

紫金矿业(601899)

报告日期: 2023年01月11日

矿业龙头全球布局加速, 量价齐升拉动业绩增长

——紫金矿业深度报告

投资要点

□ 公司为矿业龙头, 资源量雄厚, 矿业项目全球布局加速, 随着核心项目产量释放, 铜板块将迎爆发, 传统金板块产量持续增长, 行业端铜库存低位+供需错配有望推升铜价, 未来量价齐升有望推动业绩增长。

□ 矿产资源全球布局加速, 龙头地位稳固

公司为矿业龙头企业, 成立三十载, 项目经验丰富, 近年国际化进程加速, 目前, 公司在中国 15 个省(区)和海外 13 个国家拥有重要矿业投资项目。公司覆盖铜、金、锌、锂等多个矿种, 资源量雄厚。据公司披露信息, 至 2022 年, 公司持有的铜、金、锌、锂资源量分别位居全球第 7、第 9、第 7、第 9。截止 2021 年, 公司拥有铜矿资源量 6277 万吨、金矿资源量 2373 吨、锌矿资源量 962 万吨、碳酸锂资源量 763 万吨。

□ 金+铜+锌产量规模持续扩张, 前瞻性布局新能源板块

1) 铜板块: 项目投产速度较快, 产量已跻身全球第六, 2022H1 矿产铜产量 41 万吨; 2) 金板块: 公司传统业务板块, 多个技改+扩建项目, 近期陆续收购优质大型金矿项目, 产量跻身全球第九, 2022H1 矿产金产量 27 吨; 3) 锌板块: 产量跻身全球第四, 2022H1 矿产锌产量 20 万吨。4) 锂板块: 公司前瞻性布局新能源板块, 2022 年陆续收购阿根廷 3Q 盐湖锂矿、拉果错盐湖锂矿及湘源锂矿, 形成“两湖一矿”格局。

□ 未来量价齐升, 有望拉动业绩增长

公司核心项目产量将进入释放期: 1) 铜: 铜板块将迎爆发, 卡莫阿铜矿技改及三期项目、西藏巨龙铜矿二期项目、丘卡卢-佩吉铜金矿下矿带崩落法项目持续推进, 预计 2022~2024 年铜产量分别为 86/97/104 万吨。2) 金: 多个在建及技改项目, 近期收购 Rosebel 金矿、海域金矿等优质大型金矿, 预计 2022~2024 年, 公司矿产金产量分别为 56/71/74 吨。

行业端, 铜显性库存处于历史低位, 历史资本开支不足限制供给端放量, 经济复苏+新能源转型加速, 带动铜需求量增长, 看好未来铜价走强。

□ 盈利预测与估值

我们预计 2022~2024 年公司营业收入分别为 2625/2891/3148 亿元, 同比分别 +17%/+10%/9%, 2022~2024 年归母净利润分别为 208.6/263.3/328.3 亿元, 同比分别 +33%/+26%/25%, EPS 分别为 0.79/1.00/1.25 元。基于公司行业地位、业务未来增长情况及可比公司估值, 我们给予公司 2023 年 20 倍合理 PE 估值, 对应公司合理价值为 20 元/股, 首次覆盖给予公司“买入”评级。

□ 风险提示

公司金属品种产量释放不及预期; 金属价格上涨不及预期。

投资评级: 买入(首次)

分析师: 施毅

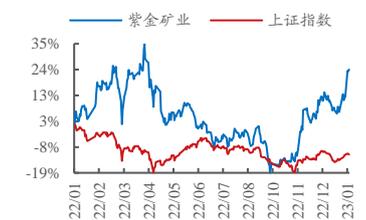
执业证书号: S1230522100002

shiyi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 11.49
总市值(百万元)	302,510.70
总股本(百万股)	26,328.17

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	225,102	262,459	289,136	314,788
(+/-) (%)	31.25%	16.60%	10.16%	8.87%
归母净利润	15,673	20,859	26,336	32,830
(+/-) (%)	140.80%	33.09%	26.26%	24.66%
每股收益(元)	0.60	0.79	1.00	1.25
P/E	19.30	14.50	11.49	9.21

资料来源: 浙商证券研究所

投资案件

● 盈利预测、估值与目标价、评级

1) **盈利预测:** 预计 2022~2024 年公司营业收入分别为 2625/2891/3148 亿元, 同比分别+17%/+10%/9%, 2022~2024 年归母净利润分别为 208.6/263.3/328.3 亿元, 同比分别+33%/+26%/25%, EPS 分别为 0.79/1.00/1.25 元。

2) **估值指标:** 基于公司行业地位、业务未来增长情况及可比公司估值, 我们给予公司 2023 年 20 倍合理 PE 估值, 对应公司合理价值为 20 元/股, 首次覆盖给予公司“买入”评级。

● 关键假设

1)矿产金: 预计 2022~2024 年营业收入分别为 205.6/284.1/327.4 亿元。

2)矿产铜: 预计 2022~2024 年营业收入分别为 496.7/581.5/688.8 亿元。

3)矿产锌: 预计 2022~2024 年营业收入分别为 82.5/94.0/103.4 亿元。

● 股价上涨的催化因素

公司铜、金等业务板块资源量、产量规模持续增长; 需求边际改善有望带动铜价上涨。

● 风险提示

1) 公司金属品种产量释放不及预期。公司矿业项目较多, 且海内外广泛布局, 受海外疫情等因素干扰, 或对产量释放产生影响, 存在项目进度及相应产量不及预期的可能。2) 金属价格上涨不及预期。公司未来业绩受金属价格影响, 金属价格影响因素较多, 存在价格上涨不及预期的可能。

正文目录

1 紫金矿业：矿产资源全球布局，龙头地位稳固	5
1.1 成立三十载，国际化进程加速	5
1.2 公司股权结构较为集中	5
1.3 实践经验丰富，矿业项目全球布局	6
1.4 营收规模持续增长，毛利率水平较高	7
2 资源量丰富，金+铜+锌矿产量规模持续扩张	8
2.1 资源量：多个金属品种资源量跻身全球前十	8
2.2 铜：项目投产速度较快，产量位居全球第六	9
2.3 金：传统业务板块，产量跻身全球第九	10
2.4 锂：战略性布局新能源板块，形成“两湖一矿”格局	10
2.5 锌：海内外均有布局，产量跻身全球第四	11
2.6 其他矿种：矿产银+铁精矿业务产量较为稳定	11
3 未来量价齐升，业绩有望持续增长	12
3.1 核心项目产量释放，铜板块将迎爆发	12
3.1.1 铜：卡莫阿铜矿、西藏巨龙铜矿等项目将进入产量释放期	12
3.1.2 金：多个在建及技改项目，近期收购多个优质金矿	13
3.2 行业库存低位+供需错配，铜价有望迎来上涨	14
4 盈利预测与估值	15
5 风险提示	17

图表目录

图 1: 公司成立近三十载.....	5
图 2: 公司股权结构较为集中.....	6
图 3: 公司国内在 15 个省(区)布局重要矿业项目.....	6
图 4: 公司境外在 13 个国家布局重要矿业项目.....	7
图 5: 公司营业收入持续增长(亿元).....	7
图 6: 公司毛利率水平较高.....	7
图 7: 公司营业收入结构按产品分类(亿元).....	8
图 8: 公司毛利结构按产品分类(亿元).....	8
图 9: 公司归母净利润规模持续增长(亿元).....	8
图 10: 公司净利率水平较高.....	8
图 11: 铜板块产量将迎爆发.....	13
图 12: 金板块产量持续增长.....	14
图 13: 铜显性库存处于历史低位.....	14
图 14: 历史铜价下跌削弱矿企资本开支意愿.....	15
图 15: 全球 CAPEX 投入与产量释放时间差约为 4 年.....	15
图 16: 新能源转型有望拉动铜需求量增长.....	15
表 1: 公司矿产资源量丰富.....	9
表 2: 铜矿主要项目基本信息梳理.....	9
表 3: 金矿主要项目基本信息梳理.....	10
表 4: 锂资源项目基本信息梳理.....	11
表 5: 锌矿主要项目基本信息梳理.....	11
表 6: 银矿主要项目基本信息梳理.....	12
表 7: 铁精矿主要项目基本信息梳理.....	12
表 8: 公司盈利预测.....	16
表 9: 可比公司 Wind 一致预期(截止 2023 年 1 月 10 日).....	17
表附录: 三大报表预测值.....	18

1 紫金矿业：矿产资源全球布局，龙头地位稳固

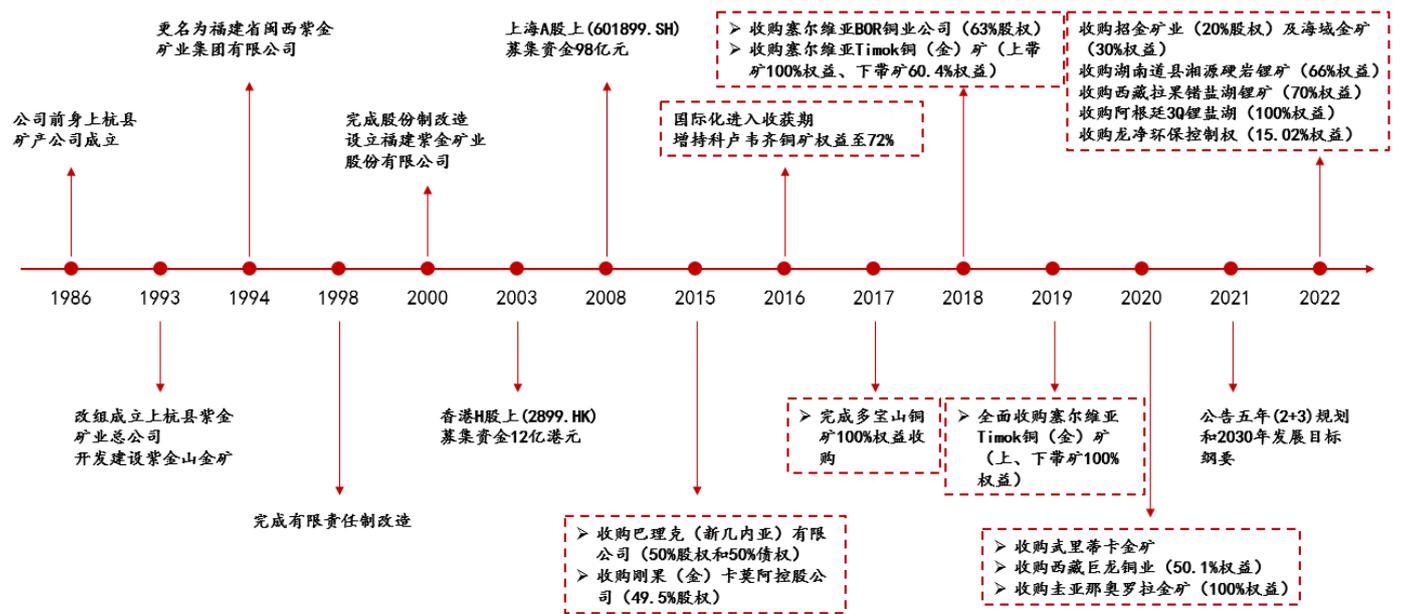
1.1 成立三十载，国际化进程加速

公司前身为上杭县矿产公司，成立于1986年；1993年，公司改组成立上杭县紫金矿业总公司；1994年，更名为福建省闽西紫金矿业集团有限公司；1998年，公司完成有限责任制改造；2000年，完成股份制改造，设立福建紫金矿业股份有限公司。2003年，公司于香港H股上市；2005年，实现“国内黄金行业领先”的第一步战略目标，开始向海外投资发展。

2008年，公司上海A股上市；2013年，公司实现“国内金属矿业行业领先”的第二步战略目标；2015年，公司收购收购巴理克（新几内亚）有限公司（50%股权和50%债权）、刚果（金）卡莫阿控股公司（49.5%股权）。

2016年，国际化进入收获期，公司增持科卢韦齐铜矿权益至72%；2017年至2022年，公司陆续收购多宝山铜矿、塞尔维亚BOR铜业、Timok铜（金）矿、武里蒂卡金矿、西藏巨龙铜业、圭亚那奥罗拉金矿、湘源锂矿、拉果错盐湖锂矿及阿根廷3Q锂盐湖等。

图1：公司成立近三十载

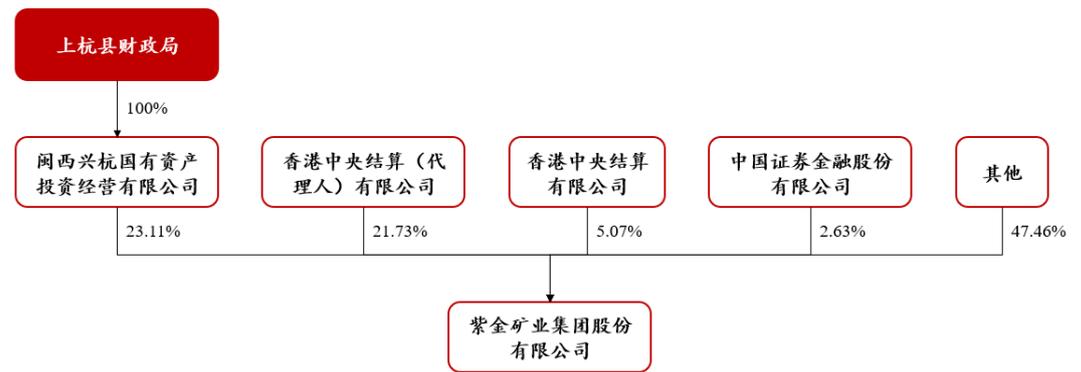


资料来源：公司官网，浙商证券研究所

1.2 公司股权结构较为集中

公司实际控制人为福建省上杭县财政局，截止2022年10月21日，公司前十大股东占比57.87%。第一股东为闽西兴杭国有资产投资经营有限公司，持股比例23.11%，第二大股东为香港中央结算（代理人）有限公司，持股比例21.73%。

图2: 公司股权结构较为集中



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

1.3 实践经验丰富，矿业项目全球布局

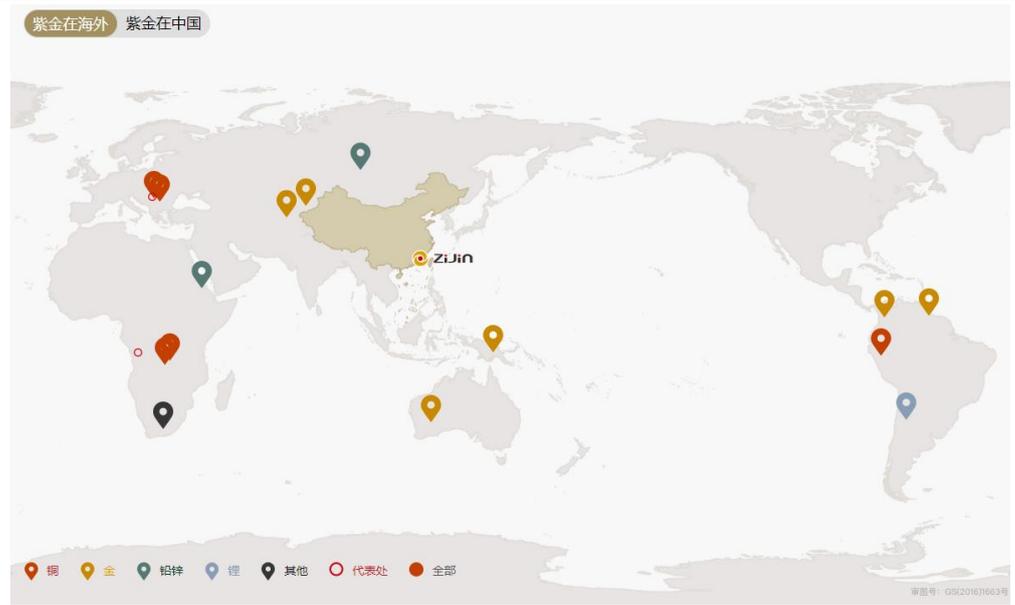
公司矿业项目经验丰富，海内外布局加速。公司为全球范围内从事铜、金、锌、锂等金属矿产资源勘查、开发及工程设计、技术应用研究的大型跨国矿业集团。目前，公司在中国 15 个省（区）和海外 13 个国家拥有重要矿业投资项目，包括境内的西藏巨龙铜矿、黑龙江多宝山铜矿、福建紫金山铜金矿等，境外的塞尔维亚丘卡卢-佩吉铜金矿、塞尔维亚博尔铜矿、刚果（金）卡莫阿铜矿、刚果（金）科卢韦齐铜矿、哥伦比亚武里蒂卡金矿等。

图3: 公司国内在 15 个省（区）布局重要矿业项目



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图4: 公司境外在 13 个国家布局重要矿业项目

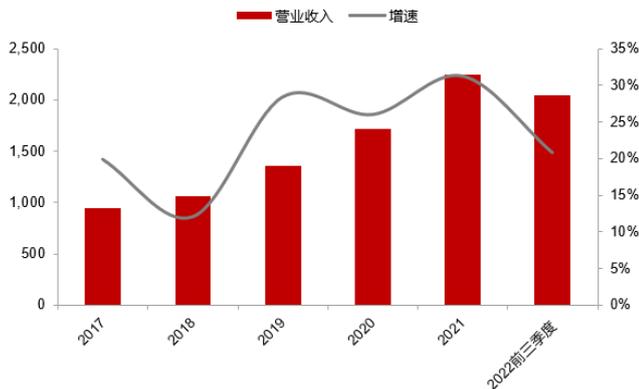


资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

1.4 营收规模持续增长, 毛利率水平较高

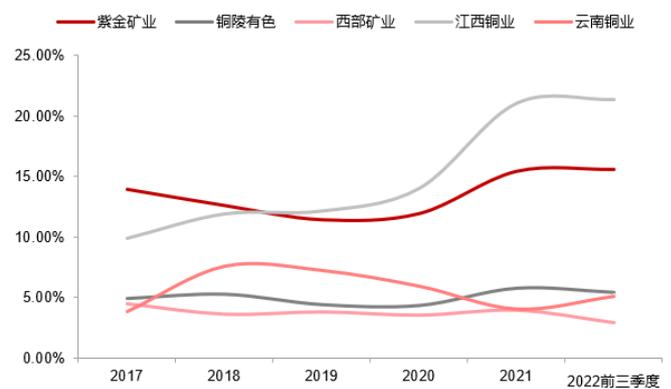
公司营业收入规模持续增长, 毛利率水平较高。2021 年公司营业收入达 2251 亿元, 同比增长 31%, 主要由于 2021 年铜价增幅较大; 2022 年前三季度, 公司营业收入达 2042 亿元, 同比增长 21%。2021 年, 公司毛利率为 15.4%, 同比增长 3.53pct; 2022 年前三季度, 公司毛利率 15.6%, 相较同业毛利率水平较高。

图5: 公司营业收入持续增长 (亿元)



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图6: 公司毛利率水平较高

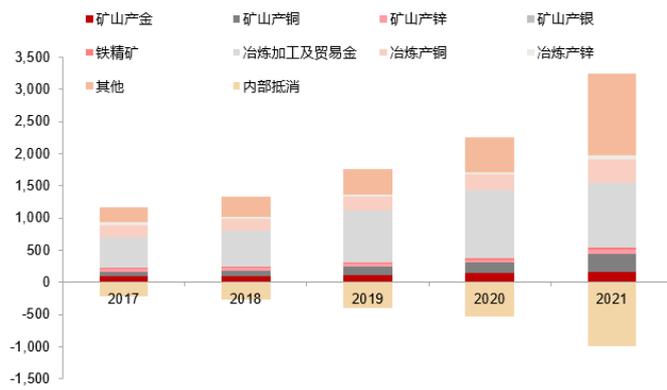


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

冶炼及贸易及其他业务贡献主要营收, 铜+金板块贡献主要毛利。按产品角度划分, 2021 年公司矿山产金/矿山产铜/矿山产锌/矿山产银/铁精矿/冶炼加工及贸易金/冶炼产铜/冶炼产锌/其他业务, 营业收入分别为 159/283/56/10/27/1000/376/64/1268 亿元, 占比分别为 7%/13%/3%/0%/1%/44%/17%/3%/56%, 其中, 冶炼加工及贸易金和其他业务占比较大, 主要贡献营业收入。

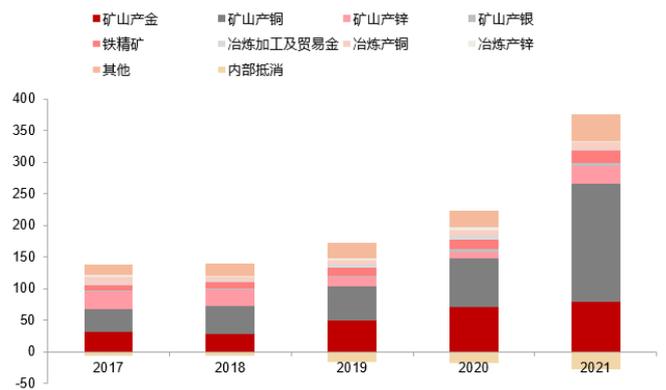
按产品角度划分, 2021 年公司矿山产金/矿山产铜/矿山产锌业务在毛利中占比分别为 23%/54%/8%, 金和铜板块合计占比达 77%, 贡献主要毛利。

图7: 公司营业收入结构按产品分类(亿元)



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

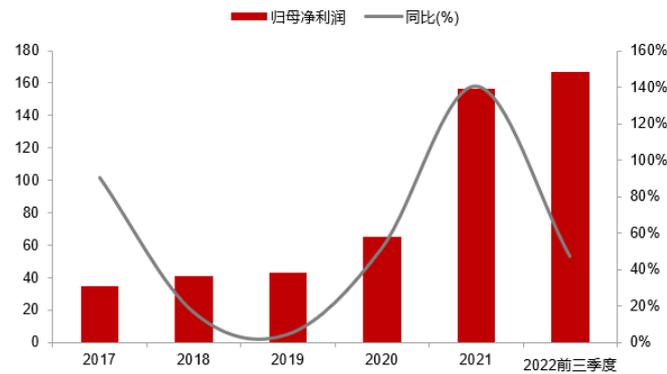
图8: 公司毛利结构按产品分类(亿元)



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

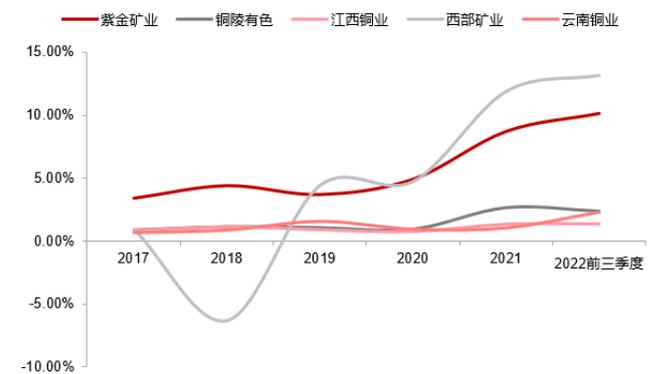
公司归母净利润规模持续增长, 利润率水平较高。2021年公司归母净利润为157亿元, 同比增长141%, 主要由于2021年铜价大幅上涨; 2022年前三季度, 公司归母净利润为167亿元, 同比增长47%, 同比增速下滑, 主要受历史基数、2022年铜均价小幅下滑等因素影响。2021年, 公司销售净利率为8.7%, 2022年前三季度, 公司销售净利率为10.1%, 相较同业处于较高水平。

图9: 公司归母净利润规模持续增长(亿元)



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图10: 公司净利率水平较高



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

2 资源量丰富, 金+铜+锌矿产量规模持续扩张

2.1 资源量: 多个金属品种资源量跻身全球前十

公司铜、金、锌、锂资源量进入全球前十。据公司披露信息, 至2022年, 公司持有的铜、金、锌、锂资源量分别位居全球第7、第9、第7、第9。截止2021年, 公司拥有铜矿资源量6277万吨、金矿资源量2373吨、锌矿资源量962万吨、碳酸锂资源量763万吨, 其中, 公司拥有金矿储量占中国储量41.1%, 铜矿储量占中国储量75.3%, 锌矿储量占中国储量14.7%。

表1: 公司矿产资源量丰富

矿种	单位	储量			资源量(含储量)				储量/资源量	紫金/中国储量	中国储量
		证实	可信	合计	探明	控制	推断	合计			
金矿	金属吨	206	586	792	397	1011	965	2373	33.4%	41.1%	1927.37
铜矿	金属万吨	778	1255	2033	1082	3230	1965	6277	32.4%	75.3%	2701.3
锌矿	金属万吨	203	253	455	227	402	332	962	47.3%	14.7%	3094.83
碳酸锂	LCE万吨	108	59	167	190	347	226	763	21.9%	-	-
银	金属吨	697	934	1630	4059	3596	3881	11536	14.1%	-	-
钼	金属万吨	30	18	47	37	31	24	92	51.7%	-	-
铅	金属万吨	35	35	70	41	53	32	126	55.1%	-	-
钨矿	WO ₃ 万吨	0	1	1	0	2	4	6	21.6%	-	-
铁矿	矿石亿吨	0	1	1	0	1	1	2	62.4%	-	-
煤炭	亿吨	0	0	0	0	0	2	2	0.0%	-	-
铂矿	金属吨	0	22	22	114	233	294	641	3.4%	-	-
钯矿	金属吨	0	22	22	94	154	242	490	4.5%	-	-

资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所。注: 公司年报按权益法统计。

2.2 铜: 项目投产速度较快, 产量位居全球第六

公司铜矿资源优质, 产量快速增长。公司陆续收购卡莫阿铜矿、塞尔维亚佩吉铜、西藏巨龙铜矿等大型铜矿项目, 目前, 刚果(金)卡莫阿二期工程提前投产并加快实施技改项目, 三期工程顺利推进; 西藏巨龙铜矿二期筹建快速推进。

2021年, 公司铜矿产量58万吨, 2022年上半年, 铜矿产量41万吨。据公司披露信息, 至2022年三季度, 公司铜矿产量位列全球第六。

表2: 铜矿主要项目基本信息梳理

名称	权益	位置	状态	矿产铜(万吨)			
				2019	2020	2021	2022H1
科卢韦齐铜矿	72%	刚果(金)卢阿拉巴省	在产+技改扩建	8	11.43	12.11	6.42
多宝山/铜山铜矿	100%	黑龙江省黑河市嫩江县	在产	7	10.05	10.95	5.70
紫金山铜金矿	100%	福建省龙岩市上杭县	在产	8	8.11	8.51	4.63
博尔铜矿	63%	塞尔维亚博尔州	在产+技改扩建	4	5.22	6.60	4.47
丘卡卢-佩吉铜金矿	100%	塞尔维亚博尔州	上带矿在产+下带矿在建	-	-	5.51	5.28
卡莫阿-卡库拉铜矿	45%	刚果(金)卢阿拉巴省	在产+技改扩建	-	-	4.19	5.96
阿舍勒铜矿	51%	新疆哈巴河县	在产	4	4.50	4.51	2.32
碧沙锌铜矿	55%	厄立特里亚加什-巴尔卡省	在产	2	2.17	2.02	0.92
曙光金铜矿	100%	吉林省延边州珲春市	在产	2	1.44	1.33	0.66
巨龙铜矿	50%	西藏自治区拉萨市	在产+扩建	-	-	1.57	4.38
德尔尼铜矿	100%	青海省果洛州	在产	-	-	0.41	NA
玉龙铜矿	22%	西藏自治区昌都地区江达县	在产	-	-	12.00	NA
白河铜钼矿	51%	秘鲁皮乌拉大区	筹建	-	-	-	-
谢通门铜金矿	45%	西藏自治区谢通门县	筹建	-	-	-	-
其他				1.71	2.42	0.70	0.28
合计				37	45	58	41

资料来源: 公司年报, 公司官网, 公司公告, 浙商证券研究所。注: 总产量统计卡莫阿的权益量; 产量合计未计算玉龙铜矿产量。

2.3 金：传统业务板块，产量跻身全球第九

金板块为公司传统业务板块，项目经验丰富，产量跻身全球第九。截止 2022 年上半年，公司澳大利亚诺顿金田 Binduli 北低品位堆浸项目实现投料试车，塞尔维亚紫金矿业上部 UZ-2 采矿工程、奥罗拉金矿地采一期工程、塔吉克泽拉夫尚塔罗金矿以及贵州水银洞金矿加压氧化项目、山西紫金智能化采选改扩建项目、陇南金山金矿采选工程等有序建设实施。

2021 年公司矿产金产量 47 吨，2022 年上半年，公司矿产金 27 吨。据公司披露信息，公司矿产金产量跻身全球第九。近期，公司陆续收购 Rosebel 金矿、海域金矿等优质项目，预计未来产量将持续增长。

表3：金矿主要项目基本信息梳理

名称	权益	位置	状态	矿产金(吨)			
				2019	2020	2021	2022H1
吉劳/塔罗金矿	70%	塔吉克斯坦索格特州	在产+技改扩建	5.75	6.29	6.59	3.38
武里蒂卡金矿	69%	哥伦比亚武里蒂卡市	在产+扩建	0.00	2.20	6.11	3.75
陇南紫金李坝金矿	84%	甘肃省礼县罗坝镇	在产	0.00	0.00	4.94	2.72
诺顿金田	100%	澳大利亚西澳州	在产+技改扩建	5.75	5.77	4.37	2.60
奥同克左岸金矿	60%	吉尔吉斯斯坦克明区	在产	3.78	4.20	4.32	1.34
丘卡卢-佩吉铜金矿	100%	塞尔维亚博尔州	上带矿在产+下带矿在建	0.00	0.00	3.14	2.56
曙光金铜矿	100%	吉林省延边州珲春市	在产	3.14	2.74	2.52	1.18
贵州紫金水银洞金矿	56%	贵州省贞丰县	在产+技改扩建	2.04	2.20	2.40	1.32
多宝山/铜山铜矿	100%	黑龙江省黑河市嫩江县	在产	1.38	1.94	2.35	1.33
紫金山铜金矿	100%	福建省龙岩市上杭县	在产	2.25	2.08	2.11	1.10
河南洛阳坤宇上官金矿	70%	河南省洛阳市	在产	1.90	2.03	1.58	1.23
博尔铜矿	63%	塞尔维亚博尔州	在产+技改扩建	0.00	1.55	1.66	1.25
圭亚那奥罗拉金矿	100%	圭亚那库尤尼-马扎鲁尼区	在产	0.00	0.00	1.39	1.23
Rosebel 金矿	95%	苏里南	-	8.20	7.60	5.80	3.50
陆院沟金矿	70%	河南省洛阳市	在产	0.00	0.00	0.53	NA
山西紫金义兴寨金矿	100%	山西省繁峙县砂河镇	在产+扩建	0.00	1.46	0.90	NA
波格拉金矿	70%	巴布亚新几内亚恩加省	有望 2022 年复产	8.83	2.68	0.00	NA
山东海域金矿	44%	山东烟台莱州市	在建	0.00	0.00	0.00	0.00
萨瓦亚尔顿金矿	70%	新疆乌恰县	筹建	0.00	0.00	0.00	0.00
其他				6.03	5.38	2.56	2.03
合计				41	41	47	27

资料来源：公司年报，公司官网，公司公告，浙商证券研究所。注：波格拉金矿统计权益量；Rosebel 金矿 2022 年收购，历史产量不计入合计。

2.4 锂：战略性布局新能源板块，形成“两湖一矿”格局

公司前瞻性布局新能源板块，陆续收购阿根廷 3Q 盐湖锂矿项目、西藏拉果错盐湖锂矿项目以及湘源硬岩锂多金属矿项目。

1) 阿根廷 3Q 盐湖锂矿项目：2022 年 1 月，公司公告收购新锂公司，其核心资产为阿根廷 3Q 盐湖锂矿项目，拥有碳酸锂当量总资源量约 763 万吨，其中储量为 167 万吨，项目一期规划年产 2 万吨电池级碳酸锂，预计将于 2023 年年底建成投产。

2) 西藏拉果错盐湖锂矿项目：2022 年 4 月，公司公告收购盾安集团旗下西藏拉果错盐湖锂矿等四项资产。其中拉果错盐湖保有资源量折碳酸锂 214 万吨，经现场调查、技术

与试验研究，外部技术专家和公司团队认为项目建设规模有显著扩展空间，开采工艺技术路线也存在重大调整可能，项目一期产量拟调整为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。

3) 湘源硬岩锂多金属矿项目：2022年6月，公司公告收购湘源锂多金属矿，折合碳酸锂资源量216万吨，初步规划按1000万吨/年规模建设矿山，年产锂云母含碳酸锂当量6-7万吨，同时将配套建设碳酸锂及氢氧化锂冶炼项目。矿山将率先重启30万吨/年采选系统，在资源进一步增储情况下，矿山有将采选规模扩展到1500万吨/年的可能性。

表4：锂资源项目基本信息梳理

名称	权益	位置	产能计划	碳酸锂（LCE）当量资源量
阿根廷3Q盐湖锂矿	100%	阿根廷卡塔马卡省	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。	763万吨，锂离子浓度边界品位400mg/L
西藏拉果错盐湖锂矿	70%	西藏阿里地区改则县	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。	214万吨，平均锂离子浓度270mg/L
湖南道县湘源硬岩锂多金属矿	66%	湖南省永州市道县	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。	216万吨

资料来源：公司年报，公司官网，公司公告，浙商证券研究所

2.5 锌：海内外均有布局，产量跻身全球第四

目前公司矿产锌项目包括碧沙锌铜矿、新疆紫金锌业、庙沟/三贵口铅锌矿、克兹尔-塔什特克铅锌铜多金属矿和阿舍勒铜矿等。2021年，碧沙新铜矿/新疆紫金锌业/三贵口铅锌矿/克兹尔-塔什特克铅锌铜多金属矿/阿舍勒铜矿产量分别为12.96/14.20/5.04/6.22/0.07万吨。

2021年，公司矿产锌产量40万吨；2022年上半年，公司矿产锌产量20万吨。据公司信息披露，至2022年三季度，公司锌产量跻身全球第四。

表5：锌矿主要项目基本信息梳理

名称	权益	位置	状态	矿产锌（万吨）			
				2019	2020	2021	2022H1
碧沙锌铜矿	55%	厄立特里亚加什-巴尔卡省	在产	12.13	12.19	12.96	6.68
新疆紫金锌业	100%	新疆克州乌恰县	在产	9.00	11.01	14.20	6.30
庙沟/三贵口铅锌矿	95%	内蒙古巴彦淖尔市乌拉特后旗	在产	7.53	4.77	5.04	4.28
克兹尔-塔什特克铅锌铜多金属矿	70%	俄罗斯图瓦	在产	7.50	4.91	6.22	2.43
阿舍勒铜矿	51%	新疆哈巴河县	在产	1.11	1.21	1.14	0.54
其他				0.14	0.12	0.07	0.06
合计				37	34	40	20

资料来源：公司年报，公司官网，公司公告，浙商证券研究所

2.6 其他矿种：矿产银+铁精矿业务产量较为稳定

公司银板块项目包括碧沙铜矿、多宝山铜矿等，铁精矿项目包括新疆金宝、福建马坑。2021年，公司矿产银产量总计309吨，铁精矿产量总计425万吨；2022年上半年，矿产银产量总计184吨，铁精矿产量总计174万吨。

表6: 银矿主要项目基本信息梳理

名称	权益	位置	状态	矿产银(吨)			
				2019	2020	2021	2022H1
碧沙铜矿	55%	厄立特里亚加什-巴尔卡省	在产	44.84	65.28	68.62	25.81
多宝山/铜山铜矿	100%	黑龙江省黑河市嫩江县	在产	24.09	34.31	39.10	20.71
河南洛阳坤宇上官金矿	70%	河南省洛阳市	在产	29.30	32.62	34.54	19.77
阿舍勒铜矿	51%	新疆哈巴河县	在产	31.93	29.80	33.59	14.32
紫金山铜金矿	100%	福建省龙岩市上杭县	在产	27.66	29.17	30.99	14.69
克兹尔-塔什特克铅锌铜多金属矿	70%	俄罗斯图瓦	在产	-	-	21.45	13.73
山西紫金义兴寨金矿	100%	山西省繁峙县砂河镇	在产+扩建	29.48	33.43	18.57	15.83
巨龙铜矿	50%	西藏自治区拉萨市	在产+扩建	-	-	13.98	26.86
其他				75.89	74.10	47.96	31.88
合计				263	299	309	184

资料来源: 公司年报, 公司官网, 公司公告, 浙商证券研究所

表7: 铁精矿主要项目基本信息梳理

名称	权益	位置	状态	资源量	铁精矿(万吨)			
					2019	2020	2021	2022H1
新疆金宝	56%	新疆富蕴县	在产	铁矿石 5,876 万吨	278.00	306.00	318.00	120.00
福建马坑	42%	-	-	-	75.00	81.00	91.00	50.00
其他					-	-	16.00	4.00
合计					353	387	425	174

资料来源: 公司年报, 公司官网, 公司公告, 浙商证券研究所。注: 福建马坑矿产量为权益量。

3 未来量价齐升, 业绩有望持续增长

3.1 核心项目产量释放, 铜板块将迎爆发

3.1.1 铜: 卡莫阿铜矿、西藏巨龙铜矿等项目将进入产量释放期

据公司年报指引, 公司 2022 年计划产铜 86 万吨, 随着卡莫阿铜矿、西藏巨龙铜矿等大型铜矿项目建设投产, 2023-2025 年产量有望快速增长。

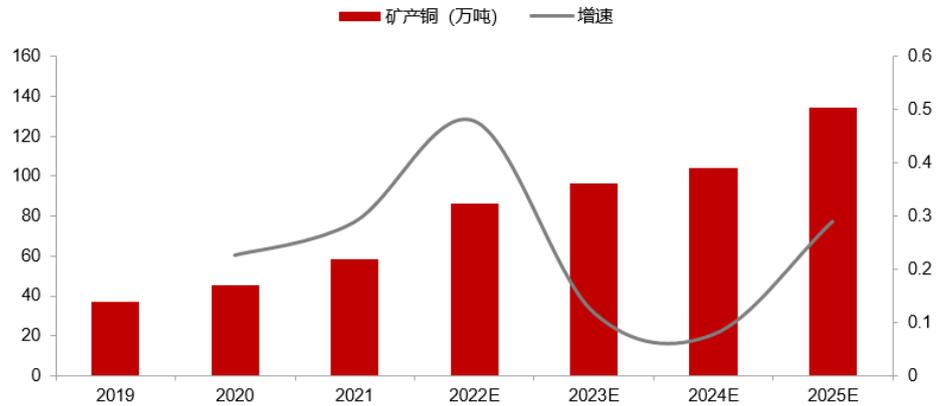
1) 卡莫阿铜矿: 公司公告, 刚果(金)卡莫阿铜矿二期工程于 2022 年 3 月提前四个月建成投产, 2022 年计划产铜 29-34 万吨。另外, 二期工程投产后, 计划通过一年技改, 将原有设计采选规模 760 万吨/年年产能提高到 920 万吨/年, 实现年产铜超过 45 万吨, 成为全球第四大产铜矿山。据艾芬豪公司披露信息, 三期将于 2024 年底投产, 卡莫阿-卡库拉铜矿总矿石处理量将超 1400 万吨/年, 铜产能将提升至约 60 万吨/年, 成为全球第三大铜矿山。

2) **西藏巨龙铜矿**：西藏巨龙铜矿一期工程于2021年12月建成投产，2022年计划矿产铜12.7万吨。拟分阶段实施二期、三期工程，最终可望实现年产铜60万吨。其中，二期工程有望新增20万吨铜金属产能，据中国有色金属报，二期有望于2024年年底投产。

3) **丘卡卢-佩吉铜项目**：丘卡卢-佩吉铜金矿分上部矿带和下部矿带，2022年计划产铜10.3万吨。其中，上部矿带于2021年10月正式投产，达产后预计年均产铜9.14万吨，年产量峰值预计产铜13.5万吨、产金6.1吨；下部矿带采用崩落法大规模开发，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。

另外，据公司年报，黑龙江铜山铜矿、福建紫金山罗卜岭铜（钼）矿、塞尔维亚博尔铜业JM铜矿、塞尔维亚丘卡卢-佩吉铜金矿下带矿等4个地下大型斑岩型矿床崩落法采矿的实施，有望形成年20万吨以上铜金属产能。

图11：铜板块产量将迎爆发



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

3.1.2 金：多个在建及技改项目，近期收购多个优质金矿

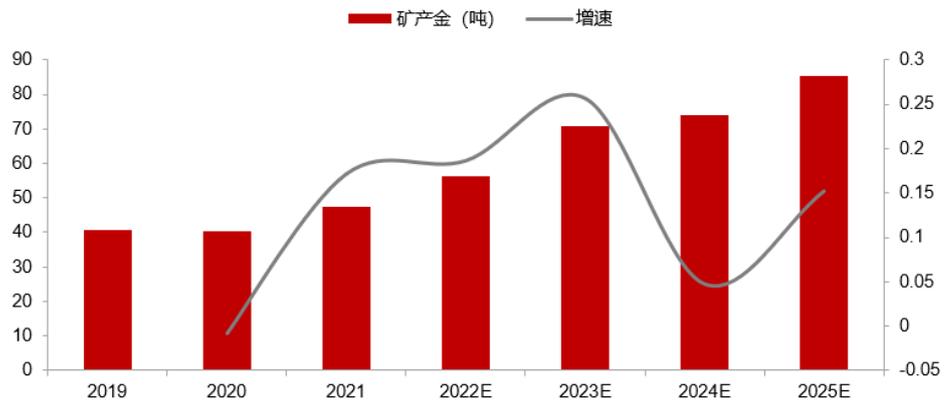
据公司年报指引，公司2022年计划产金60吨。诺顿金田低品位堆浸项目等技改、扩建项目投产，圭亚那奥罗拉金矿地采一期工程、塔吉克泽拉夫尚塔罗金矿等项目持续推进，近期陆续收购Rosebel金矿、海域金矿等优质项目，未来金板块产量有望持续增长。

1) **苏里南 Rosebel 金矿**：公司公告，2022年10月，收购苏里南 Rosebel 金矿。根据矿山规划，Rosebel 金矿项目排产服务年限为12年（2022-2033年），年均产金27.7万盎司（约8.6吨），总计332.7万盎司（约103.5吨），其中2024-2032年均产金31.2万盎司（约9.7吨）。

Rosebel 金矿项目包括两个矿区，Rosebel 矿区为易选矿石，Saramacca 矿区部分原生矿为难选冶矿石，选厂为常规氰化浸出流程，设计处理能力为1,250万吨/年软岩或770万吨/年硬岩，选厂设备升级预计于2023年下半年完工。

2) **山东海域金矿**：公司公告，2022年10月，收购山东海域金矿30%权益，2022年11月，公告收购招金矿业后，合计持有海域金矿权益增至44%。按设计方案，海域金矿项目预计2025年投产，项目达产后年产黄金约15-20吨，公司权益矿产金年产量预计增加6.6-8.8吨。

图12: 金板块产量持续增长

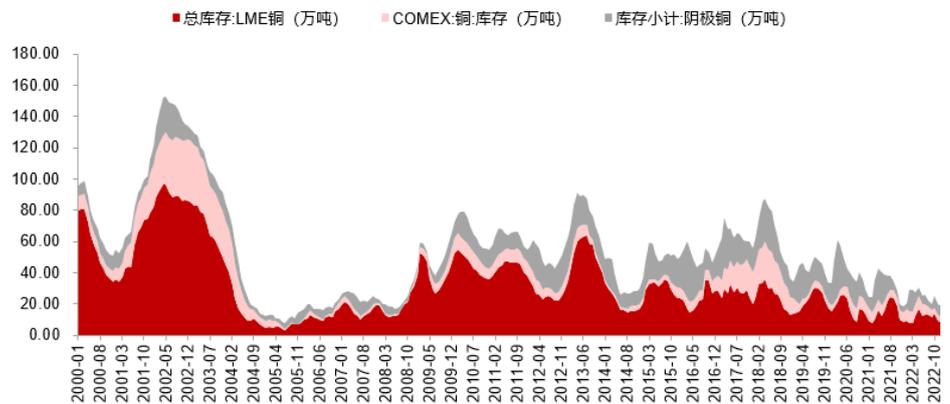


资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

3.2 行业库存低位+供需错配, 铜价有望迎来上涨

目前, 全球铜显性库存处于历史低位。总体来看, 2020年3月以后铜显性库存持续下滑, 目前处于较低水平, 2020年3月LME铜库存、COMEX铜库存和上期所阴极铜库存合计60.7万吨, 截止2023年1月6日, 库存合计仅20.1万吨。

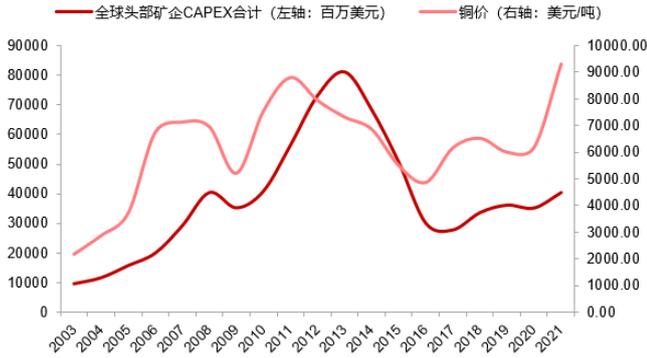
图13: 铜显性库存处于历史低位



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

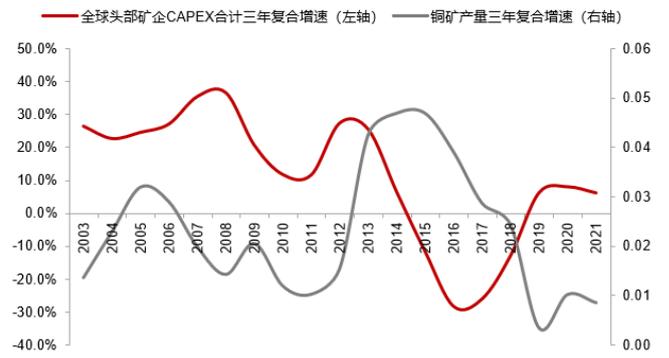
历史资本开支有限, 阻碍未来供给端放量。2015年左右铜价下跌削弱矿企资本开支意愿, 2016年开始全球头部矿企资本开支明显下滑。而铜矿项目投产时间较长, 据S&P Global Market Intelligence统计, 铜矿项目从发现到投产大约需要18.5年, 从研究结束到投产约5.1年, 2016年之后资本开支明显下滑将阻碍未来供给端增长。

图14: 历史铜价下跌削弱矿企资本开支意愿



资料来源: Bloomberg, Wind, 浙商证券研究所

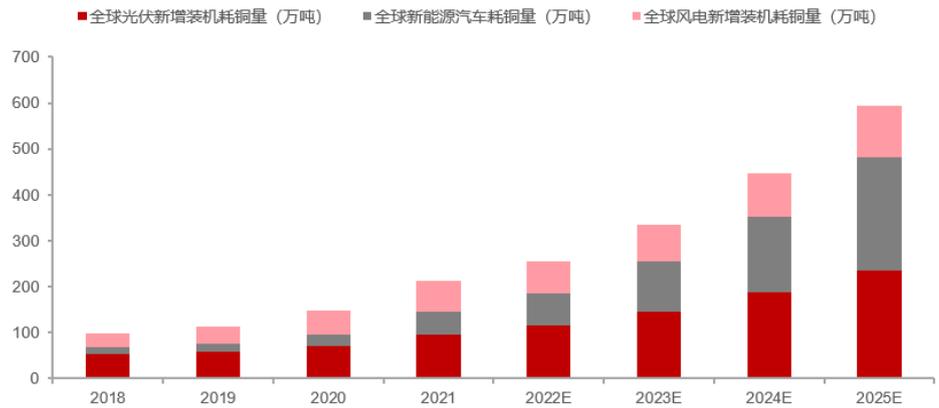
图15: 全球 CAPEX 投入与产量释放时间差约为 4 年



资料来源: Bloomberg, ICSG, 浙商证券研究所

铜具有良好的导电性和导热性，未来新能源转型加速有望带动需求量快速增长。目前铜需求量仍以传统领域为主，据 IEA、ICA、GWEC 等披露的光伏、新能源汽车及风电三大产业历史数据及增速测算，预计 2022 年三大产业铜需求量占比约 10%，未来随着新能源转型加速，至 2025 年光伏、新能源汽车及风电三大产业铜需求量占比有望提升至 21%。

图16: 新能源转型有望拉动铜需求量增长



资料来源: IEA, 国家能源局, Navigant Research, ICA, GWEC, 矿产资源网, 浙商证券研究所

4 盈利预测与估值

公司为矿业龙头，主要贡献利润板块为金、铜、锌。

1) **矿山产金:** 根据公司主要金矿项目产量表现及未来产量规划，我们预计 2022~2024 年，公司矿产金产量分别为 56/71/74 吨，根据金价历史表现，我们预计 2022~2024 年，矿产金每克价格分别为 365/402/442 元，每克成本分别为 180/189/198 元。则矿产金板块预计 2022~2024 年营业收入分别为 205.6/284.1/327.4 亿元，毛利率分别为 51%/53%/55%。

2) **矿山产铜:** 根据公司主要铜矿项目产量表现及未来产量规划，我们预计 2022~2024 年，公司矿产铜产量分别为 86/97/104 万吨，根据铜价历史表现及行业供需趋势分析，我们预计 2022~2024 年，单吨铜价分别为 6.5/6.8/7.48 万元，单吨成本分别为 2.6/2.73/2.87 万元。则矿产铜板块预计 2022~2024 年营业收入分别为 496.7/581.5/688.8 亿元，毛利率分别为 55%/55%/57%。

3) 矿山产锌: 根据公司主要锌矿项目产量表现, 我们预计 2022~2024 年, 公司矿产锌产量分别为 41/42/42 万吨, 根据锌价表现, 我们预计 2022~2024 年, 单吨锌价分别为 2.3/2.5/2.8 万元, 单吨成本分别为 1.4/1.5/1.5 万元。则矿产锌板块预计 2022~2024 年营业收入分别为 82.5/94.0/103.4 亿元, 毛利率分别为 31%/34%/39%。

综上, 预计 2022~2024 年公司营业收入分别为 2625/2891/3148 亿元, 同比分别 +17%/+10%/9%, 2022~2024 年归母净利润分别为 208.6/263.3/328.3 亿元, 同比分别 +33%/+26%/25%, EPS 分别为 0.79/1.00/1.25 元。

表8: 公司盈利预测

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
矿山产金						
营业收入 (亿元)	116	137	159	206	284	327
增速	8.3%	-1.9%	21.2%	25.9%	31.9%	10.0%
营业成本 (亿元)	68	66	80	101	134	147
毛利率	41.8%	51.4%	49.5%	50.7%	52.9%	55.1%
矿山产铜						
营业收入 (亿元)	131	168	283	497	582	689
增速	49.0%	27.7%	68.7%	75.4%	17.1%	18.4%
营业成本 (亿元)	77	90	96	225	264	298
毛利率	41.4%	46.1%	66.0%	54.8%	54.6%	56.7%
矿山产锌						
营业收入 (亿元)	39	33	56	83	94	103
增速	-3.1%	-14.0%	68.8%	46.2%	14.0%	10.0%
营业成本 (亿元)	24	23	29	57	62	63
毛利率	38.0%	31.7%	47.9%	31.2%	34.3%	39.1%
其他						
营业收入 (亿元)	1,074	1,377	1,752	1,840	1,932	2,028
增速	27.8%	28.2%	27.2%	5.0%	5.0%	5.0%
营业成本 (亿元)	806	1,037	1,331	1,697	1,782	1,871
毛利率	25.0%	24.7%	24.0%	7.7%	7.7%	7.7%
合计						
营业收入 (亿元)	1,361	1,715	2,251	2,625	2,891	3,148
增速	28.4%	26.0%	31.3%	16.6%	10.2%	8.9%
营业成本 (亿元)	1,206	1,511	1,904	2,165	2,331	2,473
毛利率	11.4%	11.9%	15.4%	17.5%	19.4%	21.4%

资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

我们选取铜板块可比上市公司: 江西铜业、铜陵有色、西部矿业及云南铜业, 公司均布局上游铜矿项目, 2023 年可比公司平均 PE 约为 9.72。

公司近期收购多个大型优质矿业项目, 产量预计持续增长, 具有成长性。金板块已有技改及扩建项目+近期收购的大型金矿项目将带动矿产金产量持续增长, 预计 2022~2024 年产量增速分别为 19%/26%/5%; 铜板块陆续收购三大世界级铜矿, 未来随着公司卡莫阿铜矿技改及三期工程、西藏巨龙铜矿二期项目、丘卡卢-佩吉铜金矿下矿带崩落法项目陆续投产, 铜板块产量将迎来爆发, 预计 2022~2024 年产量增速分别为 48%/12%/8%。行业端, 铜库存历史低位+供需错配, 预计将推动铜价上涨, 未来量价齐升, 有望拉动业绩增长。基

于以上分析，我们给予公司 2023 年 20 倍合理 PE 估值，对应公司合理价值为 20 元/股，首次覆盖给予公司“买入”评级。

表9: 可比公司 Wind 一致预期 (截止 2023 年 1 月 10 日)

代码	证券简称	总市值(亿元)	每股收益 (元/股)				市盈率 PE			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600362.SH	江西铜业	532.66	1.63	1.60	1.60	1.71	10.85	11.50	11.47	10.73
000630.SZ	铜陵有色	335.80	0.29	0.25	0.34	0.35	13.36	12.73	9.50	9.01
601168.SH	西部矿业	258.79	1.23	1.36	1.47	1.55	8.43	7.97	7.41	7.03
000878.SZ	云南铜业	243.04	0.38	0.87	0.98	1.04	15.10	13.99	12.43	11.65
平均值							11.94	11.55	10.20	9.61
601899.SH	紫金矿业	2,966.53	0.60	0.86	0.97	1.09	14.28	13.32	11.72	10.47

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

5 风险提示

1) **公司金属品种产量释放不及预期。**公司矿业项目较多，且海内外广泛布局，受海外疫情等因素干扰，或对产量释放产生影响，存在项目进度及相应产量不及预期的可能。

2) **金属价格上涨不及预期。**公司未来业绩受金属价格影响，金属价格影响因素较多，存在价格上涨不及预期的可能。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	47,064	70,203	89,272	125,883
现金	14,222	25,312	49,955	73,295
交易性金融资产	2,935	4,059	5,123	6,217
应收账款	2,445	5,741	3,986	6,617
其它应收款	1,386	3,280	1,539	2,309
预付账款	1,782	2,381	2,373	2,619
存货	19,309	25,555	21,474	29,106
其他	4,985	3,875	4,822	5,719
非流动资产	161,530	179,836	198,002	215,069
金额资产类	9,478	9,466	9,472	9,469
长期投资	9,628	10,490	11,353	12,215
固定资产	55,597	61,673	66,501	70,785
无形资产	47,531	55,872	64,212	72,552
在建工程	18,548	22,306	26,064	29,821
其他	20,747	20,029	20,400	20,227
资产总计	208,595	250,039	287,274	340,951
流动负债	50,302	59,775	54,446	56,465
短期借款	18,229	20,123	19,825	20,623
应付款项	7,837	8,413	9,110	9,470
预收账款	0	0	0	0
其他	24,237	31,239	25,511	26,372
非流动负债	65,395	76,785	85,762	95,946
长期借款	36,127	47,277	56,374	66,498
其他	29,268	29,508	29,388	29,448
负债合计	115,698	136,560	140,209	152,411
少数股东权益	21,863	27,590	34,502	43,316
归属母公司股东权	71,034	85,889	112,564	145,225
负债和股东权益	208,595	250,039	287,274	340,951

现金流量表

(百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	26,072	33,943	45,998	43,564
净利润	19,600	26,586	33,248	41,644
折旧摊销	8,195	8,222	8,957	9,759
财务费用	1,616	3,121	3,660	4,150
投资损失	(2,161)	(2,231)	(1,879)	(2,046)
营运资金变动	(1,320)	(2,499)	1,514	(10,579)
其它	142	744	499	636
投资活动现金流	(23,765)	(26,078)	(26,849)	(26,488)
资本支出	(20,131)	(26,908)	(26,410)	(26,674)
长期投资	(2,529)	(1,952)	(2,044)	(1,998)
其他	(1,105)	2,782	1,604	2,184
筹资活动现金流	23	3,226	5,495	6,264
短期借款	(2,490)	1,894	(298)	798
长期借款	7,044	11,150	9,097	10,124
其他	(4,531)	(9,819)	(3,304)	(4,658)
现金净增加额	1,845	11,090	24,644	23,340

利润表

(百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	225,102	262,459	289,136	314,788
营业成本	190,351	216,496	233,068	247,330
营业税金及附加	3,460	4,034	4,444	4,838
营业费用	412	568	577	655
管理费用	5,309	6,037	6,735	7,287
研发费用	771	895	988	1,075
财务费用	1,496	2,695	2,900	2,651
资产减值损失	(598)	(232)	(216)	(224)
公允价值变动损益	(232)	0	0	0
投资净收益	1,692	2,231	1,879	2,046
其他经营收益	351	466	482	542
营业利润	25,087	34,228	42,572	53,320
营业外收支	(293)	(368)	(371)	(371)
利润总额	24,794	33,860	42,201	52,949
所得税	5,194	7,274	8,954	11,304
净利润	19,600	26,586	33,248	41,644
少数股东损益	3,927	5,727	6,912	8,814
归属母公司净利润	15,673	20,859	26,336	32,830
EBITDA	33,865	43,117	52,764	63,905
EPS (最新摊薄)	0.60	0.79	1.00	1.25

主要财务比率

	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入	31.25%	16.60%	10.16%	8.87%
营业利润	123.19%	36.44%	24.38%	25.24%
归属母公司净利润	140.80%	33.09%	26.26%	24.66%
获利能力				
毛利率	15.44%	17.51%	19.39%	21.43%
净利率	6.96%	7.95%	9.11%	10.43%
ROE	22.06%	24.29%	23.40%	22.61%
ROIC	11.86%	13.43%	13.98%	14.24%
偿债能力				
资产负债率	55.47%	54.62%	48.81%	44.70%
净负债比率	124.54%	120.34%	95.34%	80.84%
流动比率	0.94	1.17	1.64	2.23
速动比率	0.46	0.64	1.11	1.57
营运能力				
总资产周转率	1.15	1.14	1.08	1.00
应收账款周转率	125.52	90.00	120.00	120.00
应付账款周转率	29.32	29.87	29.59	29.73
每股指标(元)				
每股收益	0.60	0.79	1.00	1.25
每股经营现金	0.99	1.29	1.75	1.65
每股净资产	2.70	3.26	4.28	5.52
估值比率				
P/E	19.30	14.50	11.49	9.21
P/B	4.26	3.52	2.69	2.08
EV/EBITDA	9.43	8.53	6.68	5.32

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>