

## 参与竞标中国最大铅锌矿，加码铅锌领域布局

2023年01月16日

► **事件：2023年1月13日，公司发布公告，全资子公司紫金国控拟参与竞拍新疆维吾尔自治区自然资源厅出让的新疆和田县火烧云铅锌矿探矿权。**火烧云铅锌矿是全球著名的高品位超大型锌（铅）矿，平均海拔在5600米左右，大部分可以露天开采。火烧云铅锌矿探矿权竞拍保证金为人民币4亿元，底价（起始价）为人民币223亿元。首次缴纳比例为出让收益总额的30%（不低于人民币66.9亿元），剩余部分在转采后10年内分年度平均缴纳。

► **火烧云铅锌矿资源量大，品位高，目前处于勘探阶段。**火烧云铅锌矿为中国迄今发现的最大铅锌矿床，全球排名第六。根据中国矿业报报道，火烧云铅锌矿普查（一区）（二区）（三区）3个探矿权，面积合计约300平方千米。3个探矿权内资源总量为锌+铅金属总量1918.71万吨，工业矿体平均品位：锌23.37%、铅4.60%、锌+铅27.97%。其中Ⅲ1矿体是最主要的矿体，锌+铅金属总量1811.97万吨，其矿石量占全区的94.08%，锌+铅金属量占96.34%

► **我们判断该矿山紫金矿业竞标成功率较高。本次竞标条件苛刻。**主要体现在两点：①资金要求高；②矿山勘探、开发的业务能力要求高。一方面，本次竞标对参与公司的资金要求高。另一方面，矿山仍处于勘探阶段，且地处高原，后续的开发难度也较大，要在要求期限内完成探转采及矿山的建设投产具备较高的挑战性。**公司在资金实力和矿山勘探、开发的业务能力方面均具备较大的优势。**①公司具备较强的资金实力，本次收购金额不会使公司正常的生产经营产生较大压力。②公司具备多个高海拔、超大型项目的开发运营成功经验。已建成的项目包括青海德尔尼铜矿（海拔4000米）、西藏巨龙铜矿（海拔5200米），在建的项目包括西藏拉果错盐湖（海拔4500米）、阿根廷3Q盐湖（海拔4100米）。③公司具备多个大型锌（铅）矿山开发和冶炼项目的成功经验，在新疆乌恰县已建成大型的紫金锌业、紫金有色等锌矿及冶炼产业基地。

► **此外，本次竞标也符合公司的发展战略，若成功竞标，公司的铅锌资源量和产量将获得显著提升。**随着公司体量的增加，小型矿山已经难以形成可观的边际增量，需要大型矿山的加持。本次若公司成功中标，将提升公司锌（铅）资源储量和产量，公司有望成为全球第二大锌（铅）企业，加强公司在全球锌（铅）行业的地位和话语权。

► **投资建议：**我们预计公司主要产品铜金锌在未来几年均将保持增长，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。考虑到本次竞标不确定性仍较大，我们维持公司的盈利预测，预计2022-2024年公司实现归母净利润212亿元、241亿元、268亿元，对应1月13日收盘价的PE为14x、13x和11x，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**竞拍失败、矿山建设进度不及预期、资金压力较大的风险等。

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	225102	271137	331353	387034
增长率（%）	31.3	20.5	22.2	16.8
归属母公司股东净利润（百万元）	15673	21176	24110	26767
增长率（%）	140.8	35.1	13.9	11.0
每股收益（元）	0.60	0.80	0.92	1.02
PE	19	14	13	11
PB	4.3	3.7	3.1	2.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2023年1月13日收盘价）

## 推荐

维持评级

当前价格：

11.55元



## 分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

## 分析师 张航

执业证书：S0100522080002

邮箱：zhanghang@mszq.com

## 分析师 张建业

执业证书：S0100522080006

邮箱：zhangjianye@mszq.com

## 研究助理 张弋清

执业证书：S0100121120057

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

## 相关研究

- 紫金矿业 (601899.SH) 2022 年第三季度业绩点评：价跌本升 Q3 业绩承压，内生增长+外延并购持续发力-2022/10/24
- 紫金矿业 (601899.SH) 动态报告：底部收购 Rosebel 金矿，优质资源再下一城-2022/10/20
- 紫金矿业 (601899.SH) 2022 年半年度业绩点评：量价齐升业绩创新高，期待“两湖一矿”锂资源放量-2022/08/15
- 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

# 目录

<b>1 事件：参与竞拍新疆火烧云铅锌矿探矿权</b> .....	<b>3</b>
<b>2 火烧云：全国最大铅锌矿</b> .....	<b>3</b>
<b>3 我们判断该矿山紫金矿业竞标成功率较高</b> .....	<b>6</b>
3.1 竞标条件苛刻.....	6
3.2 公司具备资金和技术优势.....	6
<b>4 盈利预测与投资建议</b> .....	<b>10</b>
<b>5 风险提示</b> .....	<b>11</b>
<b>插图目录</b> .....	<b>13</b>
<b>表格目录</b> .....	<b>13</b>

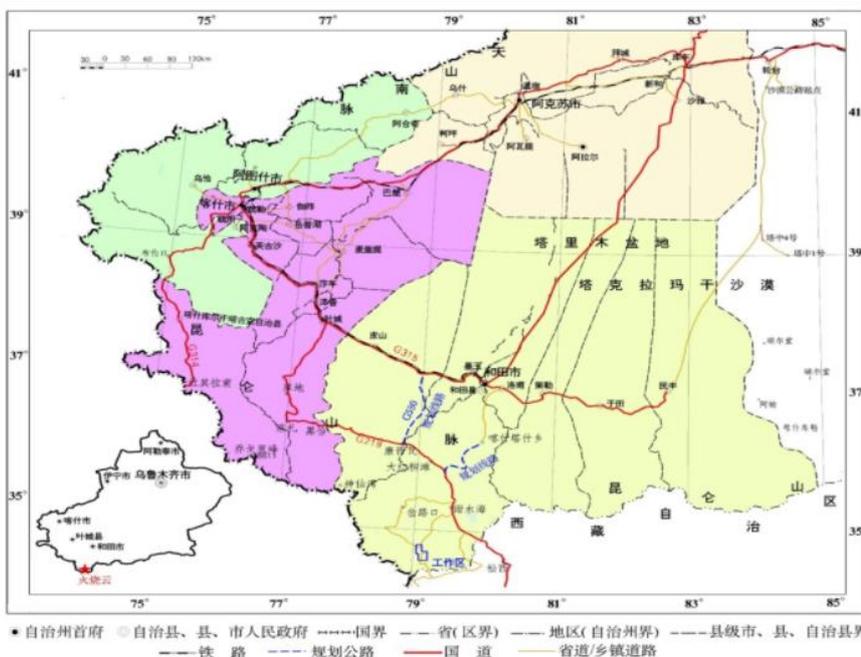
## 1 事件：参与竞拍新疆火烧云铅锌矿探矿权

2023年1月13日，公司发布公告，全资子公司紫金国控拟参与竞拍新疆维吾尔自治区自然资源厅出让的新疆和田县火烧云铅锌矿探矿权。该探矿权核心区估算锌铅资源金属总量1,880.89万吨，锌+铅平均品位27.97%（锌23.37%，铅4.6%），是全球著名的高品位超大型锌（铅）矿，平均海拔在5600米左右，大部分可以露天开采。火烧云铅锌矿探矿权竞拍保证金为人民币4亿元，底价（起始价）为人民币223亿元。首次缴纳比例为出让收益总额的30%（不低于人民币66.9亿元），剩余部分在转采后10年内分年度平均缴纳。

## 2 火烧云：全国最大铅锌矿

**位置与交通：地处高原，建设难度较大。**项目区位于新疆西南部喀喇昆仑山主脊北部、林济塘凹地西南侧，和田市到矿区直线距离约290千米，叶城县—甜水海—火烧云，全程约704千米，其中甜水海沿河温边防公路向南至工区102千米为砂石路面。矿区地处喀喇昆仑山脉主脊北侧，海拔高度5343~5839米，平均海拔在5600米左右，为高原高山地貌区，严重缺氧。

图1：项目区交通位置图



资料来源：矿业界，民生证券研究院

依据《新疆和田县火烧云铅锌矿探矿权出让招标文件》，矿区设一区、二区、三区3个探矿权，总面积为292.19平方公里，由新疆地矿局第八地质大队于2011年探获，已经完成两轮普查。矿区分上、下两个含矿层，矿体厚度大、埋藏浅、品

位高，大部分为隐伏矿体，地表偶见露头。探矿权有效期为 5 年，届满可申请延续。

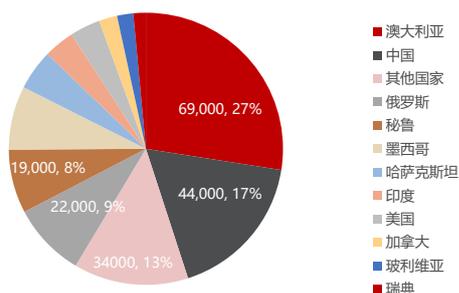
**表1：火烧云铅锌矿探矿权基本情况**

序号	项目名称	勘察面积 (平方公里)	矿种	备注
1	新疆和田县火烧云铅锌矿普查 (一区)	98.79	铅锌矿	三个探矿权整体打包出让，探矿权有效期限为 5 年，届满可依法申请延续。
2	新疆和田县火烧云铅锌矿普查 (二区)	93.06		
3	新疆和田县火烧云铅锌矿普查 (三区)	100.34		

资料来源：公司公告，民生证券研究院

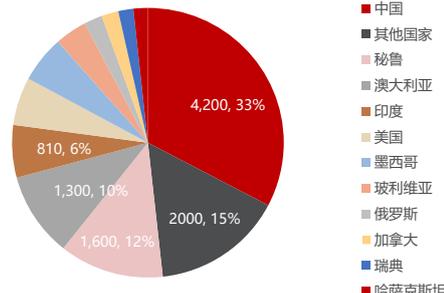
我国铅锌矿资源总体丰富，储量第二，产量世界第一，但大型矿山较少。火烧云铅锌矿为中国迄今发现的最大铅锌矿床，全球排名第六。我国铅锌矿主要分布在广东、广西、湖南等地，我国铅矿资源的总体特征是：富矿少，低品位矿多；大型矿少，中小型矿多；开采难度较大。

**图2：2021 年全球锌储量分布 (单位：千吨)**



资料来源：USGS，民生证券研究院

**图3：2021 年全球矿山锌产量分布 (单位：千吨)**



资料来源：USGS，民生证券研究院

**表2：我国部分铅锌矿资源量排名**

名称	资源量 (万吨)	平均品位 (%)
火烧云铅锌矿	1880.89	铅 4.6、锌 23.37、铅+锌 27.97
江苏栖霞山铅锌矿	548.5	铅 4.58、锌 7.24%
彩霞山铅锌矿	517.9	铅 0.47-1.91、锌 1.29-6.13、铅+锌 1.69-7.79 (集中在 3.0-5.0)
大脑坡铅锌矿	451	-
乌拉根铅锌矿	448	铅 0.25-0.36、锌 2.24-3.41
杨家寨铅锌矿	340	锌 1.01-3.27
马元铅锌矿 (南矿带)	221.7	-
清水塘铅锌矿	192	铅+锌 2.5-3.0

资料来源：《中国铅锌矿资源调查报告》，矿业界，民生证券研究院

注：资源量数据为 333+334 口径

**表3：2020 年全球资源储量前十大铅锌矿床**

名称	国家	主要产品	锌金属量 (万吨)	锌品位	铅金属量 (万吨)	铅品位	总资源储量 (万吨)	铅锌品位
检德	朝鲜	锌铅银	5600	—	1400	—	7000	7~10
Mtisa	澳大利亚	锌铅银	3953	5.9	2211	3.3	6164	9.2
Selwyn	加拿大	锌铅银	2049	4.80	665	1.56	2714	6.35
McArthurRiver	澳大利亚	锌铅银	1805	9.6	846	4.5	2651	14.1
Kholodninskoye	俄罗斯	锌铅银	2120	4.09	336	0.65	2456	4.73
<b>火烧云</b>	<b>中国</b>	<b>锌铅</b>	<b>1572</b>	<b>23.37</b>	<b>309</b>	<b>4.6</b>	<b>1881</b>	<b>27.97</b>
Gamsberg	南非	锌铅银	1468	6.8	114	0.53	1582	7.33
RedDog	美国	锌铅银	1199	13.46	353	3.97	1553	17.43
RampuraAgucha	印度	锌铅银	1280	12.8	210	2.1	1490	14.9
Kazzinc 矿集区	哈萨克斯坦	锌铜铅	926	1.95	377	0.79	1303	2.74

资料来源：全球铅锌矿资源分布（江少卿，2020），民生证券研究院

注：其中火烧云铅锌矿数据已更新至公告对应资源量和品位

**火烧云铅锌矿资源量大，品位高。**根据中国矿业报报道，火烧云铅锌矿普查（一区）（二区）（三区）3个探矿权，面积分别为98.79平方千米、93.06平方千米和100.34平方千米。勘探区备案资源量：矿石量6091.91万吨，锌金属量1423.92万吨，铅金属量280.08万吨，锌+铅金属总量1704.00万吨。工业矿体平均品位：锌23.37%、铅4.60%、锌+铅27.97%。二区普查资源量为：在核心区III1矿体扩大部分及新增的9个铅锌矿体共探求资源量（333+334）：矿石量2029.56万吨，锌金属量148.55万吨，铅金属量28.34万吨，锌+铅金属总量176.89万吨。

（一）、（三）区预普查资源量：铅+锌金属量合计为39.63万吨，均为氧化矿，矿床平均品位：铅1.73%、锌3.75%、铅+锌5.48%。**3个探矿权内资源总量：锌+铅金属总量1918.71万吨。**其中III1矿体是最主要的矿体，锌+铅金属总量1811.97万吨，其锌+铅金属量占全区的94.44%。

矿石工业类型为铅锌碳酸盐型，矿物以菱锌矿、白铅矿为主，其次为菱铁矿；矿石有用组分为锌和铅，伴生镉、镓，矿石不能选矿富集，只能直接冶炼回收。

**表4：火烧云铅锌矿资源情况**

矿区范围	矿石量 (万吨)	锌金属量 (万吨)	锌品位	铅金属量 (万吨)	铅品位	锌铅金属总量 (万吨)	锌+铅品位
勘探区备案	6091.91	1423.92	23.37%	280.08	4.60%	1704.00	27.97%
二区普查（包括核心区III1矿体扩大部分及新增的9个铅锌矿体）	2029.56	148.55	7.32%	28.34	1.40%	176.89	8.72%
一三区预普查资源量	723.20	27.12	3.75%	12.51	1.73%	39.63	5.48%

资料来源：中国矿业报，民生证券研究院

## 3 我们判断该矿山紫金矿业竞标成功率较高

### 3.1 竞标条件苛刻

本次竞标条件苛刻，主要体现在两点：①资金要求高；②矿山勘探、开发的业务能力要求高。

一方面，本次竞标对参与公司的资金要求高。本次竞拍保证金为人民币 4 亿元，出让标的底价（起始价）为人民币 223 亿元。中标人投标函中报价即为应当缴纳的探矿权出让收益，探矿权出让收益首次缴纳比例为出让收益总额的 30%（不低于人民币 66.9 亿元），剩余部分在转采后 10 年内分年度平均缴纳。

**表5：投标时间进程**

时间	内容
2022 年 12 月 15 日至 2023 年 1 月 15 日	发布招标公告
2022 年 12 月 20 日至 2022 年 12 月 24 日	申请领取招标文件时间
2023 年 1 月 16 日 10:30 至 11:30	投标文件递交时间
2023 年 1 月 16 日 11:30	投标截止时间
2023 年 1 月 16 日 12:00	开标时间

资料来源：新疆维吾尔自治区自然资源厅官网，民生证券研究院

另一方面，矿山仍处于勘探阶段，且地处高原，后续的开采难度也较大，要在要求期限内完成探转采及矿山的建设投产具备较高的挑战性。本次招标出让对开发进度和建设提出明确要求，中标人须在取得探矿权后 1 年内依法转采；2 年内完成全部区域的勘探工作；3 年内按照绿色矿山建成达产达效，开采规模不低于 200 万吨/年、冶炼规模 60 万吨/年以上；5 年内在和田地区建成下游铅蓄电池、锌合金、铝合金、铅材、PVC 稳定剂、锌粉、氧化锌等深加工产业链，年产值不低于 150 亿元；吸纳当地群众就业不低于企业全部的 50%。

**表6：对中标人开发进度及建设的要求**

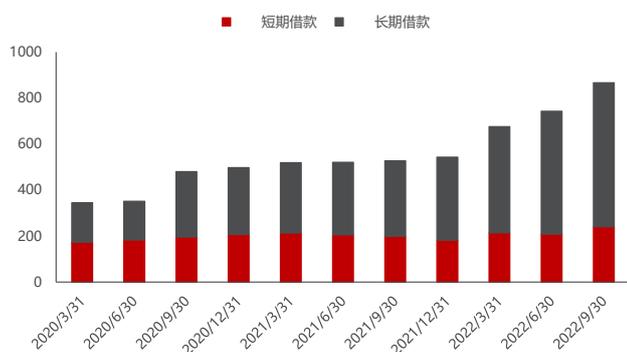
期限	要求
1 年内	中标人须在取得探矿权后 1 年内依法转采
2 年内	2 年内完成全部区域的勘探工作
3 年内	3 年内按照绿色矿山建成达产达效，开采规模不低于 200 万吨/年、冶炼规模 60 万吨/年以上
5 年内	5 年内在和田地区建成下游铅蓄电池、锌合金、铝合金、铅材、PVC 稳定剂、锌粉、氧化锌等深加工产业链，年产值不低于 150 亿元
-	吸纳当地群众就业不低于企业全部的 50%

资料来源：新疆维吾尔自治区自然资源厅官网，民生证券研究院

### 3.2 公司具备资金和技术优势

公司具备较强的资金实力，本次收购金额不会使公司正常的生产经营产生较大压力。2022 年为公司收购大年，但公司通过可转债融资等方式优化债务结构，

分摊了资金压力。本次竞标底价需支付的金额为 67 亿元，占公司截止到 2022Q3 归母净资产的 7.9%。截至 2022 年 9 月底，公司借款总额为 867.3 亿元，资产负债率为 58.29%，仍低于 60%。同时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4：公司短期借款和长期借款情况（单位：亿元）**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图5：公司资产负债率变化**


资料来源：wind，民生证券研究院

**公司具备多个高海拔、超大型项目的开发运营成功经验。**火烧云铅锌矿平均海拔在 5600 米左右，自然条件恶劣。公司具备多个高海拔、超大型项目的开发运营成功经验，先后建成运营青海德尔尼铜矿、西藏巨龙铜矿，另有西藏拉果错盐湖、阿根廷 3Q 锂盐湖等项目在建。其中，西藏巨龙铜矿地处青藏高原 5300 米高寒区域，为国内现已探明的最大斑岩型铜矿，公司 2020 年接手后一年半即建成投产，2022 年产铜 11.5 万吨。

**表7：公司具备丰富的高海拔、超大型矿山开发经验**

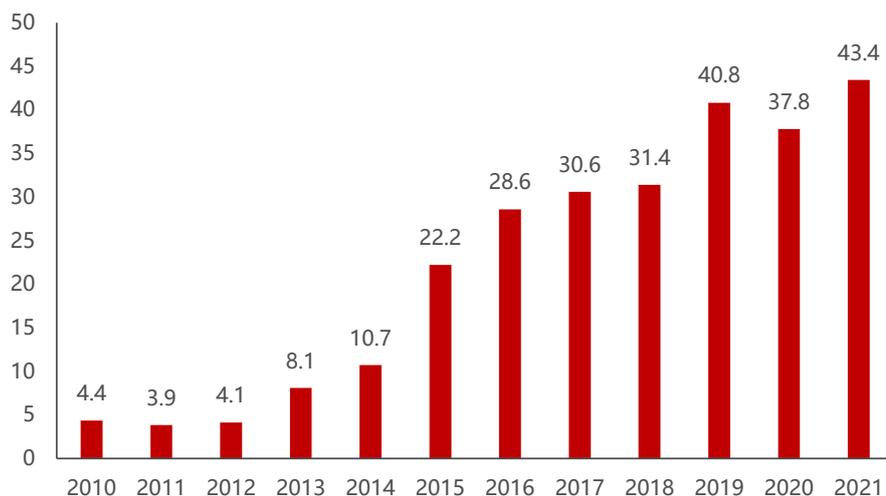
矿山	矿种	建设时间	海拔高度（米）	备注
青海德尔尼铜矿	铜矿	2004 年 8 月开工，2006 年 11 月建成投产	4000	露采+浮选。铜资源量 13 万吨，品位 1.12%，2021 年产量矿产铜 4069 吨
西藏巨龙铜矿	铜矿	2020 年 6 月收购，2021 年 12 月一期投产	5200	露采+浮选。铜资源量 1377 万吨，品位 0.38%，2022 年铜产量 11.5 万吨。
西藏拉果错盐湖	锂盐湖	在建	4500	吸附+膜法。一期产量拟调整为 2 万吨/年碳酸锂，二期建设投产后产量拟提升到 5 万吨/年碳酸锂。
阿根廷 3Q 盐湖	锂盐湖	在建	4100	晒卤法。碳酸锂当量资源量 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。

资料来源：公司公告，公司官网，民生证券研究院

**公司具备多个大型锌（铅）矿山开发和冶炼项目的成功经验。**公司在地质勘

探、难选冶矿石处理以及高原绿色矿业开发、大型锌冶炼项目建设等方面均有行业领先优势。公司在新疆乌恰县已建成大型的紫金锌业、紫金有色等锌矿及冶炼产业基地，在内蒙古巴彦淖尔及境外的俄罗斯图瓦、厄立特里亚等地区和国家已建成大型的锌冶炼及矿山基地。同时，公司多项锌冶炼技术获国家级和省级科技进步奖，亦为火烧云铅锌矿的开发、冶炼提供了技术保障。

**图6：公司历年的铅锌矿产量合计（单位：万吨）**



资料来源：公司公告，民生证券研究院

**表8：公司主要铅锌企业和矿山 2021 年产量**

主要企业或矿山	权益	2021			2021 同比		
		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 %
碧沙矿业	55%	129,641		129,641	6.32%		6.32%
新疆紫金锌业	100%	142,084	20,188	162,272	29.03%	23.04%	28.25%
乌拉特后旗紫金	95%	50,432	10,662	61,094	5.81%	10.66%	6.63%
俄罗斯图瓦龙兴	70%	62,183	4,398	66,581	26.69%	40.15%	27.50%
新疆阿舍勒铜业	51%	11,397		11,397	-5.89%		-5.89%
其他矿山合计		706	2,694	3,400	-42.46%	-60.91%	-58.12%
<b>总计</b>		<b>396,443</b>	<b>37,942</b>	<b>434,385</b>	<b>15.87%</b>	<b>5.18%</b>	<b>14.85%</b>

资料来源：公司公告，民生证券研究院

此外，本次竞标也符合公司的发展战略，若成功竞标，公司的铅锌资源量和产量将获得显著提升。随着公司体量的增加，小型矿山已经难以形成可观的边际增量，火烧云铅锌矿为全球罕见的世界级高品位矿床，规模巨大且可露天开采，为难得一遇的大型优质矿山。铅锌矿为公司主营矿种之一，公司现拥有锌（铅）资源量合计 1,088 万吨（位居全球第 9），其中控制锌资源量 629.5 万吨，2021 年度产锌（铅）43.4 万吨（位居全球第 4），其中锌产量 39.6 万吨。若公司成功中标、开发，将极

大提升公司锌（铅）资源储量和产量，公司有望成为全球第二大锌（铅）企业，加强公司在全球锌（铅）行业的地位和话语权。

**表9：全球矿产锌产量前十大公司**

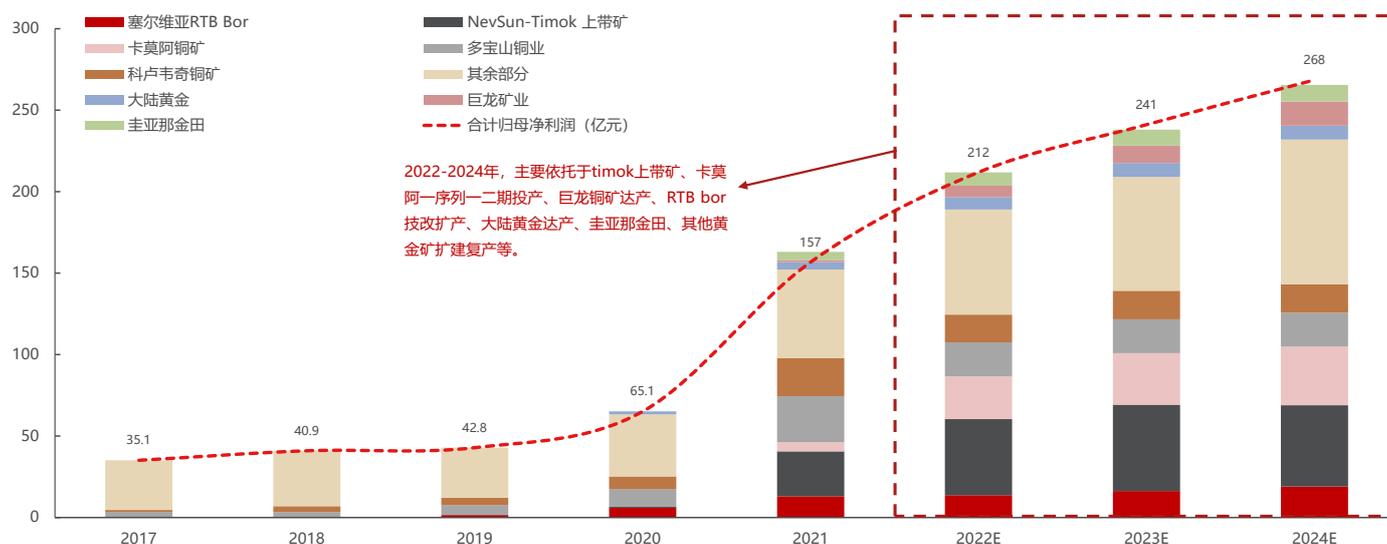
公司	2021 年控制的锌资源量(万吨)	2021 年控制的矿石储量 (万吨)	2021 年锌矿石品位	2021 年锌产量 (万吨)
嘉能可	2493.56	1123.70	7.53%	96.99
韦丹塔	2645.80	1578.31	7.39%	90.60
泰克资源	842.05	723.06	9.88%	60.70
<b>紫金矿业</b>	<b>629.46</b>	<b>202.54</b>	<b>2.62%</b>	<b>39.64</b>
Nexa	239.08	151.33	3.44%	35.67
托克	-	-	2.30%	32.50
博利登	68.13	31.40	3.74%	26.80
五矿资源	417.00	165.92	10.06%	24.98
驰宏锌锗	1325.71	117.05	9.15%	24.13
博尔坎	147.22	37.20	6.43%	22.01

资料来源：各公司公告，民生证券研究院整理

## 4 盈利预测与投资建议

我们预计公司产品铜金锌在未来几年均将保持增长，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。考虑到本次竞标不确定性仍较大，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 212 亿元、241 亿元、268 亿元，对应 1 月 13 日收盘价的 PE 为 14x、13x 和 11x，维持“推荐”评级。

图7：我们预计，紫金矿业 2022-2024 年将分别实现归母净利润 212、241 和 268 亿元（单位：亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

## 5 风险提示

**1) 竞拍失败的风险。**本次竞拍还有其他参与者，是否最终能竞拍得到火烧云铅锌矿的勘探权仍具备较大不确定性。

**2) 矿山建设进度不及预期的风险。**矿区位于人烟稀少的高海拔高寒地区，基础设施差，将给项目的开发建设带来严峻挑战。

**3) 资金压力较大的风险。**短期投资需要一定的资金，同时后续投资金额或也较大，会对公司产生较大资金压力。

## 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	225102	271137	331353	387034
营业成本	190351	229024	283425	334384
营业税金及附加	3460	3660	4473	5031
销售费用	412	895	994	1045
管理费用	5309	6101	7290	8321
研发费用	771	1003	1127	1161
EBIT	25670	30454	34045	37091
财务费用	1496	2534	2943	3029
资产减值损失	-598	-141	-142	-132
投资收益	1692	4067	4970	5806
营业利润	25087	31937	36656	40542
营业外收支	-293	-244	-222	-230
利润总额	24794	31693	36434	40311
所得税	5194	5388	6194	6853
净利润	19600	26305	30240	33458
归属于母公司净利润	15673	21176	24110	26767
EBITDA	33865	39843	44573	48715

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	14222	50695	50695	65903
应收账款及票据	2445	2388	3026	3604
预付款项	1782	2204	2689	3181
存货	19309	25457	30983	36320
其他流动资产	9306	14894	21006	27060
流动资产合计	47064	95636	108400	136068
长期股权投资	9628	10931	12455	14073
固定资产	55597	66625	75946	83363
无形资产	47531	55725	63845	70765
非流动资产合计	161530	177970	194317	208342
资产合计	208595	273606	302717	344410
短期借款	18229	24488	24979	24681
应付账款及票据	7837	9519	11811	13895
其他流动负债	24237	27788	31866	35433
流动负债合计	50302	61795	68656	74009
长期借款	36127	63698	64698	76569
其他长期负债	29268	37911	37921	37931
非流动负债合计	65395	101609	102619	114500
负债合计	115698	163404	171275	188509
股本	2633	2633	2633	2633
少数股东权益	21863	26992	33122	39814
股东权益合计	92897	110202	131442	155901
负债和股东权益合计	208595	273606	302717	344410

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
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	31.25	20.45	22.21	16.80
EBIT 增长率	90.46	18.64	11.79	8.95
净利润增长率	140.80	35.11	13.86	11.02
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	15.44	15.53	14.46	13.60
净利润率	8.71	9.70	9.13	8.64
总资产收益率 ROA	7.51	7.74	7.96	7.77
净资产收益率 ROE	22.06	25.45	24.52	23.06
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.94	1.55	1.58	1.84
速动比率	0.52	1.10	1.09	1.30
现金比率	0.28	0.82	0.74	0.89
资产负债率 (%)	55.47	59.72	56.58	54.73
<b>经营效率</b>				
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	0.99	1.09	1.12
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.60	0.80	0.92	1.02
每股净资产	2.70	3.16	3.73	4.41
每股经营现金流	0.99	1.13	1.36	1.49
每股股利	0.20	0.34	0.34	0.34
<b>估值分析</b>				
PE	19	14	13	11
PB	4.3	3.7	3.1	2.6
EV/EBITDA	10.87	9.39	8.43	7.64
股息收益率 (%)	1.73	2.96	2.96	2.96

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	19600	26305	30240	33458
折旧和摊销	8195	9389	10528	11624
营运资金变动	-1320	-6047	-4472	-4888
经营活动现金流	26072	29751	35803	39128
资本开支	-20131	-25508	-25764	-24453
投资	-2915	-2259	-3399	-3487
投资活动现金流	-23765	-24074	-24193	-22134
股权募资	2759	0	0	0
债务募资	17017	43076	1500	11584
筹资活动现金流	23	30796	-11609	-1786
现金净流量	1845	36473	0	15208

## 插图目录

图 1: 项目区交通位置图.....	3
图 2: 2021 年全球锌储量分布 (单位: 千吨) .....	4
图 3: 2021 年全球矿山锌产量分布 (单位: 千吨) .....	4
图 4: 公司短期借款和长期借款情况 (单位: 亿元) .....	7
图 5: 公司资产负债率变化 .....	7
图 6: 公司历年的铅锌矿产量合计 (单位: 万吨) .....	8
图 7: 我们预计, 紫金矿业 2022-2024 年将分别实现归母净利润 212、241 和 268 亿元 (单位: 亿元) .....	10

## 表格目录

盈利预测与财务指标 .....	1
表 1: 火烧云铅锌矿探矿权基本情况.....	4
表 2: 我国部分铅锌矿资源量排名 .....	4
表 3: 2020 年全球资源储量前十大铅锌矿床.....	5
表 4: 火烧云铅锌矿资源情况 .....	5
表 5: 投标时间进程 .....	6
表 6: 对中标人开发进度及建设的要求.....	6
表 7: 公司具备丰富的高海拔、超大型矿山开发经验.....	7
表 8: 公司主要铅锌企业和矿山 2021 年产量.....	8
表 9: 全球矿产锌产量前十大公司.....	9
公司财务报表数据预测汇总.....	12

## 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
	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