1800000.00	2100000.00

资料来源：公司公告，海通证券研究所

我们认为，未来黄金价格仍将保持高位，而且有继续上行的动力；而其他金属价格将随着全球经济好转而逐步上扬。

表 9 公司主要产品未来价格预测（不含税）

产品类别	单位	2009 年	2010 年	2011 年
黄金	元/克	202.25	210.55	190.00
白银	元/千克	2956.00	3290.00	2650.00
铜	元/吨	36100.00	44500.00	50000.00
铅	元/吨	12500.00	13600.00	13700.00
锌	元/吨	13000.00	14000.00	14100.00
镍	元/吨	120000.00	140000.00	155000.00
锡	元/吨	116000.00	137000.00	138000.00
铁精矿	元/吨	465.00	480.00	470.00

资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

5. 公司的盈利预测

我们综合公司的生产成本，以及公司未来公司产量、产品市场价格等因素，并且假设公司的各项费用率保持相对稳定，则可预测公司 2009-11 年每股收益分别为 0.28 元、0.38 元和 0.42 元。我们考虑到公司秘鲁铜矿在 2011 年有望投产以及其他项目的稳定推进，以及公司在未来仍然有望实施重大的兼并重组，因此给予公司 2010 年 35 倍和 2011 年 30 倍的 PE 比较合理，认为公司的合理价位区间应为 12.60—13.30 元，给予公司“买入”评级。

6. 不确定性因素。

系统性风险；主营产品价格的波动风险。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

杨红杰：有色金属行业分析师

重点研究上市公司：中国铝业、南山铝业、焦作万方、云南铜业、驰宏锌锗、宝钛股份、中金黄金、西部材料、包钢稀土、海亮股份。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。海通证券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，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。