

Metal and Mining Industry

Lessons from history: The worst is not yet over for gold

After cutting our copper and gold prices forecasts, we revise down our earnings forecasts for gold and copper companies. We reduce Jiangxi Copper's 2013-15E earnings forecast by 34%-40% and cut the target price to HK\$ 15.20. With high resource self-sufficiency and cost advantage, we prefer Jiangxi Copper to its peers and maintain "Buy" rating on the company. We also cut 2013-15 earnings forecast by 32%-40% for Zhaojin Mining and 44%-55% for Zijin Mining. We downgrade Zhaojin and Zijin to "Neutral" given our bearish view on gold price in the long term. Our 2013-15 earnings estimates for the three companies are lower than Bloomberg consensus.

Lessons from history: Rising bond yields generally imply rising growth expectations and decreasing systemic risks. In history, when bond yield rose, gold price performance was weak due to rising opportunity cost with rising interest rate and copper performed well due to rising growth expectations.

The worst is not yet over for the gold market: We believe gold price will decline further, considering the possibility of QE tapering and rising interest rate. We cut 2013-15 gold price forecasts to US\$1350/1270/1200/oz by 12%-18% and we revise down our LT gold forecast to US\$1140/oz.

Revise down China copper demand and copper price: The key to the current copper market is slowing demand in China rather than economic recovery in the US. We cut our 2013 copper demand growth forecast in China to 5.8% from 6.2% and forecast copper will be in surplus in the global market in 2013. We cut our 2013-15 copper price forecast by 3-4%.

Financials

	Price	13EPS	14EPS	13PE	14PE	PB	Rating	PT
Jiangxi Copper	12.04	1.02	1.05	9.7	9.4	0.8	Buy	15.20
Zhaojin Mining	5.10	0.43	0.38	9.6	10.9	1.4	Neutral	6.00
Zijin Mining	1.58	0.14	0.15	8.7	8.2	0.9	Neutral	1.69

Source: CMS(HK) research estimates.

Neutral

(Previous: Neutral)

China Merchants Securities (HK)
Li Xiang Deng Liangsheng
0755-82943045
lixiang5@cmschina.com.cn

11 Jul 2013

HSI Index 20494.77
HSCEI Index 11968.48

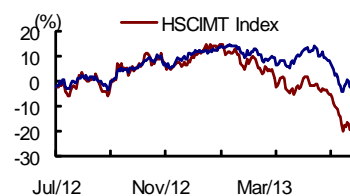
Sector information

%

No. of listed 29
Market cap (bn) 583

Sector performance

%	1m	6m	12
Absolute return	-11	-33	-17
Relative return	-8	-23	-21



Source: Bloomberg

Related research

金属及采矿业

以史为鉴，黄金调整趋势将持续，下调相关公司盈利及评级

在下调铜价和金价预测后，我们大幅下调2013-15年黄金及铜公司的盈利预测和目标价。将江西铜业2013-15年盈利预测下调了34%-40%，目标价下调至15.20港元，将紫金矿业2013-15年盈利预测下调了44%-45%，目标价下调至1.69港元，将招金矿业2013-15年盈利预测下调了32%-40%，目标价下调至6.00港元。我们对上述三家公司2013-15年的最新盈利预测均低于市场一致预期。我们认为在铜价走低的情况下，成本和资源优势会促使江西铜业表现优于同业，维持买入；但我们将招金和紫金的评级下调至中性。

以史为鉴：美联储的宽松政策退出是市场讨论频繁的一个主题，我们分析了1986-89年，1993-94年两轮美国货币政策收紧周期中的铜价和金价的表现，主要结论是在货币政策从宽松转向收紧，长期受到抑制的债券收益率水平逐步正常化阶段，贵金属的表现通常受到压制，但基本金属通常表现较好。

黄金市场最糟糕的时期远未结束：过去五年，美联储不断利用量化宽松的出台或撤出来对国内宏观形势及国际宏观风险做出反应，市场对美国宏观经济数据冲击和随之而来的政策意外越来越敏感。在美联储货币面临转向的背景下，未来金价面临持续的下行压力。我们将2013/14/15年的黄金价格分别下调了18%/15%/12%至1350/1270/1200美元/盎司，并将长期金价从1260美元/盎司下调了10%至1140美元/盎司。

下调中国铜需求预测和铜价预测：当前铜市场关注的焦点是中国经济增长减速，而并非欧美经济复苏。中国政府加大对融资铜的核查，建筑行业需求低迷，经济复苏前景不达预期，国内铜需求面临较大的下行压力，将2013年中国铜需求预测自6.2%下调至5.8%，将2013年的全球铜市从前期预测的短缺6万吨调整至过剩3万吨。我们将2013-16年的铜价在原假设的基础上小幅下调了3-4%，但维持6100美元/吨长期价格预测不变。

重点公司主要财务指标

	股价	13EPS	14EPS	13PE	14PE	PB	评级	目标价
江西铜业	12.04	1.02	1.05	9.7	9.4	0.8	买入	15.20
招金矿业	5.10	0.43	0.38	9.6	10.9	1.4	中性	6.00
紫金矿业	1.58	0.14	0.15	8.7	8.2	0.9	中性	1.69

资料来源：招商证券（香港）

中性

(上次：中性)

招商证券(香港)研究部

李想 邓良生

0755-82943045

lixiang5@cmschina.com.cn

2013年7月11日

恒生指数 20494.77

H股指数 11968.48

行业规模

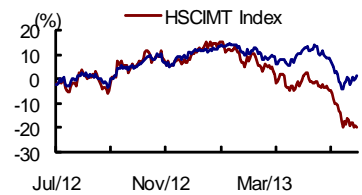
占比%

港股股票家数(只) 29

总市值(亿元) 5830

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-11	-33	-17
相对表现	-8	-23	-21



资料来源：彭博

相关报告

历史告诉我们什么？

年初迄今的基本金属和贵金属市场表现让人记忆深刻，美联储的政策退出将市场推向了前所未有的紧张环境当中，变幻莫测的市场情绪进一步为市场推波助澜，对流动性收紧的恐惧导致金价一度经历了断崖式下跌，价格不断创下新低。

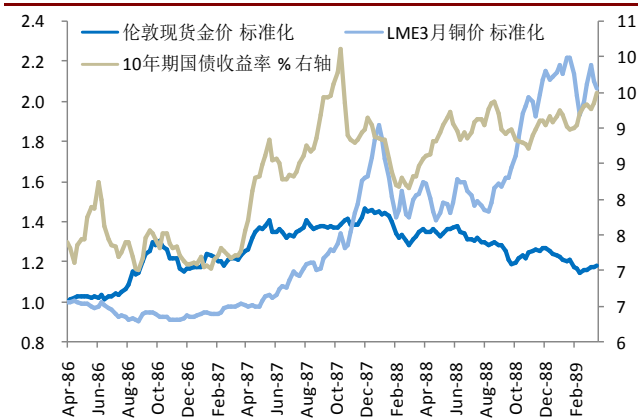
在大跌之后，市场进一步何去何从？我们倾向于向历史寻求答案，在本篇报告中，我们尝试从历史角度看当前的市场，并结合我们当前市场情况的分析，得出我们在美联储货币政策转向，利率上行阶段的金属价格走势判断和板块投资建议。

贵金属和基本金属价格对流动性异常敏感，近期投资者普遍关注美联储政策转向对金属价格的影响，美联储的宽松政策退出成为基本金属和贵金属市场讨论频繁的一个主题。我们分析了 1986-89 年，1993-94 年两轮美国货币政策收紧周期中的铜价和金价的表现，主要结论是货币政策从宽松转向收紧总体上来说对贵金属是“利空”，但对基本金属是“利多”。在历史上，在长期受到抑制的债券收益率水平逐步正常化阶段，贵金属的表现通常受到抑制，但基本金属通常表现优异。

通常来说，利率从低水平持续反弹反应了经济增长预期的升温以及系统性风险的下降。这对贵金属来说通常是“坏消息”，黄金作为一种和其他主权货币相竞争的不生息货币性资产，利率的高低衡量了持有黄金机会成本的大小，利率升高会推升持有黄金的机会成本。同时，利率的触底反弹也意味着市场系统性风险的下降，在此阶段市场也会调低对黄金等避险类资产的偏爱。和贵金属市场相反，利率自异常低的水平开始反弹通常对基本金属通常是“好消息”。基本金属的商品属性较浓，供需格局是决定基本金属价格的核心变量，价格波动对经济增长前景比较敏感，利率触底反弹阶段通常伴随着投资者对经济增长信心由悲观转向乐观，经济增长前景的改善会拉动基本金属消费需求的提升，进而改善市场基本面和拉升基本金属价格。

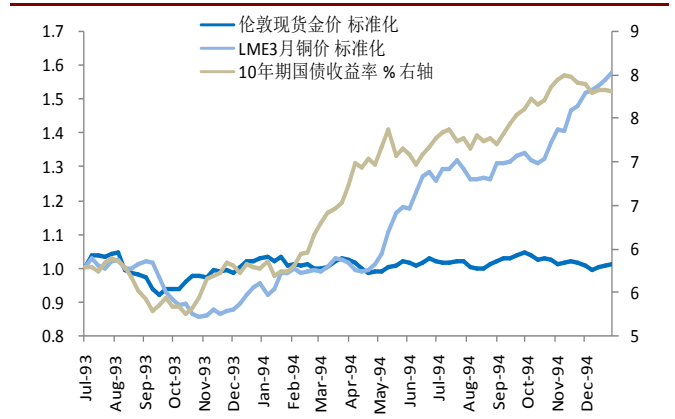
1986 年后美联储逐步收紧了货币政策，10 年期国债收益率在 1986-89 年期间上涨了 200 个基点，在此阶段，铜价涨幅达到了 106%，而金价仅为 17%。1994 年 2 月，美国经济复苏前景改善促使美联储上调了联邦基金利率 25 个基点，带动 10 年期国债收益率一度上升至 8% 的水平。在此阶段，贵金属和基本金属的走势明显脱钩，伦敦现货金价基本收平，但 LME 铜价涨幅最高时接近了 60%。

图 1: 1986-89 年的铜价和金价



资料来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

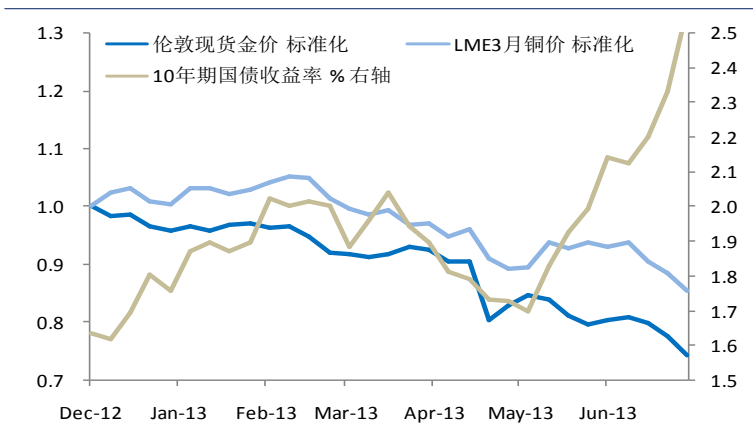
图 2: 1993-94 年的铜价和金价



资料来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

在本轮债券收益率上升周期中，贵金属和基本金属的价格表现和前两轮收益率上行周期中的价格表现有较大差异。首先，本轮贵金属和基本金属两者走势趋同，前两轮周期中两者走势分化明显；其次前两轮中金价小幅上涨或者收平，但本轮金价调整幅度较深，年初迄今，金价已经跌幅超过了 20%；最后，在本轮债券收益率上行阶段，铜价并未出现上扬，反而出现了较大的向下调整。

图 3: 年初迄今的铜价和金价



资料来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

黄金: 新下行周期已经确立

两个因素决定了金价调整幅度超过前期

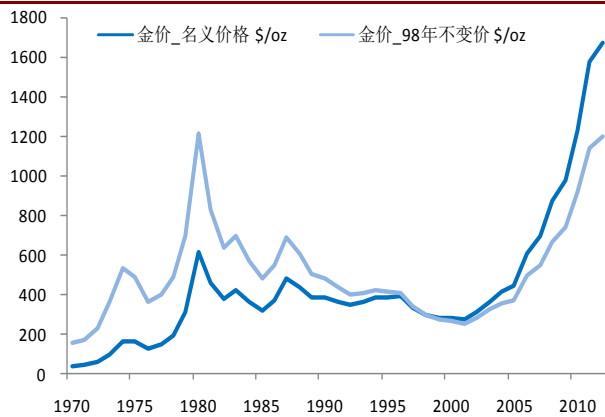
本轮金价调整和前两轮有些差异，首先是价格在行业自身周期中所处的位置不同，其次利率上升的幅度也不同。

在经历了 10 年牛市之后，不管是以名义价格还是实际价格计算，近期金价均处于历史高位，但在前两轮国债收益率上行之时，金价已经经历

了充分的调整，价格处于历史底部。在目前美联储货币政策转向促使各类资产重新定价的背景下，价格处于周期顶部意味着本轮金价调整要比前两次调整的时间长，调整的幅度也比前两次要深。

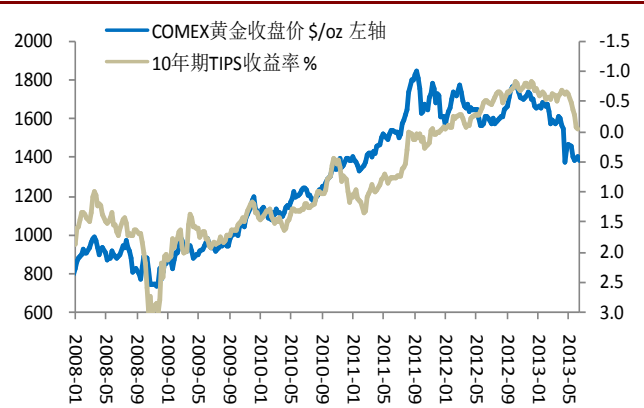
1986-89 年利率自 7% 左右上升至 9%，1993-94 年利率自 6% 左右上涨至 8%，两轮周期中的涨幅均为 200 个基点左右，本轮周期中，十年期国债收益率目前仅反弹了约 100 个基点。但按照涨跌幅计算的话，前两轮周期的涨幅为 22% 和 35%，但本轮涨幅达到了 56%，要明显高于前两轮。在当前美国实际利率处于异常低的负值水平情况下，相比前期，投资者更加关心收益率，利率的波动促使投资者加速抛弃不生息的贵金属资产。

图 4: 黄金实际价格和名义价格



资料来源: USGS, 招商证券(香港)

图 5: 金价和利率走势高度相关



资料来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

金价仍有进一步的下行空间

上半年金价表现惨淡，年初迄今国际金价回调了 26%，下跌主要发生在二季度，相比 4 月初大跌之前的价格，金价回调了 23%，目前已经跌至 1200 美元/盎司附近，位于三年来的低位。尽管前期金价回调较多，但我们认为金价中蕴含的风险并未释放完毕，金价在下半年仍有进一步下滑的空间。

过去五年，美联储不断利用量化宽松的出台或撤出来对国内宏观形势及国际宏观风险作出反应，投资者的预期对美联储的政策取向也变得愈加依赖。这样的后果就是，贵金属市场适应了这种政策，对美国宏观经济数据冲击和随之而来的政策意外越来越敏感。

在 6 月的 FOMC 会议中，美联储立场强硬，称美联储有可能在今年下半年削减债券购买规模并在 14 年中期退出。我们预计随着时间的推移，

市场对美联储收紧政策的担忧将不断加重，贵金属市场的投资情绪将进一步恶化，因此下半年贵金属价格仍面临较大的下行风险。

中长期来看，我们认为黄金市场已经进入了新的结构性下行周期，美国经济复苏后，金价在未来几年中将会面临持续的下行压力，对此在我们的前期报告中有详细的阐述(“黄金市场牛市结束，步入下行周期”,15/4/2013)。

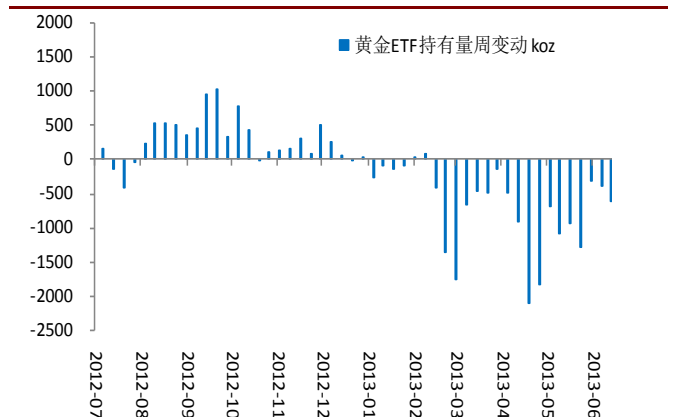
短期来看，我们认为虽然前期已经下跌颇多，但以下几个因素的存在意味着黄金市场的风险收益仍趋于下行。首先是来自ETF投资者的持续卖出压力，年初迄今的持续卖出行为对ETF的规模产生了重大影响，全球黄金ETF的实物黄金持有量已经从年初的仅次于美国和德国的第三位下滑至目前的第六位，短期内，我们还没有看到ETF卖出行为终止的迹象。其次是来自美元，美元近期表现强势，将持续的压制金价的走势。

图 6: ETF 持有量和金价相关性较高



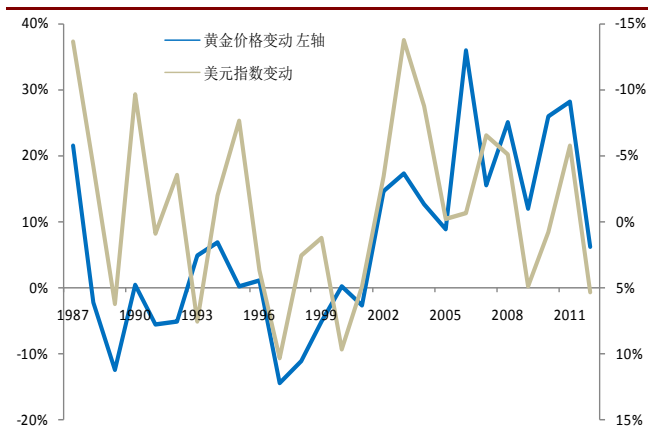
资料来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

图 7: ETF 投资者持续撤出黄金市场



资料来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

图 8: 美元指数变动和金价变动



资料来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

图 9: 美元指数和金价



资料来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

将 2013-15 年金价预测下调 12-18%

根据盯市原则和我们对市场的看法，我们下调了黄金价格预测。在我们的最新预测中，2013/14/15 年的黄金分别为 1350 美元/盎司、1270 美元/盎司和 1200 美元/盎司，相比前期预测分别下调了 18%、15%和 12%。我们同时也下调了对长期金价的预测，我们将长期金价从 1260 美元/盎司下调了 10%至 1140 美元/盎司。

尽管当前金价维持在 1200 美元/盎司附近，和我们的 2013 年均价相比，低了约 11%，但年初迄今的黄金均价约为 1521 美元/盎司，高出了我们的 2013 年均价约 11%，这也表明我们认为下半年任何黄金的反弹都是技术性的，不具备持续性，同时反弹的高度也会有限。

表 1: 黄金价格预测更新

\$/oz	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	长期价格预测
更新后	1,668	1350	1270	1200	1160	1140	1140
YoY	6%	-19%	-6%	-5%	-3%	-2%	
更新前	1,668	1,640	1,500	1,370	1,300	1,260	1,260
YoY	6%	-2%	-9%	-9%	-5%	-3%	

资料来源: Bloomberg, 招商证券(香港)预测

铜: 下调中国铜需求和铜价预测

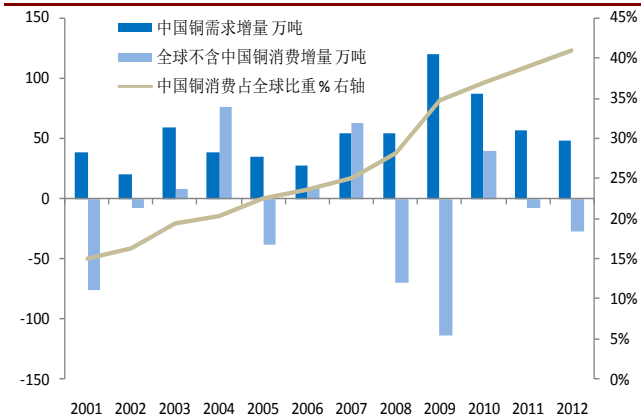
铜市场目前焦点集中在中国需求减速而并非美国复苏

通常来说，国债收益率自低位的持续性回升通常暗示了经济已经从收缩阶段逐步转向复苏，此时企业通常倾向于增加资本支出，铜的需求上升，促使铜价通常也会表现较好。

但这次有所不同，在本轮国债收益率上行周期中，铜价表现较差，LME 铜价年初迄今回调了 15%，和前几轮周期中的铜价表现发生了较大的背离。我们认为出现背离的主要原因当前铜市场关注的焦点是中国经济增长减速，而不是欧美经济复苏。

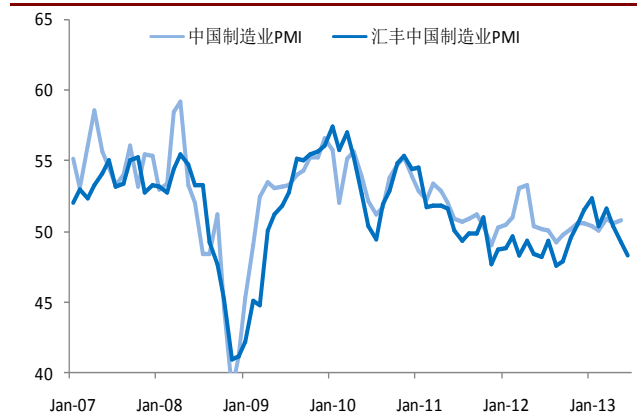
在前两轮周期中，欧美需求是全球铜需求的主体，但在过去 10 年中，随着中国需求的崛起，中国取代了欧美成为全球铜市场的决定力量。中国目前已经占到了全球铜消费的 40%，是拉动全球铜消费的关键动力，而发达经济体对铜消费增长的贡献逐步下滑，在市场上的影响力远不及前几轮周期中的影响力。

图 10: 中国目前是全球铜市场的决定力量



资料来源: CRU, 招商证券(香港)

图 11: PMI 数据暗示国内经济增长前景不佳



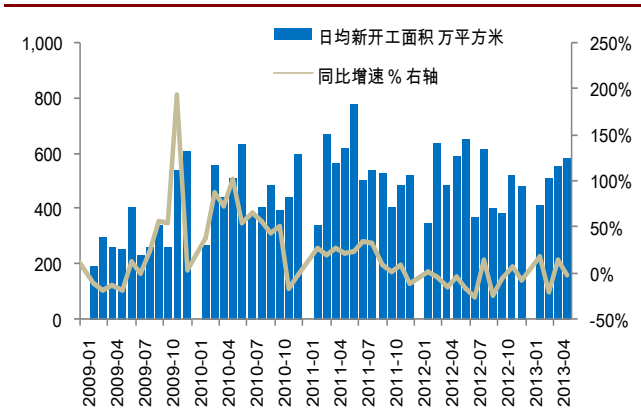
资料来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

预计下半年国内铜需求仍然较为疲软

中国经济目前遭受增长困扰，经济数据较为疲弱。考虑到新政府对经济增长放缓的容忍度有所提高，采取大力度的刺激政策的可能性小；货币政策在“用好增量，盘活存量”的指导下，未来显著放松的可能性小。因此我们预计中国经济增长疲弱的格局会维持一段时间。

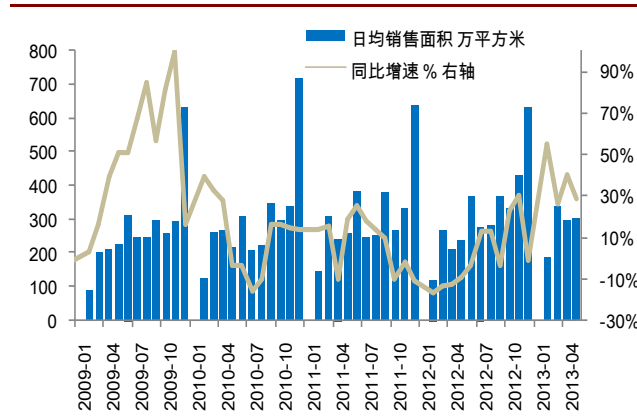
从下游需求看，上半年整体需求较为平稳，下游需求数据尽管没有出现明显下滑但也缺乏亮点。对于下半年，我们预计在经济增长持续疲弱的背景下，下游需求也难以出现实质性的改善。此外，受外汇管理局加紧对融资铜的审查，融资铜需求受到抑制，会对下半年的中国铜进口带来一定影响。

图 12: 房地产行业新开工情况



资料来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

图 13: 房地产行业销售情况



资料来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

下调全球铜需求增速及铜价预测

根据上半年行业运营情况，我们更新铜市场供需模型。中国政府加大对融资铜的核查，建筑行业需求低迷，经济复苏前景不达预期，我们认为中国铜需求面临较大的下行压力，我们将 2013 年的中国铜需求预测自 6.2% 下调至 5.8%。我们维持全球除中国外其他地区 2013 年铜消费增长 1.5% 的预测不变。更新之后，我们将 2013 年全球铜需求增长自 3.7% 下调至 3.3%，2013 年的全球铜市场预计将从前期预测的短缺 6 万吨调整至过剩 3 万吨。

表 2: 铜市场供需平衡预测

		2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	2016E
矿山铜产量	Mt	15.95	16.03	16.02	16.46	17.28	18.77	20.29	20.76
% change	%	2.6%	0.5%	-0.1%	2.7%	6.6%	10.1%	4.5%	-3.8%
铜精矿	Mt	12.70	12.70	12.55	12.84	13.48	14.59	15.91	16.55
湿法铜	Mt	3.25	3.33	3.47	3.62	3.80	4.19	4.37	4.20
精铜产量	Mt	18.27	19.00	19.64	19.62	20.75	22.12	23.79	24.53
% change		2.1%	4.8%	2.1%	-0.1%	5.3%	6.3%	7.9%	3.1%
全球精铜消费量	Mt	18.11	19.37	19.86	20.07	20.72	21.56	22.58	23.60
% change	%	0.4%	7.0%	2.5%	1.1%	3.3%	4.0%	4.7%	4.5%
中国	Mt	6.30	7.17	7.74	8.22	8.70	9.18	9.65	10.08
ROW	Mt	11.81	12.20	12.12	11.85	12.02	12.38	12.93	13.51
精铜市场供需平衡	Mt	0.16	-0.37	-0.22	-0.45	0.03	0.56	1.21	0.93
期末库存	kt	1,352	1,192	1,204	1,258	1,286	1,849	3,059	3,990
库存变动	kt	251	-160	12	54	28	563	1,210	931

资料来源: CRU, 招商证券(香港)预测

在此基础上，我们调整了铜价预测，我们将 2013-16 年的铜价在原假设的基础上小幅下调了 3-4%，其中 2013 年铜价自 7500 美元/吨下调至 7300 美元/吨，但我们维持 6100 美元/吨长期价格预测不变。

表 3: 铜价格预测更新

\$/oz	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	长期价格预测
更新后	8,197	7,300	6,800	6,200	6,100	6,100	6,100
YoY	-5%	-11%	-7%	-9%	-2%	0%	
更新前	8,197	7,500	7,100	6,400	6,100	6,100	6,100
YoY	-5%	-9%	-5%	-10%	-5%	0%	

资料来源: Bloomberg, 招商证券(香港)预测

招金矿业(1818 HK) 下调公司评级至中性

作为一家纯黄金生产企业，招金的收入和盈利高度依赖黄金业务，在金价下行周期中，对金价的高敞口暴露意味着公司盈利的波动性要高于其他业务相对分散的黄金企业。在过去几年中，依靠对金价的有效判断，招金的黄金销售均价相比国内黄金交易所均价一直存在溢价。在金价波动加剧，价格趋势下行后，相比均价销售模式，我们认为依靠价格判断的销售模式会加大公司的盈利波动风险。

金价的趋势性下行预计会对公司的扩张计划带来不利影响。在金价趋势性下行之后，公司可能会放缓海外收购战略，这会对公司矿产金年均复合增长 15% 的计划带来影响。

更新完全金价预测之后，我们相应的将招金矿业 2013-15 年的盈利预测下调了 32%-40%，将招金的目标价下调了 56% 至 6 港元。我们的目标价对应的 2013/14 年预期市盈率为 11x 和 12.5x，对应的 2013/14 年市净率为 1.6x 和 1.5x。我们对金价长期走势悲观，金价低迷也会对公司的扩张计划带来负面影响，将公司的评级自“买入”下调至“中性”。

表 4: 将招金 2013-15 年盈利预测下调了 32%-40%

RMB: mn	调整前			调整后			% diff		
	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
营业收入	6,607	6,623	6,680	5,506	5,455	5,443	-17%	-18%	-19%
EBITDA	3,625	3,553	3,460	2,873	2,790	2,681	-21%	-21%	-23%
净利润	1,851	1,741	1,645	1,266	1,119	994	-32%	-36%	-40%
EPS	0.64	0.60	0.56	0.43	0.38	0.34	-32%	-36%	-40%

资料来源：招商证券（香港）预测

表 5: 我们的盈利预测比市场预期低了约 10%-13%

	Consensus			招商预测			%Diff		
	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
EPS	0.48	0.43	0.39	0.43	0.38	0.34	-10%	-12%	-13%

资料来源：Bloomberg，招商证券（香港）预测

图 14: 招金矿业 PE band

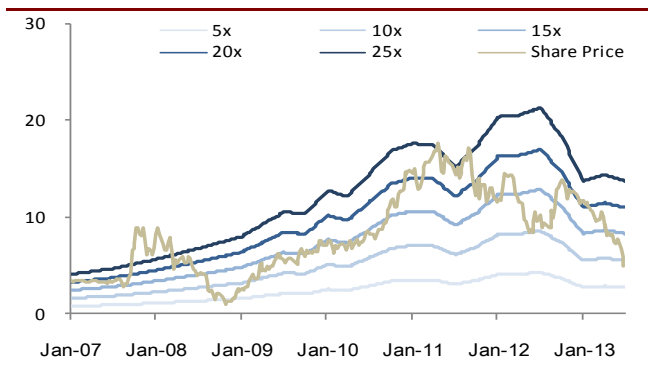
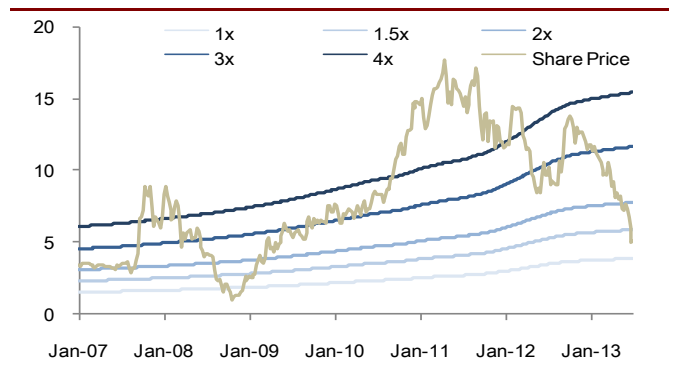


图 15: 招金矿业 PB Band



资料来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

资料来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

紫金矿业 (2899 hk) 下调评级至中性

在当前的市场环境下,紫金将受益于自身的多元化战略,铜、铅锌、铁矿石业务降低了公司对黄金的依赖性。2012年,非黄金业务占到了公司总收入的43%和总毛利的40%,未来占比有望进一步提高。非黄金金属业务会抵消金价下滑对盈利的负面影响,公司拥有一定的防御性。

公司近两年海外收购的黄金矿生产成本较高,紫金山矿开采逐步进入后期,成本也面临上升威胁,再加上毛利率较低的铜冶炼业务投产,公司未来的生产成本可能出现失控风险,对公司的盈利能力构成挤压。

在更新完价格预测后,我们将紫金2013-15年的盈利预测下调了44%-55%,将公司的目标价从3.20港元下调了47%至1.69港元。我们的目标价对应的2013/14年预期市盈率为9.3x和8.8x,对应的2013/14年市净率为0.97x和0.8x。我们对金价走势悲观,公司生产成本也面临不可控风险,将评级从买入下调至中性。

表 6: 将紫金 2013-15 年的盈利预测下调 44%-55%

RMB: mn	调整前			调整后			% diff		
	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
营业收入	53,571	54,363	51,966	48,734	49,642	47,611	-9%	-9%	-8%
EBITDA	12,207	12,602	12,961	7,632	8,355	7,666	-37%	-34%	-41%
净利润	6,005	5,996	6,010	3,157	3,352	2,714	-47%	-44%	-55%
EPS	0.28	0.27	0.28	0.14	0.15	0.12	-47%	-44%	-55%

资料来源: 招商证券(香港)预测

表 7: 我们的盈利预测比市场预期低了约 7%-14%

	Consensus			招商预测			%Diff		
	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
EPS	0.16	0.14	0.14	0.14	0.15	0.12	-13%	7%	-14%

资料来源: Bloomberg, 招商证券(香港)预测

图 16: 紫金矿业 PE band

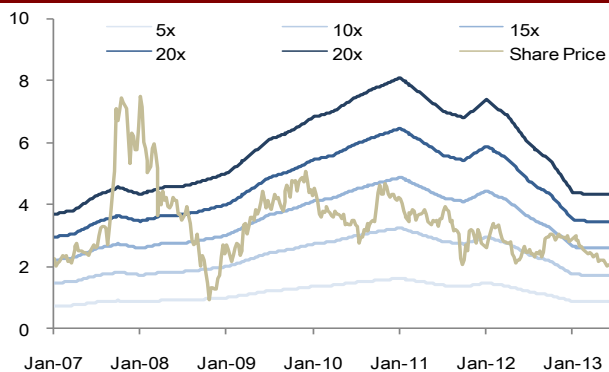
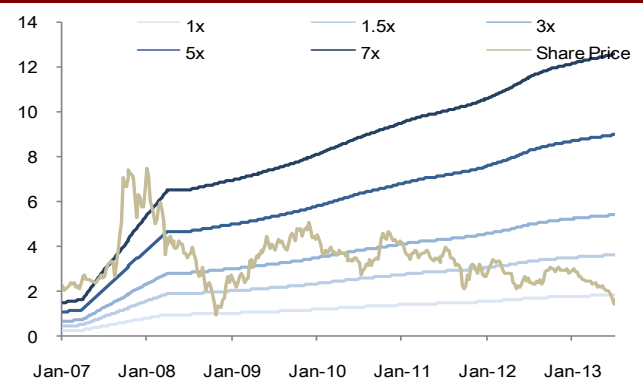


图 17: 紫金矿业 PB Band



资料来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

资料来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

江西铜业 (358 hk) 下调盈利预测及股价, 维持买入评级

我们认为全球铜市场正在向过剩阶段迈进, 高铜价时代已经结束, 铜价会趋势性的下行并逐步接近行业的边际成本。不过, 我们认为铜价在三季度可能出现小幅反弹, 推动价格反弹因素包括中国公布城镇化复苏计划的更多细节、中国国家物资储备局出手购铜、欧洲央行推行非常规放松举措等等。

受铜价下跌影响, 预计公司 2 季度会计提减值准备, 影响公司 2 季度业绩, 预计 2 季度的 EPS 环比将下滑 32% 至 0.19 元。不过, 考虑到下半年公司可能获得 15% 的优惠税率, 税收回拨会促使下半年业绩出现环比改善, 预计 2 季度是公司全年业绩低点。

我们将江西铜业 2013-15 年的净利润下调了 34%-40%, 将公司的目标价从 22.30 港元下调 32% 至 15.20 港元, 我们的目标价对应的 2013/14 年预期市盈率为 11.9x 和 11.6x, 对应的 2013/14 年市净率为 0.92x 和 0.86x。考虑到江铜的高资源自给率, 成本优势以及下半年业绩的环比改善, 预计在铜价走软的背景下公司表现会优于同业, 维持买入评级。维持公司的买入评级。

表 8: 将江西铜业 2013-15 年的盈利预测下调了 34%-40%

RMB: mn	调整前			调整后			% diff		
	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
营业收入	125,542	141,471	145,916	165,026	161,492	146,948	31%	14%	1%
净利润	5,366	5,483	4,926	3,539	3,624	2,942	-34%	-34%	-40%
EPS	1.55	1.58	1.42	1.02	1.05	0.85	-34%	-34%	-40%

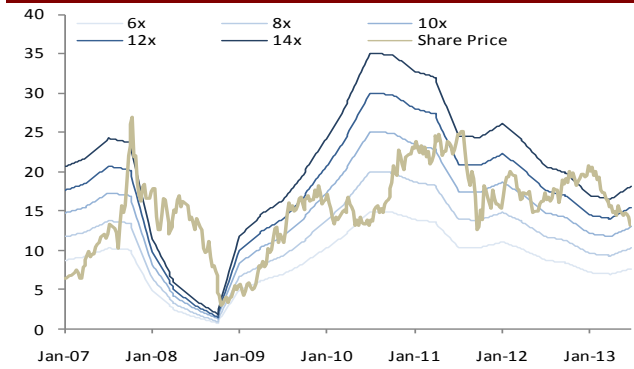
资料来源: 招商证券(香港)预测

表 9: 我们的盈利预测比市场预期低了约 5%-27%

	Consensus			招商预测			%Diff		
	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
EPS	1.2	1.1	1.17	1.02	1.05	0.85	-15%	-5%	-27%

资料来源: Bloomberg, 招商证券(香港)预测

图 18: 江西铜业 PE band



资料来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

图 19: 江西铜业 PB Band



资料来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

附录 A 招金矿业目标价推导

我们采用 DCF 方法推导招金矿业的目标价。招金矿业属于强周期性行业类型公司，对该类公司的估值我们偏爱采用折现现金流方法。强周期性行业公司的业绩需要放在完整周期背景下进行评估，采用折现现金流估值考虑到了公司的自由现金流量的长期前景，降低了公司暂时性盈利波动对估值的扰动，因此更加可靠。我们采用 7 年（2013-19 年）的显性详细预测，以及期末价值来推导公司的目标股价。

我们认为金价的持续性下跌会对公司的增长战略带来不利影响，把公司的长期增长率从 2% 下调至 1%，其他关键参数维持不变。

表 10: 关键参数假设

无风险利率 (%)	3.5%
贝塔系数	1.16
风险溢价 (%)	7.0%
债务成本(税前) (%)	6.0%
税率 (%)	25.0%
权益成本 (%)	11.6%
目标债务比率(%)	30.0%
加权平均资本成本 (%)	9.5%
永续增长率 (%)	1.0%

资料来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

表 11: 招金矿业目标价推导

		2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e
EBIT	mn	2,023	1,838	1,653	1,469	1,413	1,430	1,447
减: 所得税	mn	-440	-388	-345	-302	-291	-298	-306
减: 资本支出	mn	-2,200	-1,750	-1,300	-1,100	-700	-700	-700
减: 营运资本变动	mn	1,706	-66	-78	-122	-23	-25	-26
加: 折旧	mn	850	952	1,028	1,092	1,132	1,172	1,212
自由现金流	mn	1,939	586	958	1,037	1,531	1,579	1,628
折现因子	mn	1.00	1.09	1.20	1.31	1.44	1.57	1.72
自由现金流现值	mn	1,939	535	799	790	1,065	1,003	944
显性预测期价值	mn	7,076						
终值价值的现值	mn	11,225						
减: 净债务(现金)	mn	4,557						
减: 少数股东权益	mn	844						
权益价值	mn	13,944						
已发行股数	mn	2,915						
汇率: RMB/HK\$		0.80						
每股价值	HK\$	6.00						

资料来源: 招商证券(香港) 预测

附录 B 紫金矿业(H)目标价推导

我们采用 DCF 方法推导紫金矿业的目标价。紫金矿业属于强周期性行业类型公司，对该类公司的估值我们偏爱采用折现现金流方法。强周期性行业公司的业绩需要放在完整周期背景下进行评估，采用折现现金流估值考虑到了公司的自由现金流量的长期前景，降低了公司暂时性盈利波动对估值的扰动，因此更加可靠。我们采用 7 年（2013-19 年）的显性详细预测，以及期末价值来推导公司的目标股价。

表 12: 关键参数假设

无风险利率 (%)	3.5%
贝塔系数	1.45
风险溢价 (%)	7.0%
债务成本(税前) (%)	5.0%
税率 (%)	25.0%
权益成本 (%)	13.7%
目标债务比率(%)	30.0%
加权平均资本成本 (%)	11.4%
永续增长率 (%)	1.0%

资料来源: Bloomberg, 招商证券(香港)

表 13: 紫金矿业目标价推导

		2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e
EBIT	mn	5,758	6,205	5,315	5,926	5,204	5,220	5,220
减: 所得税	mn	-1,268	-1,346	-1,090	-1,220	-1,028	-1,021	-1,010
减: 资本支出	mn	-5,650	-5,350	-3,850	-2,400	-1,800	-1,800	-1,800
减: 营运资本变动	mn	-1,077	-108	277	82	346	-54	-60
加: 折旧	mn	1,874	2,150	2,351	2,459	2,555	2,651	2,747
自由现金流	mn	-363	1,551	3,003	4,847	5,277	4,996	5,098
折现因子	mn	1.11	1.23	1.36	1.50	1.66	1.84	1.00
自由现金流现值	mn	-328	1,266	2,214	3,228	3,175	2,715	5,098
显性预测期价值	mn	12,270						
终值价值的现值	mn	28,857						
减: 净债务(现金)	mn	9,105						
减: 少数股东权益	mn	5,401						
权益价值	mn	29,458						
已发行股数	mn	21,812						
汇率: RMB/HK\$		0.80						
每股价值	HK\$	1.69						

资料来源: 招商证券(香港)预测

附录 C 江西铜业(H)目标价推导

我们采用 DCF 方法推导江西铜业的目标价。江西铜业属于强周期性行业类型公司，对该类公司的估值我们偏爱采用折现现金流方法。强周期性行业公司的业绩需要放在完整周期背景下进行评估，采用折现现金流估值考虑到了公司的自由现金流量的长期前景，降低了公司暂时性盈利波动对估值的扰动，因此更加可靠。我们采用 7 年（2013-19 年）的显性详细预测，以及期末价值来推导公司的目标股价。

表 14: 关键参数假设

无风险利率 (%)	3.5%
贝塔系数	1.50
风险溢价 (%)	7.0%
债务成本 (税前) (%)	6.0%
税率 (%)	25.0%
权益成本 (%)	14.0%
目标债务比率 (%)	25.0%
加权平均资本成本 (%)	11.6%
永续增长率 (%)	1.0%

资料来源: Bloomberg, 招商证券 (香港)

表 15: 江西铜业目标价推导

		2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e
EBIT	mn	4,229	4,302	3,502	3,961	4,000	4,848	4,788
减: 所得税	mn	-684	-701	-569	-639	-642	-775	-763
减: 资本支出	mn	-1,600	-1,400	-1,200	-900	-500	-500	-500
减: 营运资本变动	mn	3,848	-1,089	-2,536	-675	-1,329	-505	-498
加: 折旧	mn	1,303	1,312	1,308	1,287	1,244	1,191	1,142
自由现金流	mn	7,095	2,425	504	3,034	2,774	4,259	4,169
折现因子	mn	1.00	1.12	1.25	1.39	1.55	1.73	1.93
自由现金流现值	mn	7,095	2,172	405	2,181	1,786	2,458	2,155
显性预测期价值	mn	18,253						
终值价值的现值	mn	20,486						
减: 净债务(现金)	mn	-1,748						
减: 少数股东权益	mn	1,142						
权益价值	mn	42,094						
已发行股数	mn	3,463						
汇率: RMB/HK\$		0.80						
每股价值	HK\$	15.20						

资料来源: 招商证券 (香港) 预测

附：招金矿业财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	3,962	4,380	4,847	5,262	5,333
现金	1,246	1,351	3,014	3,373	3,367
交易性投资	9	32	32	32	32
应收票据					
应收款项	46	141	46	45	45
其它应收款	521	845	505	500	499
存货	2,131	2,011	1,250	1,312	1,389
其他	9	0	0	0	0
非流动资产	9,329	13,588	14,938	15,736	16,008
长期股权投资	42	46	46	46	46
固定资产	4,927	7,373	8,702	9,535	9,896
无形资产	2,591	3,744	3,765	3,730	3,641
其他	1,769	2,425	2,425	2,425	2,425
资产总计	13,291	17,968	19,785	20,998	21,340
流动负债	3,911	4,954	5,464	5,455	5,453
短期借款	1,510	3,168	3,168	3,168	3,168
应付账款	1,538	408	918	909	907
预收账款					
其他	863	1,378	1,378	1,378	1,378
长期负债	2,383	3,766	4,466	4,966	4,666
长期借款	1,649	2,740	3,440	3,940	3,640
其他	734	1,026	1,026	1,026	1,026
负债合计	6,294	8,720	9,930	10,421	10,119
股本	2,915	2,966	2,966	2,966	2,966
资本公积金	3,669	5,438	5,992	6,667	7,270
留存收益					
少数股东权益	414	844	897	943	985
母公司所有者权益	6,584	8,404	8,958	9,633	10,236
负债及权益合计	13,291	17,968	19,785	20,998	21,340

现金流量表

单位：百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	2,079	1,749	4,139	2,336	2,258
净利润	2,287	2,665	1,758	1,554	1,381
折旧摊销	472	426	850	952	1,028
财务费用	98	219	264	284	272
投资收益	-7	-10	0	0	0
营运资金变动	-347	-827	1,706	-66	-78
其它	-423	-724	-440	-388	-345
投资活动现金流	-2,269	-3,429	-2,200	-1,750	-1,300
资本支出	-1,710	-2,495	-2,200	-1,750	-1,300
其他投资	-558	-934	0	0	0
筹资活动现金流	654	1,785	-276	-227	-964
借款变动	527	2,071	700	500	-300
普通股增加					
资本公积增加					
股利分配	-458	-628	-712	-443	-391
其他	585	342	-264	-284	-272
现金净增加额	464	105	1,663	359	-6

资料来源：公司报表、招商证券（香港）

关键假设表

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
价格假设					
伦敦金价(\$/oz)	1,572	1,668	1,350	1,270	1,200
生产假设					
矿产金(kg)	12,643	14,000	15,480	16,510	17,682
黄金合计(kg)	23,316	25,405	27,726	28,755	29,928
成本假设					
矿产金(RMB/g)	123	124	126	129	133

利润表

单位：百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	5,741	7,603	5,506	5,455	5,443
营业成本	-2,677	-3,908	-2,813	-2,953	-3,126
SG&A	-670	-851	-661	-655	-653
EBIT	2,378	2,874	2,023	1,838	1,653
财务费用	-98	-219	-264	-284	-272
其他收入/费用	-16	30	-10	-10	-10
税前利润	2,287	2,665	1,758	1,554	1,381
所得税	-564	-618	-440	-388	-345
少数股东权益	61	123	53	47	41
归属于母公司净	1,662	1,924	1,266	1,119	994
EPS	0.57	0.66	0.43	0.38	0.34

主要财务比率

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
年成长率					
营业收入	40%	32%	-28%	-1%	0%
营业利润	38%	16%	-34%	-12%	-11%
获利能力					
毛利率	53%	49%	49%	46%	43%
净利率	29%	25%	23%	21%	18%
ROE	25%	23%	14%	12%	10%
ROIC	19%	15%	10%	8%	7%
偿债能力					
资产负债率	47%	49%	50%	50%	47%
净负债比率	24%	33%	33%	34%	32%
流动比率	1.0	0.9	0.9	1.0	1.0
营运能力					
存货周转率	1.3	1.9	2.3	2.3	2.3
应收帐款周转率	125.8	53.9	120.0	120.0	120.0
应付帐款周转率	3.7	18.6	6.0	6.0	6.0
每股资料(元)					
每股经营现金	0.7	0.6	1.4	0.8	0.8
每股净资产	2.3	2.8	3.0	3.2	3.5
每股股利	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
估值比率					
PE	7.3	6.3	9.6	10.9	12.3
PB	1.9	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	4.4	3.8	4.3	4.4	4.6

附：紫金矿业财务报表

资产负债表

单位：百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	17,932	24,334	24,930	27,863	31,594
现金	6,180	7,473	6,689	9,414	13,647
交易性投资	264	671	671	671	671
应收票据	575	576	677	689	661
应收款项	489	841	541	552	529
其它应收款	987	1,525	1,218	1,241	1,190
存货	7,160	11,602	12,821	12,954	12,621
其他	2,276	1,645	2,311	2,342	2,274
非流动资产	34,388	43,021	47,585	50,785	52,284
长期股权投资	3,204	4,411	4,411	4,411	4,411
固定资产	10,145	15,595	18,666	20,770	21,702
无形资产	7,138	8,536	10,538	11,635	12,202
其他	13,901	14,479	13,970	13,970	13,970
资产总计	52,320	67,354	72,515	78,648	83,878
流动负债	16,365	22,979	23,282	23,383	23,157
短期借款	3,815	6,400	6,400	6,400	6,400
应付账款	3,232	4,174	4,197	4,275	4,100
预收账款	1,013	938	1,218	1,241	1,190
其他	8,305	11,467	11,467	11,467	11,467
长期负债	5,823	10,793	12,793	15,793	18,793
长期借款	5,348	9,642	11,642	14,642	17,642
其他	475	1,150	1,150	1,150	1,150
负债合计	22,188	33,771	36,075	39,176	41,950
股本	2,181	2,181	2,181	2,181	2,181
资本公积金	7,689	7,771	7,771	7,771	7,771
留存收益	15,138	18,230	20,440	22,786	24,685
少数股东权益	5,124	5,401	6,048	6,734	7,290
母公司所有者权益	25,009	28,182	30,392	32,738	34,637
负债及权益合计	52,320	67,354	72,514	78,648	83,877

现金流量表

单位：百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	6,390	5,408	4,199	6,601	6,553
净利润	6,911	6,153	3,804	4,038	3,269
折旧摊销	1,292	1,682	1,874	2,150	2,351
财务费用	496	889	836	971	1,106
投资收益	-592	-414	-400	-400	-400
营运资金变动	-1,864	-3,138	-1,077	-108	277
其它	147	235	-838	-50	-50
投资活动现金流	-7,704	-9,936	-5,200	-4,900	-3,400
资本支出	-7,476	-7,996	-5,650	-5,350	-3,850
其他投资	-228	-1,940	450	450	450
筹资活动现金流	2,533	5,935	217	1,024	1,080
借款变动	2,494	6,912	2,000	3,000	3,000
普通股增加					
资本公积增加					
股利分配	-2,652	-4,035	-1,783	-1,976	-1,920
其他	2,691	3,059	0	0	0
现金净增加额	1,219	1,406	-784	2,725	4,233

资料来源：公司报表、招商证券（香港）

关键假设

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
价格假设					
金价(\$/oz)	1,572	1,668	1,350	1,270	1,200
铜价(\$/t)	8,830	7,956	7,300	6,800	6,200
产量假设					
矿产金(kg)	28,700	32,075	35,800	39,350	40,700
黄金总产量(kg)	86,242	90,328	94,800	98,350	99,700
矿产铜(t)	88,071	104,603	131,715	146,346	160,792
矿产锌(t)	35,086	36,539	64,415	109,415	149,415

利润表

单位：百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	39,764	48,415	48,734	49,642	47,611
营业成本	-27,537	-36,375	-40,136	-40,552	-39,508
SG&A	-2,043	-2,471	-2,341	-2,385	-2,287
EBIT	9,803	9,028	5,758	6,205	5,315
财务费用	-496	-804	-836	-971	-1,106
其他收入/费用	-30	332	150	150	150
税前利润	9,276	8,556	5,072	5,384	4,359
所得税	-2,366	-2,403	-1,268	-1,346	-1,090
少数股东权益	1,198	942	647	686	556
归属于母公司净	5,713	5,211	3,157	3,352	2,714
EPS	0.26	0.24	0.14	0.15	0.12

主要财务比率

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
年成长率					
营业收入	39%	22%	1%	2%	-4%
营业利润	18%	-9%	-39%	6%	-19%
获利能力					
毛利率	31%	25%	18%	18%	17%
净利率	14%	11%	6%	7%	6%
ROE	23%	18%	10%	10%	8%
ROIC	26%	17%	10%	9%	7%
偿债能力					
资产负债率	42%	50%	50%	50%	50%
净负债比率	18%	24%	25%	27%	29%
流动比率	1.1	1.1	1.1	1.2	1.4
营运能力					
存货周转率	3.8	3.1	3.1	3.1	3.1
应收帐款周转率	81.3	57.5	90.0	90.0	90.0
应付帐款周转率	12.3	11.6	11.6	11.6	11.6
每股资料(元)					
每股经营现金	0.3	0.2	0.2	0.3	0.3
每股净资产	1.1	1.3	1.4	1.5	1.6
每股股利	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
估值比率					
PE	4.8	5.3	8.7	8.2	10.2
PB	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	2.5	2.6	3.6	3.3	3.6

附：江西铜业财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	46,191	52,446	41,003	43,696	45,325
现金	15,846	20,310	7,302	11,142	16,059
交易性投资	76	54	54	54	54
应收票据	5,364	5,367	5,586	5,466	4,974
应收款项	2,233	4,077	3,904	3,515	2,942
其它应收款	1,795	1,529	1,591	1,557	1,417
存货	14,097	15,936	16,537	16,134	14,637
其他	6,780	5,174	6,029	5,828	5,242
非流动资产	21,958	25,687	24,932	25,020	24,912
长期股权投资	1,557	2,037	2,037	2,037	2,037
固定资产	14,792	16,564	16,991	17,195	17,191
无形资产	1,286	1,285	1,157	1,041	937
其他	4,323	5,801	4,747	4,747	4,747
资产总计	68,150	78,133	65,935	68,716	70,238
流动负债	22,020	27,238	12,715	12,622	11,816
短期借款	9,131	12,263	0	0	0
应付账款	2,276	7,035	7,322	7,165	6,520
预收账款	785	1,682	1,750	1,713	1,558
其他	9,829	6,258	3,643	3,744	3,738
长期负债	6,323	6,988	6,497	6,490	6,478
长期借款	174	618	572	526	480
其他	6,150	6,370	5,926	5,964	5,998
负债合计	28,344	34,226	19,213	19,112	18,294
股本	3,463	3,463	3,463	3,463	3,463
资本公积金	11,649	11,686	11,686	11,686	11,686
留存收益	24,192	27,671	30,432	33,258	35,553
少数股东权益	503	1,088	1,142	1,197	1,242
母公司所有者权益	39,303	42,820	45,581	48,407	50,702
负债及权益合计	68,150	78,133	65,935	68,716	70,238

现金流量表

单位：百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	6,632	6,334	7,551	4,177	5,039
净利润	6,549	5,216	5,366	5,483	4,926
折旧摊销	0	1,233	1,266	1,210	1,158
财务费用	(1)	204	(69)	(67)	(93)
投资收益	(335)	(722)	(809)	(881)	(959)
营运资金变动	(12)	765	1,738	(1,666)	(57)
其它	431	(362)	59	98	63
投资活动现金流	(4,973)	(2,636)	554	(500)	(500)
资本支出	(1,389)	(3,074)	(500)	(500)	(500)
其他投资	(3,584)	438	1,054	0	0
筹资活动现金流	5,563	1,903	(13,139)	(252)	(24)
借款变动	140	(53)	(12,447)	(46)	(46)
普通股增加	(0)	0	0	0	0
资本公积增加	97	38	0	0	0
股利分配	0	0	(1,180)	(1,206)	(1,084)
其他	5,327	1,918	488	1,000	1,106
现金净增加额	7,223	5,601	(5,035)	3,425	4,515

资料来源：公司报表、招商证券（香港）

利润表

单位：百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	117,641	158,556	165,026	161,492	146,948
营业成本	106,981	150,610	158,901	155,224	141,457
营业税金及附加	522	550	825	807	735
营业费用	437	453	485	533	587
管理费用	1,844	1,291	1,394	1,506	1,626
财务费用	(1)	204	46	22	50
资产减值损	487	(15)	0	0	0
公允价值变动收	298	(111)	(90)	(90)	(90)
投资收益	38	832	899	971	1,049
营业利润	7,707	6,185	4,183	4,280	3,452
营业外收入	124	159	167	175	184
营业外支出	160	69	72	76	79
利润总额	7,671	6,275	4,278	4,379	3,556
所得税	1,060	980	684	701	569
净利润	6,610	5,294	3,593	3,679	2,987
少数股东损	61	79	54	55	45
母公司所有者净利	6,549	5,216	3,539	3,624	2,942
EPS (元)	1.89	1.51	1.02	1.05	0.85

主要财务比率

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
年成长率					
营业收入	54%	35%	4%	-2%	-9%
营业利润	30%	-20%	-32%	2%	-19%
净利润	33%	-20%	-32%	2%	-19%
获利能力					
毛利率	9.1%	5.0%	3.7%	3.9%	3.7%
净利率	5.6%	3.3%	2.1%	2.2%	2.0%
ROE	16.7%	12.2%	7.8%	7.5%	5.8%
ROIC	13.3%	9.5%	7.5%	7.2%	5.6%
偿债能力					
资产负债率	41.6%	43.8%	29.1%	27.8%	26.0%
净负债比率	14.7%	16.7%	0.9%	0.8%	0.7%
流动比率	2.1	1.9	3.2	3.5	3.8
速动比率	1.5	1.3	1.9	2.2	2.6
营运能力					
资产周转率	1.7	2.0	2.5	2.4	2.1
存货周转率	6.6	10.0	9.8	9.5	9.2
应收帐款周转	51.3	50.3	41.4	43.5	45.5
应付帐款周转	41.7	32.4	22.1	21.4	20.7
每股资料(元)					
每股收益	1.89	1.51	1.02	1.05	0.85
每股经营现	1.92	1.83	0.10	1.50	1.69
每股净资产	11.35	12.37	13.16	13.98	14.64
每股股利	0.50	0.50	0.22	0.23	0.19
估值比率					
PE	5.2	6.6	9.7	9.4	11.6
PB	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	8.0	8.1	11.2	11.0	12.9

投资评级定义和免责条款

行业投资评级	定义
推荐	预期股价在未来12个月较市场指数上升20%以上
中性	预期股价在未来12个月较市场指数上升10-20%之间
回避	预期股价在未来12个月较市场指数上升或下跌10%以内

免责声明:

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第 1 类(证券交易)、第 2 类(期货合约交易)、第 4 类(就证券提供意见)、第 6 类(就机构融资提供意见)和第 9 类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。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。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到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。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
公司网址: <http://www.newone.com.hk>
电话: (852) 31896888 传真: (852) 31010828