

分析师: 刘智
 登记编码: S0730520110001
 liuzhi@ccnew.com 021-50586775
 研究助理: 李泽森
 登记编码: S0730121070006
 lizs1@ccnew.com 021-50586702

拟参与竞拍火烧云铅锌探矿权, 有望进一步提升行业地位

——紫金矿业(601899)公司点评报告

证券研究报告-公司点评报告

增持(维持)

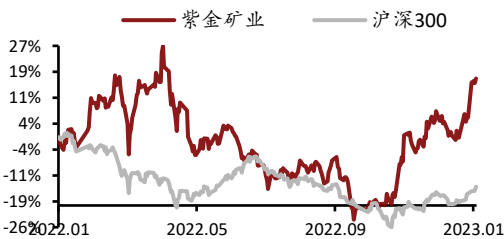
市场数据(2023-01-13)

| | |
|-------------|------------|
| 收盘价(元) | 11.55 |
| 一年内最高/最低(元) | 12.74/7.48 |
| 沪深 300 指数 | 4,074.38 |
| 市净率(倍) | 3.61 |
| 流通市值(亿元) | 2,367.14 |

基础数据(2022-09-30)

| | |
|--------------|---------------------------|
| 每股净资产(元) | 3.20 |
| 每股经营现金流(元) | 0.83 |
| 毛利率(%) | 15.60 |
| 净资产收益率_摊薄(%) | 19.76 |
| 资产负债率(%) | 58.29 |
| 总股本/流通股(万股) | 2,632,817.22/2,049,468.16 |
| B 股/H 股(万股) | 0.00/573,694.00 |

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券

相关报告

《紫金矿业(601899)季报点评: 营收稳步提升, 产业布局不断优化》 2022-11-03

《紫金矿业(601899)公司深度分析: 持续扩张优质资源, 向国际矿业巨头迈进》

2020-04-19

《紫金矿业(601899)中报点评: 铜、锌价格低迷导致业绩下滑, 多矿种资源优势熨平周期波动》 2019-08-30

联系人: 马巍琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

投资要点:

- 公司全资子公司紫金国控拟参与竞拍新疆和田县火烧云铅锌矿探矿权。**火烧云铅锌矿为中国迄今发现的最大铅锌矿床, 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 292.19km², 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。3 个探矿权范围内总矿石量超 8,000 万吨, 估算铅锌金属资源量 1,922.71 万吨, 其中, 二区为主矿区, 估算铅锌资源量 1,880.89 万吨, 平均品位锌+铅 27.97% (锌 23.37%、铅 4.60%), 已发现矿体 13 个。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。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 年内和田地区建成下游铅蓄电池、锌合金、铅合金、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员的 50%。
- 若成功竞拍将显著增加公司铅锌资源储备和产量。**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。铅锌矿为公司主营矿种之一, 公司现拥有锌(铅)资源量 1,088 万吨(位居全球第 9), 2021 年度产锌(铅) 43.4 万吨(位居全球第 4)。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, 有望成为全球第二大锌(铅)企业, 增强公司在全球锌(铅)行业的地位和话语权。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。参与竞拍存在的风险主要有火烧云铅锌矿权益金及后续投资金额大, 对公司将产生较大资金压力; 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。
- 公司已通过要约式以 40.6 亿收购招金矿业 20% 股权, 成为第二大股东。**招金矿业是国内领先的黄金生产商和国内最大的黄金冶炼企业之一, 拥有黄金资源量为 1219 吨, 铜资源量为 32 万吨;

发布日期: 2023 年 01 月 16 日

黄金权益资源量为 942 吨，铜权益资源量为 26 万吨；核心矿山包括大尹格庄金矿、夏甸金矿、海域金矿以及甘肃早子沟金矿等，保有金资源量分别为 234 吨、128 吨、52 吨、562 吨，平均品位分别为 2.52 克/吨、3.06 克/吨、3.86 克/吨和 4.2 克/吨；加工金业务方面目前拥有超过 2,000 吨/日的金精矿冶炼能力；在建的海域金矿为近年来中国境内发现的最大的金矿，将于 2025 年建成投产，达产后年产黄金约 15-20 吨，且生产成本较低，预期经济效益显著，交易完成后，紫金矿业按 20% 权益计算黄金资源量将增加 188 吨，权益矿产金年产量增加约 4 吨；海域金矿投产后，公司权益矿产金年产量预计将再增加 6.6-8.8 吨（按合计持有海域金矿 44% 权益），有助于进一步巩固和提升公司在全球黄金行业的地位。风险主要为海域金矿是标的公司最大增量项目，其矿床为海底超深井矿，在采矿方面较大的挑战，项目能否如期实现投产、达产对标的公司影响较大；以及金价未来走势将影响标的公司的盈利和估值。

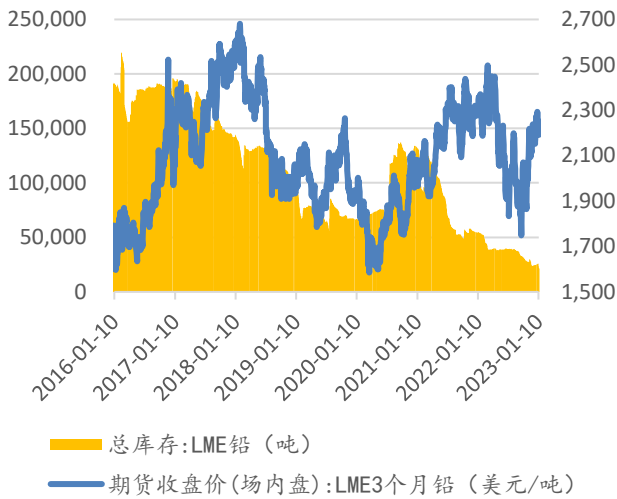
- **给予公司“增持”投资评级。**预计公司 2022、2023 和 2024 年全面摊薄后的 EPS 分别为 0.73 元、0.78 元和 0.87 元，按照 1 月 13 日 11.55 元的收盘价计算，对应的 PE 分别为 15.40 倍、14.25 倍和 13.25 倍。美联储加息预期放缓，美国衰退预期增强，利好黄金价格；下游需求方面电力投资和黄金消费保持稳步增长，新能源汽车产销保持高增速，随着未来公司铜、金、锂、铅锌等金属矿勘探开采以及新建产能的建成和释放，预计公司营收和盈利会继续保持增长；目前公司估值水平相对合理，结合行业发展前景及公司行业地位，首次给予公司“增持”投资评级。

风险提示：（1）美联储加息超预期；（2）国际宏观经济下行；（3）地缘政治冲突加剧；（4）行业政策发生变化；（5）铜、黄金价格大幅波动；（6）下游需求不及预期；（7）公司产能供给不及预期。

| | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 171,501 | 225,102 | 269,133 | 303,136 | 338,301 |
| 增长比率（%） | 26.01 | 31.25 | 19.56 | 12.63 | 11.60 |
| 净利润（百万元） | 6,509 | 15,673 | 19,749 | 21,337 | 22,944 |
| 增长比率（%） | 51.93 | 140.80 | 26.01 | 8.04 | 7.53 |
| 每股收益(元) | 0.25 | 0.60 | 0.75 | 0.81 | 0.87 |
| 市盈率(倍) | 46.72 | 19.40 | 15.40 | 14.25 | 13.25 |

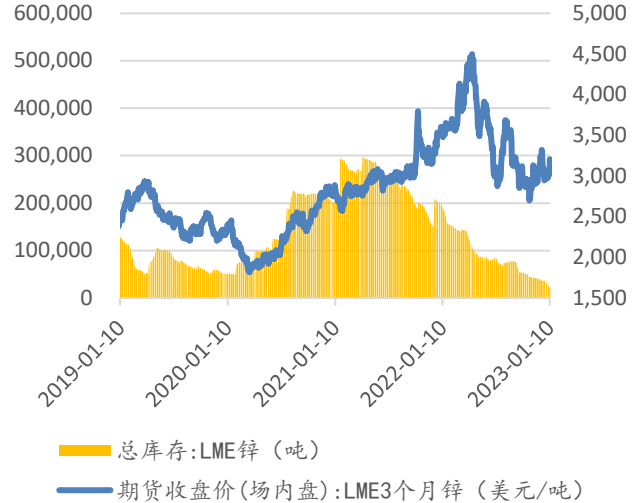
资料来源：中原证券

图 1: LME 铅价及库存走势



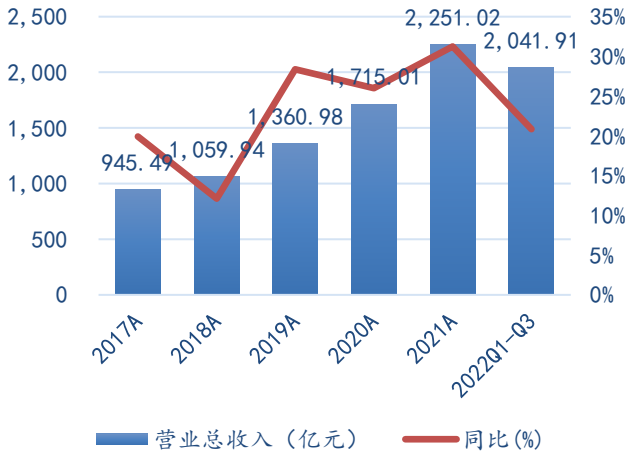
资料来源: Wind, 中原证券

图 2: LME 锌价及库存走势



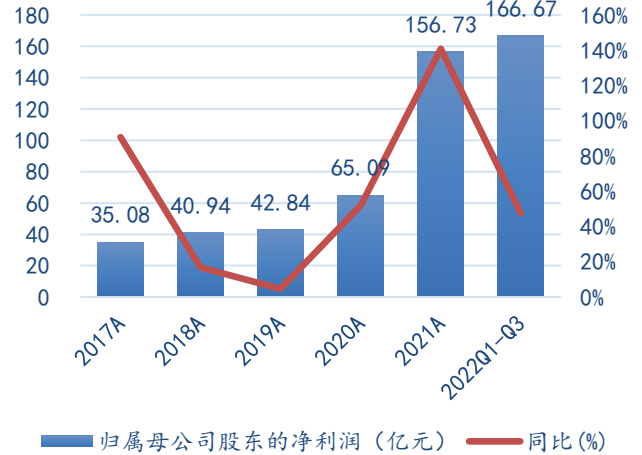
资料来源: Wind, 中原证券

图 3: 截至 2022 年三季报公司营收及同比



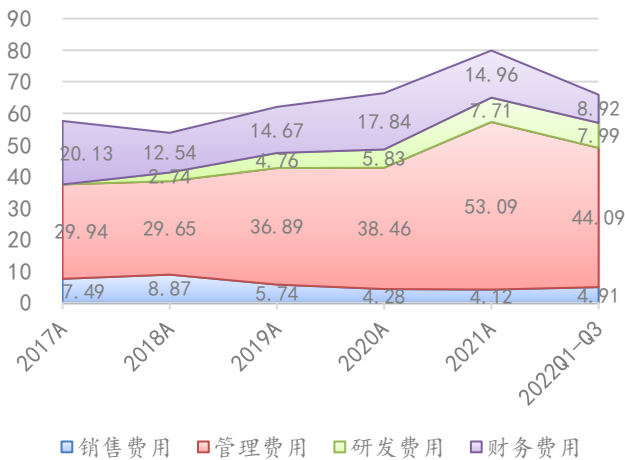
资料来源: Wind, 中原证券

图 4: 截至 2022 年三季报公司归母净利润及同比



资料来源: Wind, 中原证券

图 5: 公司期间费用 (亿元)



资料来源: Wind, 中原证券

图 6: COMEX 黄金价格与美元指数走势



源: Wind, 中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 流动资产 | 39,262 | 47,064 | 79,887 | 90,222 | 110,479 |
| 现金 | 11,955 | 14,222 | 17,261 | 27,665 | 39,500 |
| 应收票据及应收账款 | 1,141 | 2,445 | 10,757 | 10,349 | 12,204 |
| 其他应收款 | 1,195 | 1,386 | 3,070 | 1,949 | 3,615 |
| 预付账款 | 1,410 | 1,782 | 2,721 | 2,890 | 3,326 |
| 存货 | 18,064 | 19,309 | 32,780 | 31,726 | 34,155 |
| 其他流动资产 | 5,496 | 7,920 | 13,298 | 15,643 | 17,679 |
| 非流动资产 | 143,051 | 161,530 | 205,675 | 219,009 | 232,006 |
| 长期投资 | 7,100 | 9,628 | 15,628 | 15,628 | 15,628 |
| 固定资产 | 48,546 | 55,597 | 70,938 | 77,184 | 83,601 |
| 无形资产 | 46,760 | 47,531 | 68,841 | 73,406 | 78,479 |
| 其他非流动资产 | 40,645 | 48,774 | 50,268 | 52,790 | 54,298 |
| 资产总计 | 182,313 | 208,595 | 285,562 | 309,230 | 342,485 |
| 流动负债 | 47,036 | 50,302 | 71,134 | 68,352 | 73,524 |
| 短期借款 | 20,719 | 18,229 | 25,105 | 19,982 | 19,982 |
| 应付票据及应付账款 | 6,499 | 7,837 | 10,826 | 10,518 | 13,440 |
| 其他流动负债 | 19,818 | 24,237 | 35,202 | 37,852 | 40,102 |
| 非流动负债 | 60,681 | 65,395 | 102,112 | 101,891 | 101,567 |
| 长期借款 | 29,083 | 36,127 | 63,789 | 64,789 | 66,789 |
| 其他非流动负债 | 31,598 | 29,268 | 38,323 | 37,102 | 34,778 |
| 负债合计 | 107,717 | 115,698 | 173,246 | 170,243 | 175,091 |
| 少数股东权益 | 18,058 | 21,863 | 26,803 | 32,137 | 37,600 |
| 股本 | 2,538 | 2,633 | 2,632 | 2,632 | 2,632 |
| 资本公积 | 18,610 | 25,206 | 25,203 | 25,203 | 25,203 |
| 留存收益 | 29,068 | 41,349 | 55,832 | 77,168 | 100,112 |
| 归属母公司股东权益 | 56,539 | 71,034 | 85,513 | 106,850 | 129,794 |
| 负债和股东权益 | 182,313 | 208,595 | 285,562 | 309,230 | 342,485 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 经营活动现金流 | 14,268 | 26,072 | 13,063 | 32,701 | 28,289 |
| 净利润 | 8,458 | 19,600 | 24,689 | 26,671 | 28,407 |
| 折旧摊销 | 7,506 | 8,195 | 3,966 | 2,965 | 3,018 |
| 财务费用 | 1,870 | 1,616 | 2,399 | 2,926 | 2,902 |
| 投资损失 | -331 | -2,161 | -3,660 | -3,395 | -3,654 |
| 营运资金变动 | -2,842 | -1,320 | -14,610 | 3,187 | -2,595 |
| 其他经营现金流 | -392 | 142 | 280 | 347 | 211 |
| 投资活动现金流 | -29,174 | -23,765 | -46,761 | -14,257 | -13,597 |
| 资本支出 | -13,786 | -20,131 | -42,289 | -16,280 | -15,722 |
| 长期投资 | -13,154 | -2,915 | -7,865 | -1,140 | -1,281 |
| 其他投资现金流 | -2,234 | -719 | 3,392 | 3,162 | 3,407 |
| 筹资活动现金流 | 20,928 | 23 | 36,737 | -8,040 | -2,858 |
| 短期借款 | 6,278 | -2,490 | 6,876 | -5,123 | 0 |
| 长期借款 | 15,257 | 7,044 | 27,662 | 1,000 | 2,000 |
| 普通股增加 | 0 | 95 | -1 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -80 | 6,596 | -3 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -526 | -11,221 | 2,202 | -3,916 | -4,858 |
| 现金净增加额 | 5,701 | 1,845 | 3,039 | 10,405 | 11,834 |

资料来源：中原证券

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 171,501 | 225,102 | 269,133 | 303,136 | 338,301 |
| 营业成本 | 151,071 | 190,351 | 228,683 | 258,023 | 289,234 |
| 营业税金及附加 | 2,499 | 3,460 | 4,172 | 4,729 | 5,277 |
| 营业费用 | 428 | 412 | 673 | 758 | 880 |
| 管理费用 | 3,846 | 5,309 | 6,271 | 7,124 | 7,984 |
| 研发费用 | 583 | 771 | 915 | 1,031 | 1,150 |
| 财务费用 | 1,784 | 1,496 | 1,403 | 1,718 | 2,349 |
| 资产减值损失 | -357 | -598 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 342 | 351 | 484 | 546 | 643 |
| 公允价值变动收益 | 342 | -232 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | -522 | 1,692 | 3,660 | 3,395 | 3,654 |
| 资产处置收益 | 12 | -8 | 32 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 11,240 | 25,087 | 31,193 | 33,694 | 35,724 |
| 营业外收入 | 139 | 178 | 168 | 176 | 188 |
| 营业外支出 | 532 | 471 | 480 | 523 | 399 |
| 利润总额 | 10,846 | 24,794 | 30,881 | 33,347 | 35,513 |
| 所得税 | 2,388 | 5,194 | 6,192 | 6,676 | 7,106 |
| 净利润 | 8,458 | 19,600 | 24,689 | 26,671 | 28,407 |
| 少数股东损益 | 1,949 | 3,927 | 4,940 | 5,334 | 5,463 |
| 归属母公司净利润 | 6,509 | 15,673 | 19,749 | 21,337 | 22,944 |
| EBITDA | 20,984 | 33,865 | 32,869 | 34,982 | 37,437 |
| EPS (元) | 0.25 | 0.60 | 0.75 | 0.81 | 0.87 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 (%) | 26.01 | 31.25 | 19.56 | 12.63 | 11.60 |
| 营业利润 (%) | 55.20 | 123.19 | 24.34 | 8.02 | 6.02 |
| 归属母公司净利润 (%) | 51.93 | 140.80 | 26.01 | 8.04 | 7.53 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 11.91 | 15.44 | 15.03 | 14.88 | 14.50 |
| 净利率 (%) | 3.80 | 6.96 | 7.34 | 7.04 | 6.78 |
| ROE (%) | 11.51 | 22.06 | 23.09 | 19.97 | 17.68 |
| ROIC (%) | 7.07 | 11.86 | 9.87 | 10.02 | 9.71 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 59.08 | 55.47 | 60.67 | 55.05 | 51.12 |
| 净负债比率 (%) | 144.40 | 124.54 | 154.25 | 122.49 | 104.60 |
| 流动比率 | 0.83 | 0.94 | 1.12 | 1.32 | 1.50 |
| 速动比率 | 0.38 | 0.46 | 0.54 | 0.71 | 0.89 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.12 | 1.15 | 1.09 | 1.02 | 1.04 |
| 应收账款周转率 | 164.47 | 125.52 | 43.74 | 30.00 | 30.00 |
| 应付账款周转率 | 30.44 | 29.32 | 26.95 | 27.21 | 26.97 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 (最新摊薄) | 0.25 | 0.60 | 0.75 | 0.81 | 0.87 |
| 每股经营现金流 (最新摊薄) | 0.54 | 0.99 | 0.50 | 1.24 | 1.07 |
| 每股净资产 (最新摊薄) | 2.15 | 2.70 | 3.25 | 4.06 | 4.93 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 46.72 | 19.40 | 15.40 | 14.25 | 13.25 |
| P/B | 5.38 | 4.28 | 3.56 | 2.85 | 2.34 |
| EV/EBITDA | 14.19 | 9.43 | 12.43 | 11.23 | 10.17 |

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。