

产量持续攀升，期待成本环比改善

华泰研究

2023年4月28日 | 中国内地/中国香港

季报点评

贵金属

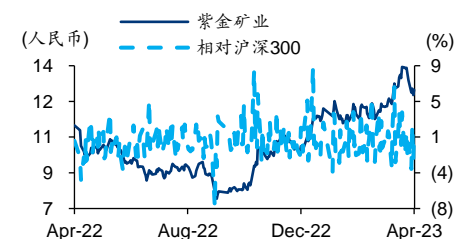
	2899 HK	601899 CH
投资评级:	买入(维持)	买入(维持)
目标价:	港币: 15.30	人民币: 16.40

研究员	王帅
SAC No. S0570520110001	bruce.wang@htsc.com
SFC No. AOH868	+(86) 21 2897 2099

基本数据

(港币/人民币)	2899 HK	601899 CH
目标价	15.30	16.40
收盘价(截至4月27日)	13.18	12.82
市值(百万)	346,984	337,507
6个月平均日成交额(百万)	384.46	2,069
52周价格范围	7.18-14.80	7.48-13.94
BVPS	3.38	3.64

股价走势图



资料来源: Wind

铜金产量持续攀升，期待成本环比改善；维持“买入”

紫金矿业 1Q23 实现归母净利润 54.4 亿元，同比下滑 11.1%，但环比大幅增长 61.2%，部分因为 4Q22 的减值计提。在重点项目的逐步提产驱动下，1Q23 公司铜金产量环比分别增长 5.4% 以及 3.7%，同比增长 24.4% 和 21.8%，且未来仍具备进一步的增长空间。1Q23 公司矿业板块毛利率环比改善 5.5 个百分点至 53.5%。2022 年公司在全球开展了多处优质资产并购，进一步提高了公司在全球矿业的竞争力，并为其长期发展提供动能。维持 A/H 股的“买入”评级，目标价 16.4 元 (15x 23-24E 平均 EPS，与 2010 年来 PE 均值一致) 和 15.3 港币 (较 A 股折价 18%，与 2020 年来平均折价率一致)。23-25E EPS 为 0.90/1.28/1.56 元。

铜金产量保持增势，毛利率环比改善

1Q23 公司铜金产量均实现同环比增长：矿产铜同环比增长 24.4%/5.4% 至 24.5 万吨；矿产金同环比增长 21.8%/3.7% 至 15.95 吨。在传统铜金领域，公司未来仍有大幅的产量提升空间。根据公司 23/25 年产量指引，铜产量预计达 95/117 万吨，矿产金产量预计达 72/90 吨。1Q23 公司矿产铜均价为 52,448 元/吨，同比/环比-5.2%/+19.9%；单位成本同比/环比+18.2%/+2.0% 至 21,640 元/吨；毛利率同比/环比-8.2%/+7.3 个百分点至 58.7%。1Q23 黄金均价为 387.4 元/克，同比/环比+10.6%/-4.4%；单位成本同比/环比+15.7%/-8.8% 至 200 元/克；毛利率同比/环比-2.3%/+2.5 个百分点至 48.4%。

新能源金属战略布局，全球矿业龙头再蓄能

2022 年公司在全球开展了多项优质资产并购，新增权益资源储量包括 682 吨金 (规划+现有产量共计 22-24 吨/年产量)、1,215 万吨当量碳酸锂 (规划产量 12-15 万吨/年)、184 万吨钼 (规划产量 2.72 万吨/年) 等。其中“两湖一矿”的锂资源项目将在 2023 年加速推进建设，阿根廷 3Q (一期 2 万吨/年) 以及西藏拉果错项目 (一期 2 万吨/年) 均计划于 2023 年底建成，23 年公司碳酸锂产量指引为 3,000 吨，2025 年碳酸锂年产量指引将达 12 万吨，成为全球重要的锂生产商。传统铜金领域的持续扩张以及锂钼等多样化资产的配置将为公司的长期发展提供资源保障。

风险提示：项目进展不及预期；大宗商品价格下行。

经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (人民币百万)	225,102	270,329	289,227	320,014	337,227
+/-%	31.25	20.09	6.99	10.64	5.38
归属母公司净利润 (人民币百万)	15,673	20,042	23,630	33,714	41,180
+/-%	140.80	27.88	17.90	42.67	22.15
EPS (人民币, 最新摊薄)	0.60	0.76	0.90	1.28	1.56
ROE (%)	24.57	25.06	24.08	27.85	27.28
PE (倍)	21.53	16.84	14.28	10.01	8.20
PB (倍)	4.75	3.79	3.15	2.50	2.02
EV EBITDA (倍)	3.69	4.81	2.70	1.71	1.11

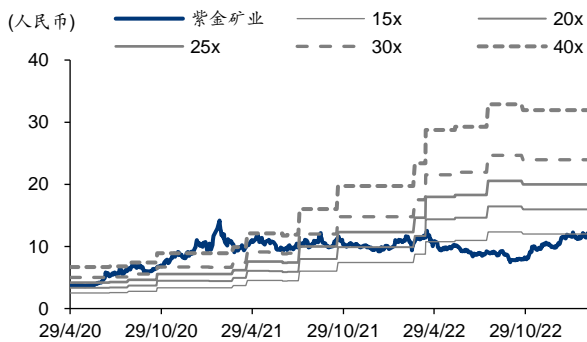
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 主要季度经营和财务数据

经营数据	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23
销量									
矿产金 (千克)	10,793	10,448	11,345	13,076	13,726	15,399	15,867	15,378	15,952
矿产铜 (吨)	119,227	118,583	138,236	152,640	196,576	160,586	283,748	231,865	244,471
矿产锌 (吨)	95,708	101,918	86,728	114,907	105,720	95,041	101,649	103,107	105,004
平均销售价格									
矿产金 (元/克)	350	354	348	344	350	369	348	405	387
矿产铜 (元/吨)	49,898	56,571	53,406	54,301	55,348	54,897	45,611	43,727	52,448
矿产锌 (元/吨)	12,497	14,079	14,251	15,465	17,285	16,696	14,668	13,805	13,316
财务数据 (百万元)									
营业收入	47,502	62,361	59,112	56,127	64,771	67,687	71,734	66,138	74,945
销售成本	(40,396)	(53,561)	(50,041)	(46,353)	(53,554)	(56,207)	(62,580)	(55,444)	(63,307)
毛利润	7,106	8,800	9,071	9,774	11,217	11,480	9,154	10,694	11,638
毛利率 (%)	15.0%	14.1%	15.3%	17.4%	17.3%	17.0%	12.8%	16.2%	15.5%
销售费用	(117)	(103)	(109)	(83)	(146)	(159)	(186)	(128)	(162)
管理费用	(1,266)	(1,220)	(1,289)	(1,534)	(1,444)	(1,446)	(1,520)	(1,856)	(1,788)
研究费用	(130)	(187)	(183)	(270)	(177)	(266)	(356)	(432)	(328)
财务费用	(433)	(319)	(355)	(390)	(338)	(179)	(374)	(1,013)	(808)
税前利润	4,351	7,119	6,971	6,353	8,911	9,659	6,307	5,116	8,110
税费开支	(934)	(1,625)	(1,349)	(1,286)	(1,496)	(1,644)	(1,049)	(1,037)	(1,233)
少数股东权益	(906)	(1,356)	(969)	(696)	(1,291)	(1,509)	(1,220)	(704)	(1,435)
归母净利润	2,511	4,138	4,653	4,370	6,124	6,506	4,037	3,375	5,442
归母净利率 (%)	5.3%	6.6%	7.9%	7.8%	9.5%	9.6%	5.6%	5.1%	7.3%

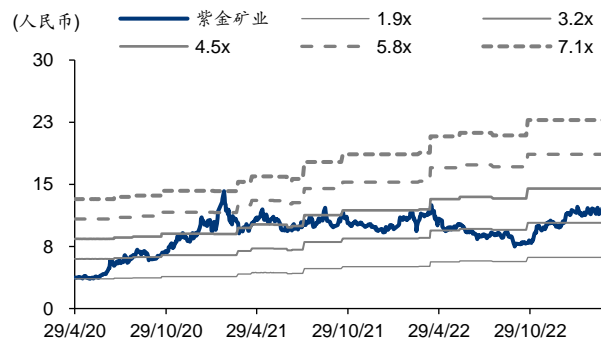
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表2: 紫金矿业 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表3: 紫金矿业 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	47,064	79,644	95,808	134,681	169,643
现金	14,222	20,244	37,834	70,702	109,251
应收账款	2,445	7,917	3,170	9,097	3,829
其他应收账款	1,386	3,656	3,656	3,656	3,656
预付账款	1,782	3,795	3,795	3,795	3,795
存货	19,309	28,104	32,154	32,232	33,912
其他流动资产	7,920	15,928	15,199	15,199	15,199
非流动资产	161,530	226,400	230,093	233,117	235,471
长期投资	9,628	25,067	25,067	25,067	25,067
固定投资	55,597	72,746	74,818	76,220	76,952
无形资产	47,531	68,280	64,902	61,524	58,145
其他非流动资产	48,774	60,306	65,306	70,306	75,306
资产总计	208,595	306,044	325,901	367,798	405,114
流动负债	50,302	71,170	66,754	72,716	67,412
短期借款	18,229	23,666	23,666	23,666	23,666
应付账款	7,442	11,757	8,559	13,149	9,152
其他流动负债	24,631	35,746	34,529	35,900	34,595
非流动负债	65,395	110,419	110,419	110,419	110,419
长期借款	36,127	68,820	68,820	68,820	68,820
其他非流动负债	29,268	41,599	41,599	41,599	41,599
负债合计	115,698	181,589	177,173	183,135	177,831
少数股东权益	21,863	35,513	41,420	49,849	60,144
股本	2,633	2,633	2,633	2,633	2,633
资本公积	24,730	25,063	25,063	25,063	25,063
留存公积	41,349	56,125	74,490	101,997	134,321
归属母公司股东权益	71,034	88,943	107,308	134,815	167,139
负债和股东权益	208,595	306,044	325,901	367,798	405,114

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	26,072	28,679	35,878	49,207	55,267
净利润	19,600	24,767	29,538	42,142	51,475
折旧摊销	7,796	9,727	11,306	11,976	12,646
财务费用	1,496	1,905	2,776	1,514	(271.07)
投资损失	(2,161)	(3,942)	(4,753)	(6,382)	(6,868)
营运资金变动	(1,415)	(5,746)	(2,989)	(43.21)	(1,716)
其他经营现金	756.20	1,967	(0.01)	0.00	0.00
投资活动现金	(23,765)	(50,981)	(10,247)	(8,618)	(8,132)
资本支出	(20,149)	(24,794)	(15,166)	(16,263)	(17,529)
长期投资	(2,868)	(15,702)	4,753	6,382	6,868
其他投资现金	(747.96)	(10,485)	166.17	1,263	2,529
筹资活动现金	23.32	27,258	(8,041)	(7,722)	(8,585)
短期借款	(486.03)	1,080	0.00	0.00	0.00
长期借款	4,417	32,746	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	6,120	333.04	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(10,027)	(6,901)	(8,041)	(7,722)	(8,585)
现金净增加额	1,845	6,035	17,590	32,868	38,549

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	225,102	270,329	289,227	320,014	337,227
营业成本	190,351	227,784	241,033	257,544	264,573
营业税金及附加	3,460	4,268	4,566	5,052	5,324
营业费用	412.27	619.89	663.23	733.82	773.29
管理费用	5,309	6,265	6,703	7,416	7,815
财务费用	1,496	1,905	2,776	1,514	(271.07)
资产减值损失	598.02	78.71	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(231.86)	(255.49)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1,692	2,874	4,753	6,382	6,868
营业利润	25,087	30,946	36,922	52,678	64,344
营业外收入	178.09	108.39	0.00	0.00	0.00
营业外支出	470.78	1,061	0.00	0.00	0.00
利润总额	24,794	29,993	36,922	52,678	64,344
所得税	5,194	5,226	7,384	10,536	12,869
净利润	19,600	24,767	29,538	42,142	51,475
少数股东损益	3,927	4,725	5,908	8,428	10,295
归属母公司净利润	15,673	20,042	23,630	33,714	41,180
EBITDA	26,298	31,903	51,004	66,168	76,719
EPS (人民币, 基本)	0.60	0.76	0.90	1.28	1.56

主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	31.25	20.09	6.99	10.64	5.38
营业利润	123.19	23.36	19.31	42.67	22.15
归属母公司净利润	140.80	27.88	17.90	42.67	22.15
获利能力 (%)					
毛利率	15.44	15.74	16.66	19.52	21.54
净利率	8.71	9.16	10.21	13.17	15.26
ROE	24.57	25.06	24.08	27.85	27.28
ROIC	17.65	16.47	20.05	28.36	35.01
偿债能力					
资产负债率 (%)	55.47	59.33	54.36	49.79	43.90
净负债比率 (%)	80.78	94.67	64.83	34.41	11.00
流动比率	0.94	1.12	1.44	1.85	2.52
速动比率	0.40	0.50	0.71	1.19	1.78
营运能力					
总资产周转率	1.15	1.05	0.92	0.92	0.87
应收账款周转率	125.52	52.18	52.18	52.18	52.18
应付账款周转率	29.32	23.73	23.73	23.73	23.73
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.60	0.76	0.90	1.28	1.56
每股经营现金流(最新摊薄)	0.99	1.09	1.36	1.87	2.10
每股净资产(最新摊薄)	2.70	3.38	4.08	5.12	6.35
估值比率					
PE (倍)	21.53	16.84	14.28	10.01	8.20
PB (倍)	4.75	3.79	3.15	2.50	2.02
EV EBITDA (倍)	3.69	4.81	2.70	1.71	1.11

免责声明

分析师声明

本人, 王帅, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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, 华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰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, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师王帅本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准15%以上

增持：预计股价超越基准5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J
香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809
美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司