

紫金矿业(601988)

公司研究/深度报告

谨慎推荐 维持评级

合理估值: 12.00—12.80 元

紫金矿业的储量及估值优势显现

民生精品---深度报告/有色金属行业

2010 年 11 月 10 日

报告摘要:

● 预期金价一年内2000美元/盎司不改, 黄金股普遍受益

我们对于黄金价格的预期不改, 预计年内升至 1500 美元/盎司; 一年内, 黄金价格或冲击 2000 美元/盎司, 两年内或达到 3000~5000 美元/盎司高位。目前黄金屡创新高, 符合我们的判断。未来金价上涨, 黄金股的内在价值增长将是普遍现象。

● 储量最大、产品结构最丰富的黄金上市公司、

公司是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, 根据公司 2009 年公布的储量数据, 黄金储量 714.65 吨, 铜 1062.68 万吨, 铅锌 523 万吨, 矿产储量丰富。公司产品结构丰富, 以金为主, 铜、铅锌、钨、铁等基本金属并举是同类矿产公司中产品最为丰富的公司。

● 黄金股中PE最低, 估值优势显现

公司相对估值低于其他黄金生产企业, 具有一定的估值优势。自 9 月份以来 A 股市场的大幅上涨, 公司相对估值尽管从两年来的低位回升, 但目前仍处于估值历史低位, 与其他黄金类股票相比, 有一定上升空间。

● 盈利预测及估值

根据我们对于金价上涨, 黄金股普遍受益的判断, 考虑到公司资源远景广阔以及相对估值目前正处于历史低位, 我们维持公司“谨慎推荐”评级, 预计 2010 至 2012 年每股收益为 0.39、0.56、0.89 元, 合理估值区间 12.0~12.8 元, 价格中枢为 12.4 元。

● 风险提示

1) 公司环境污染造成损失金额具有不确定性; 2) 未来生产经营活动收到环境污染事件的影响

盈利预测与财务指标

项目/年度	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	20955.82	28683.84	36746.09	53081.11
增长率(%)	23.39	36.88	28.11	44.45
归属母公司股东净利润(百万元)	3541.45	5694.94	8215.25	12889.71
增长率(%)	5.67	61.60	44.26	56.90
每股收益(元)	0.24	0.39	0.56	0.89
毛利率(%)	33.65	36.83	39.79	41.41
净资产收益率 ROE(%)	19.86	27.49	34.08	47.06
每股净资产(元)	1.49	1.79	2.02	2.31
PE	42.67	31.79	22.14	13.93
PB	7.71	6.93	6.14	5.37
EV/EBITDA	/	16.73	12.05	7.95

资料来源: 民生证券研究所

请务必阅读最后一页免责声明

民生证券研究所

分析师: 黄玉

执业证书编号: S01002081120226

电话: (8610)8512 7646

Email: huangyu@mszq.com

助理分析师: 滕越

执业证书编号: S0100109070818

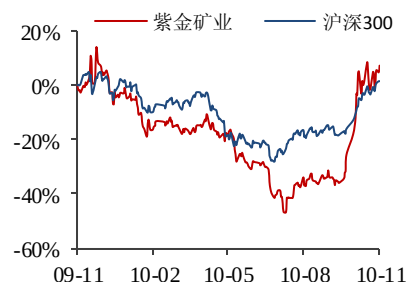
电话: (8610)8512 7645

Email: tengyue@mszq.com

地址: 北京市东城区建国门内大街 28 号

民生金融中心 A 座 16 层 100005

一年该股与沪深 300 走势比较



交易数据 (2010-11-9)

收盘价(元)	10.48
近 12 个月最高/最低	4.97/11.50
股本(百万股)	14541.31
流通股本(百万股)	6,324.97
流通股比例%	43.50%
总市值(亿元)	1523.93
流通市值(亿元)	1523.93

相关研究

1. 《未来一年黄金价格冲击 1500 美元盎司》2010.09.08
2. 《黄金价格 1300 美元不是顶, 关注山东黄金》2010.09.27
3. 《上调一年内金价至 2000 美元/盎司》2010.10.15

目 录

一、中国最大金矿企业.....	3
二、黄金价格不断攀升，一年内将冲击 2000 美元.....	4
(一) 金价上涨开启十年牛市行情.....	4
(二) 黄金屡创新高，已突破 1400 美元整数关口.....	7
(三) 铜价处于历史高位.....	8
三、储量、估值优势明显.....	8
(一) 储量、产量最多的黄金股.....	8
(二) 金加工成本优势明显.....	10
(三) 估值优势逐渐显现.....	10
四、盈利预测与投资建议.....	11
(一) 盈利预测.....	11
(二) 绝对估值法：11.91~12.55 元/股.....	13
(三) 相对估值法：11.20~14.00 元/股.....	14
(四) 投资建议.....	14
五、风险提示.....	14
插图目录.....	16
表格目录.....	16

一、中国最大金矿企业

紫金矿业是一家从上杭紫金山金矿开发起步，走向全国、面向全球的，以黄金及其它有色金属矿产资源勘查和开发为主的大型矿业集团，主要业务是从事黄金及其他金属的勘探、开采、生产和冶炼，主要资产为中国福建省紫金山的金矿，为中国最大金矿企业，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，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六大锌生产企业之一，国家高新技术企业，公司前景光明和具有极强的竞争力，

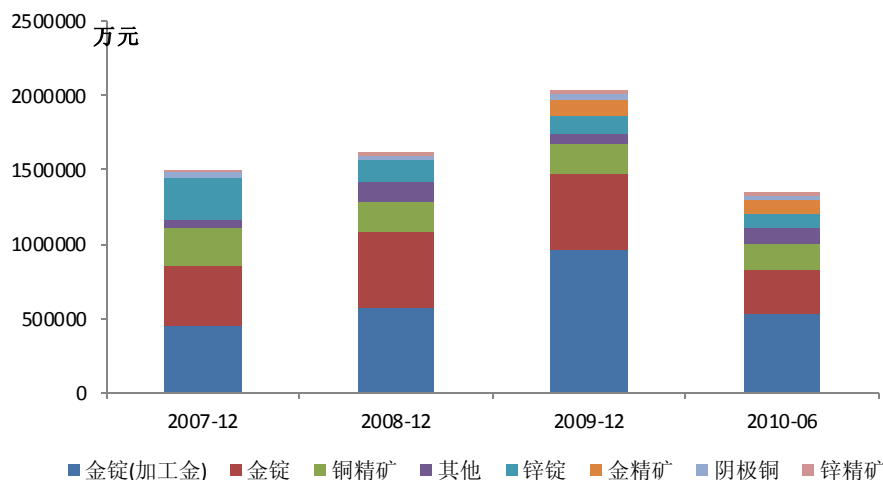
图 1：紫金矿业集团资源丰富，遍布国内外



资料来源：公司资料，民生证券研究所

紫金矿业形成了以金为主，铜、铅锌、钨、铁等基本金属并举的产品格局，产品种类多样，是同类矿产公司中产品最为丰富的公司。从历年的产品收入构成来看，黄金产品（包括加矿产金锭、金精矿以及加工金）收入占比大约为 60%~70%，铜产品收入占比大约为 10%~15%，锌产品收入占比大约为 5%~10%。

图 2: 产品种类丰富, 以黄金产品为主



资料来源: 公司资料, 民生证券研究所

二、黄金价格不断攀升, 一年内将冲击 2000 美元

(一) 金价上涨开启十年牛市行情

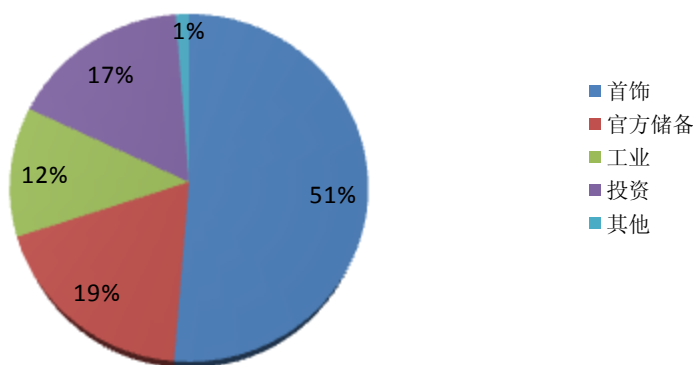
2010 年 9 月 8 日我们在深度报告《未来一年黄金价格冲击 1500 美元/盎司》中预期价格在一年内将上冲 1500 美元/盎司, 是业内最先预测本轮金价上涨并能达此高度的券商; 2010 年 10 月 15 日我们在《上调一年内金价至 2000 美元/盎司》中上调黄金价格预期, 未来一年内金价有望突破 2000 美金, 两至三年内有望冲击 3000 - 5000 美元。

我们做出以上判断基于以下的判断,

1、供给紧张、投资需求旺盛

根据世界黄金协会 2010 年最新统计数据显示, 目前全球已确认的地上总存金量为 16.3 万吨左右, 按照密度为 19.3 吨/立方米计算, 只相当于边长为 20.36 米的正方体房间大小。而黄金可确定性投资量仅 2.73 万吨, 约为当前黄金总量的 17%, 远不能满足旺盛的投资需求。

图 3: 黄金主要消费量用途分布图



资料来源: WGC, 民生证券研究所

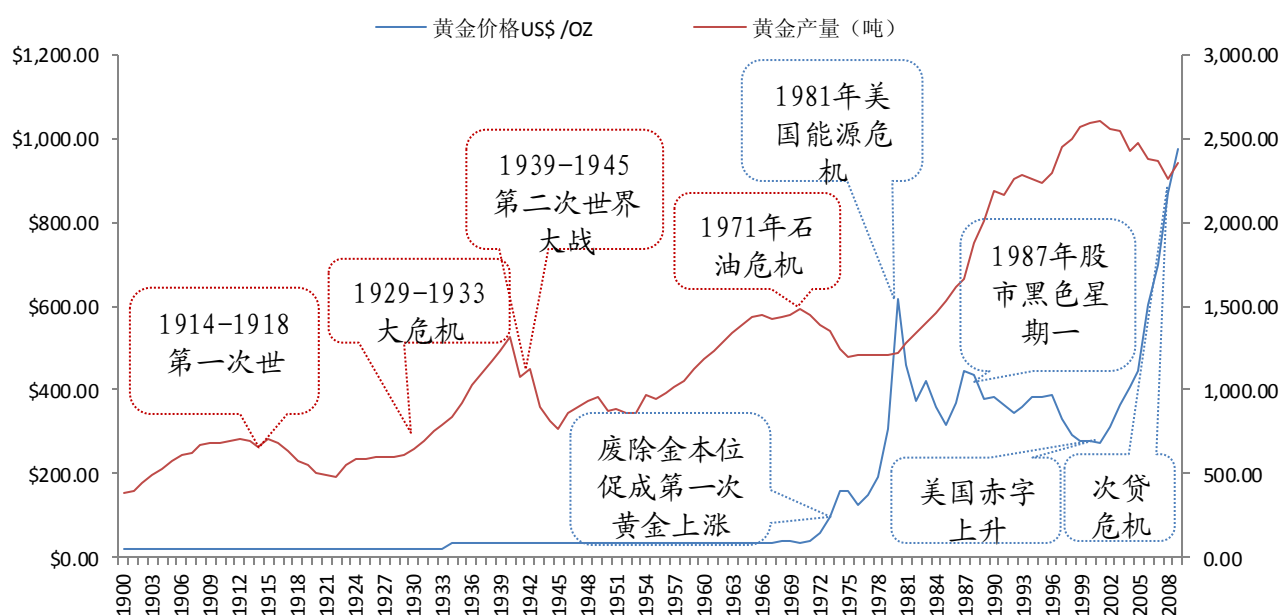
2、货币非黄金化 V.S. 黄金非货币化

从金本位制到布雷顿森林货币体系，再到牙买加体系，黄金从货币化到非货币化的过程中，黄金的货币属性并未根本消失，黄金金融投资属性日益凸显。**黄金从来就没有被完全非货币化，而是货币非黄金化。**黄金作为一种公认的金融资产活跃在投资领域，充当国家或个人的储备资产。货币黄金管理始终是世界各国货币管理的重要内容，各国黄金储备，其管理者均为各中央银行，并按货币形式和运行规律管理。尽管黄金非货币化初期各国央行大面积减持黄金，目前主要国家货币黄金储备持有量仍稳中有升。

3、废除金本位造成第一次金价上涨

美元、欧元始终面临特里芬困境。黄金的货币金融属性在国际货币体系调整中表现更为突出，构成黄金配置需求提升的重要原因。**金本位废除后，黄金货币金融属性得到极大发挥，金价的市场价格迅速拉升。**1979 年底至 1980 年初是黄金价格波动最为剧烈的阶段。1979 年 11 月 26 日(据 NYMEX 期货价格)价格为 390 美元/盎司，而不到 2 个月，1980 年 1 月 18 日，黄金价格已涨到 850 美元/盎司。

图 4：黄金价格与黄金产量走势凸显黄金金融属性

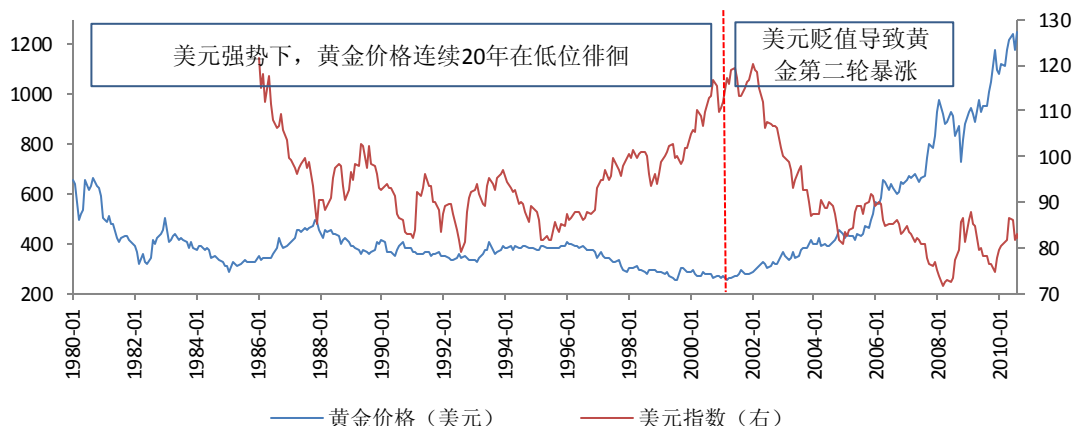


资料来源：IMF，WGC，民生证券研究所

4、美元危机造成第二轮金价上涨

2001 年以后，美国“双赤字”政策下大量输出货币，特里芬难题无解，加上欧元崛起削弱了美元的国际货币地位，国际美元存量与美国黄金存量严重不对称，最终诱发“黄金—美元危机”。美元指数从 120 最低下探至 71 的历史新低，与此同时**黄金价格一鼓作气从 300 美元站上 1000 美元的关口，上涨三倍。**

图 5: 美元危机带来金价第二轮暴涨



资料来源：CEIC，民生证券研究所

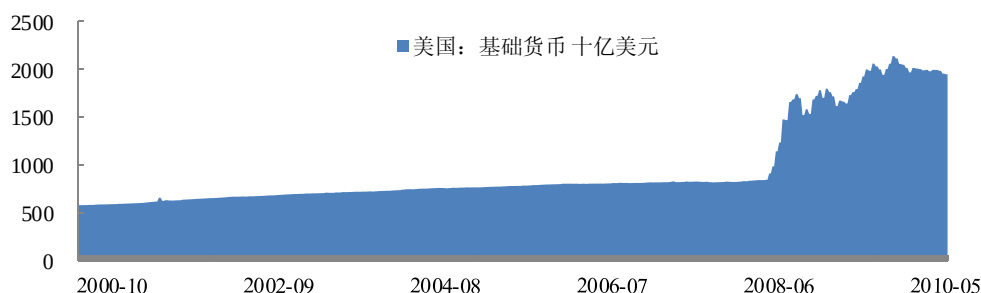
5、欧元危机与第三轮金价暴涨的开始

欧元将长期保持弱势。欧元区扩张速度较快，新加入的国家经济水平差异较大，但是却要遵守相同的赤字和债务规定；各国实行的货币政策基本统一，但是财政政策又掌握在各国手中。欧盟 27 国经济差异和政策协调的难度，远远大于欧盟刚成立时的 15 国时期。2002 年以后各国央行和金融机构都开始大量储备欧元，结果造成欧元价格从最低时的 0.82 美元最高上升到 1.62 美元。**这一次欧元危机，势必引发全球央行和金融机构新一轮的资产配置调整。**

6、过去三十年全球最严重的流动性过剩已经来临

金融危机爆发后，全球主要国家纷纷推出历史上最为宽松的货币政策，央行向实体经济中投放过量的流动性，美国国债利率不断创出历史新低，无风险资产同时也是无收益资产。我们正在经历过去三十年最为严重的流动性过剩的格局，黄金的上涨空间已经打开。

图 6: 美国基础货币大幅飙升

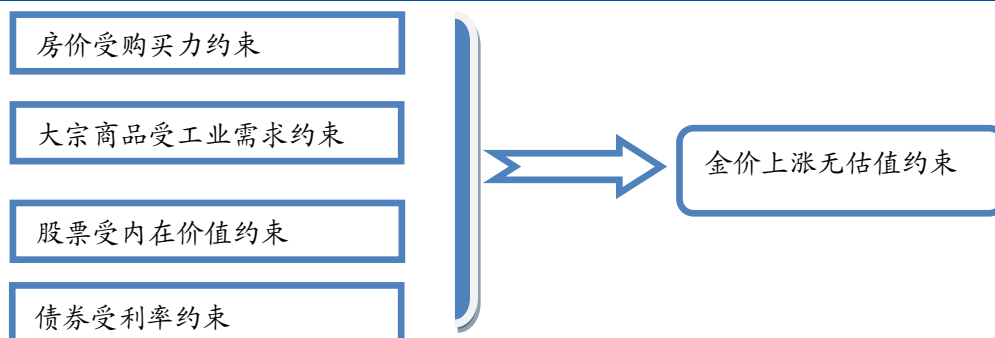


资料来源：民生证券研究所

7、价格的上涨没有估值约束

房地产主要受购买力约束、铜和石油等大宗商品主要受工业需求约束、股票主要受内在价值的约束、债券主要受利率约束，但黄金却没有任何估值约束。因此，在供应有限，工业需求旺盛的基本面配合下，全球央行的储备调整将进一步加大对黄金的需求，黄金的牛市才刚刚开始，上涨空间无约束。

图 7: 金价上涨无估值约束

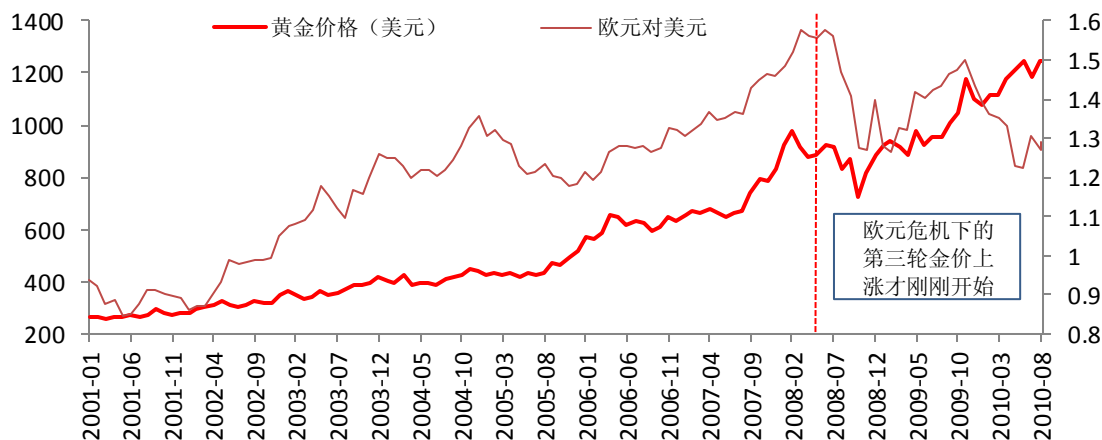


资料来源: 民生证券研究所

8、从十年股票牛市、十年商品牛市到十年黄金牛市

过去二十年, 全球经历了两轮价格牛市。第一轮是上个世纪 90 年代的十年股市牛市, 第二轮是过去十年的商品牛市。未来十年, 在全球国际货币体系的调整下, 黄金有望呈现下一个十年牛市。如果按照过去三十年复合的物价上升速度计算, 1980 年的 850 美元相当于现在的 1933 美元, 相比于当前 1300 多美元每盎司的价格, 金价的上升空间还很大。

图 8: 欧元危机与第三轮金价暴涨的开始



资料来源: CEIC, 民生证券研究所

(二) 黄金屡创新高, 已突破 1400 美元整数关口

综上所述, 黄金牛市格局在国际大背景下已形成, 在不同历史阶段的各种资产轮涨周期中, 我们认为未来十年是黄金的“舞台”, 在黄金的国际储备需求、投资需求以及工业用金需求大幅增加下, 未来一年内金价有望突破 2000 美金, 两至三年内有望冲击 3000 - 5000 美元。

黄金价格在本月屡创新高, 符合我们预期。本次上涨因素有二: 其一, 美联储新一轮的量化宽松措施导致美元指数下探至一年低点 75.63; 其二, 欧洲央行和英国央行各自宣布维持当前关键利率不变, 助长了这一走势的必然。这一系列的货币政策, 符合我们之前对于国际宏观形势的判断, 未来黄金价格仍将继续上涨。

请务必阅读最后一页免责声明

基于我们对黄金价格上涨的判断,黄金生产企业将受益于未来金价的长期上涨,盈利能力将伴随金价的上涨不断提高。结合紫金矿业近三年业绩和金价的关系,我们得出:国际金价每上涨 100 美元,紫金矿业 EPS 有增厚 0.02 元。

图 9: 黄金屡创新高,已突破 1400 美元整数关口



资料来源: 公司资料, 民生证券研究所

(三) 铜价处于历史高位

从供需方面看,铜下游需求速度明显加快,LME 库存近一周来已下降至 36 万吨的水平,加之智利罢工因素和市场流动性充裕的推动,LME 三月期铜价格在一年多的高位震荡中走升,有望上冲 8900 美元的历史新高。

紫金矿业的铜产品占比 10%到 15%,是公司的第二大产品类别,铜价上涨,势必传导至公司业绩,预计公司的收入、毛利率水平平均将有所提高。

图 10: LME 三月期铜价格创金融危机以来高点



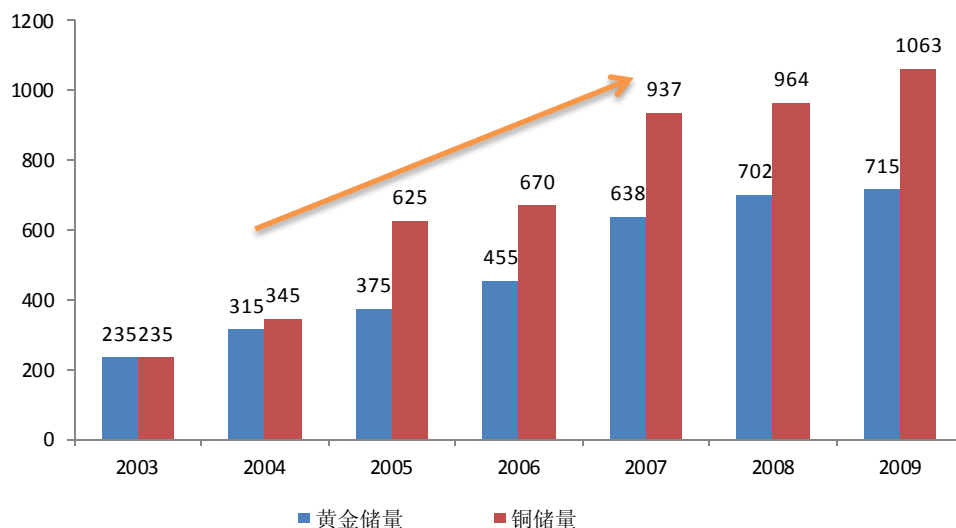
资料来源: 公司资料, 民生证券研究所

三、储量、估值优势明显

(一) 储量、产量最多的黄金股

目前公司总体资源种类、储量丰富,公司拥有金、银、铜等 10 多种金属及煤等资源;储量方面,截止 2009 年,公司黄金权益储量 714.65 吨,居 A 股上市公司首位;金属铜权益储量 1062.86 万吨,仅次于江西铜业。公司其他资源储量同样丰富,根据 2009 年底公布的数据显示,公司还拥有铅锌、铁、镍、煤、钨、锡、银、钼、硫铁矿等资源,种类丰富。

图 11: 公司黄金、铜储量增加迅速



资料来源: 公司资料, 民生证券研究所

表 1: 公司 2009 年公布资源储量

种类	储量
金	714.65 吨
铜	1062.68 万吨
铅锌	523 万吨
铁	1.86 亿吨
镍	60.71 万吨
煤	4.59 亿吨
钨	17.34 万吨
锡	9.93 万吨
银	1855.21 吨
钼	39.25 万吨
硫铁矿	0.67 亿吨

数据来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

表 2: 国内黄金类股票资源量对比

	2009 年权益 矿产金 (克)	储量 (克)	股本 (股)	矿产金/股 (克/股)	储量/股 (克/股)	股价 (元)	每股矿产 金/股价	储量/市值
山东黄金	17670000	288780000	1423072408	0.0124	0.2029	63.9	0.00019	0.0032
中金黄金	17000000	421000000	1423090746	0.0119	0.2958	46.27	0.00026	0.0064
紫金矿业	28700000	714700000	14541309100	0.0020	0.0491	10.24	0.00019	0.0048

数据来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

请务必阅读最后一页免责声明

(二) 金加工成本优势明显

紫金矿业是黄金生产中单位成本加工费用最低的上市公司，2009 年公司的矿产金锭单位成本仅为 59 元/克，而同期山东黄金成本为 105 元/克，中金黄金成本为 126 元/克，2010 年上半年由于成本增加因素，紫金矿业矿产金锭成本升值 65.59 元/克，但仍然远远小于山东黄金和中金黄金，成本优势极强，对应金价上涨带来毛利率水平增加。如果未来公司加大对环保的投入，预期将增加公司金、铜开采冶炼的成本，预期将增加成本 20% 左右，但仍低于山东黄金和中金黄金加工成本。

此外，公司的成本控制、经营管理能力处于行业中上游水平，从 2010 年中期财务数据来看，三项费用率、净资产收益率以及其他指标大都好于行业平均水平，未来仍有一定的上行空间。

表 3: 各项财务指标均处于行业前列 (根据 2010 年中报数据)

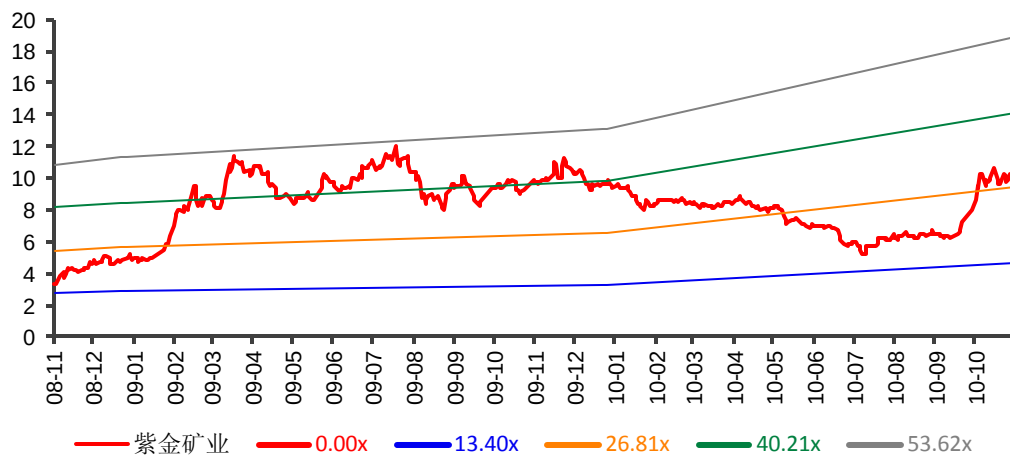
财务指标	中金黄金	紫金矿业	恒邦股份	辰州矿业	山东黄金	平均
净资产收益率 (全面摊薄)	11.03	13.94	6.18	3.58	16.88	8.68
销售费用率	0.21	1.07	0.60	1.54	0.07	0.86
管理费用率	3.50	4.02	3.67	13.04	2.53	6.06
财务费用率	0.69	0.56	2.54	1.41	0.31	1.30
期间费用率	4.39	5.64	6.82	15.99	2.92	8.21
资产负债率	60.28	33.85	69.32	29.84	46.63	48.32
应收帐款周转率	49.78	25.20	69.13	17.78	1075.87	40.47
总资产周转率	0.90	0.42	0.46	0.40	2.64	0.54

数据来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

(三) 估值优势逐渐显现

公司相对估值低于其他黄金生产企业，具有一定的估值优势。自 9 月份以来 A 股市场的大幅上涨，公司相对估值尽管从两年来的低位回升，但目前仍处于估值历史低位，与其他黄金类股票相比，有一定上升空间。

图 12: 紫金矿业 PEBond



资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

四、盈利预测与投资建议

(一) 盈利预测

我们按照 2010、2011 年和 2012 年公司矿产金数量分别为 24 吨、25 吨、和 25.5 吨, 平均售价分别为 285 元/克、380 元/克和 550 元/克, 对应国际金价为 1303、1669 以及 2172 美元/盎司假设测算, 预测公司 2010~2012 年的黄金销售收入分别为 53.9、79.8、121.0 亿元。

根据公司目前的收入结构, 我们主要预测公司金、铜产品收入、成本情况, 预计公司未来三年的收入、成本。由于金价上涨明显, 公司加工成本具有较明显优势, 黄金产品的收入、毛利率迅速提升, 从而导致公司主营业务收入增加明显, 毛利率提升迅速, 公司经营业绩迅速增加, 同时考虑到由于环境污染对于公司铜产量的影响, 预计公司 2010、2011、2012 年营业收入分别为 EPS 分别为 0.39、0.56、0.89 元。

表 4: 黄金产量、收入预测

	2009	2010	2011	2012
产品 1: 矿产金锭				
产量 (吨)	23.72	24	25	25.5
平均价格 (元/克)	212.06	285	380	550
销售收入 (万元)	503087.20	684000	950000	1402500
平均成本 (元/克)	59.48	70.00	80.00	90.00
销售成本 (万元)	141120.40	168000	200000	229500
毛利率	71.95%	75.44%	78.95%	83.64%
产品 2: 矿产金精矿				
产量 (吨)	6.21	7.9	8	9
平均价格 (元/克)	188.95	250	335	485
销售收入 (万元)	117270.9	197500	268000	436500
平均成本 (元/克)	88.26	95.00	100.00	105.00
销售成本 (万元)	54,780	75050	80000	94500
毛利率	53.29%	62.00%	70.15%	78.35%
产品 3: 加工金				
产量 (吨)	44.63	43.3	45	46
平均价格 (元/克)	216.00	285	380	550
销售收入 (万元)	964099.2	1234050	1710000	2530000
平均成本 (元/克)	214.99	283.00	377.00	545.00
销售成本 (万元)	959562.80	1225390	1696500	2507000
毛利率	0.47%	0.70%	0.79%	0.91%
产品 4: 铜精矿				
产量 (吨)	68081.82	75000	81000	89000
平均价格 (元/吨)	30416.47	43495.55	50019.88	55021.87
销售收入 (万元)	207080.9	326216	405161	489694
平均成本 (元/吨)	9091.87	10511.54	11530.00	13050.00
销售成本 (万元)	61899.10	78836.56	93393.00	116145.00
毛利率	70.11%	75.83%	76.95%	76.28%
产品 5: 矿产阴极铜				
产量 (吨)	11,508.08	11000	13500	15000
平均价格 (元/吨)	35671.56	49940.18	57431.21	63174.33
销售收入 (万元)	41051.1	54934.20	77532.14	94761.50
平均成本 (元/吨)	169419	19071.33	21400.00	26000.00
销售成本 (万元)	16941.9	20978.46	28890.00	39000.00
毛利率	58.73%	61.81%	62.74%	58.84%
产品 6: 其他				
产品收入 (万元)	262993.20	371682.73	263915.93	354654.47
产品成本 (万元)	156165.90	243657.52	113610.67	123820.49
产品总收入 (万元)	2095582.5	2868383.572	3674609.1	5308110.6
产品总成本 (万元)	1390470.1	1811912.542	2212393.7	3109965.5
整体毛利率	33.65%	36.83%	39.79%	41.41%

数据来源: 民生证券研究所

表 5: 预测利润表

项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	20956	28684	36746	53081
减: 营业成本	13905	18119	22124	31100
营业税金及附加	252	350	448	648
销售费用	377	459	588	849
管理费用	899	1176	1454	1723
财务费用	45	118	165	260
资产减值损失	364	160	160	160
加: 投资收益	-141	80	50	50
二、营业利润	4987	8381	11858	18391
加: 营业外收支净额	32	-300	-200	-100
三、利润总额	5019	8081	11658	18291
减: 所得税费用	968	1535	2215	3475
四、净利润	4051	6546	9443	14816
归属于母公司的利润	3541	5695	8215	12890
五、基本每股收益 (元)	0.24	0.39	0.56	0.89

数据来源: 民生证券研究所

(二) 绝对估值法: 11.91~12.55 元/股

我们采用 DCF 模型, 对公司未来的收入、利润、各项成本、费用进行估计, 希望对公司合理价值做出较为准确的判断。预计公司在未来 4 年内将有较高的发展速度。出于谨慎的目的, 我们假设在最后几年增长率逐步下降, 最终达到永续增长率 3.0%, 据此得到紫金矿业绝对估值的合理区间在 11.91~12.55 元之间, 价值中枢为 12.22 元。

表 6: 三阶段模型的主要假设

会计年度截止日: 12/31	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
销售收入增长率	11.32%	23.39%	36.88%	28.11%	44.45%	25.00%	20.00%	20.00%	15.00%	10.00%	5.00%	5.00%
销货成本 / 销售收入	61.16%	66.35%	63.17%	60.21%	58.59%	58.59%	58.59%	58.59%	58.59%	58.59%	58.59%	58.59%
管理费用率	5.89%	4.29%	4.10%	4.50%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
销售费用率	1.87%	1.80%	1.60%	1.60%	1.60%	1.60%	1.60%	1.60%	1.60%	1.60%	1.60%	1.60%
所得税税率	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%

资料来源: 民生证券研究所

表 7: 绝对估值的基本假设条件

永续增长率	3.00%	实际所得税率 T	25%
无风险利率	3.77%	Ke	18.99%
行业平均 Beta	1.31	风险溢价	11.62%
公司市值 (E, 百万元)	152392.92	实际 E/(D+E)	96.10%
债务总额(D, 百万元)	6179.84	目标 E/(D+E)	65.00%
Kd	5.56%	WACC	13.80%

资料来源: 民生证券研究所

表 8: 估值敏感性分析

WACC	永续增长率						
	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%
16.30%	9.54	9.75	9.97	10.22	10.49	10.78	11.11
15.80%	9.88	10.09	10.33	10.58	10.87	11.18	11.52
15.30%	10.23	10.45	10.70	10.97	11.26	11.58	11.94
14.80%	10.59	10.83	11.08	11.37	11.67	12.01	12.39
14.30%	10.98	11.22	11.49	11.78	12.10	12.46	12.85
13.80%	11.37	11.63	11.91	12.22	12.55	12.92	13.33
13.30%	11.79	12.06	12.35	12.67	13.02	13.41	13.84
12.80%	12.23	12.51	12.81	13.15	13.51	13.92	14.36
12.30%	12.68	12.97	13.29	13.64	14.03	14.45	14.92
11.80%	13.15	13.46	13.80	14.16	14.56	15.00	15.49
11.30%	13.65	13.97	14.32	14.70	15.12	15.58	16.10

资料来源: 民生证券研究所

(三) 相对估值法: 11.20~14.00 元/股

考虑黄金股将受益于金价上涨, 公司具有储量和估值优势, 2011 年行业 47 倍左右平均市盈率, 预期公司 2011 年平均市盈率水平 20~25 倍左右, 结合 2011 年每股收益 0.56 元, 公司合理估值在 11.2 元~14.0 元。

表 9: 相对估值

公司名称	股价 1109	EPS				PE				PB	
		2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E
山东黄金	63.90	1.05	0.89	1.20	1.47	126.49	72.17	53.37	43.52	19.84	3.31
中金黄金	46.27	0.66	0.79	1.06	1.31	129.31	58.39	43.77	35.32	11.78	3.88
恒邦股份	54.55	0.78	0.78	1.23	1.57	73.67	69.67	44.44	34.71	8.27	8.63
辰州矿业	41.70	0.18	0.57	0.89	1.06	237.48	73.10	46.68	39.25	7.59	3.69
平均		0.67	0.76	1.09	1.35	141.74	68.33	47.07	38.20	11.87	4.88
紫金矿业	10.24	0.24	0.39	0.56	0.89	42.67	31.79	22.14	13.93	7.71	6.93

数据来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

(四) 投资建议

根据我们对于金价上涨, 黄金股普遍受益的判断, 公司资源以及相对估值优势明显, 我们维持公司至“谨慎推荐”评级, 预计公司 2010 至 2012 年三年每股收益为 0.39、0.56、0.89 元, 结合相对估值和绝对估值, 预计公司合理估值区间为 12.0~12.8 元, 价格中枢为 12.4 元。

五、风险提示

- 1、公司环境污染造成损失金额具有不确定性;
- 2、未来生产经营活动收到环境污染事件的影响

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	20956	28684	36746	53081
减：营业成本	13905	18119	22124	31100
营业税金及附加	252	350	448	648
销售费用	377	459	588	849
管理费用	899	1176	1454	1723
财务费用	45	118	165	260
资产减值损失	364	160	160	160
加：投资收益	-141	80	50	50
二、营业利润	4987	8381	11858	18391
加：营业外收支净额	32	-300	-200	-100
三、利润总额	5019	8081	11658	18291
减：所得税费用	968	1535	2215	3475
四、净利润	4051	6546	9443	14816
归属于母公司的利润	3541	5695	8215	12890
五、基本每股收益 (元)	0.24	0.39	0.56	0.89

主要财务指标

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
EV/EBITDA	/	15.16	10.91	7.19
成长能力:				
营业收入同比	23.4%	36.9%	28.1%	44.5%
营业利润同比	5.4%	68.1%	41.5%	55.1%
净利润同比	5.7%	61.6%	44.3%	56.9%
营运能力:				
应收账款周转率	55.89	31.79	23.40	24.62
存货周转率	9.91	7.44	6.52	7.12
总资产周转率	0.75	0.88	0.98	1.30
盈利能力与收益质量:				
毛利率	33.6%	36.8%	39.8%	41.4%
净利率	16.9%	19.9%	22.4%	24.3%
总资产净利率 ROA	14.5%	20.0%	25.2%	36.2%
净资产收益率 ROE	19.9%	27.5%	34.1%	47.1%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.25	1.73	2.06	2.73
资产负债率	27.1%	27.0%	24.8%	21.3%
长期借款/总负债	5.1%	4.2%	4.2%	4.5%
每股指标 (元)				
每股收益	0.24	0.39	0.56	0.89
每股经营现金流量	0.32	0.19	0.61	0.83
每股净资产	1.49	1.79	2.02	2.31

资产负债表				
项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	4140	5947	6897	6,65
应收票据	145	459	588	849
应收账款	428	1377	1764	2548
预付账款	349	1434	1837	2654
其他应收款	425	975	1249	1805
存货	2638	5073	6195	8708
其他流动资产	693	600	601	602
流动资产合计	8961	15866	19131	23631
长期股权投资	1688	1688	1688	1688
固定资产	7340	7448	7132	6641
在建工程	2575	2775	2825	2885
无形资产	5177	5659	6142	5624
其他非流动资产	2224	2224	2224	2224
非流动资产合计	20685	19795	20011	19062
资产总计	29646	35660	39142	42693
短期借款	3341	5612	5173	3637
应付票据	0	0	0	0
应付账款	978	1305	1593	2239
预收账款	310	362	442	622
其他应付款	1103	1000	1100	1200
应交税费	564	650	700	750
其他流动负债	265	265	265	200
流动负债合计	7168	9194	9273	8648
长期借款	407	407	407	407
其他非流动负债	41	41	41	41
非流动负债合计	448	448	448	448
负债合计	8033	9642	9721	9096
股本	1454	1454	1454	1454
资本公积	9050	9050	9050	9050
留存收益	7691	11210	13375	15615
少数股东权益	3443	4294	5522	7448
所有者权益合计	21613	26008	29401	33566
其他项	0	10	20	30
负债和股东权益合计	29646	35660	39142	42693

现金流量表

项目 (百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流量	4599	2930	3784	5455
投资活动现金流量	-3291	-620	-80	90
筹资活动现金流量	-1042	-511	-250	450
现金及等价物净增加	279	421	753	995

资料来源：民生证券研究所

插图目录

图 1: 紫金矿业集团资源丰富, 遍布国内外	3
图 2: 产品种类丰富, 以黄金产品为主	4
图 3: 黄金主要消费量用途分布图	4
图 4: 黄金价格与黄金产量走势凸显黄金金融属性	5
图 5: 美元危机带来金价第二轮暴涨	6
图 6: 美国基础货币大幅飙升	6
图 7: 金价上涨无估值约束	7
图 8: 欧元危机与第三轮金价暴涨的开始	7
图 9: 黄金现货价格达到历史高位	8
图 10: LME 三月期铜价格创金融危机以来高点	8
图 11: 公司黄金、铜储量增加迅速	9
图 12: 紫金矿业 PE Bond	11

表格目录

表 1: 公司 2009 年公布资源储量	9
表 2: 国内黄金类股票资源量对比	9
表 3: 各项财务指标均处于行业前列 (根据 2010 年中报数据)	10
表 4: 黄金产量、收入预测	12
表 5: 预测利润表	13
表 6: 三阶段模型的主要假设	13
表 7: 绝对估值的基本假设条件	13
表 8: 估值敏感性分析	14
表 9: 相对估值	14

分析师简介

黄玉，有色金属行业分析师，硕士，2008年加盟民生证券研究所，从事期货及证券研究6年以上，对有色金属行业有深入的见解和认识，对有色金属行业发展规律和运行特点具有高度的敏感性，准确预测并把握了2010年黄金、稀有金属、基本金属的行情。

滕越，有色金属行业助理分析师，中央财经大学金融学硕士，工学学士，09年加盟民生证券研究所。

主要覆盖公司：山东黄金、中金黄金、紫金矿业、江西铜业、铜陵有色、锡业股份、中科三环、厦门钨业、云南锗业、贵研铂业等。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

	北京	深圳	上海
联系人	尹璠	韦珂嘉	孟辉
电话	010-85127761	010-85127772	021-64274383
手机	13621034253	13701050353	13916107040
E-mail	yintang@mszq.com	weikejia@mszq.com	menghui@mszq.com
联系人	郭明	许力平	
电话	010-85127762	010-85127667	
手机	13401098997	13811008335	
E-mail	guomingyjs@mszq.com	xuliping@mszq.com	

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 5% ~ 15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。