

➤ **事件：公司发布 2022 半年报。**2022H1，公司实现营收 1324.58 亿元，同比增长 20.6%；归母净利润 126.3 亿元，同比增长 90%；扣非归母净利润 120.24 亿元，同比增长 97%。分季度来看，2022Q2，公司实现营收 676.87 亿元，同比增长 8.5%、环比增长 4.5%；归母净利润 65.06 亿元，同比增长 57.2%、环比增长 6.2%。业绩符合此前业绩预告。

➤ **2022Q2 归母净利润环比、同比均大幅增长的核心在于毛利的增长，而毛利增长主要得益于矿产金板块的贡献。**2022Q2 公司单季度毛利润同比增 30.44%、环比增 2.33%至 114.79 亿元，毛利率同比增 2.85pct、环比降 0.36pct.至 16.96%，其中矿山金毛利 29.2 亿元，同比增 66.31%，环比增 20.04%。我们认为，公司 2022 年上半年毛利润同比大幅增长的核心原因在于产品量价齐升，矿山销量增长、售价提升分别带来毛利增厚 49.54 亿元、14.29 亿元，分别贡献矿山产品毛利增长额的 77.6%、22.4%。分季度看，2022Q2 毛利润环比增长 2.61 亿，主要在于矿山企业毛利润环比增长 2.43 亿元。此外，卡莫阿铜矿二期提前至 3 月投产带来投资收益环比大幅提升 6.7 亿元。

➤ **单季度量、价、本数据：**2022Q1，①销量端：矿产金、矿产银、矿产铜、矿产锌、铁精矿环比分别+12.19%、+5.96%、+4.92%、-10.10%、+10.58%。其中黄金销量大于产量的原因或为中塔泽拉夫尚此前积压库存实现销售；②价格端：矿产金、矿产银、矿产铜、矿产锌、铁精矿环比分别+5.29%、0.00%、-0.72%、-3.41%、-10.72%。③成本端：矿产金、矿产银、矿产铜、矿产锌、铁精矿环比分别+3.55%、+6.70%、+6.06%、+10.02%、+37.79%。成本增长或由于辅料价格提升以及入选品位波动影响，铁精矿成本大幅上升的原因是新疆金宝山逐渐枯竭，品位下滑带来成本上升。

➤ **期待三大铜矿业集群的持续绽放和锂资源量向产量的蜕变。**铜板块，刚果（金）卡莫阿、西藏巨龙、塞尔维亚 Timok 三大世界级铜矿 2022 年均将贡献较大增量，巨龙经过上半年爬坡后下半年环比仍有增量。金板块，多项目技改有望提升年产量，新项目并购打开成长空间。新能源板块，公司接连收购阿根廷 3Q 盐湖、西藏拉果错盐湖和湖南锂云母矿，大举进军新能源金属领域，目前“两湖一矿”的布局使得公司具备碳酸锂当量资源量超过 1000 万吨，远景规划年产能有望突破 15 万吨碳酸锂当量，均将进入全球前 10，国内前 3 的水平。

➤ **投资建议：**公司主要产品铜金锌 2022 年产量指引相比于 2021 年的产量均有较大提升，叠加金属价格中枢提升，我们维持公司的盈利预测，预计 2022-2024 年公司将实现归母净利 241 亿元、277 亿元、307 亿元，对应 8 月 12 日收盘价的 PE 为 10x、9x 和 8x，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**项目进度不及预期，铜金等价格下跌，海外地缘政治风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	225,102	305,300	367,304	410,691
增长率 (%)	31.3	35.6	20.3	11.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	15,673	24,096	27,731	30,728
增长率 (%)	140.8	53.7	15.1	10.8
每股收益 (元)	0.60	0.92	1.05	1.17
PE	15	10	9	8
PB	3.4	2.8	2.3	1.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 08 月 12 日收盘价）

推荐

维持评级
当前价格：
9.19 元


分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001
 邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理 张弋清

执业证书：S0100121120057
 邮箱：zhangyiqing@mszq.com

研究助理 刘小华

执业证书：S0100121120055
 邮箱：liuxiaohua@mszq.com

相关研究

- 紫金矿业 (601899.SH) 2022 年半年度业绩预告点评：内生式增长助业绩同比大增，三大铜矿业集群持续放量-2022/07/10
- 紫金矿业 (601899.SH) 事件点评：卡莫阿产能规划再度跃升，全球第三大铜矿山呼之欲出-2022/05/05
- 紫金矿业 (601899.SH) 事件深度点评：加码能源金属，优质盐湖再下一城-2022/05/02
- 紫金矿业 (601899.SH) 2022 年一季报点评：三大铜矿业集群绽放，业绩“节节高”-2022/04/12
- 紫金矿业 (601899.SH) 2021 年年报点评：实现战略目标的“开门红”，期待三大铜矿业集群的绽放-2022/03/21

目录

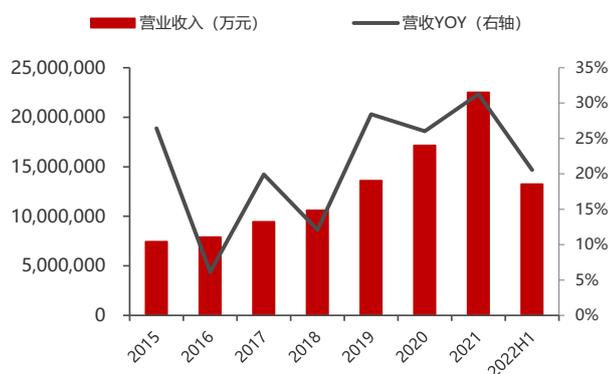
1 事件：公司公布 2022 年半年报	3
2 2022 年上半年业绩拆解：毛利同比大幅增加	4
3 毛利端拆解：量增价升推动 2022 年上半年业绩增长	5
4 费用端：Q2 期间费用环比降低，负债率上升 2.55pct	10
5 Q2 环比维度非经常性利润增加，或指示归母净利润更优	12
6 经营性现金流维持高位，多项目仍需持续投资	15
7 子公司视角的量、利与成本	16
7.1 矿产金：塞尔维亚紫金贡献较大增量，中塔泽拉夫尚利润倍增	16
7.2 矿产铜：产量大幅提升，盈利空间扩大	18
7.3 铅锌矿：产量平稳增长，业绩或将持续增加	19
7.4 铁精矿：马坑矿业权益产量增长，年度规划已实现过半	20
7.5 矿产银：产量稳步增长，完成年度规划近六成	21
8 项目跟踪：2022 年公司多个项目将贡献产量增量	22
8.1 铜板块：三大世界级铜矿 2022 年进入产能释放期	22
8.2 金板块：项目稳定推进，力争完成生产目标	25
8.3 新能源金属：“两湖一矿”锂资源布局完善，期待产量释放	27
9 盈利预测与投资建议	33
9.1 估值分析	33
9.2 投资建议	33
10 风险提示	35
插图目录	37
表格目录	37

1 事件：公司公布 2022 年半年报

公司发布 2022 半年报：2022 上半年，公司实现营收 1324.58 亿元，同比增长 20.6%；归母净利润 126.3 亿元，同比增长 90%；扣非归母净利润 120.24 亿元，同比增长 96.71%。

分季度来看，2022Q2，公司实现营收 676.87 亿元，同比增长 8.5%、环比增长 4.5%；归母净利润 65.06 亿元，同比增长 57.2%、环比增长 6.2%；扣非归母净利润 59.81 亿元，同比增长 64.5%、环比减少 1%。业绩符合此前业绩预告。

图1：2022H1，公司实现营收 1325 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2022H1，公司实现归母净利润 126.3 亿元



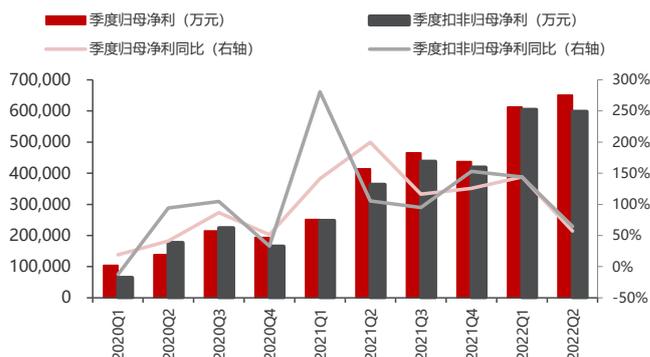
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2022Q2，公司实现营收 677 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2022Q2，公司实现归母净利润 65.1 亿元

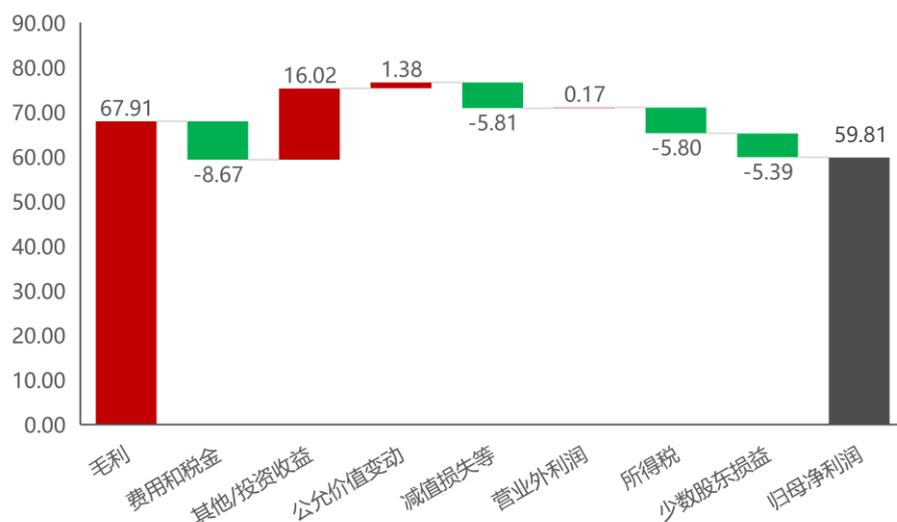


资料来源：wind，民生证券研究院

2 2022 年上半年业绩拆解：毛利同比大幅增加

2022H1 vs 2021H1: 2022 年上半年, 公司实现归母净利润 126.3 亿元, 同比增加 59.81 亿元, 核心在于毛利端同比增长 67.91 亿元, 其他增利点还来自于其他/投资收益 (+16.02 亿元)、公允价值变动 (+1.38 亿元) 和营业外利润 (+0.17 亿元); 同比减利点主要在于费用和税金 (-8.67 亿元)、减值损失等 (-5.81 亿元)、所得税 (-5.80 亿元) 和少数股东损益 (-5.39 亿元)。2022 年上半年, 铜金产品产销量大幅增长, 毛利同比大幅增加。公司持有卡莫阿铜业的权益产铜量为 5.66 万吨, 实现销售量为 5.45 万吨, 净利润 22.7 亿元, 使得投资收益同比大幅增加。2021 年上半年财务担保合同信用损失转回 5.89 亿元, 2022 年上半年无类似转回, 因此信用减值损失同比增加从而减利 5.81 亿元。从非全资控股子公司净利润来看, 同比增量最大的均为穆索诺伊 (+10.5 亿元)、巨龙铜业 (+7.8 亿元) 和塞尔维亚紫金 (+5.3 亿元)。

图5: 2022 年上半年, 公司毛利同比增加 67.91 亿元 (单位: 亿元)

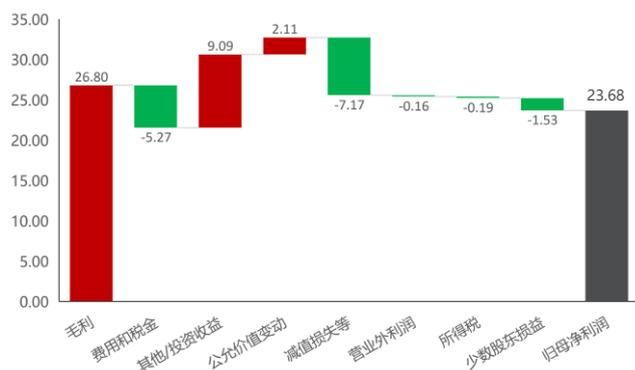


资料来源: wind, 民生证券研究院

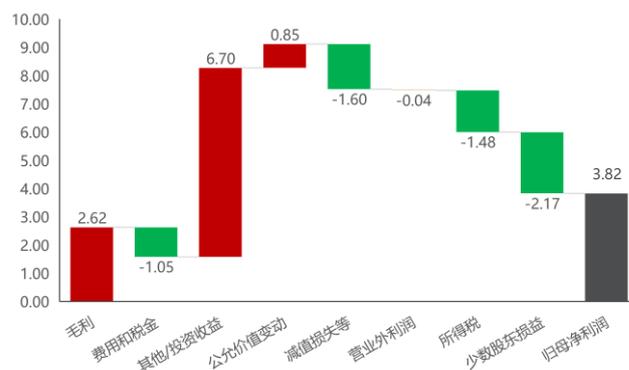
分季度同比来看, 2022Q2 vs 2021Q2: 2022Q2 归母净利润 65.06 亿元, 同比增加 23.68 亿元, 核心在于毛利端同比增 26.80 亿元, 其他增利点还来自于其他/投资收益 (+9.09 亿元) 和公允价值变动 (+2.11 亿元), 主要得益于卡莫阿投产后贡献的利润增长; 主要的减利点包括减值损失等 (-7.17 亿元)、费用和税金 (-5.27 亿元)、少数股东损益 (-1.53 亿元)、所得税 (-0.19 亿元) 和营业外利润 (-0.16 亿元)。

分季度环比来看, 2022Q2 vs 2022Q1: 2022Q2 归母净利润环比增 3.82 亿元, 核心在于其他/投资收益环比增 6.70 亿元, 主要得益于卡莫阿二期于 3 月投产, Q2 卡莫阿产销量分别环比增加 61.0%/65.5%至 3.5/3.4 万吨; 其他增利点

为毛利 (+2.62 亿元)、公允价值变动 (+0.85 亿元); 主要的减利点来自于少数股东损益 (-2.17 亿元)、减值损失等 (-1.60 亿元)、所得税 (-1.48 亿元)、费用和税金 (-1.05 亿元)、营业外利润 (-0.04 亿元)。

图6: 2022Q2 业绩同比变化拆分 (单位: 亿元)


资料来源: wind, 民生证券研究院

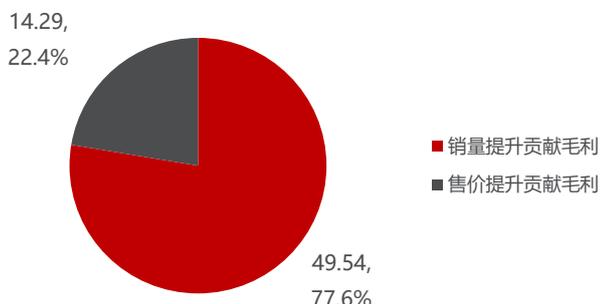
图7: 2022Q2 业绩环比变化拆分 (单位: 亿元)


资料来源: wind, 民生证券研究院

3 毛利端拆解: 量增价升推动 2022 年上半年业绩增长

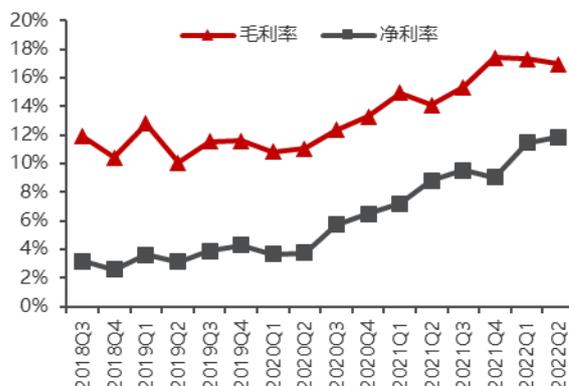
整体来看, 1) 2022 年上半年公司毛利润同比增长 67.91 亿元, 综合毛利率同比增 2.66pct 至 17.14%。2) 分季度看, 2022Q2 公司单季度毛利润同比增 30.44%、环比增 2.33% 至 114.79 亿元, 毛利率同比增 2.85pct、环比降 0.36pct. 至 16.96%。我们认为, 公司 2022 年上半年毛利润同比大幅增长的核心原因在于产品量价齐升, 矿山销量增长、售价提升分别带来毛利增厚 49.54 亿元、14.29 亿元, 分别贡献矿山产品毛利增长额的 77.6%、22.4%。2022 年上半年综合毛利率同比增长 2.66pct 至 17.14%, 其中矿产品毛利率为 60.01%, 同比+1.47pct。分季度看, 2022Q2 毛利润环比增长 2.61 亿, 主要在于矿山企业毛利润环比增长 2.43 亿元。

图8: 2022 年上半年矿山产品毛利增长分解 (单位: 亿元)



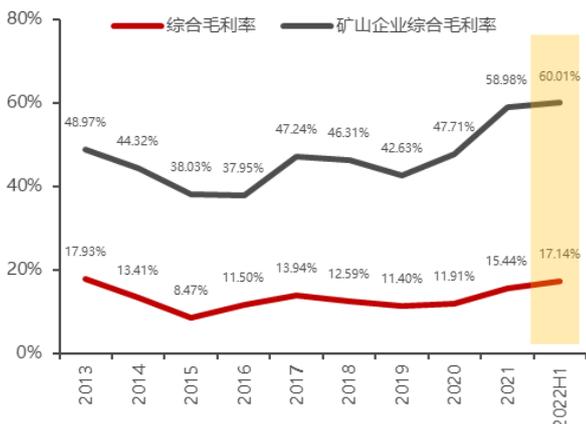
资料来源: wind, 民生证券研究院

图9: 2022 年上半年公司综合毛利率为 16.96%



资料来源: wind, 民生证券研究院

图10: 公司综合毛利率及矿产品综合毛利率变化



资料来源: wind, 民生证券研究院

图11: 公司分季度毛利润及毛利率变化



资料来源: wind, 民生证券研究院

环比角度, 从详细分产品的毛利来看, 矿产金、矿产铜表现突出。

- ✓ 2022Q2 矿产品及冶炼端毛利环比降低 0.95 亿元, 其中, 矿产品及冶炼端毛利环比增加主要来自于矿产金(+4.88 亿元)、矿产铜(+0.42 亿元)、矿产银 (+0.002 亿元)。但也受到了来自于冶炼铜 (-1.61 亿元)、铁精矿 (-0.55 亿元)、冶炼加工金 (-0.88 亿元)、矿产锌 (-2.32 亿元)、冶炼锌 (-0.89 亿元) 对业绩的拖累。
- ✓ 其他非主营产品 (包括贸易物流, 冶炼加工银, 黄金制品, 铜管/铜板带, 贵金属贸易, 服务业务等, 含内部抵消, 通过合计毛利值与主营业务产品之差计算得到) 毛利环比增加 3.56 亿元。

表1: 公司分季度毛利变化 (单位: 亿元)

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q1	2022Q2	2022Q2	2022Q2
							毛利占比	毛利占比	同比	环比
							(%)	(%)	(%)	(%)
矿山产金	18.4	17.6	20.3	22.5	24.3	29.2	21.70%	25.46%	66.31%	20.04%
金锭(加工金)	-0.5	0.5	0.7	0.5	1.2	0.3	1.05%	0.26%	-46.35%	-75.02%
矿山产银	1.8	1.6	1.1	1.2	1.6	1.7	1.47%	1.44%	3.49%	0.11%
矿山铜板块	37.6	45.1	49.9	54.5	64.6	65.0	57.55%	56.61%	44.05%	0.65%
冶炼产铜	4.2	3.0	0.8	2.3	3.1	1.5	2.73%	1.27%	-52.34%	-52.54%
矿山产锌	6.0	7.0	5.6	8.5	10.8	8.5	9.63%	7.39%	21.94%	-21.51%
冶炼产锌	0.0	1.0	1.0	0.8	1.3	0.36	1.12%	0.32%	-64.23%	-71.06%
铁精矿	4.4	6.8	6.1	3.1	3.3	2.7	2.94%	2.40%	-59.49%	-16.65%
矿产品和冶炼端	71.86	82.63	85.57	93.40	110.15	109.20	98.19%	95.13%	32.15%	-0.86%
其他产品等	-0.80	5.37	5.14	4.34	2.03	5.59	1.81%	4.87%	-4.12%	-175.65%
合计	71.06	88.00	90.71	97.74	112.18	114.79	100.00%	100.00%	30.44%	2.33%

资料来源: wind, 公司公告, 民生证券研究院整理

注 1: 其他产品等为通过合计毛利值与主营业务产品之差计算所得;

注 2: 其它产品中主要包括贸易物流, 冶炼加工银, 黄金制品, 铜管/铜板带, 贵金属贸易, 服务业务等其他业务。

	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q2	2022Q2
矿山产金	18.4	17.6	20.3	22.5	24.3	29.2	21.70%	25.46%
金锭(加工金)	-0.5	0.5	0.7	0.5	1.2	0.3	1.05%	0.26%
矿山产银	1.8	1.6	1.1	1.2	1.6	1.7	1.47%	1.44%
矿山铜板块	37.6	45.1	49.9	54.5	64.6	65.0	57.55%	56.61%
冶炼产铜	4.2	3.0	0.8	2.3	3.1	1.5	2.73%	1.27%
矿山产锌	6.0	7.0	5.6	8.5	10.8	8.5	9.63%	7.39%
冶炼产锌	0.0	1.0	1.0	0.8	1.3	0.36	1.12%	0.32%
铁精矿	4.4	6.8	6.1	3.1	3.3	2.7	2.94%	2.40%
矿产品和冶炼端	71.86	82.63	85.57	93.40	110.15	109.20	98.19%	95.13%
其他产品等	-0.80	5.37	5.14	4.34	2.03	5.59	1.81%	4.87%
合计	71.06	88.00	90.71	97.74	112.18	114.79	100.00%	100.00%

从分产品的毛利占比来看 (2022Q2 环比 2022Q1), 由于其他非主营产品毛利润环比增长较大, 2022Q2 矿产品和冶炼端的毛利占比下降至 95.13%。其中, Q1→Q2, 冶炼端毛利占比均环比下降: 冶炼产铜毛利占比从 2.73%→1.27%, 冶炼产锌毛利占比从 1.12%→0.32%, 冶炼加工金毛利占比从 1.05%→0.26%, 环比均下降。Q1→Q2, 矿山端毛利占比份额环比仅矿产金上升, 其余均有所下降: 矿产金毛利占比从 21.70%→25.46%, 环比上升; 而矿产锌毛利占比从 9.63%→7.39%, 铁精矿毛利占比从 2.94%→2.40%, 矿产银毛利占比从 1.47%→1.44%, 矿产铜毛利占比从 57.55%→56.61%, 环比均有所下降。我们认为:

- ✓ **冶炼端，冶炼锌和冶炼铜毛利占比环比降低是均受到单位盈利空间缩小所致：**冶炼锌、铜 Q2 单价、成本均环比提高，冶炼锌单位成本的增幅 (+ 8.26%) 大于销售单价的增幅 (+2.27%)，冶炼铜的单位成本的增幅 (+ 2.50%) 大于销售单价的增幅 (+ 0.84%)，使得单位盈利空间缩小，毛利和毛利占比环比均下降；**冶炼加工金毛利占比环比下滑主要受到了销量下滑的同时单位盈利空间缩小的影响：**冶炼产加工金 Q2 销量环比下降 7.04%，同时单价和单位成本均环比上升，且单位成本的增幅 (+2.91%) 大于销售单价的增幅 (+2.56%)，使得单位盈利空间缩小，毛利和毛利占比环比均下降。
- ✓ **矿山端，矿产金的毛利占比环比上升主要原因在于销量增加和单位盈利空间的扩大：**矿产金单价环比大幅增长 12.19%，且单位成本环比上升幅度 (+3.55%) 低于价格涨幅 (+5.29%)，单位盈利空间环比增大，叠加销量环比增长，毛利和毛利占比均环比上升。**矿山产铜、银、铁精矿的毛利占比环比下降原因在于单位盈利空间环比下降。**单位盈利空间下降是由于单位成本增幅较大，矿产铜销量上涨，但是单价降低 0.72%，单位成本上升 6.06%；矿产银销量上涨，单价不变，但是单位成本上涨 6.7%；铁精矿销量上涨，但是单价降低 10.72%，单位成本上升 37.79%。**矿产锌毛利占比环比下降原因在于销量下滑且单位盈利空间环比下降。**矿产锌 Q2 销量环比下降 10.10%，单价降低 3.41%，单位成本上升 10.02%。

销量端：2022Q2，矿产金、矿产银、矿产铜、矿产锌、铁精矿环比分别+12.19%、+5.96%、+4.92%、-10.10%、+10.58%。

价格端：2022Q2，矿产金、矿产银、矿产铜、矿产锌、铁精矿环比分别+5.29%、0.00%、-0.72%、-3.41%、-10.72%。

成本端：2022Q2，矿产金、矿产银、矿产铜、矿产锌、铁精矿环比分别+3.55%、+6.70%、+6.06%、+10.02%、+37.79%。

表2：公司分产品销量、单价和单位成本变化（2022Q2 环比 2022Q1）

	2022Q1				2022Q2				2022Q2 环比 (%)				
	单位	产量	销量	单价	单位成本	产量	销量	单价	单位成本	产量	销量	单价	单位成本
矿产金	千克, 元/克	13,100	13,726	350	173	13,931	15,399	369	179	6.34%	12.19%	5.29%	3.55%
冶炼加工金	千克, 元/克	66,936	66,677	385	383	61,592	61,981	395	395	-7.98%	-7.04%	2.56%	2.91%
矿产银	千克, 元/克	90,940	93,740	3.21	1.45	92,662	99,331	3.21	1.55	1.89%	5.96%	0.00%	6.70%
矿产铜小计	吨, 元/吨	193,630	174,297	55,348	18,305	181,648	182,865	54,952	19,414	-6.19%	4.92%	-0.72%	6.06%
矿产阴极铜	吨, 元/吨	24,229	23,614	62,181	20,920	26,590	26,054	60,259	22,790	9.74%	10.33%	-3.09%	8.94%

矿产电解铜	吨, 元/吨	17,675	17,675	66,281	30,576	6,990	6,990	56,754	27,100	-60.45%	-60.45%	-14.37%	-11.37%
矿产铜精矿	吨, 元/吨	151,726	133,008	52,682	16,210	148,068	149,821	53,945	18,468	-2.41%	12.64%	2.40%	13.93%
冶炼产铜	吨, 元/吨	171,671	168,373	63,086	61,268	174,662	179,115	63,614	62,803	1.74%	6.38%	0.84%	2.50%
矿产锌	吨, 元/吨	108,184	105,720	17,285	7,063	94,532	95,041	16,696	7,771	-12.62%	-10.10%	-3.41%	10.02%
冶炼产锌	吨, 元/吨	82,305	76,822	22,531	20,898	80,620	86,739	23,042	22,623	-2.05%	12.91%	2.27%	8.26%
铁精矿	万吨, 元/吨	70	56	764	170	50	61	682	235	-29.74%	10.58%	-10.72%	37.79%

资料来源: wind, 公司公告, 民生证券研究院整理

同比角度, 2022Q2 矿产品及冶炼端毛利同比增加 26.57 亿元, 贡献约 99% 的毛利增量, 其他非主营产品毛利同比增加 0.22 亿元。其中, 矿产品及冶炼端毛利同比增加主要来自于矿产金 (+11.65 亿元)、矿产银 (+0.06 亿元)、矿产铜 (+19.87 亿元)、矿产锌 (+1.53 亿元), 同时也受到了冶炼加工金 (-0.25 亿元)、冶炼产铜 (-1.60 亿元)、冶炼锌 (-0.65 亿元)、铁精矿 (-4.04 亿元) 的拖累。毛利额同比的主要增量**矿产铜核心受益于销量同比大增 54.21%**, 虽然单价下降 2.86%, 成本增加 4.78%, 单位盈利空间缩小, 但是毛利还是同比增加 44.05%; **矿产金主要受益于销量同比大增 47.39%, 同时单位盈利空间扩大。**矿产金单价增加 4.03%, 成本同比下降 3.92%, 毛利同比大增 66.31%; **矿产锌毛利的同比增长核心受益于单位盈利空间的扩大**, 单价上升 (+18.58%) 的幅度大于成本上涨幅度 (+7.12%), 虽然销量同比下降 6.75%, 毛利仍实现同比增长 21.94%; **矿产银核心受益于销量同比增 26.15%**, 虽然单价下降幅度 (-11.59%) 大于成本降幅 (-3.52%), 单位盈利空间缩小, 但是毛利还是同比增加 3.49%。

表3: 公司分产品销量、单价和单位成本变化 (2022Q2 同比 2021Q2)

单位	2021Q2				2022Q2				2022Q2 同比 (%)			
	产量	销量	单价	单位成本	产量	销量	单价	单位成本	产量	销量	单价	单位成本
矿产金	10,837	10,448	354	186	13,931	15,399	369	179	28.55%	47.39%	4.03%	-3.92%
冶炼加工金	70,777	70,533	378	378	61,592	61,981	395	395	-	-12.12%	4.41%	4.50%
矿产银	82,294	78,738	3.63	1.60	92,662	99,331	3.21	1.55	12.60%	26.15%	11.59%	-3.52%
矿产铜	113,824	118,583	56,571	18,528	181,648	182,865	54,952	19,414	59.59%	54.21%	-2.86%	4.78%
小计	153,992	151,690	63,008	60,999	174,662	179,115	63,614	62,803	13.42%	18.08%	0.96%	2.96%

矿产锌	吨, 元/吨	100,103	101,918	14,079	7,254	94,532	95,041	16,696	7,771	-5.57%	-6.75%	18.58%	7.12%
冶炼产锌	吨, 元/吨	83,779	81,538	19,621	18,376	80,620	86,739	23,042	22,623	-3.77%	6.38%	17.44%	23.12%
铁精矿	万吨, 元/吨	94	100	836	156	50	61	682	235	-	-38.45%	-	50.71%
										47.35%		18.37%	

资料来源: wind, 公司公告, 民生证券研究院整理

从单位毛利数据来看, 2022Q2 矿产品及冶炼产品中仅矿产金 (+7.00%) 单位毛利环比增加, 矿产金 (+12.84%)、锌 (+30.77%) 单位毛利同比增加。其中, 矿产金由于价格增幅大于成本增幅、或者价增本降, 单位毛利同比、环比均实现增长; 矿产锌由于单价增幅大于成本增幅, 单位毛利同比增长。其他产品的单位毛利均同比、环比降低。

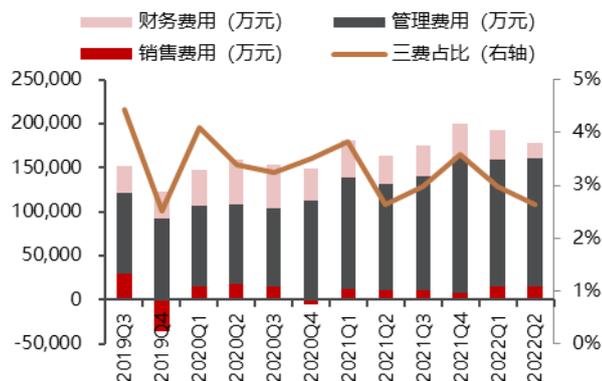
表4: 公司分产品单位毛利同比、环比变化

	2021Q2	2022Q1	2022Q2	2022Q2 同比	2022Q2 环比
矿产金	168	177	190	12.84%	7.00%
冶炼加工金	0.77	1.76	0.47	-38.95%	-73.12%
矿产银	2.03	1.76	1.66	-17.96%	-5.52%
矿山铜小计	38044	37043	35538	-6.59%	-4.06%
冶炼产铜	2010	1818	811	-59.64%	-55.38%
矿产锌	6825	10222	8925	30.77%	-12.69%
冶炼产锌	1245	1633	419	-66.37%	-74.36%
铁精矿	680	594	448	-34.18%	-24.62%

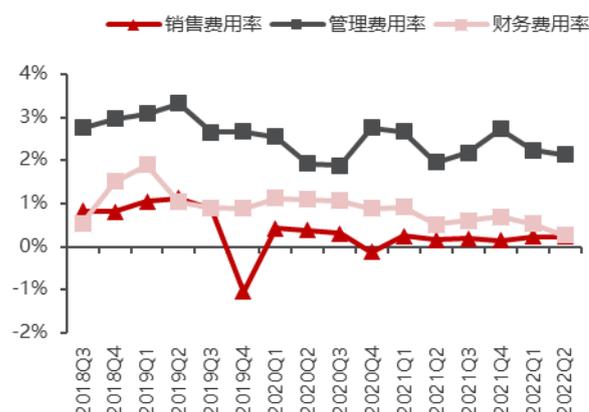
注: 矿产金、冶炼加工金、矿产银单位均为元/克; 矿产铜、冶炼铜、矿产锌、冶炼锌、铁精矿单位均为元/吨;
资料来源: wind, 公司公告, 民生证券研究院整理

4 费用端: Q2 期间费用环比降低, 负债率上升 2.55pct

从期间费用的变化来看, 2022 年上半年同比看: 期间费用为 41.56 亿元, 其中, 销售费用为 3.05 亿元, 增加 38.96%, 主要是销售服务费同比增加所致; 管理费用为 28.9 亿元, 增加 16.25%, 原因在于主要是人工成本同比增加所致; 财务费用为 5.18 亿元, 降低 31.07%, 主要是汇兑收益增加所致; 研发费用为 4.43 亿元, 增加 39.71%。分季度看, 2022Q2 期间费用 (含研发费用) 合计 20.5 亿元, 环比减少 0.55 亿元, 其中销售费用、管理费用、财务费用、研发费用分别为 1.59 亿元、14.46 亿元、1.79 亿元、17.84 亿元, 分别环比变化+0.13 亿元、+0.02 亿元、-1.59 亿元、+0.89 亿元。

图12: 公司三费情况


资料来源: wind, 民生证券研究院

图13: 公司费用率变化


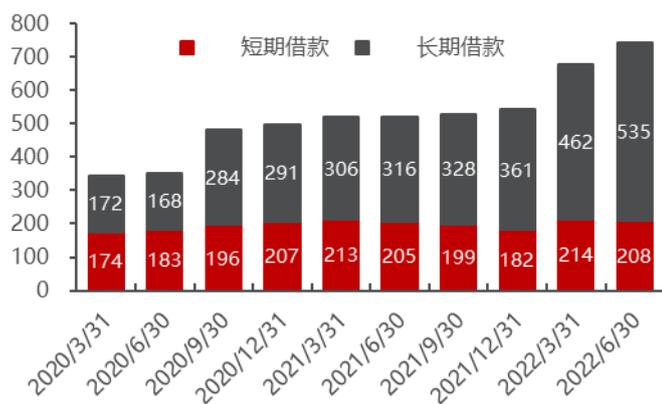
资料来源: wind, 民生证券研究院

图14: 公司研发费用情况


资料来源: wind, 民生证券研究院

截至 2022 年 6 月底, 公司借款总额较 2022Q1 增加 66.86 亿至 743.19 亿元, 资产负债率较 2022Q1 上升 2.55pct. 至 59.11%。2022 年 6 月底, 公司借款总额为 743.19 亿元, 较 2022Q1 增加 66.86 亿元, 较 2021 年 12 月底增加 199.63 亿元; 其中一年内须予偿还的借款约为 208.43 亿元, 环比降低 5.45 亿, 长期借款 534.76 亿元, 环比增 72.31 亿, 长期借款增长主要是本期增加银行借款融资所致。公司拥有由银行提供的无指定用途的授信额度约 2,259.89 亿元人民币, 债务负担可控。

图15: 公司短期借款和长期借款情况 (单位: 亿元)
图16: 公司资产负债率变化



资料来源: wind, 民生证券研究院



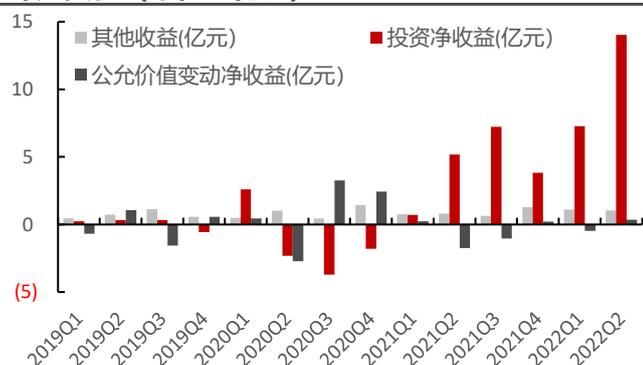
资料来源: wind, 民生证券研究院

5 Q2 环比维度非经常性利润增加, 或指示归母净利润更优

环比来看, 2022Q2 公司非经常性利润 (其他收益+投资净收益+公允价值变动净收益) 环比增利 7.54 亿元, 资产/信用减值损失环比减利 1.41 亿元, 此外, 营业外收支环比利润减利 0.04 亿元, 综合来看, 环比增加利润 6.09 亿元, 或指示公司二季度归母净利润较经常性利润数据更优。

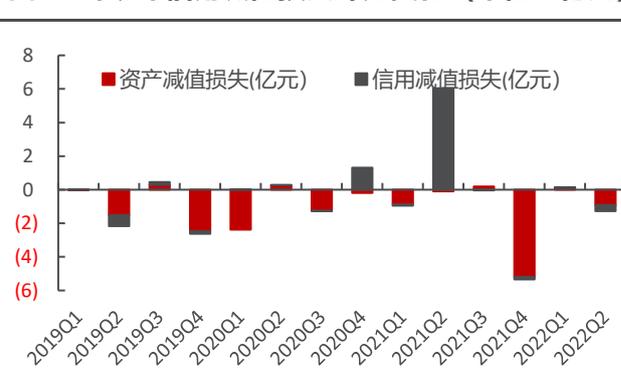
详细来看, 2022Q2 非经常性损益项目环比增量主要体现在: 计入当期损益的对非金融企业收取的资金占用费 (+1.21 亿元), 除同公司正常经营业务相关的有效套期保值业务外的公允价值变动损益和投资收益 (+6.06 亿元), 少数股东权益影响 (+0.74 亿元), 所得税影响额 (+1.62 亿元); Q2 环比的减量主要体现在: 非流动资产处置损益 (-0.31 亿元), 其他符合非经常性损益定义的损益 (-0.18 亿元)。

图17: 其他收益、投资净收益及公允价值变动净收益环比变化 (单位: 亿元)

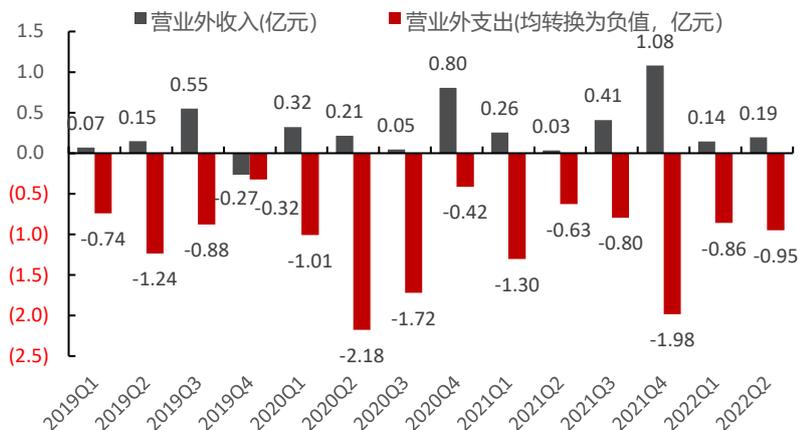


资料来源: wind, 民生证券研究院

图18: 资产/信用减值损失环比变化 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图19: 公司营业外收支环比 (单位: 亿元)


资料来源: wind, 民生证券研究院

表5: 非经常性损益项目环比比较 (单位: 百万元)

非经常性损益项目	2022Q1	2022Q2	环比增减
非流动资产处置损益	21.58	-9.06	-30.64
计入当期损益的政府补助, 但与公司正常经营业务密切相关, 符合国家政策规定、按照一定标准定额或定量持续享受的政府补助除外	111.16	103.43	-7.73
计入当期损益的对非金融企业收取的资金占用费	183.04	303.81	120.77
除同公司正常经营业务相关的有效套期保值业务外, 持有交易性金融资产、交易性金融负债产生的公允价值变动损益, 以及处置交易性金融资产、交易性金融负债和可供出售金融资产取得的投资收益	-239.33	366.86	606.19
单独进行减值测试的应收款项减值准备转回		0.17	0.17
除上述各项之外的其他营业外收入和支出	-68.62	-60.70	7.92
其他符合非经常性损益定义的损益项目		-17.91	-17.91
少数股东权益影响额(税后)	-29.18	45.09	74.27
所得税影响额	-43.89	118.06	161.95
合计	80.89	524.92	444.03

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2022Q2 所得税率环比上升, 少数股东权益占比环比上升。2022Q2 公司所得税率环比增 0.23pct 至 17.02%。另外, 公司 Q2 少数股东损益环比增加 2.18 亿元, 少数股东损益占比增加 1.41pct 至 18.83%。从披露子公司盈利情况来看, 吉劳、塔罗金矿、波尔铜矿等非全资产盈利提升, 黄金板块中塔泽拉夫尚 2022 年上半年净利润同比增长 216.44%; 锌板块乌拉特后旗紫金、俄罗斯龙兴分别同比增长 148.43%和 131.46%, 或因此少数股东损益和占比均环比增加。

图20: 公司分季度所得税及所得税率
图21: 公司分季度少数股东损益及少数股权占比



资料来源: wind, 民生证券研究院



资料来源: wind, 民生证券研究院

表6: 重要非全资控股公司净利润 (2021H2 vs 2022H1, 单位: 万元)

板块	公司名称	所属矿山/产品	权益	2021H2	2022H1	环比	2021年归母 净利润环比增 减
黄金板块	奥同克有限责任公司	左岸金矿	60%	30911	14452	-53.25%	-16459
	中塔泽拉夫尚有限责任公司	吉劳、塔罗金矿	70%	47356	88386	86.64%	41030
	巴理克(新几内亚)有限公司	波格拉金矿	50%	-29818	-16635	-	13183
铜板块	穆索诺伊矿业简易股份有限公司	科卢韦齐铜矿	72%	142048	126410	-11.01%	-15638
	新疆阿舍勒铜业股份有限公司	阿舍勒铜矿	51%	72001	74137	2.97%	2136
	塞尔维亚紫金铜业	波尔铜矿 (JM/VK/NC/MS)	63%	77351	121545	57.13%	44194
锌板块	碧沙矿业股份公司	Bisha 铜锌矿	55%	26313	51378	95.26%	25065
	乌拉特后旗紫金矿业有限公司	庙沟-三贵口铅锌矿	95%	4695	10059	114.25%	5364
	俄罗斯龙兴有限责任公司	克兹尔-塔什特克锌多金属矿	70%	17286	37036	114.25%	19750
锌冶炼	巴彦淖尔紫金有色金属有限公司	锌锭	87.2%	12893	18908	46.65%	6015
铁矿板块	新疆金宝矿业有限公司	铁精矿	56%	59905	37871	-36.78%	-22034
	福建马坑矿业股份有限公司	铁精矿	41.5%	39814	47696	19.80%	7882

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

注: 巴理克(新几内亚)有限公司数据为权益数据, 财务报表数据按 50%

表7: 重要非全资控股公司净利润 (2021H1 vs 2022H1, 单位: 万元)

板块	公司名称	所属矿山/产品	权益	2021H1	2022H1	同比	2021年归母 净利润同比增
----	------	---------	----	--------	--------	----	-------------------

							减
黄金板块	奥同克有限责任公司	左岸金矿	60%	32053	14452	-54.91%	-17601
	中塔泽拉夫尚有限责任公司	吉劳、塔罗金矿	70%	27931	88386	216.44%	60455
	巴理克(新几内亚)有限公司	波格拉金矿	50%	-16613	-16635	-	-22
铜板块	穆索诺伊矿业简易股份有限公司	科卢韦齐铜矿	72%	142048	126410	-11.01%	-15638
	新疆阿舍勒铜业股份有限公司	阿舍勒铜矿	51%	72001	74137	2.97%	2136
	塞尔维亚紫金铜业	波尔铜矿 (JM/VK/NC/MS)	63%	77351	121545	57.13%	44194
锌板块	碧沙矿业股份公司	Bisha 铜锌矿	55%	37775	51378	36.01%	13603
	乌拉特后旗紫金矿业有限公司	庙沟-三贵口铅锌矿	95%	4049	10059	148.43%	6010
	俄罗斯龙兴有限责任公司	克兹尔-塔什特克锌多金属矿	70%	16001	37036	131.46%	21035
锌冶炼	巴彦淖尔紫金有色金属有限公司	锌锭	87.2%	12466	18908	51.68%	6442
铁矿板块	新疆金宝矿业有限公司	铁精矿	56%	79219	37871	-52.19%	-41348
	福建马坑矿业股份有限公司	铁精矿	41.5%	59807	47696	-20.25%	-12111

资料来源:公司公告,民生证券研究院

注:巴理克(新几内亚)有限公司数据为权益数据,财务报表数据按 50%

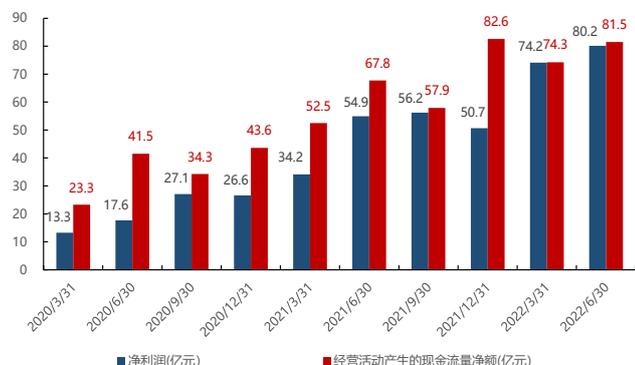
6 经营性现金流维持高位,多项目仍需持续投资

2022 年上半年,公司实现经营活动现金净流入 155.8 亿元,其中 Q1、Q2 分别为 74.3 亿元、81.5 亿元。Q1、Q2 分别实现了环比变化-10.05%、+9.69%。年初以来美联储加息层层加码,受金融属性压制,铜价二季度逐渐回落,但铜库存仍维持低位,供给难以放量,随着国内疫情逐渐缓解,预计下半年铜价有望企稳反弹,在当前铜金价格下,公司盈利能力仍将维持高位,同时随着公司巨龙铜矿、Timok、卡莫阿铜矿等大型项目逐步扩产投产,公司的铜金产量或将得到进一步提升,公司经营性现金流情况有望持续维持较高水平。

另外,2022H1 公司筹资活动净现金流为 102.62 亿元,同比增加 50.9 亿元。Q1、Q2 筹资活动净现金流分别为 137.19 亿元、-34.57 亿元,分别环比变化+181.46 亿元、-171.75 亿元。2022 年上半年,筹资活动净现金流同比大幅增加的原因在于 2022 一季度发行的债券筹资额同比大幅增加。2022 年上半年公司陆续发行了短期融资券 20 亿元,公司债 60 亿元和中期票据 20 亿元。主要或由于公司当前在建工程仍较多,3Q 盐湖、塞尔维亚紫金铜业技改、诺顿金田、泽拉夫尚塔罗金矿、山西紫金技改、巨龙铜业均需要进行持续投资,此外应用自然崩落法

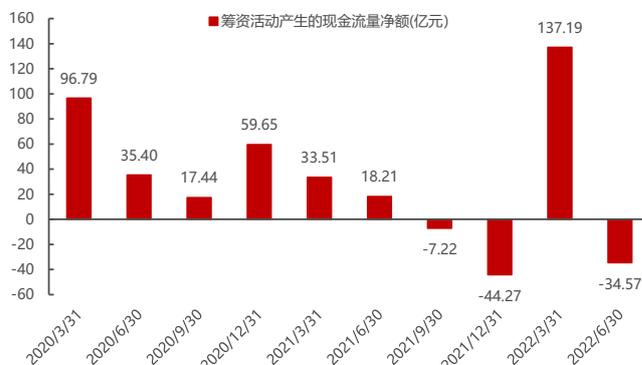
的四大铜矿建设也需要较大资本开支。

图22: 公司净利润及经营活动净现金流



资料来源: wind, 民生证券研究院

图23: 公司筹资活动净现金流



资料来源: wind, 民生证券研究院

表8: 公司未到期债券情况 (单位: 亿元)

债券代码	债券类型	利率类型	起息日	到期日	期限(年)	发行规模(亿元)	当前余额(亿元)	票面利率(%)
185806.SH	一般公司债	付息	2022-05-26	2027-05-26	5.00	35	35	2.94
102280542.IB	一般中期票据	付息	2022-04-22	2027-04-22	5.00	20	20	3.15
185486.SH	一般公司债	付息	2022-03-08	2027-03-08	5.00	15	15	3.60
102101852.IB	一般中期票据	付息	2021-09-14	2026-09-14	5.00	15	15	3.25
188495.SH	一般公司债	付息	2021-08-03	2026-08-03	5.00	20	20	3.10
188162.SH	一般公司债	付息	2021-06-03	2026-06-03	5.00	5	5	3.87
102000148.IB	一般中期票据	付息	2020-02-21	2025-02-21	5.00	10	10	3.51
101901191.IB	一般中期票据	付息	2019-08-30	2024-08-30	5.00	25	25	3.95
188161.SH	一般公司债	付息	2021-06-03	2024-06-03	3.00	15	15	3.46
132100045.IB	一般中期票据	付息	2021-04-27	2024-04-27	3.00	3	3	3.71
101900303.IB	一般中期票据	付息	2019-03-11	2024-03-11	5.00	10	10	4.30
102002180.IB	一般中期票据	付息	2020-11-23	2023-11-23	3.00	20	20	4.20
102000145.IB	一般中期票据	付息	2020-02-21	2023-02-21	3.00	10	10	3.10
012280326.IB	超短期融资债券	到期一次还本付息	2022-01-20	2022-10-17	0.74	5	5	2.42
012280792.IB	超短期融资债券	到期一次还本付息	2022-03-03	2022-08-30	0.49	5	5	2.20
012280722.IB	超短期融资债券	到期一次还本付息	2022-02-25	2022-08-24	0.49	5	5	2.25

资料来源: wind, 公司公告, 民生证券研究院

7 子公司视角的量、利与成本

7.1 矿产金: 塞尔维亚紫金贡献较大增量, 中塔泽拉夫尚利

润倍增

产量端：2022 年上半年产量 27.03 吨，同比增长 22.79%，完成年度规划 60 吨的 45.05%。2022 年上半年，奥同克 (-0.84 吨)、曙光金铜矿 (-0.14 吨) 的产量下降对公司矿产金总产量规模造成一定影响，但公司旗下多数金矿均有所增长，泽拉夫尚 (+0.27 吨)、诺顿金田 (+0.42 吨)、多宝山 (+0.14 吨)、贵州水银洞 (+0.19 吨)、武里蒂卡 (+0.99 吨)、陇南紫金 (+0.17 吨)、洛阳坤宇 (+1.23 吨)、塞尔维亚紫金铜业 (+1.25 吨)、塞尔维亚紫金矿业 (+2.56 吨)、圭亚那奥罗拉 (+1.23 吨) 贡献了较多增量。

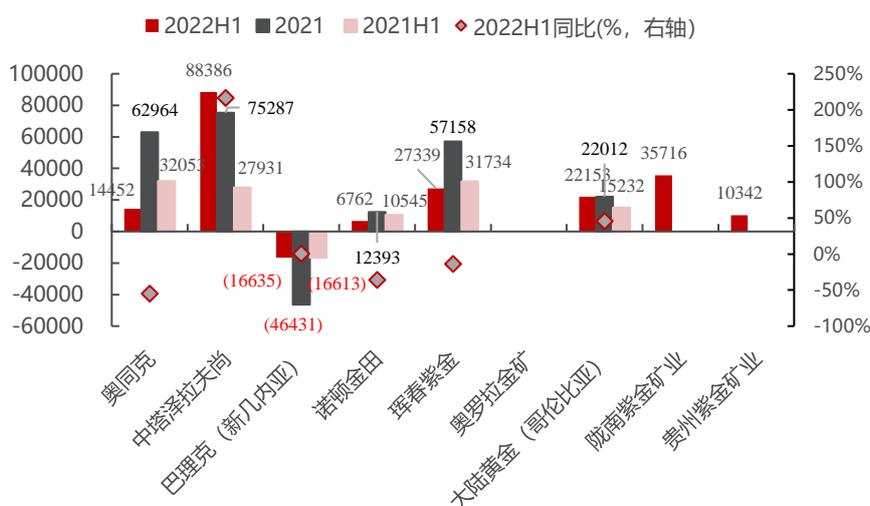
表9：2022H1 矿产金产量同比+22.79% (单位：千克)

主要企业或矿山	权益	2021H1	2022H1	2022H1 同比
塔吉克斯坦泽拉夫尚公司	70%	3,108	3,379	8.72%
澳洲诺顿金田黄金公司	100%	2,184	2,604	19.23%
吉尔吉斯斯坦奥同克公司	60%	2,183	1,341	-38.57%
吉林珲春曙光金铜矿	100%	1,322	1,183	-10.51%
福建紫金山金铜矿	100%	1,070	1,101	2.90%
黑龙江多宝山铜业	100%	1,194	1,331	11.47%
贵州水银洞金矿	56%	1,132	1,324	16.96%
河南洛阳坤宇黄金公司	70%		1,227	
哥伦比亚武里蒂卡	69.28%	2,763	3,746	35.58%
塞尔维亚紫金铜业	63.00%		1,247	
甘肃陇南紫金	84.22%	2,554	2,724	6.66%
塞尔维亚紫金矿业	100%		2,560	
圭亚那奥罗拉	100%		1,233	
集团其他黄金企业合计		4,504	2,033	-54.86%
总计		22,015	27,031	22.79%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

利润端：黄金板块重要参控股公司净利润分化，中塔泽拉夫尚净利润同比大幅增长。中塔泽拉夫尚、大陆黄金 2022 年上半年分别实现净利润 8.83 亿元和 2.22 亿元，同比分别增长 216.44%、45.44%，其中泽拉夫尚的利润大幅增加或由于去年销售受阻的部分铜金库存实现销售，贡献较多利润增量；奥同克、珲春紫金、诺顿金田分别实现净利润 1.45 亿元、2.73 亿元和 0.68 亿元，分别下滑 54.91%、13.85%、35.87%；巴理克亏损 1.66 亿元，为波格拉金矿上半年仍未复产所致。此外，2022 年上半年陇南紫金和贵州紫金净利润分别为 3.58 亿元、1.03 亿元。

图24：黄金板块重要参控股公司净利润 (单位：万元)



资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

7.2 矿产铜：产量大幅提升，盈利空间扩大

产量端：2022 年上半年产量 41.02 万吨，同比+70.47%，完成年度规划 86 万吨的 47.70%。2022 年上半年，科卢韦齐铜矿、多宝山铜矿、紫金山金铜矿、塞尔维亚紫金、西藏巨龙等优质项目持续增量增效，分别同比增长 6.32%、4.28%、7.40%、51.88%、447.92%；此外，随着卡莫阿和 Timok 上带矿的投产，卡莫阿铜业（权益）、塞尔维亚紫金矿业分别贡献铜产量 5.66 万吨、5.28 万吨，使得公司矿产铜同比大幅增长。

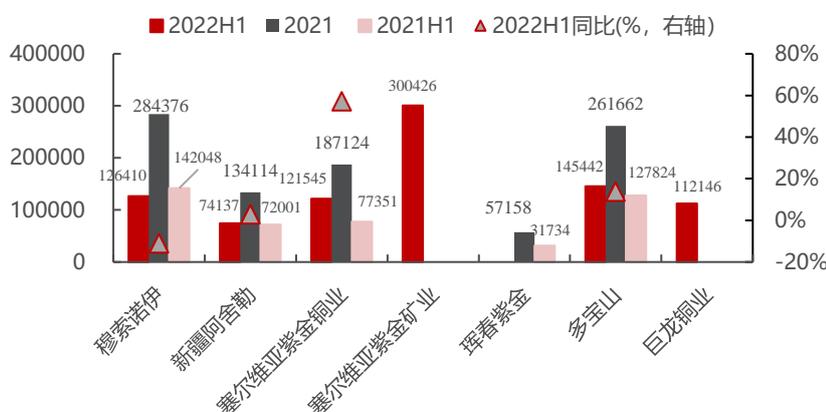
表10：2022H1 矿产铜产量同比+70.47%（单位：吨）

主要企业或矿山	权益	2021H1	2022H1	2022H1 同比
刚果（金）科卢韦齐铜矿	72%	60,351	64,168	6.32%
黑龙江多宝山铜业	100%	54,690	57,029	4.28%
福建紫金山金铜矿	100%	43,148	46,339	7.40%
塞尔维亚紫金铜业(紫金波尔铜业有限公司)	63%	29,402	44,656	51.88%
新疆阿舍勒铜业公司	51%	23,109	23,244	0.58%
厄立特里亚碧沙矿业股份公司	55%	9,728	9,226	-5.16%
吉林珙春曙光金铜矿	100%	-	6,641	-
西藏巨龙	50.1%	7,987	43,762	447.92%
卡莫阿铜业（权益）	39.6%	-	56,595	-
塞尔维亚紫金矿业	100%	-	52,755	-
其他矿山合计	-	12,211	5,775	-52.71%
总计		240,626	410,190	70.47%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

利润端：铜板块重要参控股公司净利润同比整体提升。2022H1 矿山产铜单价从 2021H1 的 53226 元/吨提升至 55145 元/吨，同时单位成本从 2022H1 的 18462 元/吨上升至 18873 元/吨，价格上涨超过成本上升，单位盈利空间扩大，毛利率由 2021H1 的 65.31%提升至 65.78%，使得 2022 年上半年矿产铜板块利润规模同比增长；塞尔维亚紫金矿业、多宝山、阿舍勒分别同比增长 57.13%、13.78% 和 2.97%；塞尔维亚紫金矿业、巨龙铜业分别实现净利润 30.04 亿元和 11.21 亿元；穆索诺伊实现净利润 12.64 亿元，同比下滑 11.01%。

图25：铜板块重要参控股公司净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

7.3 铅锌矿：产量平稳增长，业绩或将持续增加

产量端：2022 年上半年矿产锌产量 20.27 万吨，同比增加 3.23%。乌拉特后旗紫金实现矿产锌产量 24.14%的增长，其他铅锌矿的矿产锌产量同比下滑。**矿产铅方面，2022 年上半年产量 1.93 万吨，同比实现 6.88%的增长。**乌拉特后旗紫金实现矿产铅产量 27.49%的增长，其他铅锌矿的矿产锌产量同比下滑。矿产锌铅产量合计完成年度规划 48 万吨的 42.23%。

表11：2022H1 矿产锌产量同比+3.23%，矿产铅产量同比+6.88%（单位：吨）

主要企业 或矿山	权益	2021H1			2022H1			2022H1 同比		
		矿产锌 (吨)	矿产铅 (吨)	矿产锌+ 铅合计 (吨)	矿产锌 (吨)	矿产铅 (吨)	矿产锌+ 铅合计 (吨)	矿产锌 %	矿产铅 %	矿产锌+ 铅合计 %
碧沙矿业	55%	66,567		66,567	62,965		62,965	-5.41%		-5.41%
新疆紫金 锌业	100%	67,486	9,438	76,924	66,760	9,116	75,875	-1.08%	-3.41%	-1.36%
乌拉特后 旗紫金	95%	19,562	4,056	23,618	24,285	5,171	29,456	24.14%	27.49%	24.72%

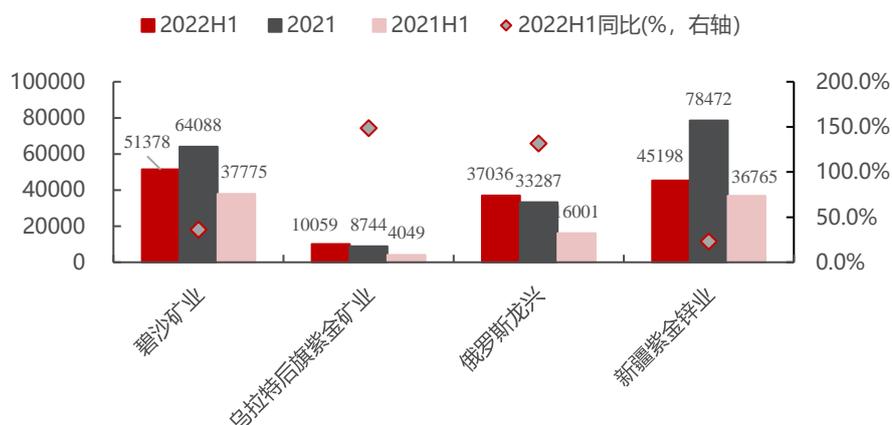
俄罗斯图瓦龙兴	70%			42,793	3,177	45,969				
新疆阿舍勒铜业	51%	6,796	6,796	5,351		5,351	-21.26%		-21.26%	
其他矿山合计		607	2,222	2,829	563	1,866	2,429	-7.25%	-16.02%	-14.14%
总计		196,365	18,085	214,450	202,716	19,329	222,046	3.23%	6.88%	3.54%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

利润端：量价齐增，矿产锌板块重要参控股公司净利润同比均实现提升。

2022H1 矿山产锌单价从 2021H1 的 13313 元/吨提升 17006 元/吨，同比上涨 27.74%，毛利率由 2021H1 的 49.20%提升至 56.50%，使得 2022 年上半年矿产锌板块利润规模同比明显增长。俄罗斯图瓦龙兴和乌拉特后旗紫金同比分别大幅增长 131.46%、148.43%；碧沙矿业和新疆紫金实现净利润 5.14 亿元、4.52 亿元，同比分别增长 36.01%和 22.94%。随着产能释放，公司铅锌板块业绩或将持续增加。

图26：公司锌板块重要参股公司净利润（单位：万元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

7.4 铁精矿：马坑矿业权益产量增长，年度规划已实现过半

产量端：2022 年上半年产量 174 万吨，同比-25.68%，完成年度规划 320 万吨的 54.38%。其中，新疆金宝矿业实现产量 120 万吨，同比下降 34.43%，福建马坑矿业实现权益产量 50 万吨，同比增长 6.38%。

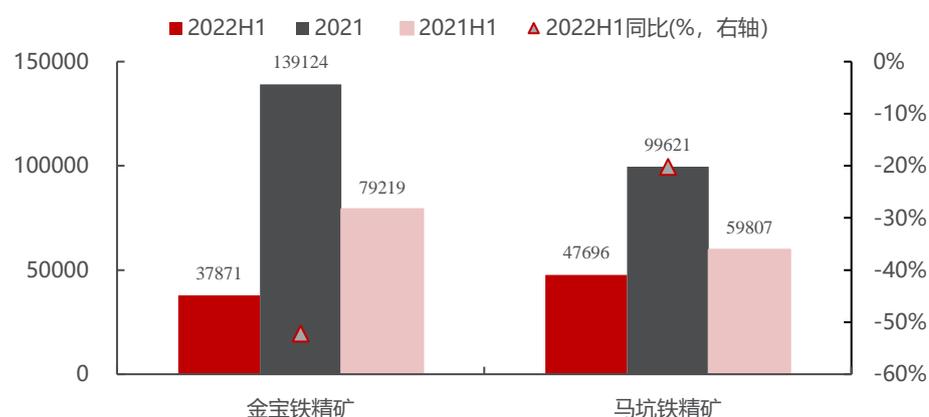
表12：2022H1 铁精矿产量同比-25.68% (单位：万吨)

名称	权益	2021H1	2022H1	2022H1 同比
新疆金宝矿业公司	56%	183	120	-34.43%
福建马坑矿业股份有限公司	42%	47	50	6.38%
		(权益产量)	(权益产量)	
其他矿山合计		4	4	
总计		234	174	-25.68%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

利润端：2022 年上半年新疆金宝矿业和福建马坑矿业分别实现净利润 3.79 亿元和 4.77 亿元，分别同比下滑 52.19%和 20.25%，主要由于公司 2022H1 铁精矿单价从 754 元/吨降至 721 元/吨，单位成本由 153 元/吨上升到 204 元/吨，单吨盈利空间收缩，且销量从 186 万吨降至 117 万吨。

图27：公司铁精矿板块重要参股公司净利润 (单位：万元)



资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

7.5 矿产银：产量稳步增长，完成年度规划近六成

量、价、利情况：2022 上半年矿产银产量 183.62 吨，同比+10.12%，完成年度规划 310 吨的 59.23%。。2022H1 矿山产银单价从 2021H1 的 3.62 元/克下降至 3.21 元/克，同时单位成本从 2021H1 的 1.54 元/克仅下降至 1.50 元/克，单位盈利空间略有缩小，2022 年上半年矿产银板块利润规模同比减少，但销量同比提升 30787 千克。

表13：2022H1 矿产银产量同比+10.12% (千克)

名称	权益	2021H1	2022H1	2022H1 同比
厄立特里亚碧沙矿业股份公司	55%	36,235	25,807	-28.78%
黑龙江多宝山铜业	100%	19,082	20,709	8.53%
山西紫金矿业有限公司(含义联)	100%		15,826	
新疆阿舍勒铜业公司	51%	17,311	14,320	-17.28%
福建紫金山金铜矿	100%	16,058	14,691	-8.51%
洛阳坤宇矿业有限公司	70%	18,881	19,774	4.73%
福建武平紫金矿业公司	78%			
西藏巨龙铜业	50.1%		26,860	
俄罗斯龙兴	70%		13,731	
其他矿山合计		59,160	31,884	-46.11%
总计		166,725	183,602	10.12%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

8 项目跟踪：2022 年公司多个项目将贡献产量增量

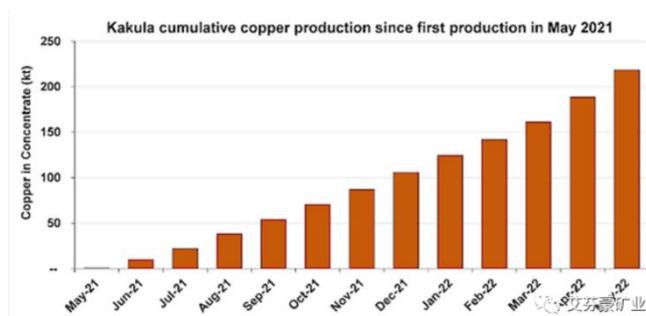
8.1 铜板块：三大世界级铜矿 2022 年进入产能释放期

铜板块：三大世界级铜矿（卡莫阿-卡库拉一序列、Timok 上带矿首期、巨龙铜矿一期）均于 2021 投产，2022 年将贡献较大增量；此外，多宝山二期爬产，铜山铜矿改扩建工程推进中；波尔技改持续推进，达产后年产铜 12 万吨。

卡莫阿-卡库拉：一期选厂于 2021 年 5 月投产；二期选厂提前于 2022 年 3 月投产，比原计划提前约 4 个月，将有利于卡莫阿铜业实现 2022 年铜生产指导目标(29 至 34 万吨)的上限；二期技改项目持续推进，预计 2023 年 Q2 投产，届时铜年产量将达到 45 万吨；三期扩建预计年产能将提升至 60 万吨铜，预可行性研究预计 2022 年下半年发布，整体建设将于 2024 年底完成。卡莫阿-卡库拉项目一期项目分两序列各 380 万吨/年建设，一序列达产后年产能 20 万吨铜金属，二序列于 2022 年 3 月提前投产，目前矿山铜总年产能达到 40 万金属吨。同时二序列的技改已经开始，预计完成后年产能将达到 45 万吨，卡莫阿将成为全球第四

大产铜矿山。三期扩建及配套 50 万吨/铜冶炼厂前期工作加快推进,三期预计 2024 年第四季度建成投产。预可行性研究新版预计将于 2022 年下半年发布。

图28: 2021 年 5 月-2022 年 6 月底卡莫阿累计铜产量约 25 万吨



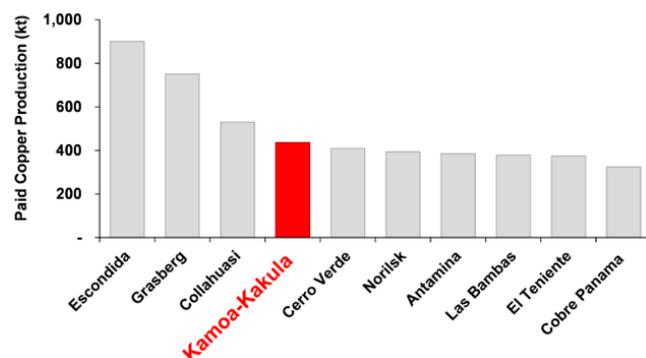
资料来源: 艾芬豪矿业, 民生证券研究院

图29: 卡莫阿-卡库拉选厂技改建设场地



资料来源: 艾芬豪矿业, 民生证券研究院

图30: 卡莫阿-卡库拉有望成为全球第四大铜矿



资料来源: 艾芬豪矿业, 伍德曼肯兹, 民生证券研究院

图31: 卡莫阿-卡库拉 50 万吨铜/年冶炼厂三维设计图



资料来源: 艾芬豪矿业, 民生证券研究院

Timok 铜金矿: 2021 年 10 月 12 日, 公司 Timok 铜金矿获得塞尔维亚矿业与能源部签署的矿山所有设施使用许可, 投入正式生产。2022 年上半年佩吉铜金矿生产精矿约含铜 5.28 万吨, 含金 2.56 吨。Timok 铜金矿位于塞尔维亚波尔市, 属于斑岩型矿床, 公司于 2018 年、2019 年分别收购了 Timok 铜金矿上部矿

带和下部矿带 100%权益，上部矿带于 2019 年初动工，2021 年 6 月试生产。Timok 铜金矿为超大型铜金矿，上部矿带资源储量为铜金属 128 万吨、平均品位 3%，金金属 81 吨、平均品位 1.91 克/吨；下部矿带拥有资源量为铜金属 1,430 万吨、平均品位 0.86%，金金属 299 吨、平均品位 0.18 克/吨。Timok 铜金矿上部矿带首采矿段为超高品质矿体，年处理矿石 330 万吨，预计年均产铜 9.14 万吨，产金 2.5 吨，产量峰值可达铜 13.5 万吨，金 6.1 吨。上矿带目前已完全投产，公司正积极启动下矿带的建设，Timok 铜金矿下矿带铜、金品味较低，采用自然崩落法进行开采，目前已完成预可研设计，正在推进前期征地、竖井工勘、矿山井巷工程等工作。

巨龙铜矿：一期已于 2021 年底建成投产，预计 2022 年产铜 12-13 万吨，达产后预计年均产铜约 16 万吨；二期按 30 万吨/天建设，建成后年产铜 26 万吨；目前巨龙铜业正在进行矿山开发的总体规划，最终可望实现每年采选矿石量约 2 亿吨规模，年产铜达到 60 万吨，成为全球采选规模最大的铜矿山之一。公司 2020 年收购巨龙铜矿 50.1% 股权，交割于 2020 年 7 月完成。巨龙铜业拥有驱龙铜多金属矿、荣木错拉铜多金属矿和知不拉铜多金属矿；项目合计拥有平均品位 0.41% 的铜金属量 1040 万吨，伴生 0.028% 的钼金属量约 73 万吨，铜远景资源储量有可能突破 2000 万吨。驱龙铜矿将实施大规模露天开采，分两期建设，一期于 2021 年底建成投产，完全达产后预计年均产铜约 16 万吨。二期按 30 万吨/天建设，建成后年产铜 26 万吨。另外，知不拉项目上部露采规模 6000t/d，前 8 年为露采，年产铜 2.35 万吨；下部地采规模 3000t/d，服务期为第 9~15 年，目前已经达产，且采矿权证延期也已办理完成，延期至 2041 年 1 月 6 日。2022 年上半年巨龙铜业生产铜矿 4.38 万吨，由于上半年处于产能爬坡过程中，剩余甲玛乡生活区工程及部分附属设施正在建设收尾，预计随着产能的持续释放，下半年仍有一定增量。

表14：我们预计，2021-2024 年，巨龙铜矿的铜和钼产量预期（单位：万吨）

矿山	2021	2022	2023	2024
知不拉铜多金属矿	1.569	2.35	2.35	2.35
驱龙铜多金属矿（含荣木错拉）-铜	0	10	14.85	22.5
驱龙铜多金属矿（含荣木错拉）-钼	0	0.37	0.56	0.85
铜矿小计（万吨）	1.569	12.72	17.76	24.85
钼矿小计（万吨）	0	0.37	0.56	0.85

资料来源：公司公告，民生证券研究院

塞尔维亚紫金铜业（博尔）：多项目逐步投产。①VK 矿技改于 4 月完成主要建设，预计 2022 年下半年建成投产；②JM 矿崩落法采矿工程斜坡道及竖井关键工程按计划推进，下半年将转入平巷掘进施工，力争 2024 年底主体工程建成投产；③冶炼厂扩建工程预计 2022 年下半年全面建成投产。

自然崩落法: 我们预计自然崩落法的应用或为公司贡献 30 万吨矿产铜年产量增量。自然崩落法作为唯一媲美露天开采的地下采矿法, 而公司现有 4 个大型斑岩型铜矿: 塞尔维亚紫金 JM 矿、Timok 下带矿、多宝山铜山、紫金山罗卜岭, 都具有自然崩落法的应用潜力, 随着自然崩落法的研发与应用, 将为 2023-2025 年产量超预期打下基础, 同时采矿成本或进一步下降, 增厚公司利润。据公司官网, 公司采矿研究所自然崩落法研究团队在塞尔维亚紫金铜业成功完成地应力测试, 为波尔 JM 矿实施大规模自然崩落法开采关键技术研究提供了关键理论依据。据公司 21 年半年报, JM 矿技改项目建设方案变更为自然崩落法开采, 采选规模增加 800 万吨至 1800 万吨/年。按照以下假设: ①铜回收率均为 85%; ②据 Timok 下带矿项目概略研究, Timok 下带矿可分两期开采, 一期和二期的开采规模分别为 3 万吨/天、6 万吨/天; ③塞尔维亚紫金 JM 矿、多宝山铜山、紫金山罗卜岭开采规模假设为 4.9 万吨/天、2 万吨/天、3 万吨/天; ④入选品位假设为平均品位。**我们预计公司现有 4 个大型斑岩型铜矿: 塞尔维亚紫金 JM 矿、Timok 下带矿、多宝山铜山、紫金山罗卜岭或贡献铜年产量 30 万吨。**

表15: 我们预计自然崩落法将会在远期带来 30 万吨的铜产量增量

矿山	矿石量 (百万吨)	铜品位 (%)	铜资源量 (万吨)	开采规模 (万吨/天)	铜产量 (万吨/年)
塞尔维亚紫金 JM 矿	1022	0.53%	541.8	4.9	8.06
Timok 下带矿	16588.5	0.86%	1,430	一期 3 万吨、 二期 6 万吨	7.5 万吨+7.5 万吨
多宝山铜矿	58.77	0.56%	32.98	2.00	3.47
紫金山罗卜岭	487.20	0.34%	165.09	3.00	3.16
		合计			29.70

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

注: 铜回收率均假设为 85%, 除 Timok 下带矿外, 开采规模均为假设。

8.2 金板块: 项目稳定推进, 力争完成生产目标

金板块: 武里蒂卡金矿、圭亚那金田或新增矿产金年产量 13-14 吨; 陇南紫金、塔罗金矿和诺顿金田技改项目预计于 2021 年下半年投产; 山西紫金或于 2022-2023 年达产; 紫金波尔 ZB 金矿 2022 年 6 月底建成并投产。

诺顿金田: 2022 年计划生产 6 吨, 2022 年上半年产金 2.6 吨。Binduli 北项目于 6 月 28 日建成投产; Binduli 南项目完成概略性研究, 正升级资源储量, 推进建设方案优化、项目证照办理的前期工作。

泽拉夫尚: 2022 年计划产金 6 吨, 2022 年上半年产金 3.4 吨。目前正实施 500 吨/天加压氧化项目建设, 2021 年 12 月已开工, 截至 2022 年 6 月已完成 80%土建施工, 三季度将逐步进入设备安装, 计划 2023 年底建成投产。

山西紫金: 新发现斑岩型金矿, 技改日采选规模达 6000 吨/天, 预计 2022

年 8 月底投产，达产后有望实现年产黄金 3-4 吨。山西紫金义兴寨金矿为在产矿山，原设计采选规模为 20 万吨/年，开采方式为地下开采。新发现的矿体以斑岩型金矿为主，总体呈囊状，使得山西紫金义兴寨金矿资源量大幅增长。

波格拉金矿：峰回路转，重现光明，波格拉金矿有望于 2022 年恢复运营。据公司公告，2021 年 4 月 9 日，BNL 与巴新政府就波格拉金矿未来的所有权和运营权签署了具有约束力的框架协议。2021 年 10 月 15 日，BNL 与巴新政府签署更为详细的波格拉项目启动协议，并于 2022 年 2 月 3 日由持有波格拉合营企业剩余 5% 权益的 Mineral Resources Enga Limited(“MRE”)签署之后生效。“启动协议”规定巴新各方(巴新政府、库马尔矿业及 MRE)将持有波格拉金矿 51% 权益，BNL 持有剩余 49% 权益，BNL 将继续成为波格拉金矿的运营商，巴新各方和 BNL 将分别按 53% 和 47% 的比例分享未来波格拉金矿的经济收益，巴新政府保留 10 年后以市场公允价值收购 BNL 对波格拉金矿剩余 49% 权益的权利。“启动协议”生效需满足若干特定条件，包括：签订新的波格拉合营企业的股东协议，签订波格拉金矿的经营协议等。目前 BNL 与巴新各方正积极推进谈判进程，以尽快签署各项最终协议。

表 16：波格拉事件梳理

时间	事件内容
2019 年 8 月	波格拉金矿的采矿权已于 2019 年 8 月到期，根据巴新国家法院判决，波格拉金矿仍可以继续生产，直到巴新政府作出采矿权延期的决策时为止。
2020 年 4 月 24 日	巴新政府于 2020 年 4 月 24 日发布新闻，决定不批准波格拉金矿特别采矿权延期申请。巴新政府表示将组成国家谈判团队，就后续事宜进行协商。
2020 年 7 月 9 日	BNL 于 2020 年 7 月 9 日向世界银行下属的国际投资争端解决中心(ICSID)，就巴新政府拒绝波格拉金矿特别采矿权延期申请事宜，提请启动 ICSID 调解程序。BNL 希望通过本次 ICSID 调解程序，与巴新的利益相关方达成公平合理的延期协议。BNL 提请的本次 ICSID 调解程序，并不取代 BNL 向巴新国家法院提起的、已进入审理程序的司法审查诉讼。
2020 年 9 月 29 日	BNL 发布公告称，巴新国家法院驳回了 BNL 为延续自身采矿权所做的申请。巴新国家法院同时裁定，由巴新国有企业库马尔矿业控股有限公司继续运营波格拉金矿。
2020 年 9 月 30 日	巴新总理詹姆士·马拉珀发表声明称，BNL 和巴新矿产资源管理局于 1989 年签订的采矿开发合同中，有一项条款保留了政府对波格拉金矿拥有的权利，即“波格拉金矿在采矿权到期之日，波格拉金矿项目成为国家资产，国家不承担任何费用，也不承担任何赔偿。”
2020 年 10 月 9 日	紫金矿业工作人员表示，(巴新高院)驳回的申请为非实质性申请，实质性申请仍在审理之中。(此次涉及的矿权诉讼有好几起，驳回的只是其中一个。)
2020 年 10 月 15 日	10 月 15 日联合新闻声明提到巴布亚新几内亚将在新的安排下占有多数股权，BNL 将保留运营权，将会实现合理的经济利益分成。
2021 年 4 月 9 日	BNL 与巴新政府就波格拉金矿未来的所有权和运营权签署了具有约束力的框架协议，波格拉金矿有望于今年恢复运营。根据该框架协议，波格拉金矿将由巴新各方和 BNL 组建的新合资公司持有。
2021 年 10 月 15 日	BNL 与巴新政府签署更为详细的波格拉项目启动协议
2022 年 2 月 3 日	由持有波格拉合营企业剩余 5% 权益的 Mineral Resources Enga Limited(“MRE”)签署之后生效。“启动协议”规定巴新各方(巴新政府、库马尔矿业及 MRE)将持有波格拉金矿 51% 权益，BNL 持有剩余 49% 权益，BNL 将继续成为波格拉金矿的运营商，巴新各方和 BNL 将分别按 53% 和 47% 的比例分享未来波格拉金矿的经济收益，巴新政府保留 10 年后以市场公允价值收购 BNL

对波格拉金矿剩余 49%权益的权利。“启动协议”生效需满足若干特定条件，包括：签订新的波格拉合营企业的股东协议，签订波格拉金矿的经营协议等。

此后至今

BNL 正在与巴新各方正积极推进谈判进程，以尽快签署各项最终协议。**波格拉金矿有望于 2022 年恢复运营。**

资料来源：公司公告，中国财经，紫金矿业官网，民生证券研究院

收购新疆巫恰县萨瓦亚尔顿金矿。通过协议转让的方式，出资 4.6 亿元收购新疆伟福矿业 100%股权，同时出资 3824 万元收购债权人持有的对伟福矿业和新疆同源矿业的债权，合计出资 5 亿元。本次收购完成后，公司将持有同源矿业 70%的股权以及对同源矿业 2.63 亿元的债权，同源矿业持有新疆巫恰县萨瓦亚尔顿金矿 100%权益。项目规划的建设规模为 8,000 吨/天，年处理矿石量为 264 万吨，建设期 2 年，生产期 25 年。矿山浅部露天开采，先露天而后井下，井下开采采用无底柱分段崩落回采。项目建设总投资预计 14.3 亿元，项目产品为载金炭，年产量约 2.76 吨。

表17：新疆巫恰县萨瓦亚尔顿金矿概况

项目	介绍
矿种	金矿，产品为载金炭
收购对价	5 亿元（4.6 亿元收购新疆伟福矿业，间接持有萨瓦亚尔顿金矿 70%股权，3824 万元收购债权人持有的对伟福矿业和新疆同源矿业的债权）
建设规模	8,000 吨/天，年处理矿石量为 264 万吨
选矿工艺	初步确定为粗碎—半自磨—顽石破碎（预留）—球磨—浮选（含中矿再磨）—金精矿预处理（生物预氧化）—氰化浸出吸附。由于该矿石属于难选冶类型，公司拟采用生物预氧化法处理难选冶金精矿，具有工艺流程简单、投资省、金回收率较高，且对环境友好，污染小。
建设期	2 年
生产期	25 年
项目投资	14.3 亿元
年产量	2.76 吨

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表18：新疆巫恰县萨瓦亚尔顿金矿资源量

	矿石量 (万吨)	金金属量 (吨)	平均品位 (克/吨)
331+332+333	7653.99	119.5	1.56
其中：工业矿	2325.29	60.07	2.59
低品位	5328.7	59.43	1.12

资料来源：公司公告，民生证券研究院

8.3 新能源金属：“两湖一矿”锂资源布局完善，期待产量

释放

公司年初公布 2025 年碳酸锂产能指引为 5 万吨，根据上半年新收购的锂资源项目规划来看，若拉果错盐湖和道县湘源锂多金属矿完成建设，届时碳酸锂产能或可提升至 15 万吨以上。公司确认新能源材料领域为拓展增量空间的战略性发展方向，2021 年公司完成了阿根廷世界级高品位 3Q 锂盐湖项目的并购，同时在刚果（金）Manono 锂矿外围拥有 PE12453 和 PE13427 绿地勘探和开采权项目。2022 年上半年，公司先后收购盾安集团旗下西藏拉果错盐湖锂矿等四项资产包、福建龙净环保股份有限公司控制权、湖南道县湘源锂多金属矿，逐步提高新能源金属板块的资源储备，形成“两湖一矿”的锂资源布局。

表19：“两湖一矿”锂资源布局

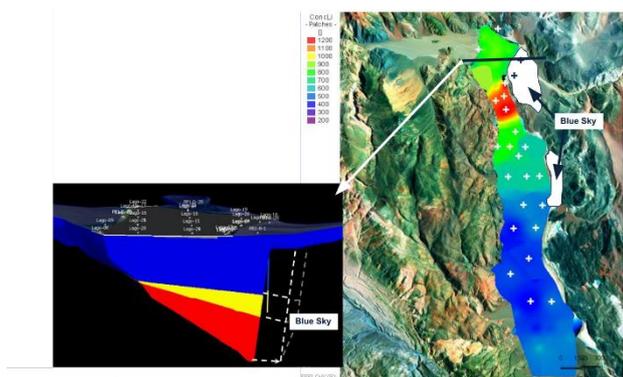
名称	碳酸锂(LCE)当量资源量	产能计划
阿根廷 3Q 盐湖锂矿	763 万吨，锂离子浓度边界品位 400mg/L	一期计划 2 万吨/年电池级碳酸锂，预计 2023 年底建成投产。项目还开展了 4-6 万吨/年碳酸锂的初步研究，未来有望通过优化工艺设计方案，提升锂回收率和产量。
西藏拉果错盐湖锂矿	214 万吨，平均锂离子浓度 270mg/L	一期产量拟调整为 2 万吨/年碳酸锂，二期建设投产后产量拟提升到 5 万吨/年碳酸锂。
湖南道县湘源硬岩锂多金属矿	216 万吨	初步规划按照 1.000 万吨/年规模建设矿山，达产后年产锂云母含碳酸锂当量 6-7 万吨，矿山将率先重启 30 万吨/年采选系统。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

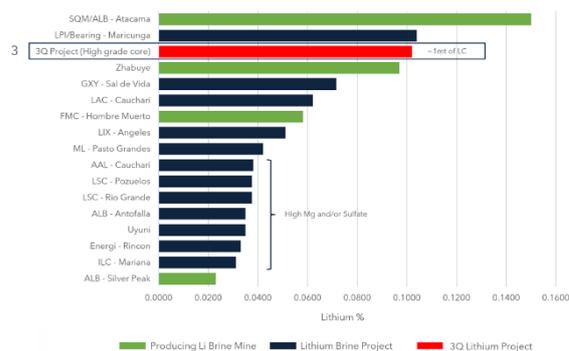
“两湖”：3Q 盐湖。2021 年 10 月 8 日，公司与加拿大新锂公司签署《安排协议》，出资人民币 49.4 亿元现金收购新锂公司 100% 股权，已于 2022 年 1 月 26 日完成交割。新锂公司核心资产为阿根廷 3Q 锂盐湖项目，拥有碳酸锂当量资源量 763 万吨，其中高品位碳酸锂当量资源量 184.5 万吨，项目体量大、品位高、杂质低、开发条件好，提锂工艺成熟，成本较低，服务年限长。该项目 3 月份盐田开工建设，6 月份开始第一阶段采卤晒卤试生产，目前正有序推进碳酸锂加工厂证照办理、长周期设备采购、工程设计及平基工程建设。

图32：盆地东部或可获得更多高品位资源

图33：3Q 项目的高品位核心地区是全球第 3 高品位项目



资料来源: Neo Lithium 官网, 民生证券研究院



资料来源: Neo Lithium 官网, 民生证券研究院

“两湖”：西藏拉果错盐湖。2022年4月，公司以48.97亿元收购拉果错盐湖70%权益，两期项目共规划碳酸锂产能5万吨（2+3万吨）。拉果错盐湖是国内最大的待开发锂盐湖之一，资源量在国内排名第5，全球排名前20。截至2012年底，拉果错盐湖保有资源量折碳酸锂214万吨，平均锂离子浓度270毫克/升；镁锂比3.32。未来项目工艺或由晒卤法调整为“吸附+膜处理”联合工艺，一期产量拟调整为2万吨/年碳酸锂，项目二期建设投产后产量拟提升到5万吨/年碳酸锂。

表20: 拉果错盐湖锂资源 (LiCl) 储量 (单位: 万吨)

矿种	品种	储量级别	平均品位 (g/L)	资源量 (万吨)	规模
液体矿	KCl	推定资源量 (332)	5.1265	745.97	中型
	LiCl	推定资源量 (332)	1.6745	243.67	大型
	B2O3	推定资源量 (332)	2.5744	370.97	大型

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

表21: 全球主要锂盐湖项目资源量排名 (单位: 万吨, 截至2021年底)

排名	盐湖	国家	阶段	碳酸锂资源量
1	Uyuni	玻利维亚	待开发	11219
2	Atacama	智利	运营中	4905
3	Cauchari-Olaroz	阿根廷	运营中	2457
4	Hombre Muerto-Posco	阿根廷	待开发	1350
5	Antofalla	阿根廷	待开发	1180
6	Rincon-力拓	阿根廷	待开发	1177
7	察尔汗盐湖	中国	运营中	1049
8	Centenario Ratones	阿根廷	待开发	989
9	3Q	阿根廷	待开发	763
10	Olaroz-Alkem	阿根廷	运营中	640
11	Sal de Vida	阿根廷	待开发	623
12	Mariana	阿根廷	待开发	520
13	Pastos Grandes	阿根廷	待开发	492

14	Kachi	阿根廷	待开发	440
15	PPG	阿根廷	待开发	356
16	西台吉乃尔	中国	运营中	269
17	Hombre Muerto West	阿根廷	待开发	227
18	麻米错	中国	待开发	218
19	拉果错	中国	待开发	216
20	Maricunga	智利	待开发	207

资料来源：公司公告，民生证券研究院

项目建设完成后有望充分受益于行业景气，快速收回投资成本。(1)按照 2016 年的可研计划，该项目完全成本为 34951 元/吨，可研计划按照 5 万元/吨的碳酸锂价格进行测算，得到年均税后净利润为 7902 万元，若按照 2021 年均价 14.3 万元/吨（含税）进行测算，该项目年均税后净利润将达到 7.79 亿元，经济效益有较大提升。(2) 技术改进有望使得产能提升至 2 万吨/年碳酸锂，二期项目规划产量达到 5 万吨/年碳酸锂，产量的扩张将使该项目获得更好的经济效益。

表22：按照 2021 年碳酸锂均价测算，拉果错盐湖年税后净利润为 7.79 亿元

测算项目	单位	测算结果（可研）	测算结果（按 2021 年均价测算）
产品价格假设			
碳酸锂	元/吨（含税）	50,000.00	143,000.00
碳酸锂	元/吨（不含税）	44,247.79	126,548.67
产品产量			
碳酸锂	万吨	1.00	1.00
完全成本测算			
碳酸锂	元/吨	34,951.26	34,951.26
财务数据			
销售收入	万元/年	44,247.79	126,548.67
年均税前净利润	万元/年	9,296.53	91,597.41
年均税后净利润	万元/年	7,902.05	77,857.80

资料来源：《西藏阿里改则县拉果错盐湖锂矿采选工程环境影响报告书》，民生证券研究院测算

“一矿”：湖南道县湘源锂多金属矿。2022 年 6 月，公司以 18 亿元收购湘源锂矿 71.14% 的股权，矿山拟采用大规模露天开采，初步规划按 1,000 万吨/年规模建设矿山，计划年产锂云母含碳酸锂当量 6-7 万吨。湘源锂多金属矿原地质勘查对象以铷为主，次为锡矿，同时伴生有钨、锂、铯、银等，根据矿物共生组合特点和矿床产出形态，根据公司于 2016 年 9 月提交的《湖南省道县湘源矿区锡铷多金属矿资源储量核实报告》，该锂云母矿含有折碳酸锂当量的储量 216 万吨。矿山将率先重启 30 万吨/年的采选系统。在资源进一步增储情况下，矿山有将采选规模扩展到 1,500 万吨/年的可能性，矿山建设将视证照办理情况分期建设。

表23：湘源锂多金属矿资源量较大

资源类别	矿石量(万吨)	品位(%)			含量(吨)		
		Rb2O	Li2O	Cs2O	Rb2O	Li2O	Cs2O
332+333	4,831	0.23	0.56	0.013	108,739	269,110	6,023
334	24,984	0.15	0.24	0.0007	378,833	604,934	1,786
总计	29,815	0.16	0.29	0.0026	487,572	874,044	7,809

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：氧化锂和碳酸锂的转换系数为 1:2.47，**约合碳酸锂 216 万吨。**

表24：全球主要大型硬岩锂矿资源量（单位：万吨）

排名	项目名称	国家	状态	碳酸锂资源量	品位
1	Manono/Kitotolo	刚果	待开发	1633	0.0165
2	Greenbushes	澳大利亚	运营中	1336	0.015
3	Pilgangoora	澳大利亚	运营中	871	0.0118
4	Wodgina	澳大利亚	运营中	750	0.0117
5	Cinovec	捷克	待开发	739	0.0042
6	Mt Holland	澳大利亚	待开发	690	0.015
7	奉新县视下窝	中国	待开发	657	0.0028
8	Jadar Valley	塞尔维亚	待开发	631	0.0178
9	Kathleen Valley	澳大利亚	待开发	539	0.0142
10	Goulamina	玛丽	待开发	388	0.0145
11	MT Marion	澳大利亚	运营中	242	0.0137
12	甲基卡 X03	中国	待开发	219	0.0151
13	湘源铷锂多金属矿	中国	待开发	216	0.0029
14	Arcadia	津巴布韦	待开发	190	0.0106
15	Kenticha	埃塞俄比亚	待开发	171	0.0103
16	Grota do Cirillo	巴西	待开发	161	0.0142
17	木绒锂矿	中国	待开发	159	0.0163
18	松树岗钽铋矿	中国	待开发	149	0.002
19	James Bay	加拿大	待开发	140	0.014
20	La Corne	加拿大	待开发	139	0.0119

资料来源：公司公告，民生证券研究院

此外，公司发力境内外项目配套清洁能源业务，大力实施“油”改“电”，显著提高电气化水平，持续提高清洁能源的使用比重。2022年上半年，公司采用光伏发电9059兆瓦时，同比增长736%，水力发电140361兆瓦时，同比增长107%，余热发电55686兆瓦时，同比增长23%。同时，2022年上半年公司获得龙净环保25.04%股份表决权并通过公司治理等安排获得其控制权，新控制一家上市公司，正全力推进龙净环保“环保+新能源”战略转型，实现产业协同。

9 盈利预测与投资建议

9.1 估值分析

目前公司主营业务主要是铜、金、锌矿的勘探、开发与冶炼，我们选择四家主营铜矿勘探与开采的 A 股上市公司洛阳钼业、铜陵有色、西部矿业和江西铜业，以及三家主营黄金矿勘探与开采的 A 股上市公司赤峰黄金、银泰黄金和山东黄金作为可比公司。可以发现由于 2022 年预计公司产品产量大幅增加，因此公司的利润增速 (53.3%) 超过可比公司 (2022 年归母净利润增速平均为 47.4%)。可比公司中山东黄金 2021 年受矿山停产影响利润为负，剔除其影响之后其余可比公司现价对应的 2022 年 PE 均值为 18 倍，公司估值水平低于可比公司均值。同时公司作为行业龙头，业绩确定性较高，应当给予一定的估值溢价，因此我们认为公司估值水平具备较大提升空间。

表25：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
600362.SH	江西铜业	17.35	1.70	1.84	1.98	10	9	9
601168.SH	西部矿业	11.33	1.23	1.31	1.37	9	9	8
603993.SH	洛阳钼业	5.46	0.24	0.39	0.42	23	14	13
000630.SZ	铜陵有色	3.12	0.29	0.37	0.39	11	8	8
600988.SH	赤峰黄金	21.50	0.35	0.78	1.07	61	28	20
000975.SZ	银泰黄金	12.55	0.46	0.72	0.92	27	17	14
600547.SH	山东黄金	18.86	-0.04	0.48	0.68	/	39	28
剔除山东黄金后可比公司平均值						24	18	14
601899.SH	紫金矿业	9.19	0.60	0.92	1.05	15	10	9

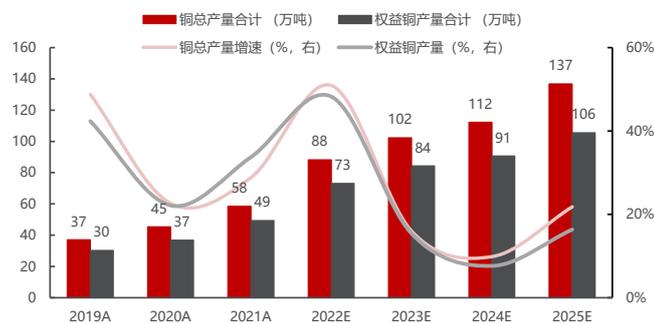
资料来源：wind，民生证券研究院预测

注：收盘价时间为 2022 年 8 月 12 日

9.2 投资建议

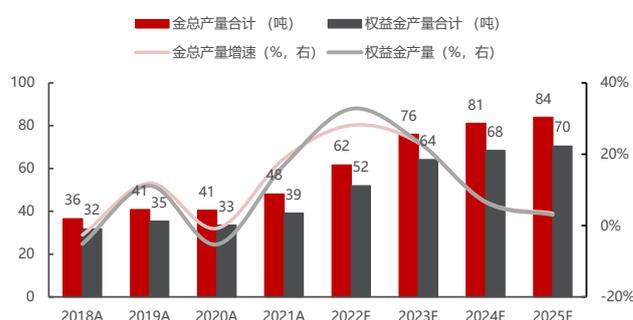
考虑到巨龙铜矿、Timok 上带矿、卡莫阿铜矿的逐步投产，以及自然崩落法在塞尔维亚紫金 JM 矿、Timok 下带矿、多宝山铜矿、紫金山罗卜岭的应用，包括塞尔维亚博尔铜业、大陆黄金等技改项目的投产达产，预计公司 2022-2025 年铜产量或将达到 88/102/112/137 万吨，黄金产量或将达到 62/76/81/84 吨，铜产量或于 2023 年提前达到 2025 年的生产目标。

图34：公司矿产铜产量预测



资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

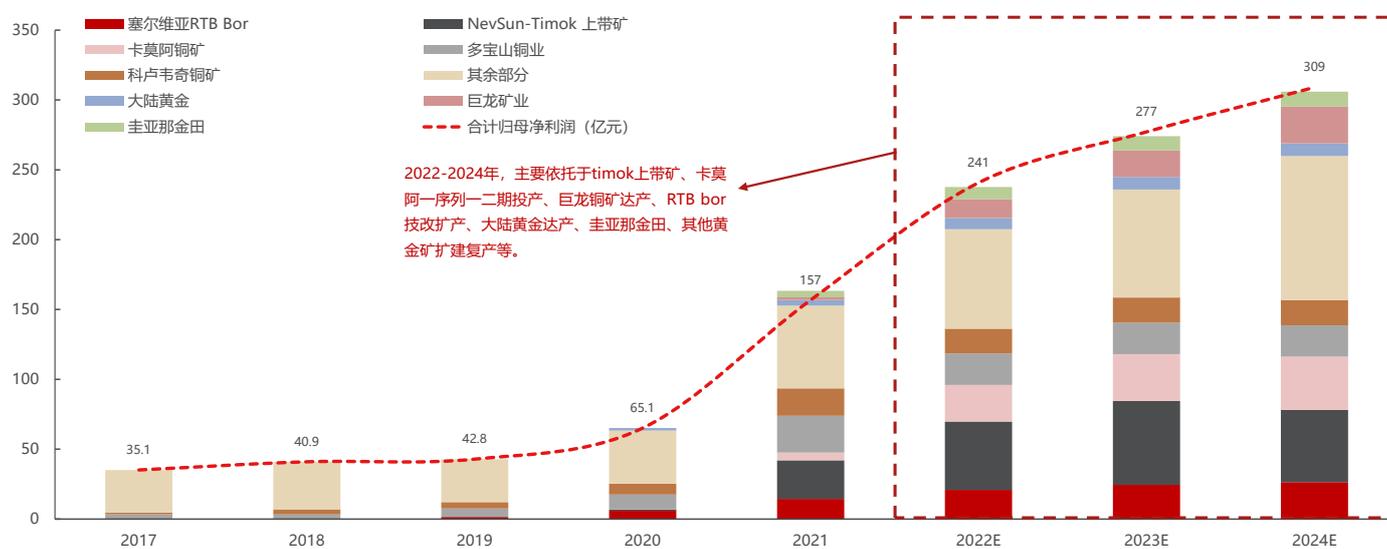
图35：公司矿产金产量预测



资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

公司主要产品铜金锌 2022 年产量指引相比于 2021 年的产量均有较大提升，叠加金属价格中枢提升，我们持续看好公司的阿尔法逻辑的兑现。我们维持公司的盈利预测，预计 2022-2024 年公司将实现归母净利润 241 亿元、277 亿元、307 亿元，对应 8 月 12 日收盘价的 PE 为 10x、9x 和 8x，维持“推荐”评级。

图36：我们预计，紫金矿业 2022-2024 年将分别实现归母净利润 241、277 和 309 亿元（单位：亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

10 风险提示

1) 项目进展不及预期。公司仍有较多项目在建设中,包括预计明年二季度投产的卡莫阿-卡库拉二序列,以及巨龙铜矿一期的爬产,多宝山二期爬产,铜山铜矿改扩建工程,波尔技改等。这些项目的建设仍需投入大量人力物力,可能会受疫情反复等突发情况影响导致项目进展不及预期,届时产量释放节奏将放缓,会对盈利产生影响。

2) 铜金等价格下跌。公司生产的产品为大宗商品,价格透明,铜、金、锌、银、铁矿石等产品价格波动会明显影响公司盈利,若宏观经济下滑,或供给大量释放导致金属价格下滑,会对公司盈利能力产生较大影响。

3) 海外地缘政治风险等。公司投资项目分布在国内 24 个省(自治区)和加拿大、澳大利亚、巴布亚新几内亚、俄罗斯、塔吉克斯坦、吉尔吉斯斯坦、南非、刚果(金)、秘鲁等 9 个国家。若当地政府对公司进行针对,或是提高矿业公司税赋,颁布不利于国外矿业公司的法律等,都有可能损害公司的利益,对公司的盈利能力产生影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	225,102	305,300	367,304	410,691
营业成本	190,351	255,146	309,385	347,839
营业税金及附加	3,460	4,122	4,959	5,339
销售费用	412	1,007	1,212	1,150
管理费用	5,309	7,022	8,081	8,625
研发费用	771	1,130	1,249	1,232
EBIT	25,670	36,873	42,419	46,506
财务费用	1,496	2,411	2,458	2,289
资产减值损失	-598	-141	-142	-132
投资收益	1,692	2,442	2,938	3,286
营业利润	25,087	37,428	43,563	48,226
营业外收支	-293	-244	-222	-214
利润总额	24,794	37,185	43,341	48,012
所得税	5,194	7,437	8,668	9,602
净利润	19,600	29,748	34,673	38,409
归属于母公司净利润	15,673	24,096	27,731	30,728
EBITDA	33,865	46,067	52,732	57,917

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	14,222	18,488	29,581	38,456
应收账款及票据	2,445	2,688	3,355	3,825
预付款项	1,782	2,455	2,935	3,309
存货	19,309	28,360	33,821	37,781
其他流动资产	9,306	12,930	16,071	18,940
流动资产合计	47,064	64,922	85,764	102,310
长期股权投资	9,628	10,931	12,455	14,073
固定资产	55,597	66,625	75,946	83,363
无形资产	47,531	55,725	63,845	70,765
非流动资产合计	161,530	180,033	196,596	210,834
资产合计	208,595	244,955	282,360	313,144
短期借款	18,229	12,317	16,630	7,348
应付账款及票据	7,837	10,604	12,893	14,454
其他流动负债	24,237	31,464	35,584	38,282
流动负债合计	50,302	54,385	65,107	60,084
长期借款	36,127	47,245	48,245	54,633
其他长期负债	29,268	29,680	29,690	29,700
非流动负债合计	65,395	76,925	77,935	84,333
负债合计	115,697.5	131,310.2	143,042.5	144,417.0
股本	2,633	2,633	2,633	2,633
少数股东权益	21,863	27,515	34,456	42,138
股东权益合计	92,897.2	113,645.0	139,317.8	168,727.2
负债和股东权益合计	208,595	244,955	282,360	313,144

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	31.25	35.63	20.31	11.81
EBIT 增长率	90.46	43.64	15.04	9.63
净利润增长率	140.80	53.74	15.09	10.80
盈利能力 (%)				
毛利率	15.44	16.43	15.77	15.30
净利润率	8.71	9.74	9.44	9.35
总资产收益率 ROA	7.51	9.84	9.82	9.81
净资产收益率 ROE	22.06	27.98	26.45	24.27
偿债能力				
流动比率	0.94	1.19	1.32	1.70
速动比率	0.52	0.63	0.75	1.02
现金比率	0.28	0.34	0.45	0.64
资产负债率 (%)	55.47	53.61	50.66	46.12
经营效率				
应收账款周转天数	3.96	3.21	3.33	3.40
存货周转天数	37.02	40.57	39.90	39.64
总资产周转率	1.08	1.25	1.30	1.31
每股指标 (元)				
每股收益	0.60	0.92	1.05	1.17
每股净资产	2.70	3.27	3.98	4.81
每股经营现金流	0.99	1.37	1.62	1.79
每股股利	0.20	0.34	0.34	0.34
估值分析				
PE	15	10	9	8
PB	3.4	2.8	2.3	1.9
EV/EBITDA	9.04	6.67	5.72	5.00
股息收益率 (%)	2.18	3.72	3.72	3.72

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	19,600	29,748	34,673	38,409
折旧和摊销	8,195	9,193	10,312	11,410
营运资金变动	-1,320	-3,704	-2,702	-2,776
经营活动现金流	26,072	35,973	42,722	47,184
资本开支	-20,131	-25,509	-25,765	-24,437
投资	-2,915	-3,216	-2,115	-2,203
投资活动现金流	-23,765	-26,282	-24,942	-23,354
股权募资	2,759	0	0	0
债务募资	17,017	6,363	5,323	-2,884
筹资活动现金流	23	-5,425	-6,687	-14,956
现金净流量	1,845	4,267	11,093	8,874

插图目录

图 1: 2022H1, 公司实现营收 1325 亿元.....	3
图 2: 2022H1, 公司实现归母净利润 126.3 亿元.....	3
图 3: 2022Q2, 公司实现营收 677 亿元.....	3
图 4: 2022Q2, 公司实现归母净利润 65.1 亿元.....	3
图 5: 2022 年上半年, 公司毛利同比增加 67.91 亿元 (单位: 亿元)	4
图 6: 2022Q2 业绩同比变化拆分 (单位: 亿元)	5
图 7: 2022Q2 业绩环比变化拆分 (单位: 亿元)	5
图 8: 2022 年上半年矿山产品毛利增长分解 (单位: 亿元)	6
图 9: 2022 年上半年公司综合毛利率为 16.96%.....	6
图 10: 公司综合毛利率及矿产品综合毛利率变化	6
图 11: 公司分季度毛利润及毛利率变化.....	6
图 12: 公司三费情况	11
图 13: 公司费用率变化	11
图 14: 公司研发费用情况.....	11
图 15: 公司短期借款和长期借款情况 (单位: 亿元)	11
图 16: 公司资产负债率变化.....	11
图 17: 其他收益、投资净收益及公允价值变动净收益环比变化 (单位: 亿元)	12
图 18: 资产/信用减值损失环比变化 (单位: 亿元)	12
图 19: 公司营业外收支环比 (单位: 亿元)	13
图 20: 公司分季度所得税及所得税率	13
图 21: 公司分季度少数股东损益及少数股权占比	13
图 22: 公司净利润及经营活动净现金流.....	16
图 23: 公司筹资活动净现金流.....	16
图 24: 黄金板块重要参控股公司净利润 (单位: 万元)	17
图 25: 铜板块重要参控股公司净利润 (单位: 亿元)	19
图 26: 公司锌板块重要参股公司净利润 (单位: 万元)	20
图 27: 公司铁精矿板块重要参股公司净利润 (单位: 万元)	21
图 28: 2021 年 5 月-2022 年 6 月底卡莫阿累计铜产量约 25 万吨	23
图 29: 卡莫阿-卡库拉选厂技改建设场地	23
图 30: 卡莫阿-卡库拉有望成为全球第四大铜矿.....	23
图 31: 卡莫阿-卡库拉 50 万吨铜/年冶炼厂三维设计图.....	23
图 32: 盆地东部或可获得更多高品位资源.....	28
图 33: 3Q 项目的高品位核心地区是全球第 3 高品位项目.....	28
图 34: 公司矿产铜产量预测.....	34
图 35: 公司矿产金产量预测.....	34
图 36: 我们预计, 紫金矿业 2022-2024 年将分别实现归母净利润 241、277 和 309 亿元 (单位: 亿元)	34

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司分季度毛利变化 (单位: 亿元)	7
表 2: 公司分产品销量、单价和单位成本变化 (2022Q2 环比 2022Q1)	8
表 3: 公司分产品销量、单价和单位成本变化 (2022Q2 同比 2021Q2)	9
表 4: 公司分产品单位毛利同比、环比变化.....	10
表 5: 非经常性损益项目环比比较 (单位: 百万元)	13
表 6: 重要非全资控股公司净利润 (2021H2 vs 2022H1, 单位: 万元)	14
表 7: 重要非全资控股公司净利润 (2021H1 vs 2022H1, 单位: 万元)	14
表 8: 公司未到期债券情况 (单位: 亿元)	16
表 9: 2022H1 矿产金产量同比+22.79% (单位: 千克)	17
表 10: 2022H1 矿产铜产量同比+70.47% (单位: 吨)	18

表 11:	2022H1 矿产锌产量同比+3.23%，矿产铅产量同比+6.88% (单位：吨)	19
表 12:	2022H1 铁精矿产量同比-25.68% (单位：万吨)	21
表 13:	2022H1 矿产银产量同比+10.12% (千克)	22
表 14:	我们预计，2021-2024 年，巨龙铜矿的铜和钼产量预期 (单位：万吨)	24
表 15:	我们预计自然崩落法将会在远期带来 30 万吨的铜产量增量	25
表 16:	波格拉事件梳理	26
表 17:	新疆巫恰县萨瓦亚尔顿金矿概况	27
表 18:	新疆巫恰县萨瓦亚尔顿金矿资源量	27
表 19:	“两湖一矿”锂资源布局	28
表 20:	拉果错盐湖锂资源 (LiCl) 储量 (单位：万吨)	29
表 21:	全球主要锂盐湖项目资源量排名 (单位：万吨，截至 2021 年底)	29
表 22:	按照 2021 年碳酸锂均价测算，拉果错盐湖年税后净利润为 7.79 亿元	30
表 23:	湘源锂多金属矿资源量较大	30
表 24:	全球主要大型硬岩锂矿资源量 (单位：万吨)	31
表 25:	可比公司 PE 数据对比	33
	公司财务报表数据预测汇总	36

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

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。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。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。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026