

分析师： 葛军 (8627)65799505 gejun@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490208040137

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751636 yangjf@cjsc.com.cn

公司未来产量增长趋缓

事件描述

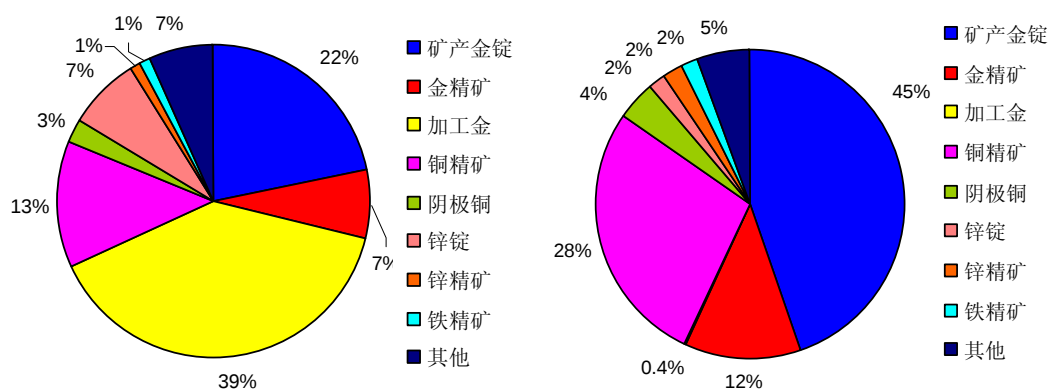
紫金矿业公布 2010 年中报

事件评论

● 上半年营业收入同比增长50.2%，净利润同比增长40.1%，EPS为0.186元

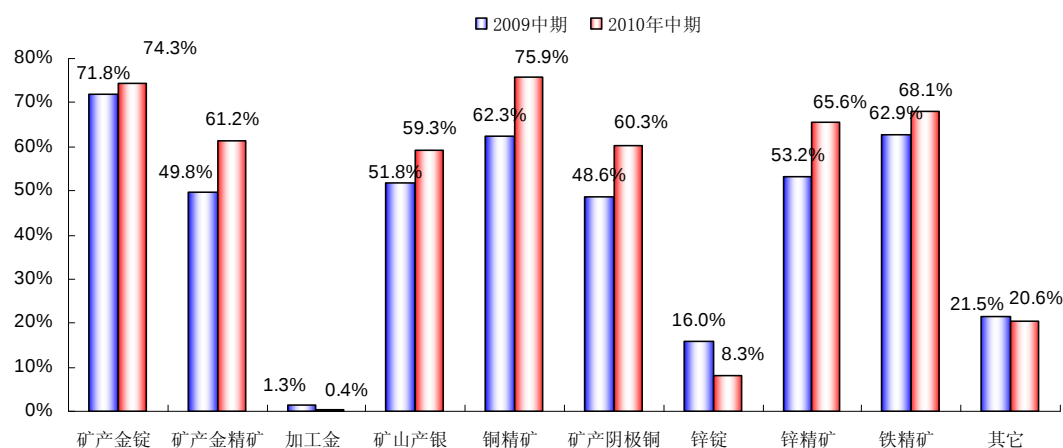
10年上半年公司实现营业收入134.6亿元，同比增长39.8%；实现归属于上市公司股东的净利润27.1亿元，同比增长40.1%。其中第二单季，公司受益于黄金、铜等产品价格的上涨，实现营业收入71.5亿元，同比增长52.9%，环比增长13.3%；实现净利润14.3亿元，同比增长40.1%，环比增长11.9%。上半年，公司每股收益0.186元（去年同期0.133元）。上述业绩总体符合我们的预期。

图 1：公司主营业务收入结构（左）和利润结构（右）(2010 年中期)



资料来源：公司公告

图 2：公司半年报各产品毛利率对比



资料来源：公司公告

● 上半年黄金价格上涨是公司业绩较好的主要原因。

上半年公司产品价格均呈现上涨，其中黄金（占公司主营利润57.4%）价格的上涨是公司业绩增长的主要原因。10年上半年，公司矿产金销售均价为255.1元/克，较上年同期增长25.2%；铜精矿销售均价（4.24万元/吨）较上年同期增长74.8%；锌均价（1.5万元/吨）较去年同期46.8%。产量方面，公司上半年生产矿产金15.8吨，同比增长5.1%；铜精矿4.01万吨，同比增长24.2%；锌锭产量（9.1万吨）同比增长69.8%，锌精矿产量同比增长30.6%。锌锭及锌精矿产量增幅较大主要源于巴彦淖尔锌冶炼厂二期开工、新疆阿舍勒及青海德尔尼铜矿产能扩张。公司各产品产量具体数据如下表所示：

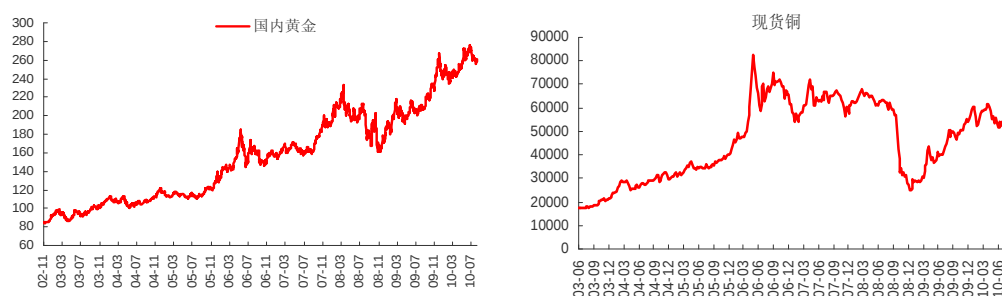
表 1：上半年报产量数据对比

	10 上半年（万吨）	09 上半年（万吨）	同比增长
黄金（吨）	36.71	36.7	0.03%
矿产金	15.8	15.1	5.1%
冶炼金	20.9	21.6	3.5%
铜	4.72	3.82	23.7%
矿产阴极铜	0.55	0.53	4.6%
铜精矿	4.01	3.28	24.2%
锌	11.05	6.51	69.8%
锌锭	9.1	5.02	81.5%
锌精矿	1.95	1.49	30.6%
铅精矿	0.21	0.22	-2.04%
银（吨）	66.2	55.7	18.9%
矿产银	53.2	44.5	19.4%
加工银	13.1	11.1	17.2%
铁精矿	38.4	45.44	-15.8%

资料来源：长江证券研究部

图 3：国内现货黄金价格走势

图 4：国内现货铜价格走势



资料来源：彭博资讯

图 5：国内锌价走势



资料来源：彭博资讯

● 公司未来有如下看点：

（1） 未来金价仍将维持缓慢上涨态势

从目前的经济形式来看，全球主要国家为防止经济出现二次探底均维持了较为宽松的货币政策。未来通货膨胀预期将为未来黄金价格提供支撑。我们总体认为未来金价将缓慢上涨。

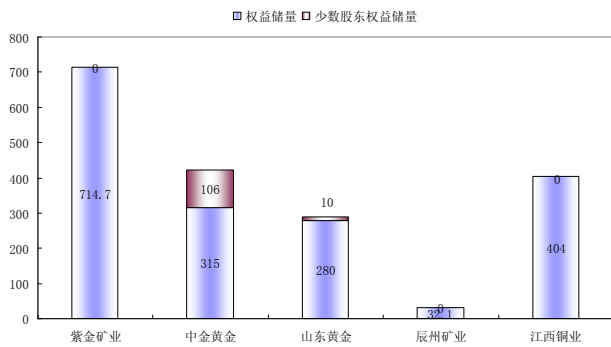
铜、锌价格方面，我们认为，下半年铜价仍维持高位震荡走势，其表现要好于其他基本金属；锌价格受高压库存影响（目前全球锌报告库存创 15 年新高），预计价格弱势震荡。

（2） 公司总体资源储量优势明显

目前公司总体资源储量较大。截止 2009 年，公司黄金权益储量 714.7 吨，居 A 股上市公司首位；金属铜权益储量 1063 万吨，仅次于江西铜业。另外，公司资源种类也较为丰富，涵盖金、银、铜等 10 多种金属及煤等资源。目前，公司正计划收购刚果金两个铜钴矿部分矿权，若进展顺利，有望增加公司铜、钴资源储量。

图6：公司黄金资源总储量国内第一

图7：公司铜总储量全国第二



资料来源: 公司公告

图8: 公司历年黄金资源储量扩张情况

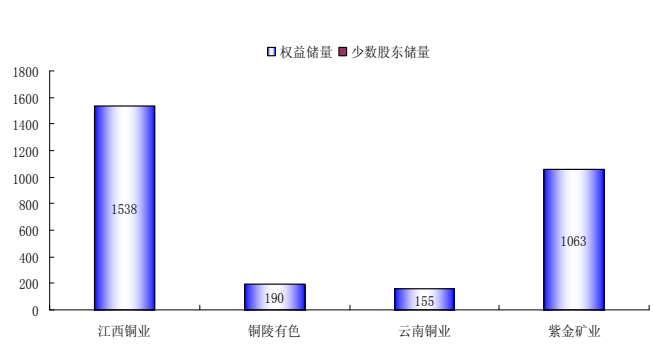
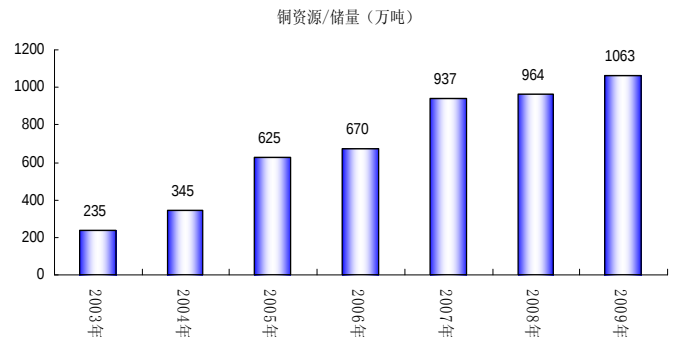
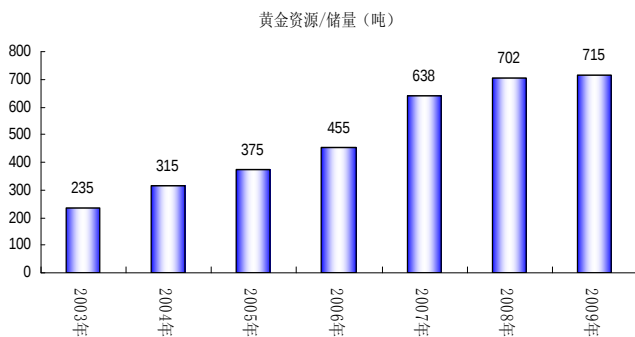


图9: 公司历年铜资源储量扩张情况



资料来源: 公司公告

表 2: 公司资源储量情况 (截止 2009 年底)

资源名称	存储量	资源名称	存储量
金	714.65 吨	钨	17.34 万吨
铜	1062.68 万吨	锡	9.93 万吨
铅+锌	523 万吨	银	1855.21 吨
铁	1.86 亿吨	钼	39.25 万吨
镍	60.71 万吨	硫铁矿 (标矿)	0.67 亿吨
煤	4.59 亿吨		

资料来源: 公司公告

(4) 公司未来产量增长趋缓

目前, 公司募投项目均已建成投产, 未来基本进入稳定发展时期, 我们预计公司未来产量迅速增长的可能性不大。但考虑到 7.3 事件影响, 公司紫金山铜矿湿法厂已停产整改, 且复产期限不明; 另外, 为配合湿法厂整改, 紫金山金矿也已采取限产措施。我们预计今年紫金山铜矿将减少铜产量 6500 吨 (占公司 10 年原计划产量的 6.5%), 紫金山矿产金产量减少 1 吨左右 (占公司 10 年原计划产量的 3.22%)。总体上, 我们认为公司今年黄金、铜产量将低于预期。

综合上述分析，我们预计公司 2010 年、2011 年矿产金产量为 30.1 吨、32.5 吨；矿产铜产量为 9.25 万吨、12 万吨；矿产锌产量 3.42 万吨、3.8 万吨。

表 4：公司矿产金属产量预测

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 中期	2010E	2011E
矿产黄金 (吨)						
紫金山金铜矿	15.9	17.4	18.0	9.65	17	18
珙春曙光金铜矿	1.4	1.8	2.3	1.26	2.3	2.3
贵州水银洞金矿	2.4	2.4	2.7	1.03	2.7	2.7
其它	5.2	6.8	7.7	3.88	8.1	9.5
合计	24.8	28.5	30.7	15.82	30.1	32.5
同比增长		14.8%	7.6%	5.07%	-1.8%	8%
铜精矿(万吨)						
阿舍勒铜钴矿	2.8	2.7	3	1.63	3.2	3.2
青海德尔尼铜钴矿	0.5	1.5	2.5	1.34	2.5	2.5
紫金山铜矿	0.8	1	1.3	0.53	0.55	1.5
珙春金铜矿	0.4	0.52	0.86	0.44	1.2	1.2
其它	0.4	0.4	0.8	0.13	1.8	2.6
合计	4.9	6.14	8.48	4.07	9.25	11
同比增长		25.3%	38.1%	24.2%	10.3%	17.6%
锌精矿(万吨)						
乌拉特后旗铅锌矿	2.87	2.13	2.25	1.07	2.45	2.5
阿舍勒铜矿伴生锌	0.98	0.6	0.68	0.62	0.75	0.9
其他	0.64	0.64	0.36	0.26	0.22	0.4
合计	4.5	3.37	3.29	1.95	3.42	3.8
同比增长		-25.1%	-2.4%	30.6%	4%	11.1%

资料来源：公司公告

(3) 公司未来看点在于收购刚果金铜钴矿

目前公司拟与中非发展基金共同出资收购 Copperbelt，收购金额合计 19.36 亿元（公司按 60% 股权出资）。本次收购的看点在于，Copperbelt 间接拥有刚果（金）Deziwa 铜钴矿及 Ecaille C 铜钴矿（68% 股权），其铜钴资源丰富。其中，铜合计保有储量（控制+探明）454 万吨，钴保有储量 38 万吨。若收购成功，将增加公司权益铜储量 185 万吨、钴权益储量 15.5 万吨。凭借公司充足的资本金及在低品位铜矿开发过程中积累的丰富经验，开发刚果金的低品位矿床将不存在技术和资金问题。目前收购的关键在于获得刚果（金）政府批准（刚果金政府持有 Deziwa 矿及 Ecaille C 矿的剩余股权）。我们认为此次收购对公司资源储量增加及推进海外收购进程将有积极影响，但仍存在收购再次受挫的风险。

表 3：公司拟收购矿产情况

		加权平均品位			金属量		
		金属铜	酸可溶铜	金属钴	金属铜	酸可溶铜	金属钴
	矿石量 万吨	%	%	%	万吨	万吨	万吨
Deziwa							

探明	7515	0.0178	0.0162	0.0017	134	122	13
控制	24088	0.0133	0.0117	0.001	321	283	25
推断	334	0.018	0.0148	0.0017	6	4.9	0.6
小计	31937	0.0144	0.0128	0.0012	460	409	39
Ecaille C							
推断	2181	0.0115	0.0097	0.0006	25.1	21.2	1.3
总探明及控制	31603	0.0144	0.0128	0.0012	454	404	38
总推断	2515	0.0124	0.0104	0.0007	31.1	26.1	1.9
总资源量	34118	0.0142	0.0126	0.0012	485	430	40

资料来源:公司公告

● “谨慎推荐”评级

综合分析,我们预计公司 2010 年和 2011 年 eps 分别为 0.35 元和 0.44 元,综合考虑未来的公司成长性、环保事件影响、未来产量增长情况,以及小非解禁情况,我们给予公司“谨慎推荐”评级。

● 投资风险和结论的局限性

投资风险提示:(1)行业风险:黄金、铜价格走势与我们预计的偏差较大;(2)公司风险:紫金山铜矿污染事件对公司损失超出我们预期。我们不排除上述风险对我们的结论构成影响。

财务报表预测

利润表(百万元)

2008	2009	2010	2011	2012
------	------	------	------	------

资产负债表(百万元)

2008	2009	2010	2011	2012
------	------	------	------	------

营业收入	16984	20956	29338	35499	42244
营业成本	10327	13905	18776	23074	27459
毛利	6657	7051	10562	12425	14785
%营业收入	39.2%	33.6%	36.0%	35.0%	35.0%
营业税金及附加	239	252	352	426	507
%营业收入	1.4%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
销售费用	317	377	528	639	760
%营业收入	1.9%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
管理费用	1001	899	1320	1597	1901
%营业收入	5.9%	4.3%	4.5%	4.5%	4.5%
财务费用	-98	-45	-302	-280	-30
%营业收入	-0.6%	-0.2%	-1.0%	-0.8%	-0.1%
资产减值损失	326	364	360	360	360
公允价值变动收益	-37	14	0	0	0
投资收益	151	-141	0	0	0
营业利润	4791	4987	7699	9123	11227
%营业收入	28.2%	23.8%	26.2%	25.7%	26.6%
营业外收支	-258	32	-400	0	0
利润总额	4533	5019	7299	9123	11227
%营业收入	26.7%	23.9%	24.9%	25.7%	26.6%
所得税费用	639	968	1409	1761	2167
净利润	3894	4051	5890	7362	9060
归属于母公司所有者的净利润	3066.2	3541.4	5160.4	6449.7	7937.5
少数股东损益	828	509	730	912	1123
EPS（元/股）	0.21	0.24	0.35	0.44	0.55

现金流量表（百万元）					
	2008	2009	2010	2011	2012
经营活动现金流净	4025	4599	5961	8039	10106
取得投资收益收回	85	10	0	0	0
长期股权投资	-495	-147	-268	0	0
无形资产投资	0	0	91	0	0
固定资产投资	-5100	-3887	-1280	-1465	-1667
其他	-3057	743	-1568	0	0
投资活动现金流净	-8651	-3291	-3025	-1465	-1667
债券融资	0	0	0	0	0
股权融资	10321	145	0	0	0
银行贷款增加（减）	-2971	600	4873	-3744	-3308
筹资成本	2177	1998	-214	-365	-764
其他	-4320	-3785	0	0	0
筹资活动现金流净	5207	-1042	4659	-4109	-4072
现金净流量	581	266	7595	2464	4366

货币资金	5039	4140	11735	14200	18566
交易性金融资产	2934	144	226	226	226
应收账款	705	853	1194	1444	1719
存货	1594	2638	3199	3655	4127
预付账款	324	349	534	657	782
其他流动资产	94	693	1004	1215	1445
流动资产合计	8052	8961	18333	21930	27498
可供出售金融资产	63	384	510	510	510
持有至到期投资	0	0	1361	1361	1361
长期股权投资	1727	1688	1956	1956	1956
投资性房地产	0	55	54	54	54
固定资产合计	2648	10077	10593	11190	11852
无形资产	4112	5177	4958	4834	4713
商誉	328	437	437	437	437
递延所得税资产	71	88	69	69	69
其他非流动资产	9216	2778	2778	2778	2778
资产总计	26218	29646	41050	45119	51229
短期贷款	2558	3679	8052	3808	0
应付款项	728	978	1320	1623	1931
预收账款	127	310	434	526	625
应付职工薪酬	146	221	298	367	437
应交税费	627	564	815	1012	1237
其他流动负债	1472	1415	1922	2359	2807
流动负债合计	5659	7168	12842	9694	7037
长期借款	969	407	907	1407	1907
应付债券	0	0	0	0	0
递延所得税负债	131	144	0	0	0
其他非流动负债	279	313	313	313	313
负债合计	7038	8033	14062	11415	9258
归属于母公司所有者权益	16134	18170	22815	28619	35763
者权益					
少数股东权益	3045	3443	4173	5085	6208
股东权益	19179	21613	26988	33705	41971
负债及股东权益	26218	29646	41050	45119	51229

基本指标					
EPS	0.211	0.244	0.355	0.444	0.546
BVPS	1.11	1.25	1.57	1.97	2.46
PE	30.21	26.16	17.95	14.36	11.67
PEG	0.98	0.85	0.58	0.47	0.38
PB	5.74	5.10	4.06	3.24	2.59
EV/EBITDA	16.57	15.60	10.10	8.05	6.13
ROE	19.0%	19.5%	22.6%	22.5%	22.2%

分析师介绍

葛军，长江证券有色金属行业研究员。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。