

方正证券研究所

有色金属行业分析师：邓新荣

TEL: (8610) 68584820

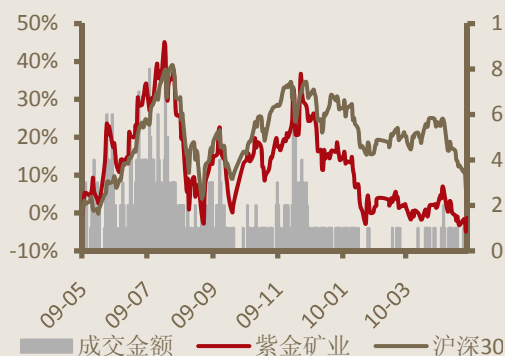
E-mail: dengxinrong@foundersc.com

联系人：傅敏

TEL: (86731) 85832274

E-mail: fumin@foundersc.com

历史表现



市场数据

	本月	近三月	近六月
涨跌幅(%)	2.08	-1.42	-14.80
相对大盘			
涨跌幅(%)	8.43	7.12	0.23

日期：2010年05月07日

股票数据

总股本（亿股）	145.41
流通股（亿股）	103.30
第一大股东	紫金矿业集团 股份有限公司

紫金矿业调研报告

公司研究·调研报告
2010.05.07 增持

有色金属行业

我们于近期对紫金矿业（601899）公司进行实地调研工作，与公司董秘等就公司目前主营业务、出现的困难以及未来的发展状况进行了深入的交流。

投资要点

※产品价格上涨增厚公司业绩

我们认为，欧洲债务危机的不确定性加大及通货膨胀预期的大背景下，黄金成为寻求避险的首选投资品，将成为支撑金价持续上涨的有利因素，而金价的上涨无疑将增厚公司的业绩，成为公司股价上涨的催化剂。

※资源优势是公司最大亮点

截至 2009 年末，公司拥有金 714.652 吨，银 1855.21 吨，铜 1062.86 万吨，钼 39.25 万吨，铅+锌 523 万吨；钨（W₂O₃）17.34 万吨，铁矿石 1.856 亿吨，煤 4.592 亿吨，锡 9.929 万吨，镍 60.71 万吨，硫铁矿（标矿）6,673 万吨。未来公司储量增长一方面依靠原有矿区的深入探矿，一方面依靠公司通过对外收购实现外延式增长。我们认为矿产资源优势是公司最大投资亮点。

※公司资源整合有进有退，志在资源质量

“有进”针对的主要是对国内外优质资源的收购，公司未来的重点还是在海外优质资源的收购；“有退”针对的是公司目前所拥有的部分参股资源，如果不符合公司长远发展规划的部分股权，会有选择性的推出。

※盈利预测与评级

基于黄金及铜、锌等金属价格假设，我们预测公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.356、0.45、0.56 元。考虑到黄金、铜等资源优势，维持公司“增持”投资评级。

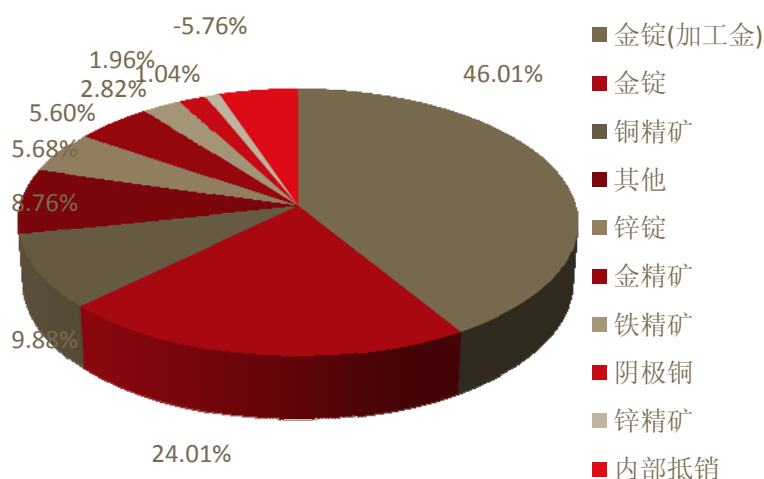
利预测及市场重要数据	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(亿元)	210	268	333	399
(+/-%)	23%	28%	24%	20%
净利润(亿元)	35.41	51.73	64.92	80.94
(+/-%)	15%	46%	26%	25%
每股收益（元）	0.244	0.356	0.446	0.557
市盈率（P/E）	33.5	23.0	18.3	14.7
市净率（P/B）	6.5	5.9	5.2	4.6
EV/EBITDA	19.5	14.5	11.4	9.2
息率（%）	1.7%	2.6%	3.3%	4.1%

数据来源：公司公告 方正证券研究所 注：收盘价为 2010 年 05 月 07 日

一、产品价格上涨增厚公司业绩

紫金矿业（601899）公司是一家以黄金及有色金属矿产资源勘查和开发为主的大型矿业集团，是中国控制金属矿产资源最多的企业、中国最大的黄金生产企业、中国第三大矿产铜生产企业、中国六大锌生产企业之一。黄金业务是公司主要利润来源。

图表 1：黄金及铜业务是公司 2009 年收入构成主要贡献点



数据来源：公司公告 方正证券研究所

公司主营产品黄金及金精矿、电解铜及铜精矿、电锌及锌精矿 2010 年将稳步增加。在公司主营业务中，矿产金、金精矿、铜精矿及锌精矿等矿产业务保持着较高的毛利率。

图表 2：主营产品产量（金属量）预测

项目	产量					毛利率（%）	
	08A	09A	10E	11E	12E	08A	09A
矿产金锭(吨)	23.05	23.72	25.00	26.00	26.40	67.51	71.95
矿产金精矿(吨)	2.89	6.21	6.25	6.50	6.60	47.31	53.29
加工金(吨)	28.83	44.63	45.00	46.00	48.00	0.56	0.47
铜精矿(万吨)	5.13	6.81	10.00	10.00	11.40	73.41	70.11
矿产阴极铜(万吨)	0.89	1.15	2.00	3.00	3.50	67.09	58.73
锌锭(万吨)	10.23	10.00	17.00	20.00	22.00	5.72	19.27
锌精矿(万吨)	0.50	3.33	3.50	4.20	8.00	51.45	60.75
铁精矿(万吨)	97.89	149.96	150.00	150.00	160.00	80.56	66.03

数据来源：公司公告 方正证券研究所

公司收入主要来自于黄金行业，黄金价格波动对公司业绩影响最为明显，黄金价格从 2009 年以来一直维持振荡向上的格局，将有利于增厚公司业绩。自 2010 年以来铜、锌等有色金属价格维持高位震荡，也有助于增厚公司业绩。

图表 3：公司铅锌矿采选产能（金属量）预测

项目	单价（不含税）						
产品	08A	09A	09Q1	10Q1	10E	11E	12E
矿产金锭(元/克)	196.70	212.06	202.42	245.62	242	245	250
矿产金精矿(元/克)	173.52	188.95	180.13	225.52	215	220	225
加工金(元/克)	198.30	216.00	202.50	243.06	240	245	250
铜精矿(万元/吨)	4.12	3.04	2.08	4.36	4.50	4.60	4.70
矿产阴极铜(万元/吨)	4.32	3.57	2.50	4.87	5.15	5.20	5.30
锌锭(万元/吨)	1.33	1.19	0.92	1.58	1.58	1.62	1.71
锌精矿(万元/吨)	0.69	0.65	0.43	0.84	0.98	1.02	1.11
铁精矿(元/吨)	987.04	394.73	518.30	-	513	598	641

数据来源：公司公告 方正证券研究所

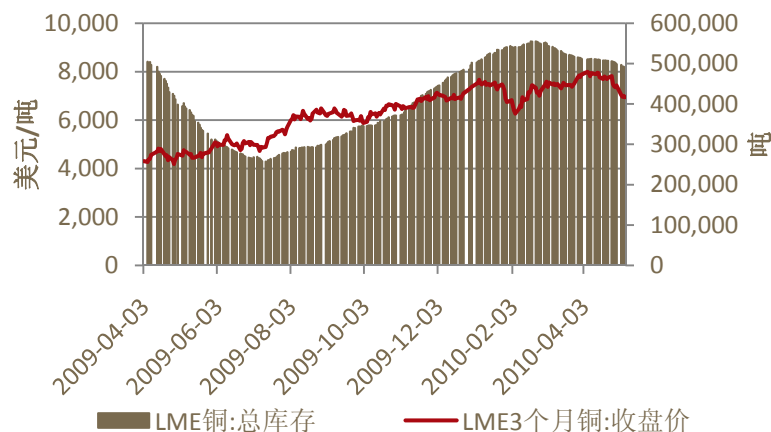
最近由于欧盟区主权债务危机的影响，黄金将再次充当资金的避风港，避险需求推动美元和黄金同步上涨。另一方面 SPDR 的持仓量目前仍然处于高位，在通胀预期强烈的情况下，资金对黄金资产仍然青睐有加。我们认为黄金价格有望维持强势走势。

图表 4：黄金价格高位企稳有利增厚公司业绩



数据来源：Wind 资讯 方正证券研究所

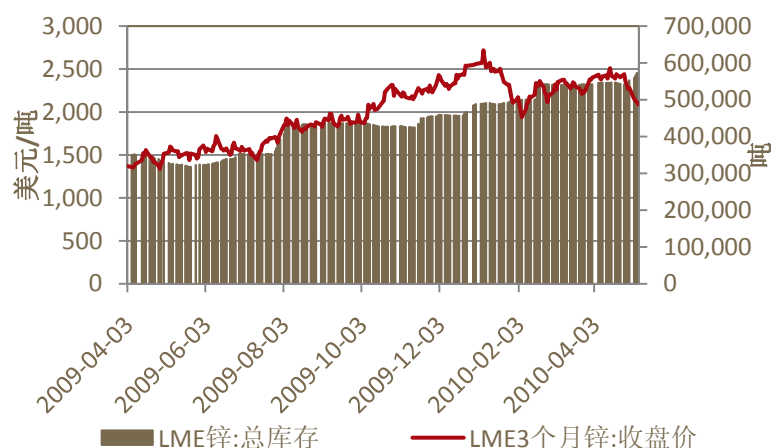
图表 5：铜价格有望维持震荡走势



数据来源：Wind 资讯 方正证券研究所

公司作为国内目前最大的矿业公司之一，除了黄金业务以外，还具备金属铜、锌、铁矿石等业务。金属铜、锌等行业受全球经济恢复及中国因素的影响，有望维持高位震荡的走势。通过公司 2010 年一季报可以看出，2010 年一季度公司金属铜、锌等销售价格均维持高位。我们认为有色金属铜及锌未来将维持高位震荡走势格局，这将有利于增厚公司业绩。

图表 6：金属锌价格有望维持震荡走势



数据来源：Wind 资讯 方正证券研究所

二、资源优势是公司最大亮点

资源储量是衡量资源类公司发展潜力的重要标准之一。经过多年的积累，公司旗下的矿产资源品种丰富，其中，黄金及铜金属储量均排在国内前列。

图表 7：截止 2009 年年底紫金矿业矿产资源

矿种	储量	矿种	储量
金	714.652 吨	钨	17.34 万吨
铜	1062.86 万吨	锡	9.929 万吨
铅+锌	523 万吨	银	1855.21 吨
铁	1.856 亿吨	钼	39.25 万吨
镍	60.71 万吨	硫铁矿	6.673 亿吨
煤矿	4.592 亿吨		

数据来源：公司公告 方正证券研究所

集团公司拥有探矿权 244 个，面积 5,880.90 平方公里；采矿权 45 个，面积 125.0116 平方公里。公司潜在矿产资源丰富。

未来公司储量增长一方面依靠原有矿区的深入探矿，一方面依靠公司通过对外收购实现外延式增长。2010 年公司计划将发生固定资产投资、勘探资本性支出约 50 亿元，而对外股权投资以及矿业股权投资等资本性支出约为 70 亿元。我们认为矿产资源优势是公司最大投资亮点。

三、公司资源整合有进有退，志在资源质量

公司未来的发展主要还是在资源方面，对于冶炼业务公司的发展动力不大，冶炼的增量也主要来自：一是巴彦淖尔 10 万吨电锌，二是上杭 20 万吨铜冶炼。相比较而言，冶炼业务增量对公司净利润贡献不会很大。

公司的方向是成为国际一流的综合性矿业公司，未来的发展主要靠国外项目，国内资源有限。公司未来整合资源的目标是有进有退，志在资源质量。“有进”针对的主要是国内外优质资源的收购，考虑到国内优质资源较少，公司未来的重点还是在海外优质资源的收购；“有退”针对的是公司目前所拥有的部分参股资源，如果不符合公司长远发展规划的部分股权，会有选择性的推出。有进有退思路反映了公司发展资源思路非常清晰，目标明确。

公司未来继续开展重点跟踪项目的尽职调查和合作洽谈，2010 年争取有 1-2 个新的重大资源并购项目能够签约，从而实现资源占有量的显著增长。

四、盈利预测与评级

基于上述假设，我们预测公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.356、0.45、0.56 元。考虑到公司在矿山开发上具备成本和管理优势，发展思路清晰，经营比较透明。现有资源可以保障未来三年业绩保持持续增长，但未来扩张的关键取决于国际化的实际效果。相比国内黄金行业上市公司，公司具备一定估值优势，维持公司“增持”投资评级。

图表 8：公司财务预测表

利润表（亿元）	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	209.6	268.2	332.6	399.1
主营业务成本、税金	141.6	177.7	219.5	260.2
主营业务利润	68.0	90.5	113.1	139.0
其他业务利润	(3.5)	(3.5)	(3.5)	(3.5)
营业费用	3.8	4.8	6.0	7.2
管理费用	9.0	9.5	11.6	13.7
财务费用	0.4	0.2	0.6	0.3
营业利润	51.3	72.4	91.3	114.3
投资收益	(1.4)	1.5	1.5	1.5
补贴收入	0.0	0.0	0.0	0.0
营业外收支	0.3	0.1	0.1	0.1
利润总额	50.2	74.0	92.9	115.9
减:所得税	9.7	14.8	18.6	23.2
减:少数股东损益	5.1	7.5	9.4	11.8
净利润	35.4	51.7	64.9	80.9

资产负债表（亿元）	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	42.8	46.4	46.4	46.4
应收帐款净额	13.5	16.9	20.9	25.1
存货净额	26.4	25.1	30.6	36.1
其他流动资产	6.9	2.1	2.7	3.2
流动资产合计	89.6	90.5	100.6	110.8
固定资产净额	99.7	136.6	170.1	201.3
无形资产	57.6	56.6	55.7	54.7
长期投资及其他	49.6	49.6	49.6	49.6
资产总计	296.5	333.3	375.9	416.4
短期借款	36.8	35.1	35.0	24.9
应付帐款	9.8	11.8	14.5	17.1
其他流动负债	25.1	35.9	43.9	51.9
流动负债合计	71.7	82.9	93.3	93.8
长期借款	4.1	4.1	4.1	4.1
其他长期负债	4.6	5.1	5.6	6.1
长期负债合计	8.6	9.2	9.7	10.2
负债合计	80.3	92.0	103.0	104.0
少数股东权益	34.4	38.9	44.6	51.7
股东权益	181.7	202.4	228.4	260.7
负债和股东权益总计	296.5	333.3	375.9	416.4

现金流量表（亿元）	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动产生的现金流				
净利润	40.5	51.7	64.9	80.9
少数股东权益	3.6	4.5	5.7	7.1
折旧及摊销	9.9	12.4	17.6	21.6
坏帐准备	0.0	(0.0)	0.0	0.0
应收帐款的减少/(增加)	0.2	(3.4)	(4.1)	(4.2)
存货的减少/(增加)	(7.2)	1.3	(5.5)	(5.5)
待摊费用和其他流动资产的减少	0.0	4.8	(0.5)	(0.5)
其他长期资产的减少/(增加)	(1.0)	0.0	0.0	0.0
应付帐款的增加/(减少)	1.7	2.1	2.6	2.6
预提费用的增加/(减少)	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流动负债的增加/(减少)	0.0	10.8	8.0	8.0
其他长期负债的增加/(减少)	0.0	0.5	0.5	0.5
其它	(1.7)	0.2	0.1	0.1
经营活动产生的现金流净额	46.0	84.9	89.3	110.6
投资活动产生的现金流				
收回投资与投资收益	20.2	0.0	0.0	0.0
资本投资	47.1	48.6	50.2	52.0
其它	6.0	0.0	0.0	0.0
投资活动产生的现金流净额	(32.9)	(48.6)	(50.2)	(52.0)

筹资活动产生的现金流

股权融资	1.4	0.0	0.0	0.0
支付股利	20.0	31.0	39.0	48.6
银行贷款的净增加	6.0	(1.7)	(0.1)	(10.0)
其它	(2.1)	0.0	0.0	0.0
筹资活动产生的现金流净额	(10.4)	(32.7)	(39.1)	(58.6)
现金的净流入/（净流出）	0.0	3.6	0.0	0.0
现金期初余额	0.0	41.4	45.0	45.0
现金期末余额	0.0	45.0	45.0	45.0

数据来源：公司公告 方正证券研究所

五、风险因素

黄金、铜、铅锌金属价格大幅波动对公司经营业绩造成影响；资源税改革预期给公司带来的不确定性。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 20%以上；
 增持：预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 10%-20%；
 中性：预期未来 6 个月内该公司股价变动幅度在-10%-10%；
 减持：预期未来 6 个月内该公司股价下跌幅度在 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 10%以上；
 中性：预期未来 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在-10%—10%；
 减持：预期未来 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 10%以上。

特别声明与免责条款：

本报告版权归“方正证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“方正证券”，且不得对本报告进行有悖本意的删节和修改。

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前使用或了解其中的信息。

北京

地址：北京市西城区阜外大街甲 34 号方正证券大厦 8 楼（100037）

电话：(8610) 68584820

传真：(8610) 68584803

网址：<http://www.foundersc.com>

E-mail：yjzx@foundersc.com

长沙

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 200 号华侨国际大厦 24 楼（410015）

电话：(86731) 5832351

传真：(86731) 5832380

网址：<http://www.foundersc.com>

E-mail：yjzx@foundersc.com

杭州

地址：浙江省杭州市平海路 1 号方正大厦 4 楼（310006）

电话：(86571) 87782600

传真：(86571) 87782600

网址：<http://www.foundersc.com>

E-mail：yjzx@foundersc.com