



分析师

闵丹

电话: 010-88085977

Email: mindan@hysec.com

紫金矿业(601899)
增持(首次)



调研简报

步入成熟期的优质黄金股

事件:

近期我们去公司进行了实地调研,与公司领导就公司目前的生产经营状况,以及未来的发展战略进行了详细的交流与沟通,我们认为公司的成本优势非常突出,未来几年矿产金产量相对稳定,铜产量有望出现较大增长,首次给予公司“增持”评级。

点评:

多金属资源的矿业龙头。公司的黄金储量居国内第一,铜资源量仅次于江西铜业。集团公司拥有探矿权 244 个,面积 5880.90 平方公里;采矿权 45 个,面积 125.0116 平方公里。2009 年集团投入 1.6 亿元地勘费用,用于内部挖潜,共增加黄金 31.84 吨,铜 68.77 万吨,钨 (W_2O_3) 7.15 万吨,银 123.53 吨,钼 4.96 万吨和铁矿石 1110 万吨。截至 2009 年末,集团保有资源储量为黄金 714.652 吨,同比增加 1.88%,是目前黄金储量最多的公司;银 1855.21 吨,同比增加 9.1%;铜 1062.86 万吨,同比增加 10.22%;钼 39.25 万吨,同比增加 0.46%;铅+锌 523 万吨;钨 (W_2O_3) 17.34 万吨,同比增加 70.17%;铁矿石 1.856 亿吨,同比增加 10.54%;煤 4.592 亿吨,同比增加 52.61%;锡 9.929 万吨;镍 60.71 万吨;硫铁矿(标矿) 6,673 万吨。实现主矿种增量大于消耗量。目前公司正在进行的要约收购澳大利亚 Indophil 公司(持有菲律宾坦帕坎特大型金铜矿 37.5%股份),交易还在进行中,一旦成功,将有效衔接公司紫金山金矿 6 年后面临的枯竭问题,从而继续保持公司矿产金产量的平稳发展。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。

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)	714.65	钼(万吨)	39.25
银(吨)	1855.21	钨(万吨)	17.34
铜(万吨)	1062.86	锡(万吨)	9.93
铅锌(万吨)	523	镍(万吨)	60.71
铁矿石(亿吨)	1.86	硫铁矿(万吨)	6673
煤(亿吨)	4.59		

资料来源: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	545	276	2.08	125

中金黄金	440	330	1.45	135
紫金矿业	1368	714.65	1.49	85
平均			1.67	

资料来源：宏源证券

黄金和锌等产品产量保持稳定。我国 2009 年生产黄金 313.98 吨，其中矿产金 261.051 吨，本集团 2009 年度生产黄金 75.37 吨，同比增长 31.50%，其中矿产金 30.65 吨，同比增长 7.63%，占全国矿产金产量的 11.74%。其中紫金山金矿生产 18 吨，珲春曙光金铜矿生产 2.3 吨，贵州水银洞金矿生产 2.7 吨，集团其它黄金企业合计生产黄金 7.66 吨。另外，生产冶炼金 44.7 吨，同比增长 55.07%。未来几年，矿产金产量将保持稳定。2009 年公司生产锌 13.63 万吨，同比增加 0.91%，其中锌锭产量 10.34 万吨，同比增加 2.01%，矿产锌精矿含锌 3.29 万吨，同比减少 2.39%；生产白银 125.4 吨，铁精矿 142.18 万吨。10 年计划生产锌精矿 3.42 万吨，同比增加 3.95%，生产锌锭 17 万吨，同比增加 64.41%；生产白银 127 吨，铁矿石 130 万吨。

铜业务成未来增长点。2009 年集团共生产铜 8.48 万吨，同比增长 38.13%。其中矿产阴极铜 1.28 万吨，同比增长 25.39%；矿产精矿含铜 7.09 万吨，同比增长 39.08%；冶炼产铜 1071.15 吨。预计 2010 年铜产量有望达到 10 万吨，新增产量主要来自阿舍勒铜矿全年生产精矿含铜 3.3 万吨，同比增长 10%，珲春金铜矿生产精矿含铜 1 万吨，同比增长 16.28%。另外，随着紫金山铜矿技改项目逐渐投产，未来 2-3 年生产精矿含铜可达 3 万吨；多宝山 3-5 万吨铜精矿项目预计 11 年底投产，12 年开始达产；因此，未来 2 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。

公司技术优势突出，矿产金成本业内最低。公司的紫金山金铜矿平均黄金品位很低，吨矿石含金只有 0.5 克左右。但公司矿产金生产成本业内最低（见表 2），完全克金成本约为 85 元/克，这主要得益于公司优越的资源优势和露天开采方式，另外公司在采矿、堆浸等技术方面比较成熟，导致公司生产成本比中金黄金和山东黄金低很多，成本优势突出。

预计 10 年每股收益可达 0.37 元，给予“增持”评级。产量方面：2010 年公司主要产品产量以公司年度计划为假设基础，2011 年通过技改，公司铜精矿含铜预计增加 17.9%，约 10 万吨，其他产品产量略微增长（见表 3）；价格方面：由于宏观经济形势尚不稳定，欧元区债务危机一直持续，各国流动性收紧预期逐渐增强，黄金有望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 10-12 年黄金价格为 1100 美元/盎司、1050 美元/盎司和 1000 美元/盎司；铜 10-12 年均价分别为 55000 元/吨、60000 元/吨、65000 元/吨（含税），其他产品价格假设见表 3。在上述假设下，我们预计公司 10-11 年每股收益分别为 0.37 元和 0.43 元，目前股价对应 PE 分别为 18.5 倍和 15.9 倍，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，估值具有明显优势（见表 5 和 6）。因此，我们首次给予公司“增持”评级，合理股价应在 8.0-9.5 元。

风险提示。未来公司黄金资源面临枯竭的风险；另外公司第二大股东减持对股价上行产生不利影响。

表 3：产品产量及价格假设

类别	2009	2010E	2011E	2012E
产量(单位:万吨):				
阴极铜	1.28	1.2	1.4	1.6
铜精矿含铜	8.48	10	10	12
矿产金(吨)	30.65	31.1	32	33
冶炼金(吨)	44.72	32.7	35	35
锌精矿	3.29	3.42	3.5	3.5
锌锭	10.34	17	20	20
白银(吨)	125.4	127	127	127
铁精矿	142.18	130	150	150
价格:				
阴极铜	35671	47008.54	51282.05	55555.56
铜精矿含铜	30416	45408.55	49782.05	54055.56
矿产金	212	241.55	230.57	219.59
冶炼金	216	241.55	230.57	219.59
锌精矿	6547.06	7692.31	8119.66	8547.01
锌锭	11913	13675.21	14102.56	14529.91
白银	220	250.00	300.00	300.00
铁精矿	395	600.00	650.00	650.00

资料来源：宏源证券

表 4：盈利预测表

	2009	2010E	2011E	2012E
单位(万元)				
一、营业总收入	2095582.47	2547511.03	2747688.46	2828316.36
营业收入	2095582.47	2547511.03	2747688.46	2828316.36
二、营业总成本	1584122.31	1765673.13	1859467.80	1852008.80
营业成本	1390470.23	1478314	1559145	1542874
营业税金及附加	25157.84	36429.41	39291.941	40444.921
销售费用	37697.13	49676.46	52206.08	53738.01
管理费用	89929.42	152850.66	164861.31	169698.98
财务费用	4452.51	15285.07	16486.13	16969.90
资产减值损失	36415.18	22927.59	10990.75	11313.26
三、其他经营收益				
投资净收益	-14122.84	12737.55	26103.04	26869.00
四、营业利润	498728.45	804765.50	930809.83	1020146.47
加：营业外收入	21528.27	7642.53	7143.98	7353.62
减：营业外支出	18365.93	1528.50	1648.61	1696.98
五、利润总额	501890.78	810879.53	936305.20	1025803.10
减：所得税	96825.36	121631.93	140445.78	153870.46
六、净利润	405065.42	689247.60	795859.42	871932.63
减：少数股东损益	50920.73	151634.47	175089.07	191825.18

归属母公司所有者净利润	354144.69	537613.13	620770.35	680107.45
七、每股收益				
股本（万股）	1454131	1454131	1454131	1454132
基本每股收益（元）	0.24	0.37	0.43	0.47

资料来源：宏源证券

表 5：国内黄金类上市公司估值水平

公司名称	股价(元)	EPS		PE	
		10	11	10	11
山东黄金	40.56	0.98	1.32	41.39	30.73
中金黄金	60.67	1.33	1.79	45.62	33.89
恒邦股份	37.26	1.06	1.26	35.15	29.57
辰州矿业	20.88	0.38	0.47	54.95	44.42
紫金矿业	7.35	0.37	0.43	19.86	17.09
平均				39.39	31.17

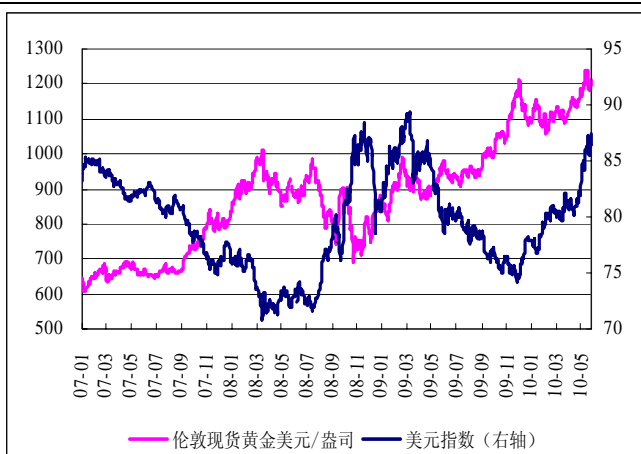
资料来源：宏源证券

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)	总股本 (亿股)	每亿股黄金产量 (吨)	金价波动 10 元/克 EPS 变动 (元)
山东黄金	17.7	14.23	0.80	0.1
中金黄金	12.5	7.91	1.58	0.12
恒邦股份	8	1.92	4.16	0.08
紫金矿业	31.2	145	0.215	0.02
辰州矿业	1.1	5.47	0.2	0.04
平均				0.092

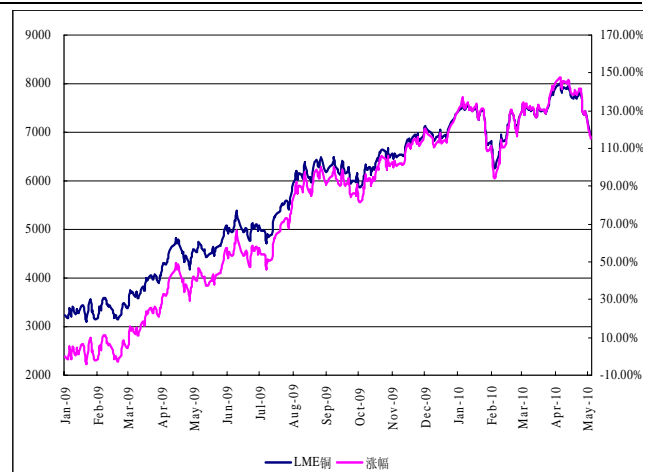
资料来源：宏源证券

图 1：黄金与美元指数走势



资料来源：宏源证券

图 2：LME 铜价走势



资料来源：宏源证券

销售经理：曾利洁
联系电话：010-88085790
电子信箱：zenlijie@hysec.com

销售经理：雷增明
联系电话：010-88085989
电子信箱：leizengming@hysec.com

销售经理：刘爽
联系电话：010-88085798
电子信箱：liushuang@hysec.com

销售经理：李烨
联系电话：010-88085956
电子信箱：liye@hysec.com

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。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

宏源证券评级说明	类别	评级	定义
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6-12个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数涨跌幅为标准。	公司评级	买入	未来6-12个月跑赢上证综指+15%以上
		增持	未来6-12个月跑赢上证综指+5%~+15%
		持有	未来6-12个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来6-12个月跑输上证综指5%以上
	行业评级	增持	未来6-12个月跑赢上证综指+5%以上
		中性	未来6-12个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来6-12个月跑输上证综指5%以上