

分析师： 关键鑫 符彩霞
执业证书编号： s0050108091435
Tel: 010-59355985
Email: guanjx@chinans.com.cn
地址： 北京市金融大街 5 号新盛大厦 7 层(100140)



紫金矿业 (601899. SH)

紫金矿业：估值接近历史低点，把握超跌买入机会

投资要点

- 1、**紫金矿业面临环保危机。**7月3日，位于福建上杭的紫金矿业旗下紫金山铜矿湿法厂污水池发生渗漏，污染汀江，造成大批鱼类死亡。福建省环保厅初步调查称，事故是强降雨造成该厂含铜酸性污水池泄漏所致。
- 2、**上市公司造成水污染早有先例。**人类的活动会使大量的工业、农业和生活废弃物排入水中，使水受到污染。目前，全世界每年约有 4200 多亿立方米的污水排入江河湖海，污染了 5.5 万亿立方米的淡水，这相当于全球径流总量的 14% 以上。近年来，国内矿企发生严重的水污染事件不在少数，我们搜集了一些上市公司水污染事件的资料。
- 3、**辩证看待：水污染事件创造超跌买入良机。**俗话说“既来之、则安之”，对于紫金矿业汀江水污染事件，我们或许可以辩证地看待，虽然该事件的恐慌可能让公司陷入一个不利的境界，给公司经营带来一定压力，但这却将会为投资者创造了一次超跌买入的机会。
- 4、**公司业务地位：黄金第一、铜次之。**2009 年黄金业务销售收入占报告期内营业收入的 73.23%（抵销后），归属母公司股东净利润占 73.57%；2009 年铜矿业务收入占 10.75%（抵销后），利润占比 21.52%。
- 5、**估值接近回归 A 股市场最低点，建议把握超跌买入机会。**2009-2011 年每股收益分别为 0.38 元、0.45 元和 0.51 元。目前动态市盈率为 13.57 倍，相比其他黄金股而言，其合理市盈率估值应该在 25 至 30 倍之间。目前股价相对低估，建议投资者把握水污染事件给公司股价带来的超跌买入机会。我们给予“推荐”评级。

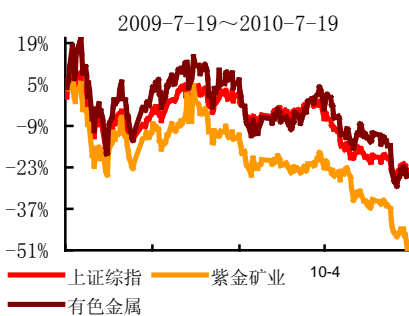
有色金属

投资评级	
本次评级：	推荐
跟踪评级：	维持
目标价格：	10

市场数据

市价(元)	5.22
上市的流通 A 股(亿股)	63.25
总股本(亿股)	145.41
52 周股价最高最低(元)	5.08-12.29
上证指数/深证成指	2424.27/9806.64
2009 年股息率	0.85%

52 周相对市场表现



相关研究

《黄金主业地位突出，资源储量无以伦比》
紫金矿业 2009 年年报点评

公司财务数据及预测				
项目	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	20955.82	25776	30931	36498
增长率(%)	23.39	23.00	20.00	18.00
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	3541.45	5476	6599	7451
增长率(%)	17.84	54.62	20.51	12.91
毛利率(%)	33.65	37.40	37.66	36.87
净资产收益率(%)	19.49	26.19	27.26	26.67
EPS(元)	0.24	0.38	0.45	0.51
P/E(倍)	21.43	13.57	11.46	10.11
P/B(倍)	4.54	3.58	3.10	2.69

来源：公司年报、民族证券

一、紫金矿业面临环保危机

紫金矿业污水渗漏造成的汀江污染危机，目前正面临新一波危急形势——据中央气象台预报，台风“康森”已于7月15日上午再度加强为强热带风暴，并有可能成为福建沿海今年首个台风。如应对不当，这次台风带来的强降雨可能使汀江污染事件进一步升级。

此前的7月3日，位于福建上杭的紫金矿业旗下紫金山铜矿湿法厂污水池发生渗漏，污染汀江，造成大批鱼类死亡。福建省环保厅初步调查称，事故是强降雨造成该厂含铜酸性污水池泄漏所致。

表1 紫金矿业汀江水污染事件回顾

日期	事件进展
7月12日	媒体报道紫金矿业污水池渗漏
7月13日	曝污染事故迟报9天，发生废水外渗工厂无限期停产
7月14日	受污染汀江水质已达标
7月15日	证监会核查紫金矿业污染事故
7月16日	上杭县环保局长辞职
7月17日	紫金矿业再次出现污水渗漏
7月19日	紫金矿业将就污水事件向公众道歉

资料来源：民族证券收集资料整理

二、上市公司造成水污染早有先例

人类的活动会使大量的工业、农业和生活废弃物排入水中，使水受到污染。目前，全世界每年约有4200多亿立方米的污水排入江河湖海，污染了5.5万亿立方米的淡水，这相当于全球径流总量的14%以上。近年来，国内矿企发生严重的水污染事件不在少数，我们搜集了一些上市公司水污染事件的资料。

表2 部分上市公司造成水污染事件回顾

时间	上市公司	污染事件
2004年3月	川化股份(000155)	沱江水域发生污染事件，经初步调查是公司第二化肥厂尿素系统水解塔污水处理装置出现故障所致，公司立即采取措施切断一切可能的污染源，并于3月3日停止了尿素系统生产，当日11时零5分氨氮浓度已达到了正常的生产排放水平。
2005年12月	中金岭南(000060)	由于废水含镉排放超标造成广东北江污染，中金岭南韶关冶炼厂被迫全面停产。监测部门录得镉超标近10倍。
2006年底	紫金矿业(601899)	位于贵州省黔西南布依族苗族自治州贞丰县境内的紫金矿业贞丰水银洞金矿发生溃坝事故，尾矿库中约20万立方米含有剧毒氰化钾等成分的废渣废水溢出，下游两座水库受到污染。

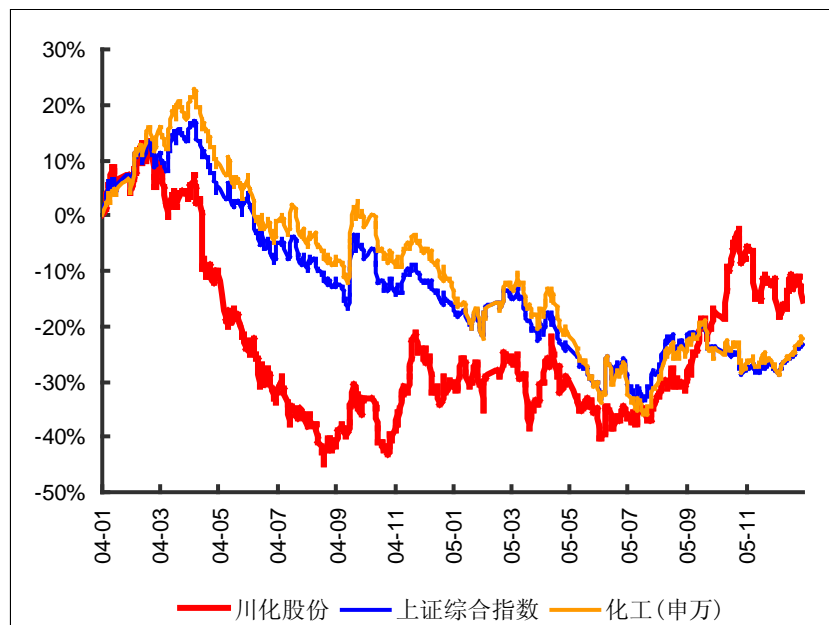
资料来源：民族证券收集资料整理

三、辩证看待：水污染事件创造超跌买入良机

回顾历史上的水污染事件，无不对造成污染事件的上市公司带来一定的冲击，而且也促使其股价出现一定幅度的走低，远远跑输大盘及行业指数。与此同时，这类公司由于需要承担经济责任，当年业绩也将受到一定程度的负面影响。但影响程度究竟有几何？还要看污染事件的严重性而定。我们将以上三个水污染事件期间的上市公司股价与当时的行业及大盘指数进行了比较，目的在于为投资者提供一个重要启示，如果紫金矿业汀江污染事件继续扩大化，那么其股价很可能会大幅下跌，超跌买入良机也将随之出现。

2004年3月，川化股份（000155）旗下第二化肥厂尿素系统水解塔污水处理装置出现故障，导致沱江水域发生污染事件。其股价一路走低，远远跑输大盘及申万化工行业指数（见图1）。但股价与2004年10月左右开始企稳，维持震荡格局，而此时行业指数及大盘指数继续下探，股价已出现超跌反弹。

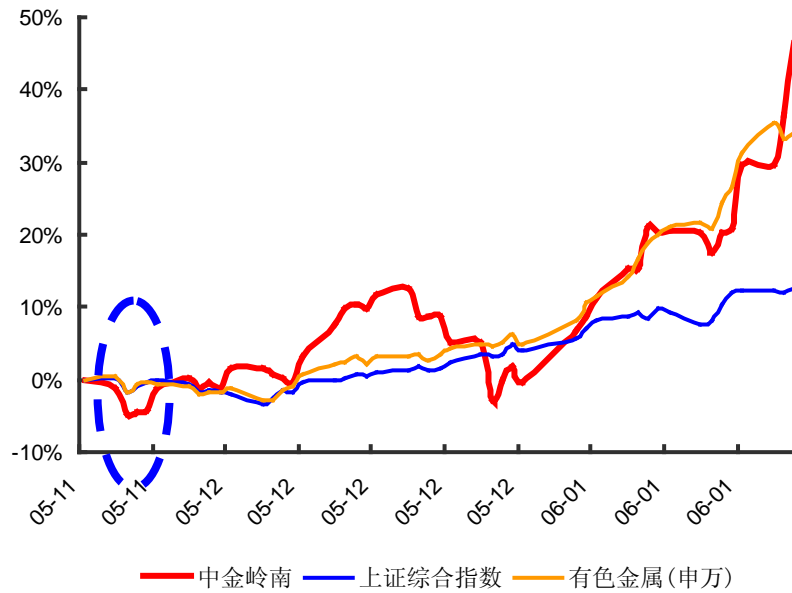
图1：2004年至2005年川化股份出现超跌反弹



数据来源：民族证券

2005年12月，中金岭南（000060）由于废水含镉排放超标造成广东北江污染，监测部门录得镉超标近10倍，旗下韶关冶炼厂被迫全面停产。从图2中可以看出，公司股价仅出现了短暂的超跌，继迅速回升并远远跑赢大盘及行业指数。这要与当时的大背景相联系，当时正值LME锌价大幅飙升阶段，国内锌产量也出现较大幅度增长，因此，多重利好消息完全抵消掉了水污染事件给公司带来的负面影响。

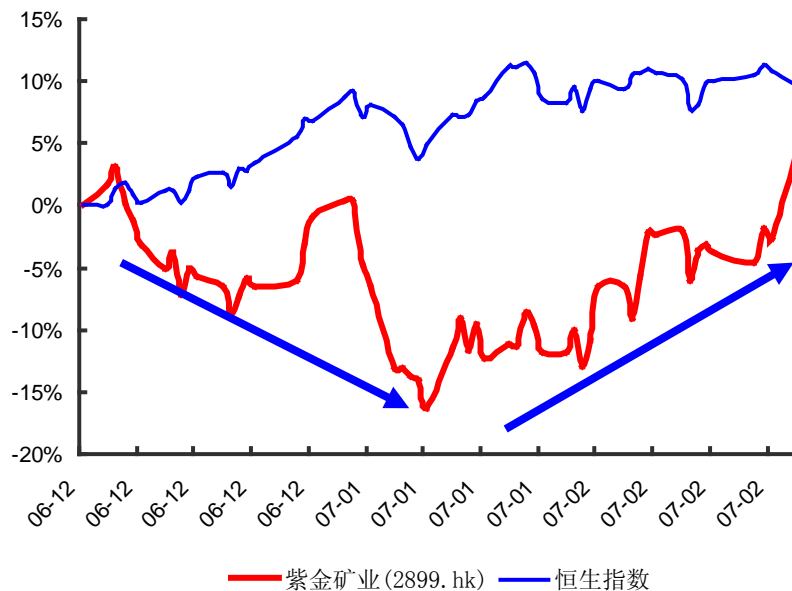
图2：中金岭南北江污染事件出现短暂的超跌



数据来源：民族证券

2006 年底，紫金矿业（2899.HK）位於贵州省黔西南布依族苗族自治州贞丰县境内的紫金矿业贞丰水银洞金矿发生溃坝事故，尾矿库中约 20 万立方米含有剧毒氰化钾等成分的废渣废水溢出，下游两座水库受到污染。此时，紫金矿业并未回归 A 股市场，我们将其 H 股与恒生指数进行了比较，在事件爆发前期，股价大幅下跌，与恒生指数背道而驰，但经过探底之后，股价开始出现超跌反弹现象。

图 3：紫金矿业 H 股与恒生指数比较



数据来源：民族证券

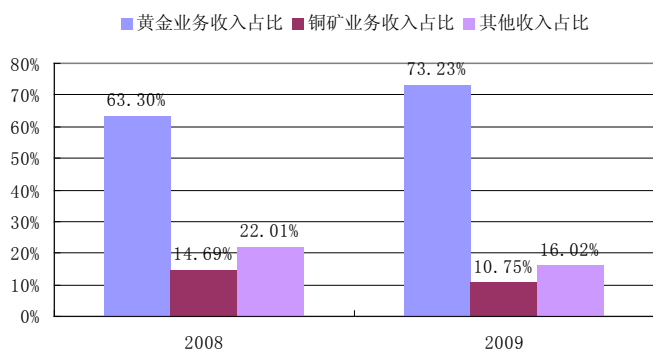
俗话说“既来之、则安之”，对于紫金矿业汀江水污染事件，我们或许可以辩证地看待，虽然该事件的恐慌可能让公司陷入一个不利的境界，给公司经营带来一定压力，但这却将会为投资者创造了一次超跌买入的机会。历史经验告诉我们，上市公司在经历比较大的负面事件之后，会在短期内迅速复苏，公司拥有较强的韧性，与此同时，公司股价表现亦是如此，由跑输大盘再到跑赢大盘。因此，我们辩证地看待汀江水污染事件，它的负面影响若继续扩

大，公司股价出现超跌的程度会更深，这将进一步拉低公司整体估值，个股投资安全边际提升，买入机会凸显。建议投资者紧密关注此次事件的最新动态，逢低时可适当介入。

四、公司业务地位：黄金第一、铜次之

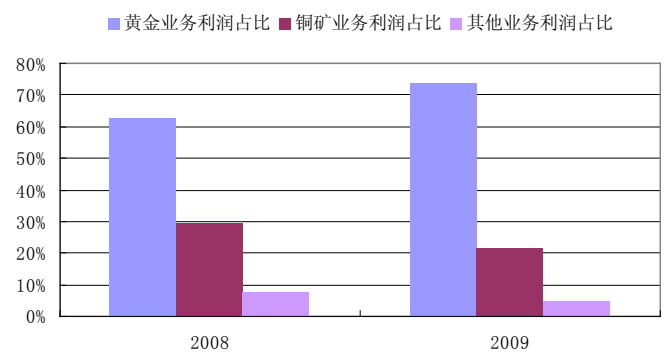
公司业务地位排名：黄金第一，铜次之。2009 年黄金业务销售收入占报告期内营业收入的 73.23%（抵销后），归属母公司股东净利润占 73.57%。而从 2008 年的收入结构来看，黄金业务收入占比 63.3%；从 2008 年的利润贡献来看，黄金业务利润占比 62.66%。2009 年铜产量虽有增长，但铜矿业务权重有所下降。报告期内本集团产铜 84,826.34 吨，同比增长 38.13%。但从业务权重角度来看，公司铜矿业务权重有所下降。2008 年铜矿业务收入占比 14.69%，铜矿业务利润占比为 29.63%；而 2009 年铜矿业务收入占 10.75%（抵销后），利润占比 21.52%，其贡献度均有一定程度的下降。

图 2：公司各项业务收入占比情况



资料来源：公司公告，民族证券

图 3：公司各项业务利润占比情况



资料来源：公司公告，民族证券

从公司披露的 2007 年至 2009 年铜产品产量数据来看，紫金山金铜矿虽是一个重要的铜生产基地，但其产量占比并不是最大的，2009 年其产量低于阿舍勒铜锌矿和德尔尼铜钴矿。2010 年公司计划生产铜 10 万吨，从表 3 中的铜业生产布局来看，受此事件影响，本部的铜生产经营活动对公司全年生产计划十分有限。

表 3 2007-2009 紫金矿业铜产品产量情况

铜精矿（吨）	2007 年	2008 年	2009 年
阿舍勒铜锌矿	28495	27103	30058
紫金山金铜矿	8032	10006	12841
珙春曙光金铜矿	4027	5170	8634
德尔尼铜钴矿	5000	15047	24529
多宝山铜矿	--	--	--
其它	3522	4083	8764
合计	49076	61409	84826

资料来源：公司年报 民族证券

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。截至 2009 年末，金 714.652 吨，比增 1.88%；银 1855.21 吨，比增 9.1%；铜 1062.86 万吨，比增 10.22%；钼 39.25 万吨，比增 0.46%；铅+锌 523 万吨；钨（W2O3）17.34 万吨，比增 70.17%；铁矿石 1.856 亿吨，比增 10.54%；煤 4.592 亿吨，比增 52.61%；锡 9.929 万吨；镍 60.71 万吨；硫铁矿（标矿）

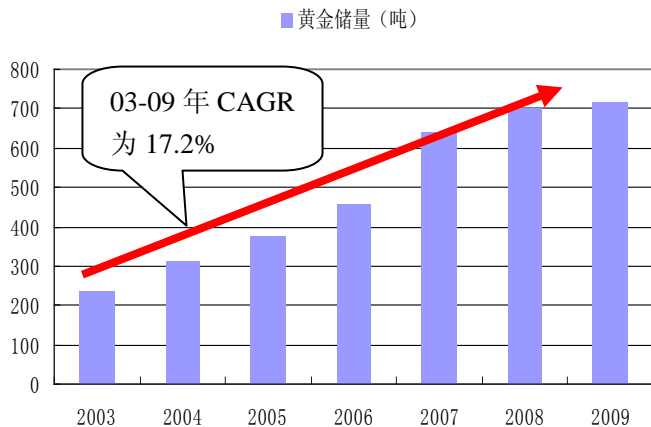
6,673 万吨。此外，集团公司拥有探矿权 244 个，面积 5,880.90 平方公里；采矿权 45 个，面积 125.0116 平方公里。见图 显示，2003-2009 年公司黄金储量复合增长率为 17.2%；铜资源储量复合增长率为 23.23%。公司明确提出“实现主矿种增量大于消耗量”的发展目标，毫无疑问，无以伦比的资源优势将确保公司效益和股价不断腾飞。

表 4 公司资源储量

资源品种	2007 年	2008 年	2009 年	资源品种	2007 年	2008 年	2009 年
金 (吨)	638.19	701.5	714.652	铁矿石 (亿吨)	1.68	1.68	1.856
银 (吨)	678	1700	1855.21	煤 (亿吨)	3.01	3	4.592
铜 (万吨)	937.11	964	1062.86	锡 (万吨)	9.93	10	9.929
钼 (万吨)	38.52	39	39.25	镍 (万吨)	66.75	66.75	60.71
铅+锌 (万吨)	371.28	528	523	硫铁矿 (万吨)	--	13500	6673
钨 (万吨)	6.25	10	17.34	铂+钯 (吨)	151.36	151	--

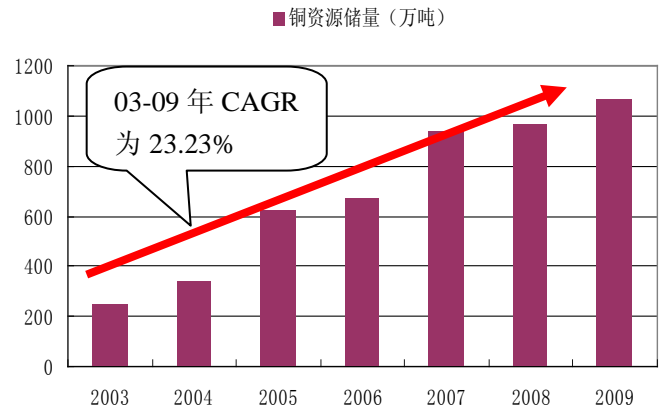
资料来源：公司年报 民族证券

图 6：2003-2009 年公司黄金储量情况



资料来源：公司年报，民族证券

图 7：2003-2009 公司铜资源储量情况

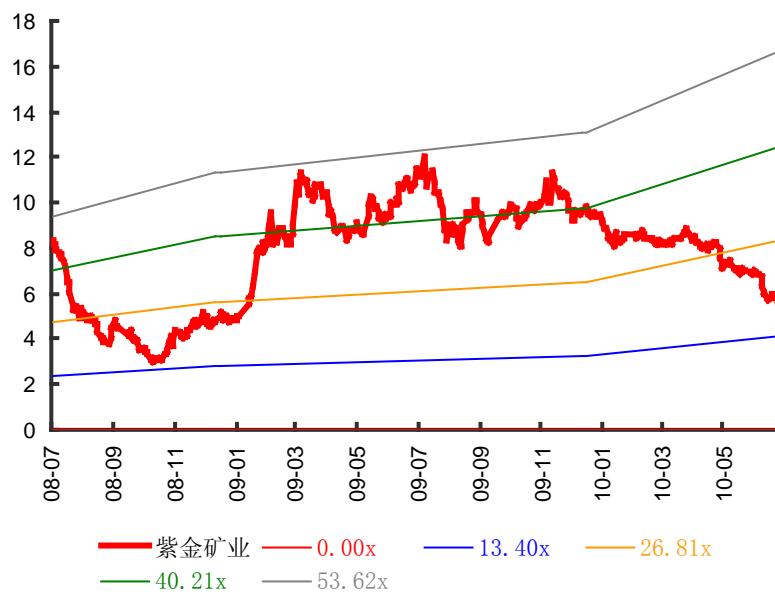


资料来源：公司年报，民族证券

五、投资建议及估值

公司作为我国大型黄金生产企业，无论黄金储量及矿产金产量，还是生产成本，都具有明显的竞争优势。前期阶段，公司股价与其他黄金股的走势形成鲜明背离，再加之近期爆出的汀江水污染事件，使得公司股价进一步走低，公司在 A 股黄金上市公司中属于估值最低，并已接近回归 A 股市场以来的最低估值水平。我们认为，此次事件公司将承受两方面的经济损失，一是对汀江下游水产养殖业的经济损失，具体赔偿细则已公布，据媒体披露此次污染导致上百万斤鱼死亡；二是由于造成此次污染的铜湿法冶炼厂处于无限期停产状态，必将对公司铜业务板块带来一定的负面影响。但是对于紫金矿业这样庞大规模的公司而言，此次事件对于公司的长期发展不会产生根本性的破坏，本身铜业务利润 21% 左右，并且公司铜业务板块较为分散，公司在国内其他铜基地的产能有望弥补公司本部处于停产带来的损失。鉴于无法估计此事件的时间跨度，我们暂且维持公司的盈利预测，不做调整。2009-2011 年每股收益分别为 0.38 元、0.45 元和 0.51 元。目前动态市盈率为 13.57 倍，相比其他黄金股而言，其合理市盈率估值应该在 25 至 30 倍之间。目前股价相对低估，建议投资者把握水污染事件给公司股价带来的超跌买入机会。我们给予“推荐”评级。

图 2：紫金矿业 PE 接近历史低点



数据来源：wind 民族证券

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	8961	13200	18669	24600
现金	4284	7661	12022	16682
应收账款	572	636	763	900
其它应收款	425	494	593	700
预付账款	349	424	508	600
存货	2638	3135	3763	4514
其他	693	851	1021	1204
非流动资产	20685	20913	21090	21215
长期投资	1688	1688	1688	1688
固定资产	18470	18678	18833	18935
非营业投资	439	439	439	439
递延所得税资产	88	108	130	153
资产总计	29646	34114	39759	45815
流动负债	7594	8445	9150	10476
短期借款	3341	3341	3341	3341
应付账款	1169	1403	1684	1968
其他	3084	3701	4125	5167
非流动负债	1129	1381	1927	2482
长期借款	407	847	1287	1727
其他	722	534	640	756
负债合计	8724	9826	11077	12958
少数股东权益	3443	4231	5179	6251
股本	14541	14541	14541	14541
归属母公司股东权益	18170	20908	24207	27933
负债和股东权益	30337	34964	40464	47141

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	3639	6849	8105	8773
净利润	3541	5476	6599	7451
折旧摊销	991	671	724	777
财务费用	45	129	155	109
投资损失	141	0	0	0
营运资金变动	-1935	-248	-340	-656
投资活动现金流	-3621	-879	-879	-879
资本支出	-3214	-879	-879	-879
其他投资	-407	0	0	0
筹资活动现金流				
长期借款	3341	3341	3341	3341
现金净增加额	407	847	1287	1727

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	20956	25776	30931	36498
营业成本	13905	16137	19283	23041
营业税金及附加	252	363	448	547
营业费用	377	490	619	766
管理费用	899	1289	1547	2007
财务费用	45	129	155	109
资产减值损失	364	0	0	0
公允价值变动收益	14	0	0	0
投资净收益	-141	0	0	0
营业利润	4987	7368	8880	10026
营业外收支	32	0	0	0
利润总额	5019	7368	8880	10026
所得税	968	1105	1332	1504
净利润	4051	6263	7548	8522
少数股东损益	509	787	949	1071
归属母公司净利润	3541	5476	6599	7451
EBITDA	6515	8168	9759	10913
EPS (元)	0.24	0.38	0.45	0.51

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	23.39%	23.00%	20.00%	18.00%
归属母公司净利润	17.84%	54.62%	20.51%	12.91%
获利能力				
毛利率	33.65%	37.40%	37.66%	36.87%
净利率	19.33%	24.30%	24.40%	23.35%
ROE	19.49%	26.19%	27.26%	26.67%
ROIC	20.97%	24.85%	25.80%	25.06%
偿债能力				
资产负债率	29.43%	28.80%	27.86%	28.28%
流动比率	1.18	1.56	2.04	2.35
速动比率	70.57%	76.25%	79.85%	81.65%
营运能力				
应收帐款周转率	9.97	9.00	9.00	9.00
应付帐款周转率	30.70	31.74	31.87	31.17
每股指标(元)				
每股收益	21.78	18.07	16.00	21.78
每股净资产	1.25	1.44	1.66	1.92
估值比率				
P/E	33.92	13.57	11.46	10.11

资料来源：公司报表、民族证券

分析师简介

毕业于哈尔滨工程大学产业经济学专业，经济学硕士学位、工学学士学位。2008年加入中国民族证券有限公司，供职于研究发展中心行业与上市公司部，具有证券执业资格。主要负责有色金属行业、旅游行业及相关上市公司的研究工作，对周期性行业及消费行业的发展动向有着深刻的理解，曾在《中国证券报》、《上海证券报》、《证券时报》、《中国有色金属》期刊上发表过相关研究报告。研究特长：从产业发展与公司财务运营的角度发掘上市公司投资价值。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010-59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010-59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010-59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010-59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010-59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn