

## 公司研究

## Q3 矿产铜金产销量创新高，铜金价格下跌拖累利润表现

——紫金矿业（601899.SH）2022年三季度报点评

## 要点

**事件:**公司于10月21日发布三季度报,前三季度营收2042亿元,同比增长21%;归母净利润167亿元,同比增长42%;归母扣非净利润159亿元,同比增长52%。公司拟以不超过8.5元/股回购2.5-5亿元股份用于员工股权激励。

## 点评:

**2022Q1-Q3: 铜金产量高增长。**前三季度业绩同比增长源于1)量:矿产金产量44.99吨,同比+38%,矿产铜64.09万吨,同比+64%,矿产锌30.24万吨,同比+6%。2)价:矿产铜单价5.09万元/吨,同比-4%,矿产锌1.62万元/吨,同比+19%,矿产金355.71元/g,同比+1%。

**2022Q3: 利润环比下降源于价格下跌、成本上升和公允价值等变动。**2022Q3单季归母净利润40.4亿元,环比-38%。主要系1)2022Q3的LME铜均价7724美元/吨,环比-19%;COMEX黄金均价1735美元/盎司,环比-7%。2)矿产铜单位成本由2022H1的1.8万元/吨升至2022Q1-Q3的1.9万元/吨,矿产金成本由2022H1的176元/g升至2022Q1-Q3的182元/g,或为原辅料成本上升。3)其他:Q3对联营企业的投资收益环比下降5亿元,或为西藏玉龙等联营公司利润下降;Q3公允价值变动净收益-4.8亿元(2022H1为-0.1亿元)。

**拟募资不超100亿元用于矿产收购。**所募资金将用于:1)10月21日公告59亿元收购金沙铝业84%股权,旗下沙坪沟铝矿铝资源储量234万吨;收购完成后公司权益铝资源量达290万吨。2)10月13日公告40亿元收购瑞银矿业30%股权,旗下三山岛北部海域金矿保有金资源量562吨,平均品位4.2克/吨。3)10月19日公告3.6亿美元收购苏里南Rosebel金矿,该项目金资源量约217吨,平均品位1.11克/吨(2021年底)。4)圭亚那奥罗拉金矿地采一期工程。

**看好公司向新能源金属转型。**公司2025年矿产金和矿产铜产量规划为80-90吨和100-110万吨,较2021年实现翻倍增长(2021年矿产金产量48吨、矿产铜58万吨)。同时规划2025年锂盐年产能11-12万吨碳酸锂当量。公司在铜金等矿产业务经营能力优秀,有望为向锂等新能源转型提供稳定现金流。

**盈利预测、估值与评级:**考虑铜价的下跌,小幅下调公司盈利预测,以国内铜价2022/2023/2024年分别为6.7/6.5/6.3万元/吨,预计2022/2023/2024年归母净利润分别为221/259/290亿元(较前次下调13%/9%/10%),同比增长41%/17%/12%,对应当前股价的PE分别为9/8/7倍,考虑公司股价前期跌幅已经反映铜价和业绩的下跌,我们维持对公司的“增持”评级。

**风险提示:**金属价格下行超预期,铜金等项目建设不及预期;海外运营风险。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	171,501	225,102	257,439	272,239	289,005
营业收入增长率	26.01%	31.25%	14.37%	5.75%	6.16%
净利润(百万元)	6,509	15,673	22,082	25,933	28,969
净利润增长率	51.93%	140.80%	40.89%	17.44%	11.71%
EPS(元)	0.26	0.60	0.84	0.98	1.10
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.51%	22.06%	25.14%	24.27%	22.72%
P/E	31	13	9	8	7
P/B	3.6	2.9	2.4	2.0	1.6

资料来源:Wind,光大证券研究所预测,股价时间为2022-10-21

## 增持(维持)

当前价:7.93元

## 作者

分析师:王招华

执业证书编号:S0930515050001

021-52523811

wangzh@ebsecn.com

分析师:方驭涛

执业证书编号:S0930521070003

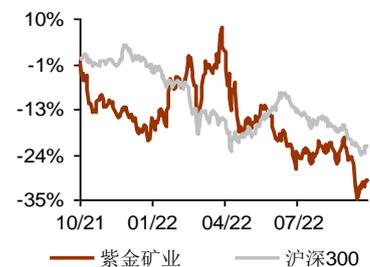
021-52523823

fangyutao@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	263.29
总市值(亿元):	2087.91
一年最低/最高(元):	7.46/12.66
近3月换手率:	43.94%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.84	3.11	-6.02
绝对	-8.96	-8.54	-28.68

资料来源:Wind

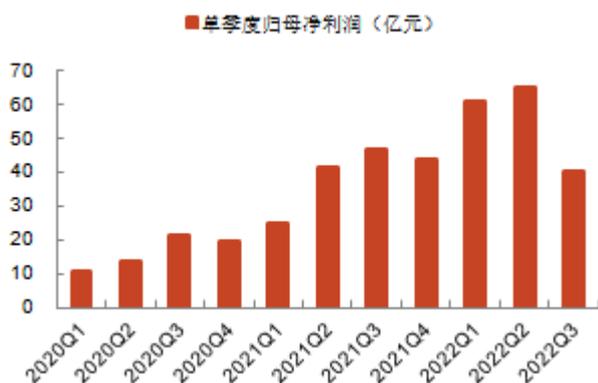
## 相关研报

铜金矿山如期放量,加速布局锂资源——紫金矿业(601899.SH)2022年半年报预告点评(2022-07-09)

收购湖南厚道矿业71%股权,权益锂资源储量超过1000万吨——紫金矿业(601899.SH)公告点评(2022-06-30)

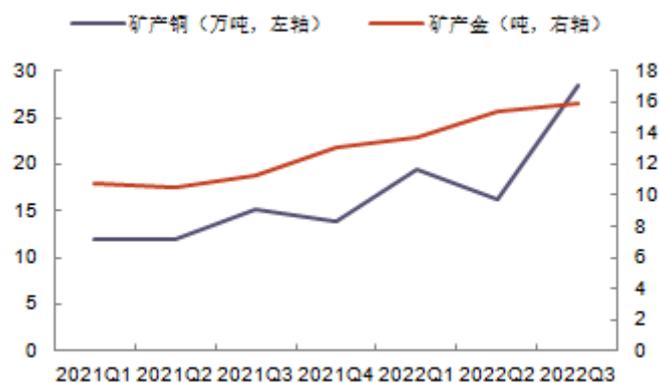
收购西藏拉果错盐湖,盐湖提锂布局再下一城——紫金矿业(601899.SH)公告点评(2022-04-30)

图 1: 公司 2022Q3 单季度归母净利润环比回落 (亿元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (2020Q1-2022Q3)

图 2: 公司 2022Q3 单季度金铜销量创新高



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所 (2021Q1-2022Q3)

表 1: 公司单季度主要财务指标

单位: 亿元	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
主营业务收入	472.91	410.68	475.02	623.61	591.12	561.27	647.71	676.87	717.34
同比增长率	79%	38%	31%	33%	25%	37%	36%	9%	21%
毛利	58.49	54.56	71.06	88.00	90.71	97.74	112.17	114.80	91.54
毛利率	12.37%	13.29%	14.96%	14.11%	15.35%	17.41%	17.32%	16.96%	12.76%
销售费用	1.46	-0.48	1.17	1.03	1.09	0.83	1.46	1.59	1.86
财务费用	5.06	3.61	4.33	3.19	3.55	3.90	3.38	1.79	3.74
管理费用	8.88	11.33	12.66	12.20	12.89	15.34	14.44	14.46	15.20
研发费用	1.23	2.08	1.30	1.87	1.83	2.70	1.77	2.66	3.56
期间费用率	3.51%	4.03%	4.10%	2.93%	3.28%	4.06%	3.25%	3.03%	3.40%
税前利润	33.01	34.50	43.51	71.19	69.71	63.53	89.11	96.59	63.07
归母净利润	21.51	19.36	25.11	41.38	46.53	43.70	61.24	65.06	40.37
净利率	4.55%	4.71%	5.29%	6.64%	7.87%	7.79%	9.45%	9.61%	5.63%
同比增长率	160%	161%	141%	200%	116%	126%	144%	57%	-13%
扣非净利润	22.46	16.56	24.77	36.36	43.77	41.91	60.43	59.81	38.99
期末净资产	692	746	794	884	922	929	1015	1111	1196
ROE (摊薄)	4.19%	3.55%	4.34%	6.57%	6.78%	6.18%	8.19%	8.34%	4.99%
存货/销售收入	9.91%	11.00%	8.97%	6.65%	8.20%	8.60%	8.75%	11.33%	10.70%
带息负债	673.7	745.3	752.2	734.3	772.9	787.4	918.1	1045.5	1140.2
货币资金	75.0	119.6	157.7	175.1	136.4	142.2	233.0	196.0	211.5
资产负债率	59.54%	59.08%	58.29%	55.49%	54.78%	55.47%	56.56%	59.11%	58.29%
存货金额	187.4	180.6	170.4	165.8	193.9	193.1	226.7	306.7	307.1
自由现金流	(10.3)	(13.0)	13.6	1.1	16.8	27.7	22.9	42.2	11.2
总股本 (亿股)	263.29	263.29	263.29	263.29	263.29	263.29	263.29	263.29	263.29
摊薄 EPS (元)	0.082	0.074	0.095	0.157	0.177	0.166	0.233	0.247	0.153

资料来源: Wind, 光大证券研究所 (2020Q3-2022Q3)

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	171,501	225,102	257,439	272,239	289,005
营业成本	151,071	190,351	215,032	223,401	234,588
折旧和摊销	6,889	7,796	8,092	8,775	9,466
税金及附加	2,499	3,460	3,862	4,084	4,335
销售费用	428	412	644	681	723
管理费用	3,846	5,309	6,076	6,425	6,821
研发费用	583	771	901	953	1,012
财务费用	1,784	1,496	1,335	1,131	792
投资收益	-522	1,692	3,000	3,000	3,000
营业利润	11,240	25,087	32,676	39,102	44,212
利润总额	10,846	24,794	32,476	38,902	44,012
所得税	2,388	5,194	6,820	8,169	9,242
净利润	8,458	19,600	25,656	30,733	34,769
少数股东损益	1,949	3,927	3,574	4,800	5,800
归属母公司净利润	6,509	15,673	22,082	25,933	28,969
EPS(元)	0.26	0.60	0.84	0.98	1.10

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	14,268	26,072	26,582	36,526	40,715
净利润	6,509	15,673	22,082	25,933	28,969
折旧摊销	6,889	7,796	8,092	8,775	9,466
净营运资金增加	1,661	4,066	8,611	2,367	2,704
其他	-790	-1,462	-12,203	-549	-424
投资活动产生现金流	-29,174	-23,765	-14,059	-11,682	-10,737
净资本支出	-13,786	-20,131	-13,000	-11,800	-10,800
长期投资变化	7,100	9,628	-1,000	-1,000	-1,000
其他资产变化	-22,488	-13,262	-59	1,118	1,063
融资活动现金流	20,928	23	-6,149	-22,768	-7,923
股本变化	0	95	0	0	0
债务净变化	27,885	4,186	128	-14,858	1,000
无息负债变化	13,080	3,794	2,569	805	1,012
净现金流	5,701	1,845	6,373	2,076	22,055

## 主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	11.9%	15.4%	16.5%	17.9%	18.8%
EBITDA 率	12.3%	15.0%	15.3%	16.9%	17.8%
EBIT 率	8.0%	11.4%	12.2%	13.6%	14.6%
税前净利润率	6.3%	11.0%	12.6%	14.3%	15.2%
归母净利润率	3.8%	7.0%	8.6%	9.5%	10.0%
ROA	4.6%	9.4%	11.1%	12.7%	12.9%
ROE (摊薄)	11.5%	22.1%	25.1%	24.3%	22.7%
经营性 ROIC	8.0%	13.4%	14.9%	17.1%	18.9%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	59%	55%	51%	43%	39%
流动比率	0.83	0.94	1.24	1.93	2.57
速动比率	0.45	0.55	0.74	1.16	1.78
归母权益/有息债务	0.77	0.91	1.12	1.69	1.98
有形资产/有息债务	1.80	2.02	2.31	3.01	3.41

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	182,313	208,595	231,682	241,435	269,919
货币资金	11,955	14,222	20,595	22,671	44,726
交易性金融资产	1,930	2,935	4,109	4,520	4,972
应收账款	1,141	2,445	2,543	2,690	2,855
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	1,195	1,386	2,060	2,178	2,312
存货	18,064	19,309	25,704	26,803	28,146
其他流动资产	3,526	4,976	5,817	6,209	6,662
流动资产合计	39,262	47,064	63,039	67,365	92,079
其他权益工具	6,482	9,416	10,416	11,416	12,416
长期股权投资	7,100	9,628	10,628	11,628	12,628
固定资产	48,546	55,597	57,233	58,533	59,126
在建工程	14,910	18,464	21,048	22,386	22,790
无形资产	46,760	47,531	47,566	47,406	47,250
商誉	314	314	314	314	314
其他非流动资产	15,710	16,798	17,444	17,740	18,076
非流动资产合计	143,051	161,530	168,644	174,070	177,840
总负债	107,717	115,698	118,395	104,342	106,355
短期借款	20,719	18,229	16,358	0	0
应付账款	5,543	7,442	8,386	8,713	9,149
应付票据	956	394	2,150	2,234	2,346
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	173	678	678	678	678
流动负债合计	47,036	50,302	50,677	34,976	35,820
长期借款	29,083	36,127	38,127	39,627	40,627
应付债券	16,110	14,247	14,247	14,247	14,247
其他非流动负债	8,945	8,679	9,002	9,150	9,318
非流动负债合计	60,681	65,395	67,718	69,366	70,534
股东权益	74,596	92,897	113,287	137,093	163,564
股本	2,538	2,633	2,633	2,633	2,633
公积金	19,929	26,573	26,573	26,573	26,573
未分配利润	27,748	39,982	56,798	75,803	96,474
归属母公司权益	56,539	71,034	87,850	106,856	127,527
少数股东权益	18,058	21,863	25,437	30,237	36,037

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	0.25%	0.18%	0.25%	0.25%	0.25%
管理费用率	2.24%	2.36%	2.36%	2.36%	2.36%
财务费用率	1.04%	0.66%	0.52%	0.42%	0.27%
研发费用率	0.34%	0.34%	0.35%	0.35%	0.35%
所得税率	22%	21%	21%	21%	21%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.12	0.20	0.26	0.32	0.36
每股经营现金流	0.56	0.99	1.01	1.39	1.55
每股净资产	2.23	2.70	3.34	4.06	4.84
每股销售收入	6.76	8.55	9.78	10.34	10.98

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	31	13	9	8	7
PB	3.6	2.9	2.4	2.0	1.6
EV/EBITDA	5.9	4.0	3.4	2.8	2.3
股息率	1.5%	2.5%	3.3%	4.0%	4.5%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE