



估值优势明显，资源稳步拓展

增持维持

投资要点:

- 黄金未来两年增产 5 吨，储量达到 1000 吨
- 铜业务成未来主要增长点，铜精矿翻番可期
- 2013 年锌精矿大幅增长 400% 以上

报告摘要:

- 黄金未来两年增产 5 吨，储量达到 1000 吨。公司目前权益黄金储量约 750 吨，如果考虑到近期公司收购的吉尔吉斯斯坦左岸金矿和澳洲诺顿金田公司 (NGF) 金矿，黄金总储量可再增加 246.2 吨，即可达到接近 1000 吨的总目标。公司目前矿产金产量约为 30 吨，未来随着蒙古天鸿、贵州紫金、洛宁和 ZEC 等矿产金产量的增加，预计未来 2-3 年矿产金增加 5 吨。
- 铜业务成未来主要增长点，铜精矿翻番可期。公司拥有铜资源量 1057.87 万吨，经过近两年的深度挖潜，部分铜矿增储的前景较好。目前铜精矿产量约 9 万吨；未来随着多宝山投产，以及紫金山铜矿复产，公司铜精矿产量有望达到 15-16 万吨/年。另外，紫金山 20 万吨铜冶炼项目预计年底点火，考虑到自给率的问题，我们预计公司紫金山铜矿的采选规模有望进一步提升至 6-8 万吨水平，届时公司自产铜精矿将达到 20 万吨左右。因此未来两年铜业务具有较大成长性，成为公司的主要看点。
- 2013 年锌精矿大幅增长 400% 以上。公司 2011 年锌精矿产量约为 3.5 万吨，未来随着内蒙三贵口、新疆锌矿和图瓦相继于明年底投产，2013 年公司锌精矿产量将达到 19 万吨，较目前增长 442.86%。
- 预计 2011 年公司 EPS 为 0.31 元，维持“增持”评级。我们预计公司 11-13 年 EPS 分别为 0.31 元、0.40 元和 0.48 元，对应的动态 PE 分别为 16 倍、13 倍和 10.5 倍，估值较低。虽然公司业绩对金价并不如其他黄金类公司敏感，但相对于其他黄金股而言，公司估值具有明显优势，因此我们维持公司“增持”评级。

分析师:

闵丹 (S1180511010010)

电话: 010-88085977

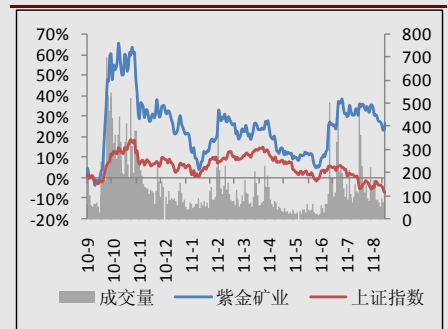
Email: mindan@hysec.com

刘喆 (S1180511060001)

电话: 010-88085968

Email: liuzhe@hysec.com

市场表现



基本情况

总股本: 亿	218.12
流通股本: 亿	218.12
第一大股东	闽西兴杭国有资产投资经营有限公司
第一大股东持股比例	28.96%

数据来源: 宏源证券

相关研究

步入成熟期的优质黄金股—调研报告
06.08

主要经营指标	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	20955.82	28539.58	31465.01	36035.90	44208.33
同比增长率	23.39%	36.19%	10.25%	14.53%	22.68%
净利润	3541.45	4827.92	6681.28	8821.62	10480.25
同比增长率	15.50%	36.33%	38.39%	32.03%	18.80%
每股收益(元)	0.16	0.22	0.31	0.40	0.48

目录

一、多金属资源的矿业龙头.....	4
二、黄金业务：未来两年增产 5 吨，储量达到 1000 吨.....	5
（一）黄金业务占公司收入和利润的 60%以上.....	5
（二）矿产金产量未来两年增产 5 吨，年均增速低于 10%.....	6
（三）矿产金成本优势明显.....	6
三、铜业务：未来主要增长点，铜精矿翻番可期.....	6
四、锌业务：2013 年锌精矿大幅增长 400%以上.....	7
五、盈利预测.....	7

图目录

市场表现	1
图 1: 2011 年上半年收入构成.....	4
图 2: 2010 年收入构成.....	4
图 3: 2011 年上半年利润构成.....	4
图 4: 2010 年利润构成.....	4
图 5: 黄金产品毛利率.....	5
图 6: 其他产品毛利率.....	5
图 7: 黄金价格走势 (美元/盎司)	8
图 8: LME 铜价走势 (美元/吨)	8

表目录

基本情况	1
相关研究	1
表 1: 公司目前拥有的所有金属资源量.....	5
表 2: 国内黄金类上市公司的吨储量市值.....	8
表 3: 国内黄金类上市公司估值水平.....	8
表 4: 产品产量假设.....	8
表 5: 主要产品价格假设.....	9
表 6: 国内黄金类上市公司的敏感性分析.....	9
附表: 盈利预测表.....	10

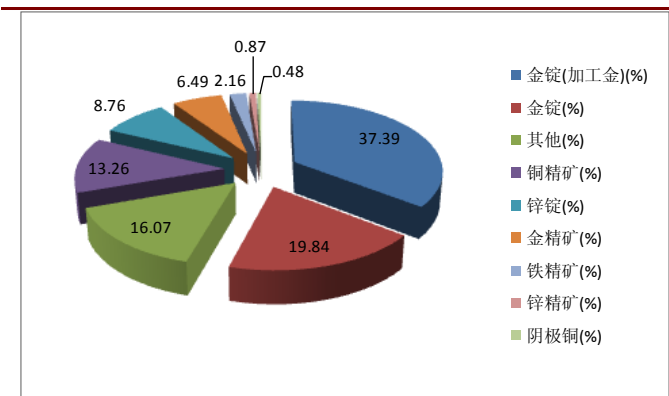
一、多金属资源的矿业龙头

公司的黄金储量居国内第一，铜储量仅次于江西铜业，拥有探矿权 275 个，面积总计 5522.25km²，其中境外探矿权 43 个，面积 314.75km²；拥有采矿权 63 个，矿权面积 154.643km²，其中境外采矿权 6 个，面积 5.68km²。2010 年公司投入地勘费用 2.23 亿元，共完成钻探 23.2 万米，硃探 2.1 万米，槽探 3.4 万米，新增黄金储量 71.83 吨，铜 101.4 万吨，铅锌 178.2 万吨，钼 7.8 万吨，铁矿石 300 万吨。其中，紫金山矿田东矿段（萝卜岭）、东坪金矿、甘肃亚特、新疆阿舍勒铜矿、贵州水银洞金矿、内蒙古巴彦哈尔敖包银金矿、吉林珲春金铜矿等找矿工作取得新的突破和较大成果。公司整装勘查工作力度加大，在云南文山麻栗坡、红河州、香格里拉县、贵州灰家堡矿田、河南洛宁县和黑龙江大兴安岭等地推进了深层次的资源勘查与战略合作。

截至 2010 年末，集团保有资源储量包括：黄金 750.17 吨，同比增长 5%；银 1827.9 吨；铜 1057.87 万吨；钼 39.25 万吨；铅+锌 523 万吨；钨（W₂O₃）17.34 万吨；铁矿石 1.845 亿吨；煤 4.592 亿吨；锡 9.929 万吨；镍 60.71 万吨；硫铁矿（标矿）6673 万吨。公司对外资源扩张的步伐一刻也没有停止，未来持续扩张的潜力较大。

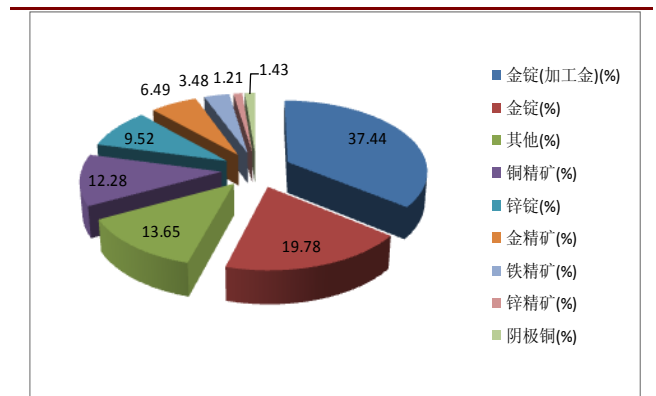
公司业务主要集中在黄金、铜和锌三块，分别占公司营业总收入的 62.51%、14.20% 和 9.3%，占比相对较为稳定。随着金属价格的上涨公司矿产品的毛利率呈现上升趋势。

图 1：2011 年上半年收入构成



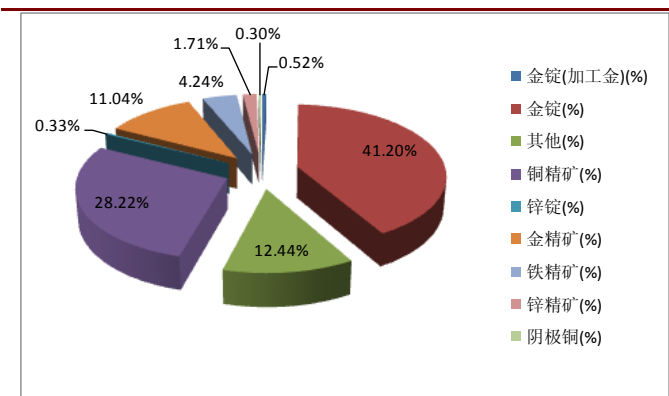
资料来源：Wind，宏源证券

图 2：2010 年收入构成



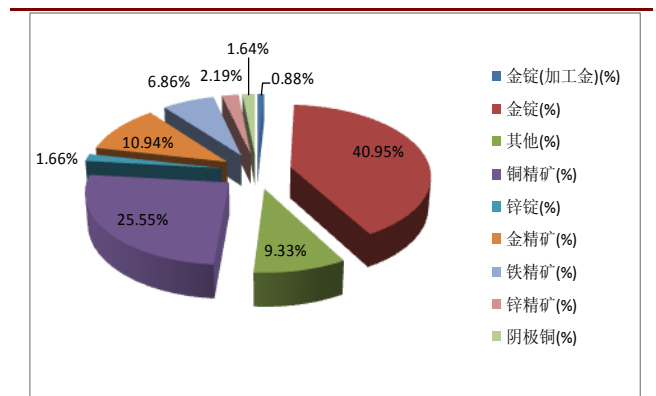
资料来源：Wind，宏源证券

图 3：2011 年上半年利润构成



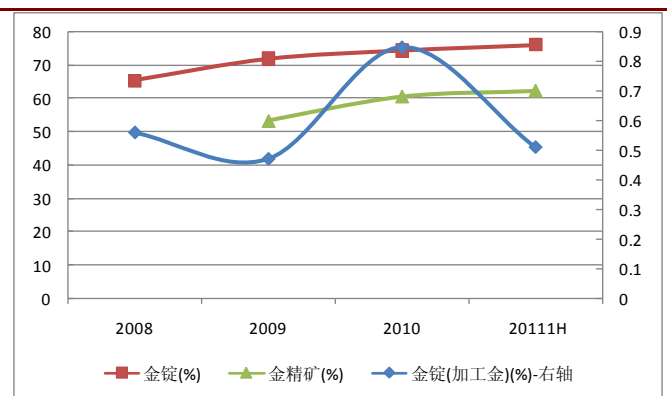
资料来源：Wind，宏源证券

图 4：2010 年利润构成



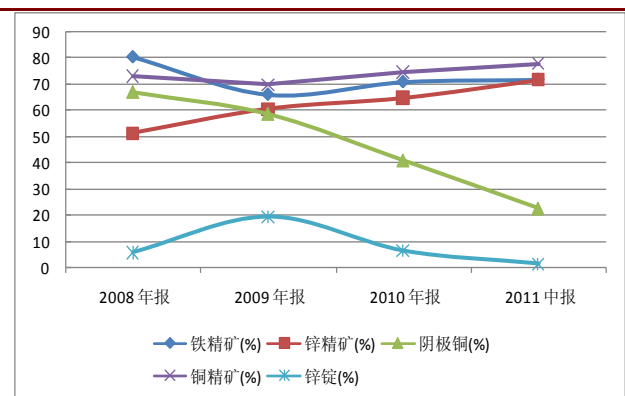
资料来源：Wind，宏源证券

图 5: 黄金产品毛利率



资料来源: Wind, 宏源证券

图 6: 其他产品毛利率



资料来源: Wind, 宏源证券

表 1: 公司目前拥有的所有金属资源量

类别	金属量	类别	金属量
金 (吨)	750.17	钨 (万吨)	39.25
银 (吨)	1827.9	钼 (万吨)	17.34
铜 (万吨)	1057.87	锡 (万吨)	9.93
铅锌 (万吨)	523	镍 (万吨)	60.71
铁矿石 (亿吨)	1.875	硫铁矿 (万吨)	6673
煤 (亿吨)	4.59		

资料来源: 公司公告, 宏源证券

二、黄金业务: 未来两年增产 5 吨, 储量达到 1000 吨

(一) 黄金业务占公司收入和利润的 60% 以上

2010 年公司生产黄金 69071.15 千克, 同比减少 8.36%; 其中矿产金产量 29177.05 千克, 同比减少 4.81%, 主要来自紫金山金矿生产 16227.76 千克, 珙春紫金曙光金铜矿生产 2412.98 千克, 贵州水银洞金矿生产 2106.79 千克, 崇礼紫金生产 2025 千克, 其它企业合计生产黄金 6404.52 千克。

2011 年上半年公司生产黄金 33730.82 千克, 同比下降了 8.12%; 其中生产矿产金 14295.56 千克, 同比下降了 9.61%, 主要矿产金生产企业紫金山金矿生产 8195.95 千克, 珙春紫金生产 1087.31 千克, 贵州水银洞金矿生产 960.96 千克, 其它黄金企业合计生产黄金 4051.34 千克。

黄金业务是公司收入和利润的主要来源, 2010 年黄金业务销售收入和净利润分别占公司营业总收入和净利润的 61.86% 和 66.90%; 2011 年中期, 由于矿产金产量略微下降, 使得这一业务占比达到 62.51% 和 65.49%。

根据中国黄金协会统计,我国 2010 年生产黄金 340.876 吨,其中矿产金 280.032 吨,公司矿产金产量占全国矿产金产量的 10.42%。全国黄金企业实现利润 248.736 亿元,公司实现利润总额为 73.32 亿元,占全国黄金企业实现利润的 29.48%,为中国矿产金产量最大和效益最好的企业之一。

(二) 矿产金产量未来两年增产 5 吨, 年均增速低于 10%

公司计划今明两年黄金储量达到 1000 吨,增长主要来自海外黄金并购。目前公司权益黄金储量约 750 吨,如果考虑到近期公司收购的吉尔吉斯斯坦左岸金矿和澳洲诺顿金田公司(NGF)金矿,黄金总储量可再增加 246.2 吨,即可达到接近 1000 吨的总目标,但权益储量尚有差距,未来仍有注入预期。

公司目前矿产金产量 29-30 吨,其中一半以上来自紫金山金矿生产,作为最主要的金矿生产企业,紫金山金矿目前黄金储量仅有 114 吨,目前年产量约为 15-16 吨/年,由于未来两年公司矿产金产量增长相对有限,最为主要的矿产金贡献地,公司预计两三年内不会减产,但随后减产可能性较大。

未来矿产金的增长主要还看境外,预计 2012 年矿产金最多增加 2 吨多,增量主要来自蒙古天鸿、贵州紫金、洛宁和 ZEC,总量增加 2 吨左右。2013 年,内蒙白银哈尔有望增加 1.3 吨,元阳华西或将投产,另外多宝山也将贡献几百公斤,预期全年增加 2.5-3.0 吨,从而最终形成公司 2-3 年矿产金增加 5 吨黄金的规划。

(三) 矿产金成本优势明显

公司矿产金成本明显优于其他黄金生产企业,主要是由于开采方式和选矿回收率不同所致,特别是紫金山金矿生产成本大大低于行业平均水平,公司生产金锭现金成本只有 67 元/克,金精矿成本也只有 90 多元/克,金锭成本更低是因为金锭中 80-90%都是紫金山生产的,因此成本低于金精矿。在黄金价格大幅走高的趋势下,公司可以通过控制入选品位适当提高生产成本,从而间接控制毛利水平,因此利润的增速可能弱于黄金价格的增速,亦属正常现象。

三、铜业务: 未来主要增长点, 铜精矿翻番可期

2010 年公司生产铜 90287.38 吨,同比增长 6.44%,其中阴极铜 7626.56 吨,同比减少 40.61%;矿产精矿含铜 80212.17 吨,同比增长 13.11%。产品主要来自阿舍勒铜矿全年生产精矿含铜 32218.33 吨,同比增长 7.19%;青海德尔尼铜矿生产精矿含铜 27587.05 吨,同比增长 12.47%;珙春金铜矿生产精矿含铜 9020.02 吨,同比增长 4.47%;紫金山铜矿生产阴极铜 7058.30 吨,同比减少 45.03%,生产精矿含铜 5538.60 吨,同比增长 306.46%。

2011 年上半年公司产铜 44955.87 吨,同比下降 4.75%,其中矿产阴极铜 1475.70 吨,同比下降 73.31%;矿产精矿含铜 42005.58 吨,同比增长 3.12%。阿舍勒铜矿和青海德尔尼铜矿依然是主要产铜区,分别生产精矿含铜 17790.94 吨和 14047.89 吨,同比增长 9.28% 和 4.56%。今年上半年公司铜矿业务销售收入和利润分别占公司总收入和净利润的 14.20%

和 26.45%，较去年同期分别上涨了 0.86 个百分点和 1.41 个百分点。

公司目前已公告的铜资源量约为 1057.87 万吨，经过近两年的深度挖潜，部分铜矿资源储量可能较目前已经公告的数据有较大增长，增储的前景较好。因此我们预计公司未来主要增长点将来自铜业务。

预计公司 2011 年铜精矿产量仍然保持在 9 万吨左右；明年，随着多宝山 3.5 万吨产能投产，以及紫金山铜矿技改项目复产，公司铜精矿产量有望达到 11-12 万吨，并在 2013 年完全达产后实现 15-16 万吨/年。另外，紫金山 20 万吨铜冶炼项目预计年底点火，考虑到自给率的问题，我们预计公司紫金山铜矿的采选规模有望进一步提升至 6-8 万吨水平，届时公司自产铜精矿将达到 20 万吨左右。

因此，未来两年在黄金业务保持稳定的同时，公司的铜业务具有较大成长性，成为公司的主要看点。

四、锌业务：2013 年锌精矿大幅增长 400%以上

2010 年公司生产锌制品 223832.61 吨，同比增加 64.16%，其中锌锭 185097.98 吨，同比增加 78.89%；矿产精矿含锌 38734.63 吨，同比增加 17.83%。产品主要来自乌拉特后旗紫金生产精矿含锌 23999.46 吨，同比增加 6.78%，阿舍勒铜矿产精矿含锌 10319.76 吨，同比增加 51.76%。2011 年上半年公司产锌 109151.70 吨，同比下降 1.23%，其中矿产精矿含锌 15226.85 吨，同比下降 21.88%，这主要是由于乌拉特后旗紫金精矿产量同比下降 26.66% 所致。铅锌业务销售收入占公司总收入的 9.30%，但由于资源自给率较低，导致该项业务的利润贡献度较低，仅为 1.52%。

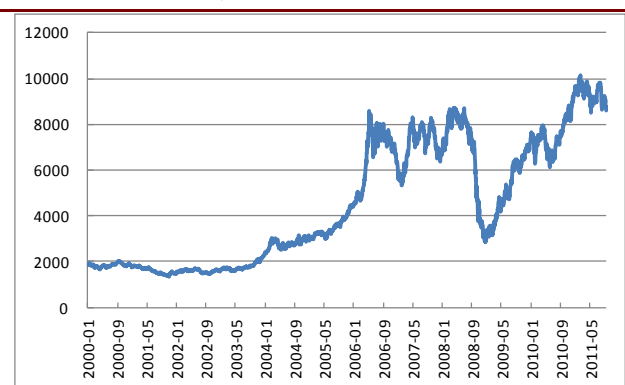
我们预计公司 2011 年锌精矿产量仍为 3.5 万吨，未来随着内蒙三贵口和新疆锌矿明年年底投产，产能均为 2.5-3 万吨/年，另外还有海外图瓦 9 万吨产能也于明年底投产，届时公司锌精矿产量将达到 19 万吨，较目前增长 442.86%。

五、盈利预测

基于上面的分析，我们假设公司 2011-2013 年矿产金产量分别为 29.5 吨、32.5 吨和 35 吨，铜精矿含铜 9 万吨、11.5 万吨和 15.5 万吨。价格方面，由于全球宏观经济形势尚不稳定，欧元区债务危机一直持续，黄金在这种市场条件下成为受投资者追捧的重点对象，因此我们预计今明两年黄金有望维持高位震荡，假设 11-13 年黄金价格为 1550 美元/盎司、1600 美元/盎司和 1650 美元/盎司；铜 11-13 年均价分别为 70000 元/吨、75000 元/吨、80000 元/吨（含税）。在上述假设下，我们预计公司 11-13 年 EPS 分别为 0.31 元、0.40 元和 0.48 元，对应的动态 PE 分别为 16 倍、13 倍和 10.5 倍，估值较低。虽然公司业绩对金价并不如其他黄金类公司敏感，但相对于其他黄金股而言，公司估值具有明显优势，因此我们维持公司“增持”评级。

图 7: 黄金价格走势 (美元/盎司)


资料来源: Wind, 宏源证券

图 8: LME 铜价走势 (美元/吨)


资料来源: Wind, 宏源证券

表 2: 国内黄金类上市公司的吨储量市值

公司名称	市值 (亿元)	储量 (吨)	吨储量市值 (亿元/吨)	克金成本(元/克)
山东黄金	642.1	600-700	1.07-0.92	120
中金黄金	506.3	569.47	0.89	135
紫金矿业	1096.54	750.17	1.46	85
荣华实业	86.4	66	1.31	120
恒邦股份	102.4	26	3.9	100

资料来源: 宏源证券

表 3: 国内黄金类上市公司估值水平

公司名称	股价	11EPS	12EPS	11PE	12PE
山东黄金	45.22	1.66	2.17	27	21
中金黄金	25.83	0.88	1.08	29	24
恒邦股份	44.92	1.40	1.65	32	27
辰州矿业	30.27	1.17	1.6	26	19
荣华实业	12.97	0.10	0.44	130	29
紫金矿业	5.03	0.31	0.40	16	13

资料来源: 宏源证券

表 4: 产品产量假设

产品	2011E	2012E	2013E
黄金总产量 (吨)	64.50	67.50	70.00
矿产金 (吨)	29.50	32.50	35.00
冶炼金 (吨)	35.00	35.00	35.00
阴极铜	0.30	2.00	20.00
铜精矿	9.00	11.50	15.50
锌精矿	3.50	3.50	19.00
锌锭	20.00	20.00	20.00
白银 (吨)	127.00	130.00	140.00

铁精矿	150.00	150.00	150.00
-----	--------	--------	--------

资料来源：宏源证券

表 5：主要产品价格假设

产品	2011E	2012E	2013E
黄金（美元/盎司）	1550	1600	1650
阴极铜（元/吨）	70000.00	75000.00	80000.00
锌锭（元/吨）	16500.00	17000.00	17000.00

资料来源：宏源证券

表 6：国内黄金类上市公司的敏感性分析

公司名称	矿产金产量（吨）	金价波动 10 元/克 EPS 变动（元）
山东黄金	22	0.09
中金黄金	21	0.05
紫金矿业	29.5	0.01
辰州矿业	2.5	0.02
平均		0.0425

资料来源：宏源证券

附表：盈利预测

单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	28539.58	31465.01	36035.90	44208.33
增长率 (%)	36.19%	10.25%	14.53%	22.68%
归属母公司股东净利润	4827.92	6681.28	8821.62	10480.25
增长率 (%)	36.33%	38.39%	32.03%	18.80%
每股收益 (EPS)	0.22	0.31	0.40	0.48
每股经营现金流	0.27	0.54	0.43	0.70
销售毛利率	35.75%	41.46%	46.16%	44.56%
销售净利率	20.17%	24.98%	28.80%	27.89%
净资产收益率 (ROE)	22.11%	25.86%	28.33%	28.01%
投入资本回报率 (ROIC)	25.33%	27.02%	31.81%	30.49%
市盈率 (P/E)	24	17	13	11
市净率 (P/B)	5	4	4	3

利润表	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	28539.58	31465.01	36035.90	44208.33
减: 营业成本	18337.38	18419.82	19401.23	24510.65
营业税金及附加	352.96	377.58	432.43	530.50
营业费用	468.77	503.44	576.57	707.33
管理费用	1362.04	1415.93	1621.62	1989.38
财务费用	190.78	186.07	108.84	17.09
资产减值损失	175.69	251.72	288.29	353.67
加: 投资收益	207.63	314.65	360.36	442.08
公允价值变动损益	107.33	28.16	28.16	28.16
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	7966.91	10653.27	13995.43	16569.96
加: 其他非经营损益	-635.33	-287.10	-287.10	-287.10
利润总额	7331.57	10366.17	13708.33	16282.86
减: 所得税	1575.82	2505.84	3329.95	3953.15
净利润	5755.75	7860.33	10378.38	12329.70
减: 少数股东损益	927.83	1179.05	1556.76	1849.46
归属母公司股东净利润	4827.92	6681.28	8821.62	10480.25

资料来源: 宏源证券研究所

资产负债表	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	3329.17	5349.05	6126.10	7515.42
应收和预付款项	2419.62	1662.90	2920.12	2741.03
存货	3482.68	1936.31	3771.41	3439.47
其他流动资产	507.05	388.38	388.38	388.38
长期股权投资	2673.80	2988.45	3348.81	3790.90
投资性房地产	53.10	51.01	48.93	46.84
固定资产和在建工程	12557.11	15888.96	19822.90	24457.84
无形资产和开发支出	5676.22	5481.53	5280.84	5074.15
其他非流动资产	6186.46	6194.76	6201.45	6206.55
资产总计	36885.22	39941.37	47908.94	53660.58
短期借款	4496.15	4786.95	5584.22	2754.66
应付和预收款项	3188.91	3071.85	3392.42	3836.01
长期借款	2303.07	0.00	0.00	0.00
其他负债	868.41	866.09	866.09	866.09
负债合计	10856.55	8724.88	9842.73	7456.76
股本	1454.13	1454.13	1454.13	1454.13
资本公积	9377.13	9377.13	9377.13	9377.13
留存收益	11000.31	15009.07	20302.05	26590.20
归属母公司股东权益	21831.57	25840.34	31133.31	37421.46
少数股东权益	4197.10	5376.15	6932.91	8782.36
股东权益合计	26028.67	31216.49	38066.22	46203.82
负债和股东权益合计	36885.22	39941.37	47908.94	53660.58

现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	5889.01	11795.50	9429.04	15333.71
投资性现金净流量	-6291.65	-4873.29	-5775.73	-6861.44
筹资性现金净流量	1185.16	-4902.32	-2876.26	-7082.96
现金流量净额	761.07	2019.88	777.05	1389.31

分析师简介:

闵丹: 宏源证券有色行业高级研究员, 原材料组组长, 金属学及金属加工专业硕士, 管理学博士, 2008 年加盟宏源证券研究所。

刘喆: 宏源证券有色行业研究员, 金融学硕士, 3 年证券从业经历, 2011 年加盟宏源证券。

主要研究覆盖公司: 铜陵有色、新疆众和、锡业股份、驰宏锌锗、包钢稀土、中科三环、金钼股份、厦门钨业、中金黄金、宝钛股份、辰州矿业和云铝股份等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、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。