

## Q1 业绩符合预期，矿业巨头持续成长

2023 年 05 月 04 日

➤ **2023 年 4 月 27 日，公司发布 2023 年一季报。**公司 2023Q1 实现营收 749.45 亿元，同比增长 15.7%、环比增长 13.3%；归母净利润 54.42 亿元，同比减少 11.1%、环比增长 61.2%；扣非归母净利 53.69 亿元，同比减少 11.2%、环比增长 48.8%。业绩符合预期。

➤ **2023Q1 归母净利润环比增长 20.7 亿元，业绩环比大幅改善主要得益于 Q4 低基数以及 Q1 产品量价环比增长。**①**毛利环比增长 9.4 亿元。**(1) **量：**2023 年一季度公司矿产金产量同比增加 22%，环比增长 4%至 16 吨，矿产铜产量同比增加 24%，环比减少 0.14%至 24.4 万吨，矿产锌产量同比减少 3%，环比增加 2%至 10.5 万吨，产销变化基本一致。黄金和铜产量同比增长主要得益于巨龙、Timok、卡莫阿等铜金矿山相继投产，贡献增量。(2) **价：**金/铜/锌 2023Q1 公司销售价格分别同比变化 +10.6%/-4.7%/-23%，环比变化 -4.4%/+20%/-3.6%，至 387 元/克、52448 元/吨、13316 元/吨，价格的变化主要是受到 Q4 计价系数变化影响，Q1 恢复正常。(3) **成本：**金/铜/锌 2023Q1 单位成本分别环比变化 -8.77%、+2.03%、+2.96%，至 200 元/克、21640 元/吨、9027 元/吨。(4) **分板块来看，毛利环比增长主要得益于矿山铜板块成本微增，售价大涨，单位盈利空间扩大，毛利环比增长 17.8 亿元。**②**投资净收益环比增加 7.8 亿元。**主要是由于 22Q4 二次结算价产生亏损，因此产生低基数，Q1 铜价环比提升，二次结算价恢复上行态势，Q1 投资净收益恢复到 5.3 亿元，环比增利。③**营业外支出环比减少 6.1 亿元。**主要是因为 22Q4 乌后紫金一次性罚款影响，Q1 该影响因素消除。④**费用和税金环比减少 4.1 亿元。**主要得益于财务费用环比减少 2 亿元（汇兑损失减少），研发费用环比减少 1 亿元（Q4 年底研发费用集中计提产生高基数）。

➤ **核心看点：三大铜矿业集群持续绽放，锂钼战略金属板块打造新成长曲线。**铜板块，timok 下带矿、卡莫阿二期扩建以及三期四期建设、巨龙二期三期，三大世界级铜矿业集群 2023-2025 年均将持续贡献增量；**金板块，**多项目齐头并进，波格拉复产老将回归，海域金矿、Rosebel、萨瓦亚尔顿购建新力量，黄金产量持续增长。**战略金属板块，**手握“两湖一矿”优质锂资源，项目建设持续推进中，期待资源优势转化为产量优势。同时加码战略矿种钼，收购全球储量最大单体钼矿，权益钼资源量大幅提升，未来有望成为全球最大钼生产企业之一。

➤ **投资建议：**公司铜金产量持续增长，锂钼项目打造新成长曲线，叠加铜金价格景气，我们持续看好公司的阿尔法逻辑的兑现。我们预计 2023-2025 年公司实现归母净利 241 亿元、290 亿元、372 亿元，对应 5 月 4 日收盘价的 PE 为 14x、12x 和 9x，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**项目进度不及预期，铜金等金属价格下跌，地缘政治风险等。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	270329	334623	371894	431480
增长率 (%)	20.1	23.8	11.1	16.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	20042	24144	28966	37170
增长率 (%)	27.9	20.5	20.0	28.3
每股收益 (元)	0.76	0.92	1.10	1.41
PE	17	14	12	9
PB	3.8	3.2	2.7	2.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 5 月 4 日收盘价）

### 推荐

### 维持评级

### 当前价格：

### 12.93 元



**分析师 邱祖学**

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

**研究助理 张弋清**

执业证书：S0100121120057

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

**研究助理 李挺**

执业证书：S0100122090040

邮箱：liting@mszq.com

### 相关研究

- 紫金矿业 (601899.SH) 2022 年年报深度点评：“三步走”一阶段圆满收官，多元化矿种齐头并进-2023/03/28
- 紫金矿业 (601899.SH) 2022 年业绩预告点评：量价齐升业绩同比大增，期待铜金锂钼齐发力-2023/01/30
- 紫金矿业 (601899.SH) 动态报告：参与竞标中国最大铅锌矿，加码铅锌领域布局-2023/01/16
- 紫金矿业 (601899.SH) 2022 年三季度业绩点评：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

# 目录

1 事件：公司公布 2023 年一季报.....	3
2 2023 年一季度业绩拆解.....	4
3 毛利端环比增长的核心来自矿产铜板块的贡献.....	4
4 费用端：期间费用和负债率环比下降.....	9
5 Q1 环比维度非经常性利润上升，投资收益高.....	11
6 经营性现金流充裕，且随着项目投产达产有望持续增加.....	13
7 盈利预测与投资建议.....	16
8 风险提示.....	17
插图目录.....	19
表格目录.....	19

## 1 事件：公司公布 2023 年一季报

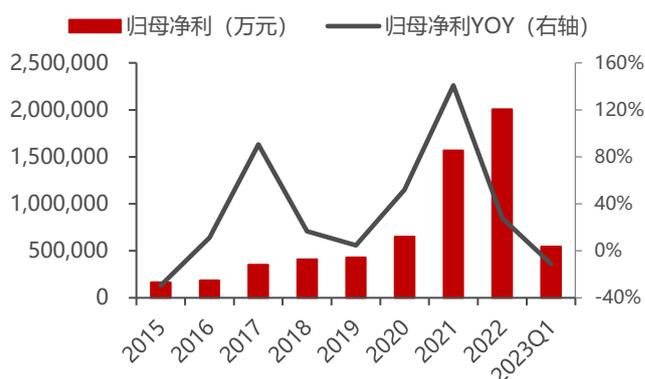
公司发布 2023 年一季报。公司 2023Q1 实现营收 749.45 亿元，同比增长 15.7%、环比增长 13.3%；归母净利润 54.42 亿元，同比减少 11.1%、环比增长 61.2%；扣非归母净利 53.69 亿元，同比减少 11.2%、环比增长 48.8%。业绩符合预期。

图1：2023Q1，公司实现营收 749.45 亿元



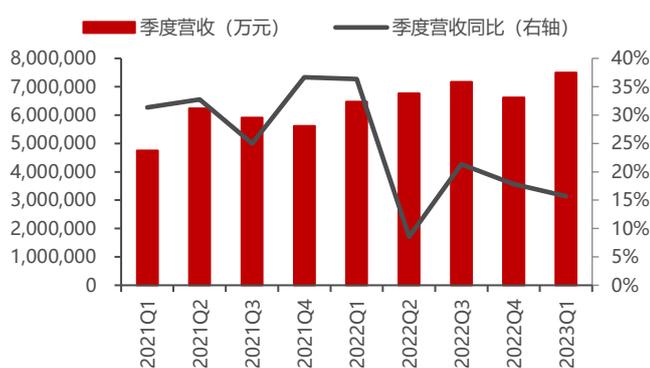
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2023Q1，公司实现归母净利润 54.42 亿元



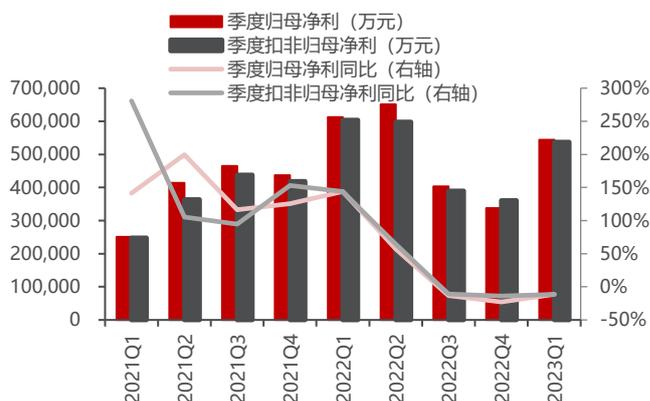
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2023Q1，公司营收同比增长 15.7%



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2023Q1，公司归母净利润同比减少 11.1%



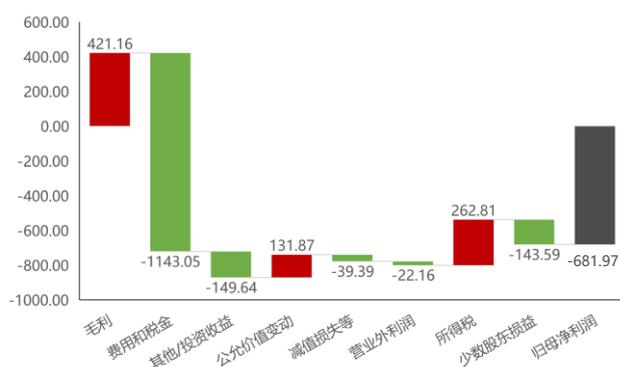
资料来源：wind，民生证券研究院

## 2 2023 年一季度业绩拆解

分季度同比来看, 2023Q1 v.s. 2022Q1: 2023Q1 归母净利润同比减少 6.82 亿元, 核心在于费用和税金同比增加 11.4 亿元, 大幅减利。其他减利点还来自于其他/投资收益同比减少 1.5 亿元, 少数股东损益同比减利 1.4 亿元; 主要的增利点包括毛利 (+4.2 亿元), 所得税 (+2.6 亿元) 和公允价值变动 (+1.3 亿元)。

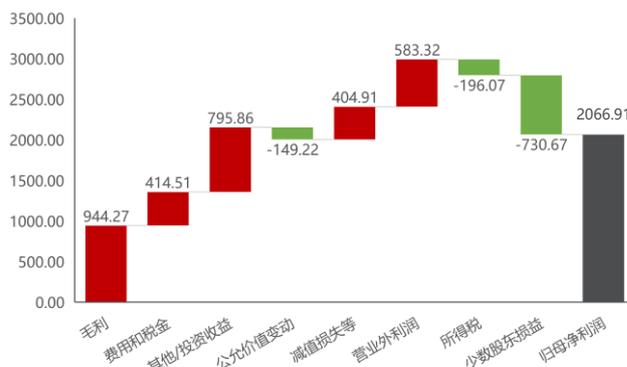
分季度环比来看, 2023Q1 v.s. 2022Q4: 2023Q1 归母净利润环比增加 20.67 亿元, 主要得益于毛利、费用和税金、其他/投资收益、减值损失等、营业外利润环比分别增利 9.4/4.1/8.0/4.0/5.8 亿元。主要的减利点在于少数股东损益 (-7.3 亿元), 所得税 (-1.96 亿元) 和公允价值变动 (-1.5 亿元)。

图5: 2023Q1 业绩同比变化拆分 (单位: 百万元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图6: 2023Q1 业绩环比变化拆分 (单位: 百万元)



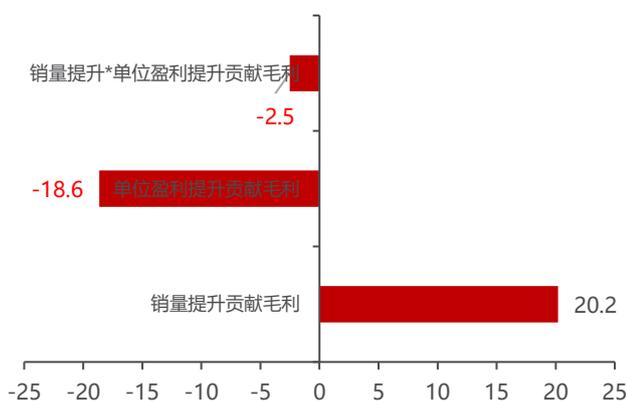
资料来源: wind, 民生证券研究院

## 3 毛利端环比增长的核心来自矿产铜板块的贡献

2023Q1 公司毛利润同比增 4.20 亿元, 环比增 9.44 亿元; 综合毛利率同比减 1.79pct、环比减 0.64pct 至 15.53%。我们认为, 公司 2023Q1 毛利润环比增长的核心在于矿产铜板块的贡献, 同比增长的核心在于矿产金和其他产品板块的贡献。环比来看, 2023Q1 公司矿产品及冶炼端合计实现毛利 117.40 亿元, 环比增 16.77 亿元, 其中矿山产铜业务毛利增 17.75 亿元, 贡献 188% 的毛利增量, 另有矿产金、矿产银和铁精矿分别贡献 16%、3% 和 15% 的毛利增量, 同比来看, 矿产金和其他产品毛利增 6.57 亿元和 5.46 亿元, 分别贡献 156% 和 130% 的毛利增量, 另有冶炼铜、冶炼锌分别贡献 14%、3% 的毛利增量。另外, 2023Q1 毛利润环比增长的核心原因在于单位盈利空间的提升, 其中销量增长、单位盈利提高分别带来毛利增厚约为 1.0 亿元、20.1 亿元, 分别贡献矿山产品毛利增长额的 5%、98%。2023Q1 综合毛利率、矿山企业综合毛利率分别同比-1.79pct、-7.59pct, 环比-0.64pct、+5.54pct 至 15.53%、53.53%, 矿山企业综合毛利率同比下降, 核心原因在于: ①矿产金、矿产银单价增幅小于单位成本增幅带来的毛利率下降, ②矿产铜、矿产锌、铁精矿板块售价下降, 而单位成本上升带来的毛利率下滑。Q1

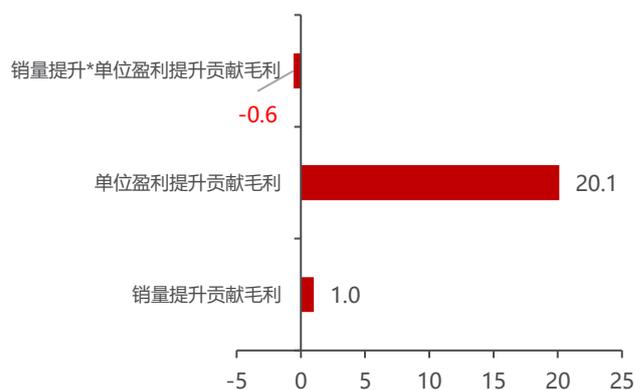
毛利率的环比上升主要由于：①矿产金单价降幅小于单位成本降幅带来毛利率提升，②矿产铜单价增幅大于单位成本增幅带来的毛利率提升，③矿产银、铁精矿单价提升，而单位成本降低带来的毛利率提升。

图7：2023Q1 矿山产品毛利同比增长分解（单位：亿元）



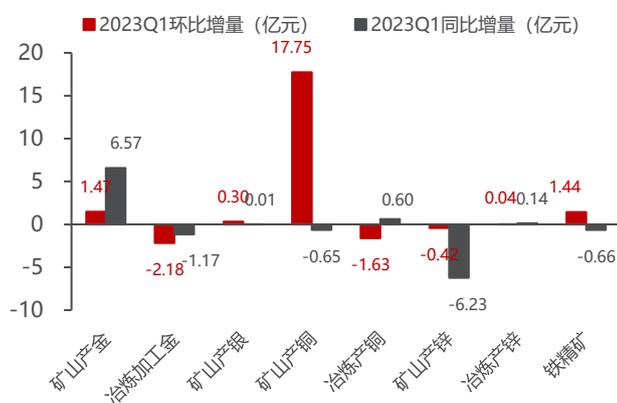
资料来源：wind，民生证券研究院

图8：2023Q1 矿山产品毛利环比增长分解（单位：亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图9：2023Q1 矿产品及冶炼端毛利同环比增长构成

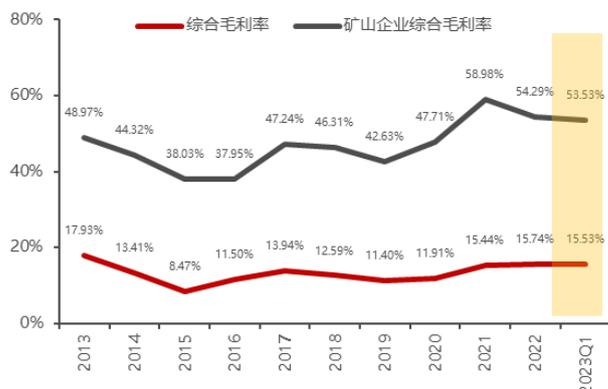


资料来源：wind，民生证券研究院

图10：公司分季度毛利润及毛利率变化



资料来源：wind，民生证券研究院

**图11：公司综合毛利率及矿山企业综合毛利率变化**


资料来源：wind，民生证券研究院

**环比角度，从分产品毛利来看，矿产品表现突出，尤其是矿产铜。**

2023Q1 矿产品及冶炼端毛利环比增加 16.77 亿元，其具体构成为：矿产铜 (+ 17.75 亿元)、矿山产金 (+ 1.47 亿元)、铁精矿 (+ 1.44 亿元)、矿山产银 (+ 0.30 亿元)、冶炼产锌 (+ 0.04 亿元)、冶炼产铜 (- 1.63 亿元)、矿山产锌 (- 0.42 亿元)；值得注意的是，矿产铜单季度毛利恢复至 70 亿元以上，是 Q1 毛利环比增长的最主要贡献。

**其他非主营产品**（包括贸易物流，冶炼加工银，黄金制品，铜管/铜板带，贵金属贸易，服务业务等，含内部抵消，通过合计毛利值与主营业务产品之差计算得到）毛利环比降低 7.33 亿元。

**表1：公司分季度毛利变化 (单位：亿元)**

	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2022Q4 毛利占比 (%)	2023Q1 毛利占比 (%)	2023Q1 同比 (%)	2023Q1 环比 (%)
矿山产金	22.5	24.3	29.2	24.5	29.4	30.9	27.53%	26.56%	26.99%	5.00%
矿山产银	1.2	1.6	1.7	1.1	1.4	1.7	1.26%	1.42%	0.35%	22.45%
<b>矿产铜</b>	<b>61.8</b>	<b>73.2</b>	<b>76.1</b>	<b>52.0</b>	<b>54.8</b>	<b>72.6</b>	<b>51.25%</b>	<b>62.34%</b>	<b>-0.89%</b>	<b>32.39%</b>
冶炼产铜	2.3	3.1	1.5	2.0	5.3	3.7	4.95%	3.15%	19.73%	-30.83%
矿山产锌	8.5	10.8	8.5	6.3	5.0	4.6	4.67%	3.93%	-57.64%	-8.37%
冶炼产锌	0.8	1.3	0.4	0.6	1.4	1.39	1.27%	1.20%	11.14%	2.86%
铁精矿	3.1	3.3	2.7	1.0	1.2	2.6	1.12%	2.27%	-20.01%	119.78%
<b>矿产品和冶炼端</b>	<b>100.68</b>	<b>118.66</b>	<b>120.29</b>	<b>89.41</b>	<b>100.63</b>	<b>117.40</b>	<b>94.10%</b>	<b>100.88%</b>	<b>-1.06%</b>	<b>16.67%</b>
其他产品等	-2.94	-6.48	-5.50	2.12	6.31	-1.02	5.90%	-0.88%	84.28%	-116.15%
<b>合计</b>	<b>97.74</b>	<b>112.18</b>	<b>114.79</b>	<b>91.54</b>	<b>106.94</b>	<b>116.38</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>3.75%</b>	<b>8.83%</b>

资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

注：1、其他产品（含内部抵消）为通过合计毛利值与主营业务产品之差计算所得；

2、其它产品中主要包括贸易物流，冶炼加工银，黄金制品，铜管/铜板带，贵金属贸易，服务业务等其他业务。

从分产品的毛利占比来看 (2023Q1 环比 2022Q4), 2023Q1 矿产品和冶炼端的毛利占比略提升至 100.88%。其中, 2022Q4→2023Q1, 冶炼端毛利占比均环比下滑: 冶炼产铜毛利占比从 4.95%→3.15%, 冶炼产锌毛利占比从 1.27%→1.20%。2022Q4→2023Q1, 矿山端毛利占比份额来看, 矿产银、矿产铜、铁精矿环比上升, 矿产金、矿产锌环比下降: 矿产银毛利占比从 1.26%→1.42%, 矿产铜毛利占比从 51.25%→61.34%, 铁精矿毛利占比从 1.12%→2.27%, 环比实现提升; 而矿产金毛利占比从 27.53%→26.56%, 矿产锌毛利占比从 4.67%→3.93%, 环比下降。我们认为:

- ✓ 冶炼产品毛利占比环比下滑主要在于: 冶炼产铜 Q1 单价和单位成本均环比提高, 售价增幅 (+5.63%) 小于单位成本增幅 (+8.07%)。冶炼产锌 Q1 单价和单位成本均环比下降, 虽售价降幅 (-5.13%) 小于单位成本降幅 (-5.75%), 但销量下滑 (-0.20%)。
- ✓ 矿山端产品的毛利占比环比提高主要在于: 矿山银单位盈利空间的扩大, 2023Q1, 矿山产银销量虽环比降 1.49%, 但售价提高 (+3.08%), 同时单位成本下降 (-11.33%)。矿产铜 Q1 虽然销量下降 (-3.24%), 单价提升 (+19.94%), 单位成本提升 (2.03%), 单位盈利大幅增加使毛利占比提升。铁精矿 Q1 单价提升 (+6.14%), 单位成本降低 (-0.75%), 同时销量大增 (+98.34%), 使得毛利占比提高。矿山端产品的毛利占比环比降低主要在于: 矿产金 Q1 单价、成本下降, 虽然售价降幅 (-4.40%) 小于单位成本降幅 (-8.77%), 销量环比增长 4.23%, 但是矿产金毛利增幅相对整体增幅较小, 使得占比降低。矿产锌 Q1 单价降低和成本提升, 售价降幅 (-3.55%), 单位成本增幅 (+2.96%), 虽销量提升 (7.65%), 但单位盈利空间的下降使毛利占比降低。

**产量端**: 2023Q1, 矿产金、矿产银、矿产铜、矿产锌、铁精矿环比分别+3.73%、-0.81%、-0.14%、+1.84%和-76.15%。

**销量端**: 2023Q1, 矿产金、矿产银、矿产铜、矿产锌、铁精矿环比分别+4.23%、-1.49%、-3.24%、+7.65%和+98.34%。铁精矿产量下滑, 因此销量的增长或主要来自库存的销售。

**价格端**: 2023Q1, 矿产金、矿产银、矿产铜、矿产锌、铁精矿环比分别-4.40%、+3.08%、+19.94%、-3.55%和+6.14%。

**成本端**: 2023Q1, 矿产金、矿产银、矿产铜、矿产锌、铁精矿环比分别-8.77%、-11.33%、+2.03%、+2.96%和-0.75%。矿产金和矿产银的成本环比下降较大或因 2022Q4 入选品位较低, 成本基数较高。

**值得注意的是**, 2023Q1 矿产品成本除矿产铜和矿产锌外, 其余产品均环比下降, 销量仅矿产银及矿产铜下降, 价格仅矿产金和矿产锌下降。

**表2：公司分产品销量、单价和单位成本变化 (2023Q1 环比 2022Q4)**

	单位	2022Q4				2023Q1				2023Q1 环比 (%)			
		产量	销量	单价	单位成本	产量	销量	单价	单位成本	产量	销量	单价	单位成本
矿产金	千克, 元/克	15,378	15,829	405	219	15,952	16,499	387	200	3.73%	4.23%	-4.40%	-8.77%
矿产银	千克, 元/克	105,117	105,697	3.16	1.88	104,263	104,122	3.26	1.67	-0.81%	-1.49%	3.08%	-11.33%
矿产铜	吨, 元/吨	244,820	243,401	43,727	21,210	244,471	235,521	52,448	21,640	-0.14%	-3.24%	19.94%	2.03%
冶炼产铜	吨, 元/吨	163,082	163,119	57,664	54,416	174,276	174,272	60,909	58,806	6.86%	6.84%	5.63%	8.07%
矿产锌	吨, 元/吨	103,106	99,154	13,806	8,767	105,004	106,740	13,316	9,027	1.84%	7.65%	-3.55%	2.96%
冶炼产锌	吨, 元/吨	88,823	88,586	21,666	20,135	87,838	88,408	20,555	18,978	-1.11%	-0.20%	-5.13%	-5.75%
铁精矿	万吨, 元/吨	134	36	558	225	32	72	592	224	-76.15%	98.34%	6.14%	-0.75%

资料来源: wind, 公司公告, 民生证券研究院

**同比角度, 2023Q1 矿产品及冶炼端毛利同比减少 1.26 亿元, 而其他非主营产品毛利同比增加 5.46 亿元。**矿产品中矿产金、矿产银毛利同比上升, 冶炼端冶炼铜、冶炼锌同比上升, 其中矿产金 (+6.57 亿元)、矿产银 (+0.01 亿元)、矿产铜 (-0.65 亿元)、矿产锌 (-6.23 亿元)、铁精矿 (-0.66 亿元)、冶炼产铜 (+0.60 亿元)、冶炼锌 (+0.14 亿元)。毛利额同比的主要增量矿产金虽单价增幅 (+10.62%) 小于单位成本增幅 (+15.72%), 但销量大增 20.20%; 冶炼铜单价降幅 (-3.45%) 小于单位成本降幅 (-4.02), 同时销量提升 (3.50%); 冶炼产锌受益于销量同比增长 15.08%, 同时单价降幅 (-8.77%) 小于成本端的降幅 (-9.19%)。

**表3：公司分产品销量、单价和单位成本变化 (2023Q1 同比 2022Q1)**

	单位	2022Q1				2023Q1				2023Q1 同比 (%)			
		产量	销量	单价	单位成本	产量	销量	单价	单位成本	产量	销量	单价	单位成本
矿产金	千克, 元/克	13,100	13,726	350	173	15,952	16,499	387	200	21.77%	20.20%	10.62%	15.72%
矿产银	千克, 元/克	90,940	93,740	3.21	1.45	104,263	104,122	3.26	1.67	14.65%	11.08%	1.56%	15.17%
矿产铜	吨, 元/吨	196,577	197,629	55,348	18,305	244,471	235,521	52,448	21,640	24.36%	19.17%	-5.24%	18.22%
冶炼产铜	吨, 元/吨	171,671	168,373	63,086	61,268	174,276	174,272	60,909	58,806	1.52%	3.50%	-3.45%	-4.02%
矿产锌	吨, 元/吨	108,184	105,720	17,285	7,063	105,004	106,740	13,316	9,027	-2.94%	0.96%	-22.96%	27.81%
冶炼产锌	吨, 元/吨	82,305	76,822	22,531	20,898	87,838	88,408	20,555	18,978	6.72%	15.08%	-8.77%	-9.19%
铁精矿	万吨, 元/吨	70	56	764	170	32	72	592	224	-54.68%	28.91%	-22.51%	31.34%

资料来源: wind, 公司公告, 民生证券研究院

从单位毛利数据来看, 2023Q1 矿产金的单位毛利同、环比均实现增长, 冶炼铜的单位毛利同比增长, 矿产银、矿产铜、冶炼锌和铁精矿的单位毛利环比实现增长。矿产金单位毛利环比提升在于单价降幅小于单位成本降幅, 单位毛利同比提升在于尽管单价增幅小于单位成本增幅, 但单价基数相对单位成本更大, 因此单位盈利空间仍有扩大; 冶炼铜单位毛利同比提升在于单价降幅小于单位成本降幅; 矿产银单位毛利环比提升在于单价提升, 而单位成本下降, 盈利空间扩大; 矿产铜单位毛利环比大幅提升在于单价增幅远大于单位成本增幅; 冶炼锌单位毛利提升在于单价降幅小于单位成本降幅; 铁精矿单位毛利提升在于单价提升, 而单位成本下降, 单位盈利增厚。

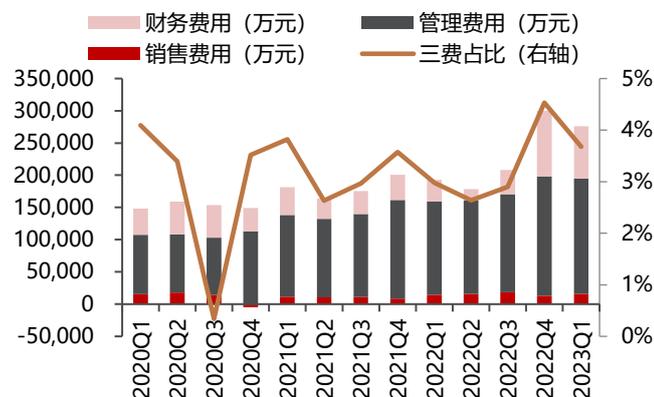
**表4: 公司分产品单位毛利同比、环比变化**

	2022Q1	2022Q4	2023Q1	2023Q1 同比	2023Q1 环比
矿产金	177	186	187	5.64%	0.74%
矿产银	1.76	1.28	1.59	-9.66%	24.30%
矿山铜	37043	22517	30808	-16.83%	36.82%
冶炼产铜	1818	3248	2103.0	15.68%	-35.26%
矿产锌	10222	5039	4289.0	-58.04%	-14.88%
冶炼产锌	1633	1530	1577.0	-3.43%	3.07%
铁精矿	594	332	368	-37.95%	10.81%

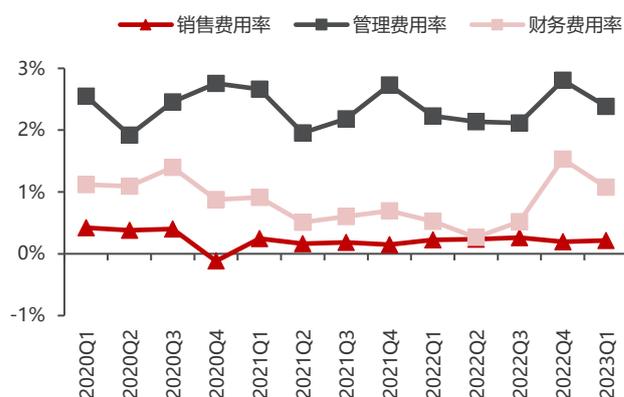
注: 矿产金、冶炼加工金、矿产银单位均为元/克; 矿产铜、冶炼铜、矿产锌、冶炼锌、铁精矿单位均为元/吨;  
资料来源: wind, 公司公告, 民生证券研究院

## 4 费用端: 期间费用和负债率环比下降

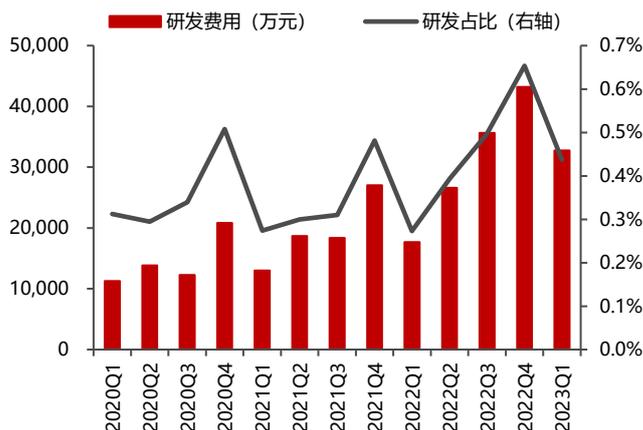
从期间费用的变化来看, 2023Q1 公司期间费用环比下降 3.44 亿元。2023Q1, 公司销售费用、管理费用、财务费用、研发费用分别为 1.62 亿元、17.88 亿元、8.08 亿元、3.28 亿元; 同比来看, 销售/管理/财务/研发费用增加 0.15/3.44/4.69/1.51 亿元。环比来看, 2023Q1 期间费用(含研发费用)合计 30.85 亿元, 环比下降 3.44 亿元, 除销售费用外, 其他各项费用环比均下降, 从费用率来看, 销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别环比变化+0.02pct、-0.42pct、-0.45pct、-0.22pct, 期间费用率(含研发费用)环比下降 1.07pct 至 4.1%。

**图12: 公司三费情况**


资料来源: wind, 民生证券研究院

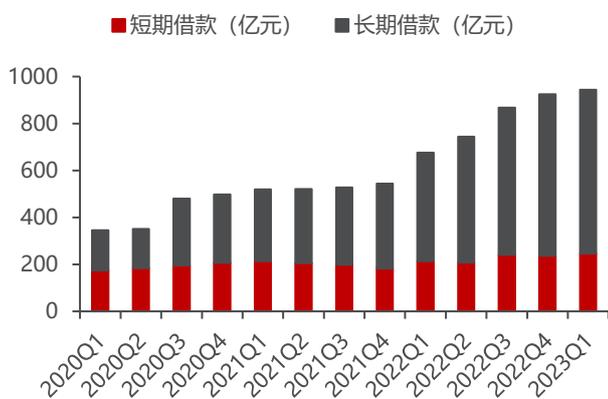
**图13: 公司费用率变化**


资料来源: wind, 民生证券研究院

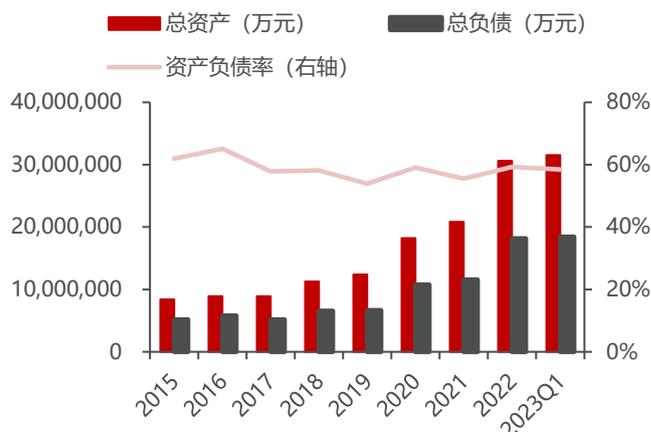
**图14: 公司研发费用情况**


资料来源: wind, 民生证券研究院

**2023年3月底, 公司资产负债率较2022年底下降0.82pct至58.51%。**  
 2023Q1 公司增加长期借款 8.78 亿元和短期借款 9.46 亿元, 截至 2023 年 3 月底, 公司资产负债率较 2022 年 12 月底下降 0.82pct 至 58.51%。随着项目产能逐步释放, 公司利润将得到进一步提升, 资产负债率有望进一步回落。

**图15: 公司短期借款和长期借款情况**


资料来源: wind, 民生证券研究院

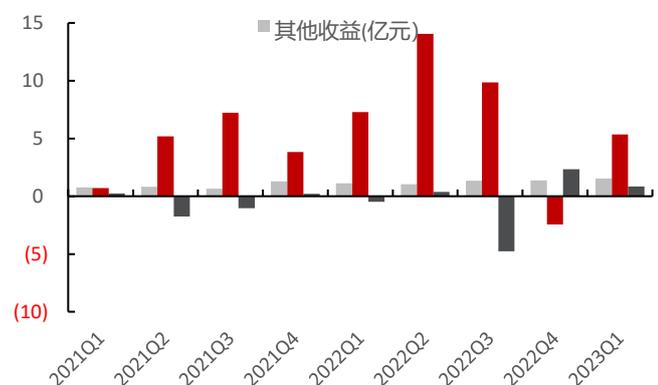
**图16: 公司资产负债率变化**


资料来源: wind, 民生证券研究院

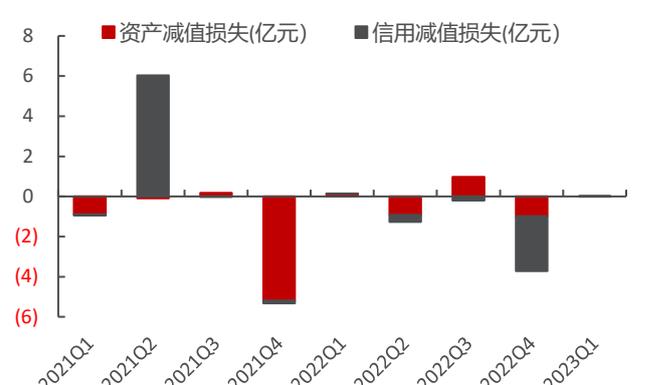
## 5 Q1 环比维度非经常性利润上升, 投资收益高

环比来看, 2023Q1 公司非经常性利润 (其他收益+投资净收益+公允价值变动净收益) 环比增加 6.47 亿元, 其中投资收益环比增加 7.78 亿元, 其中 2023Q1 对联营企业和合营企业的投资收益基本稳定, 主要系 22Q4 二次结算价产生亏损, 因此产生低基数, Q1 铜价环比提升, 二次结算价恢复上行态势, Q1 投资净收益恢复到 5.3 亿元, 环比增利; 公司 2023Q1 资产/信用减值损失环比增利 3.73 亿元, 主要得益于 22Q4 一次性计提影响 (主要是年底核算应收账款坏账损失增加), Q1 相关减值大幅减少; 营业外收支环比增利 5.83 亿元, 营业外收支环比增利主要是由于 2022Q4 子公司乌后紫金罚款影响利润, Q1 恢复正常后环比体现出盈利增长。综合来看, 环比增加利润总额 16.03 亿元, 表示公司正常业务之外其他领域表现也比较亮眼。

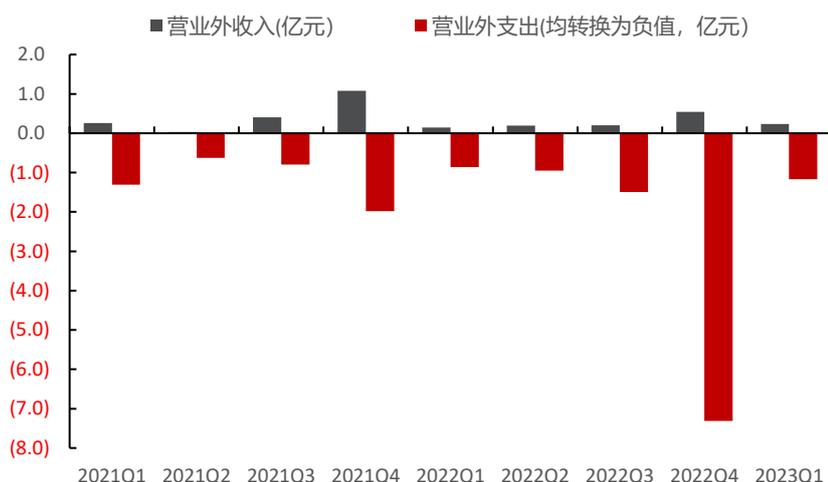
详细来看, 2023Q1 非经常性损益项目环比减量主要体现在: 计入当期损益的对非金融企业收取的资金占用费 (-0.43 亿元), 除同公司正常经营业务相关的有效套期保值业务外的公允价值变动损益和投资收益 (-1.41 亿元), 其他符合非经常性损益定义的损益项目 (-0.24 亿元); Q1 环比的增量体现在: 非流动资产处置损益 (+1.66 亿元), 计入当期损益的政府补助, 但与公司正常经营业务密切相关, 符合国家政策规定、按照一定标准定额或定量持续享受的政府补助除外 (+0.18 亿元), 其他营业外收入和支出 (+4.48 亿元), 少数股东权益影响 (+0.95 亿元), 所得税影响 (+0.26 亿元)。

**图17: 其他收益、投资净收益及公允价值变动净收益 (单位: 亿元)**


资料来源: wind, 民生证券研究院

**图18: 资产/信用减值损失 (单位: 亿元)**


资料来源: wind, 民生证券研究院

**图19: 公司营业外收支 (单位: 亿元)**


资料来源: wind, 民生证券研究院

**表5: 非经常性损益项目环比比较 (单位: 百万元)**

非经常性损益项目	2022Q4	2023Q1	环比增减数值
非流动资产处置损益	-174.41	-8.38	166.02
计入当期损益的政府补助, 但与公司正常经营业务密切相关, 符合国家政策规定、按照一定标准定额或定量持续享受的政府补助除外	136.29	154.33	18.04
计入当期损益的对非金融企业收取的资金占用费	420.36	377.67	-42.69
除同公司正常经营业务相关的有效套期保值业务外, 持有交易性金融资产、交易性金融负债产生的公允价值变动损益, 以及处置交易性金融资产、交易性金融负债和可供出售金融资产取得的投资收益	-296.37	-437.08	-140.71
除上述各项之外的其他营业外收入和支出	-536.15	-87.95	448.19
其他符合非经常性损益定义的损益项目	24.37	0.00	-24.37
少数股东权益影响额 (税后)	-135.54	-41.04	94.51

所得税影响额	-59.05	-33.23	25.82
单独进行减值测试的应收款项减值准备转回	-1.76	0.00	1.76
合计	-233.07	72.85	305.92

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**2023Q1 所得税率环比下降 5.1pct, 少数股权占比环比上升 3.6pct。**2023Q1 公司所得税率环比减 5.1pct 至 15.2%。另外，公司少数股东损益上升，2023Q1 少数股东损益增加 7.31 亿元至 14.35 亿元，占比上升 3.6pct 至 20.9%，主要系矿产铜价格环比上涨 19.94%，非全资子公司利润上升，导致少数股东损益增加。

**图20：公司分季度所得税及所得税率**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图21：公司分季度少数股东损益及少数股权占比**

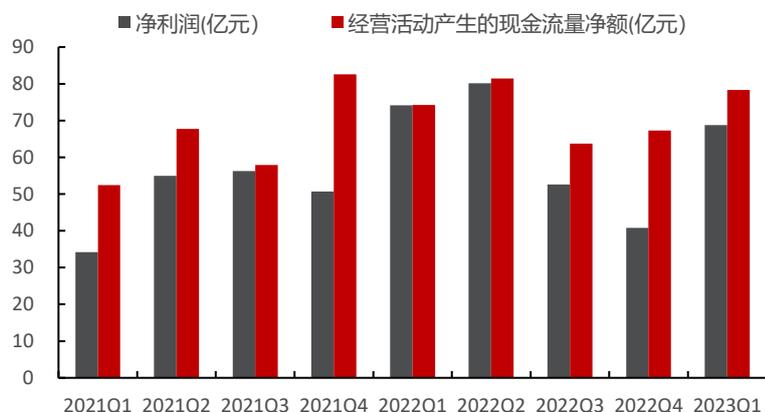

资料来源：wind，民生证券研究院

## 6 经营性现金流充裕，且随着项目投产达产有望持续增加

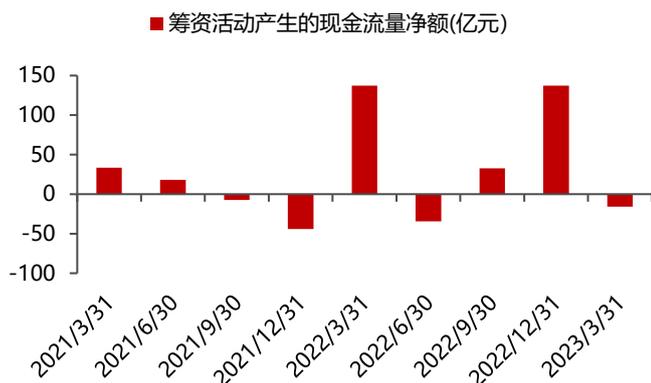
**2023Q1 公司实现经营活动现金净流入 78.29 亿元，同比增长 5.40%，增加流入 4.01 亿元，环比增加 16.33%，增加流入 10.99 亿元。**随着 TImok 上带矿、卡莫阿卡库拉一序列一二期、巨龙铜矿、塞紫铜、诺顿金田等项目的爬产，公司铜金产量将得到进一步提升，公司经营性现金流情况有望持续改善。

**2023Q1 公司筹资活动产生的现金净流出额为 15.86 亿元，上年同期为现金净流入 137.19 亿元，融资规模同比减少 111.56%。**根据公司未到期债务情况，预计 2023 年需偿还约 35 亿元规模的债务，且均在下半年，基于目前公司的现金流情况，我们认为公司的资金压力较小。

**2023Q1 公司投资活动产生的现金净流出为 75.94 亿元，上年同期为现金净流出 122.18 亿元，或主要系多个项目正处于在建过程中。**

**图22：公司单季度净利润及经营活动净现金流**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图23：公司单季度筹资活动净现金流**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图24：公司单季度投资活动净现金流**


资料来源：wind，民生证券研究院

**表6：公司未到期债券情况 (单位：亿元)**

债券代码	债券类型	利率类型	起息日	到期日	剩余期限 (年)	发行规模 (亿元)	当前余额 (亿元)	票面利率 (%)
102281888.IB	一般中期票据	固定利率	2022-08-24	2032-08-24	9.33	7.00	7.00	3.80
102282230.IB	一般中期票据	累进利率	2022-10-13	2029-10-13	4.46+2	15.00	15.00	3.20
102381003.IB	一般中期票据	累进利率	2023-04-21	2028-04-21	2.98+2	10.00	10.00	3.10
102282287.IB	一般中期票据	累进利率	2022-10-19	2027-10-19	2.48+2	15.00	15.00	2.79
185806.SH	一般公司债	累进利率	2022-05-26	2027-05-26	2.08+2	35.00	35.00	2.94
102280542.IB	一般中期票据	累进利率	2022-04-22	2027-04-22	1.98+2	20.00	20.00	3.15
185486.SH	一般公司债	固定利率	2022-03-08	2027-03-08	3.86	15.00	15.00	3.60
102101852.IB	一般中期票据	累进利率	2021-09-14	2026-09-14	1.38+2	15.00	15.00	3.25
188495.SH	一般公司债	累进利率	2021-08-03	2026-08-03	1.27+2	20.00	20.00	3.10
188162.SH	一般公司债	固定利率	2021-06-03	2026-06-03	3.10	5.00	5.00	3.87
102000148.IB	一般中期票据	固定利率	2020-02-21	2025-02-21	1.82	10.00	10.00	3.51
101901191.IB	一般中期票据	固定利率	2019-08-30	2024-08-30	1.34	25.00	25.00	3.95

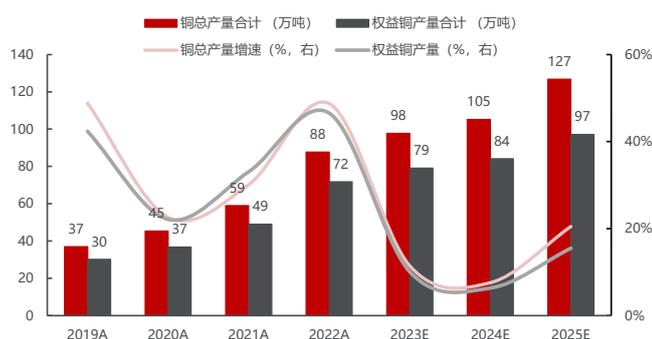
188161.SH	一般公司债	固定利率	2021-06-03	2024-06-03	1.10	15.00	15.00	3.46
132100045.IB	一般中期票据	固定利率	2021-04-27	2024-04-27	1.00	3.00	3.00	3.71
101900303.IB	一般中期票据	固定利率	2019-03-11	2024-03-11	0.87	10.00	10.00	4.30
102002180.IB	一般中期票据	固定利率	2020-11-23	2023-11-23	0.57	20.00	20.00	4.20
012200197.IB	超短期融资债券	固定利率	2022-11-03	2023-07-31	0.25	5.00	5.00	1.91
012283719.IB	超短期融资债券	固定利率	2022-10-26	2023-07-23	0.24	5.00	5.00	1.85
012283658.IB	超短期融资债券	固定利率	2022-10-21	2023-07-18	0.22	5.00	5.00	1.84

资料来源: wind, 公司公告, 民生证券研究院

## 7 盈利预测与投资建议

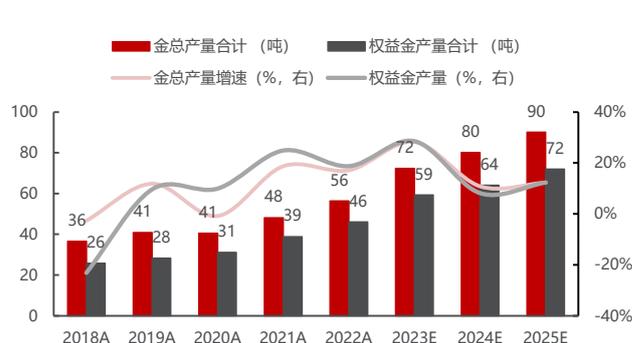
2023-2025 年，公司铜板块三大世界级铜矿持续放量；黄金板块海域金矿、萨瓦亚尔顿金矿和 Rosebel 金矿陆续投产；锂板块“两湖一矿”逐步释放产能；钼板块沙坪沟钼矿贡献远期增量。多线并行利润持续增长。考虑到自然崩落法的进展，我们预计公司 2023-2025 年铜产量或将达到 98/105/127 万吨，超过公司铜产量指引，黄金产量或将达到 72/80/90 吨。

图25：2019-2025 年公司铜历史产量及预测



资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

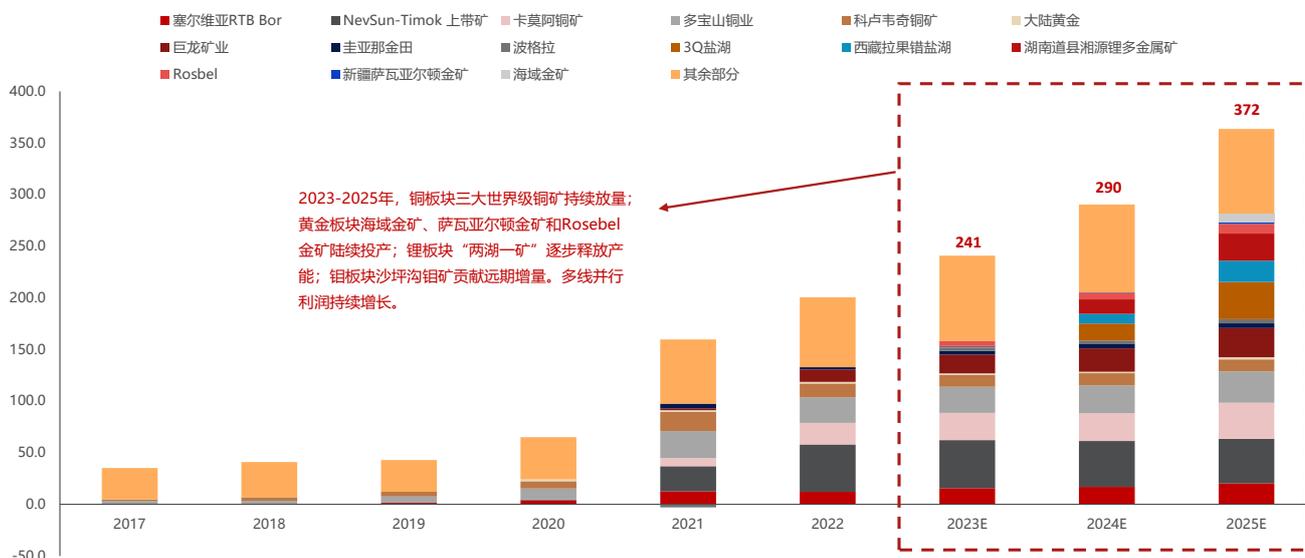
图26：2019-2025 年公司金历史产量及预测



资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

公司铜金产量持续增长，锂钼项目打造新成长曲线，叠加铜金价格景气，我们持续看好公司的阿尔法逻辑的兑现。我们预计 2023-2025 年公司将实现归母净利润 241 亿元、290 亿元、372 亿元，对应 5 月 4 日收盘价的 PE 为 14x、12x 和 9x，维持“推荐”评级。

图27：预计 2023-2025 年公司将实现归母净利润 241 亿元、290 亿元、372 亿元（单位：亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

## 8 风险提示

**1) 项目进展不及预期。**公司仍有较多项目在建设中，这些项目的建设仍需投入大量人力物力，可能会受疫情反复等突发情况影响导致项目进展不及预期，届时产量释放节奏将放缓，会对盈利产生影响。

**2) 铜金等金属价格下跌。**公司生产的产品为大宗商品，价格透明，铜、金、锌、银、铁矿石等产品价格波动会明显影响公司盈利，若宏观经济下滑，或供给大量释放导致金属价格下滑，会对公司盈利能力产生较大影响。

**3) 地缘政治风险等。**公司投资项目分布在国内 24 个省(自治区)和加拿大、澳大利亚、巴布亚新几内亚、俄罗斯、塔吉克斯坦、吉尔吉斯斯坦、南非、刚果(金)、秘鲁等 9 个国家。若当地政府对公司进行针对，或是提高矿业公司税赋，颁布不利于国外矿业公司的法律等，都有可能损害公司的利益，对公司的盈利能力产生影响。

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	270329	334623	371894	431480
营业成本	227784	284299	314384	360442
营业税金及附加	4268	5019	5021	5609
销售费用	620	1104	1116	1165
管理费用	6265	7529	8182	9277
研发费用	1232	1238	1264	1294
EBIT	30297	35434	41927	53692
财务费用	1905	3506	3711	3643
资产减值损失	-79	-75	-54	-54
投资收益	2874	4015	4463	5178
营业利润	30946	36601	43436	56073
营业外收支	-953	-689	-246	-234
利润总额	29993	35912	43190	55839
所得税	5226	6105	7342	9493
净利润	24767	29807	35848	46347
归属于母公司净利润	20042	24144	28966	37170
EBITDA	40465	48072	56037	68963

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	20244	40246	55803	92386
应收账款及票据	8646	6934	8492	10207
预付款项	3795	3698	4281	5018
存货	28104	32817	36390	42141
其他流动资产	18855	18915	20644	22796
流动资产合计	79644	102610	125609	172548
长期股权投资	25067	28067	31067	34067
固定资产	72746	82550	88819	92083
无形资产	68280	73674	77893	81070
非流动资产合计	226400	240502	251132	258638
资产合计	306044	343112	376741	431186
短期借款	23666	34324	34834	34132
应付账款及票据	13493	14360	16305	18974
其他流动负债	34011	35848	39165	43722
流动负债合计	71170	84533	90304	96828
长期借款	68820	69820	70820	82384
其他长期负债	41599	41497	41507	41517
非流动负债合计	110419	111317	112327	123901
负债合计	181589	195849	202631	220729
股本	2633	2633	2633	2633
少数股东权益	35513	41176	48058	57235
股东权益合计	124455	147262	174110	210457
负债和股东权益合计	306044	343112	376741	431186

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	20.09	23.78	11.14	16.02
EBIT 增长率	18.02	16.96	18.32	28.06
净利润增长率	27.88	20.46	19.97	28.32
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	15.74	15.04	15.46	16.46
净利润率	9.16	8.91	9.64	10.74
总资产收益率 ROA	6.55	7.04	7.69	8.62
净资产收益率 ROE	22.53	22.76	22.98	24.26
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.12	1.21	1.39	1.78
速动比率	0.64	0.76	0.92	1.28
现金比率	0.28	0.48	0.62	0.95
资产负债率 (%)	59.33	57.08	53.79	51.19
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	10.69	7.07	7.76	8.02
存货周转天数	45.03	42.13	42.25	42.67
总资产周转率	0.88	0.98	0.99	1.00
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.76	0.92	1.10	1.41
每股净资产	3.38	4.03	4.79	5.82
每股经营现金流	1.09	1.65	1.83	2.22
每股股利	0.20	0.27	0.34	0.38
<b>估值分析</b>				
PE	17	14	12	9
PB	3.8	3.2	2.7	2.2
EV/EBITDA	10.98	9.07	7.53	5.74
股息收益率 (%)	1.55	2.06	2.64	2.94

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	24767	29807	35848	46347
折旧和摊销	10168	12639	14110	15271
营运资金变动	-5611	-259	-2181	-3129
经营活动现金流	28679	43399	48258	58490
资本开支	-24657	-24244	-21856	-19866
投资	-27729	-3264	-3191	-3205
投资活动现金流	-50981	-23493	-20584	-17893
股权募资	774	0	0	0
债务募资	32746	11556	1520	10871
筹资活动现金流	27258	96	-12117	-4015
现金净流量	6035	20002	15557	36583

## 插图目录

图 1: 2023Q1, 公司实现营收 749.45 亿元	3
图 2: 2023Q1, 公司实现归母净利润 54.42 亿元	3
图 3: 2023Q1, 公司营收同比增长 15.7%	3
图 4: 2023Q1, 公司归母净利润同比减少 11.1%	3
图 5: 2023Q1 业绩同比变化拆分 (单位: 百万元)	4
图 6: 2023Q1 业绩环比变化拆分 (单位: 百万元)	4
图 7: 2023Q1 矿山产品毛利同比增长分解 (单位: 亿元)	5
图 8: 2023Q1 矿山产品毛利环比增长分解 (单位: 亿元)	5
图 9: 2023Q1 矿产品及冶炼端毛利同环比增长构成	5
图 10: 公司分季度毛利润及毛利率变化	5
图 11: 公司综合毛利率及矿山企业综合毛利率变化	6
图 12: 公司三费情况	10
图 13: 公司费用率变化	10
图 14: 公司研发费用情况	10
图 15: 公司短期借款和长期借款情况	11
图 16: 公司资产负债率变化	11
图 17: 其他收益、投资净收益及公允价值变动净收益 (单位: 亿元)	12
图 18: 资产/信用减值损失 (单位: 亿元)	12
图 19: 公司营业外收支 (单位: 亿元)	12
图 20: 公司分季度所得税及所得税率	13
图 21: 公司分季度少数股东损益及少数股权占比	13
图 22: 公司单季度净利润及经营活动净现金流	14
图 23: 公司单季度筹资活动净现金流	14
图 24: 公司单季度投资活动净现金流	14
图 25: 2019-2025 年公司铜历史产量及预测	16
图 26: 2019-2025 年公司金历史产量及预测	16
图 27: 预计 2023-2025 年公司实现归母净利 241 亿元、290 亿元、372 亿元 (单位: 亿元)	16

## 表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司分季度毛利变化 (单位: 亿元)	6
表 2: 公司分产品销量、单价和单位成本变化 (2023Q1 环比 2022Q4)	8
表 3: 公司分产品销量、单价和单位成本变化 (2023Q1 同比 2022Q1)	8
表 4: 公司分产品单位毛利同比、环比变化	9
表 5: 非经常性损益项目环比比较 (单位: 百万元)	12
表 6: 公司未到期债券情况 (单位: 亿元)	14
公司财务报表数据预测汇总	18

## 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
行业评级	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