

**评级：买入（维持）**

市场价格：12.25元

分析师：谢鸿鹤

执业证书编号：S0740517080003

Email: xiehh@r.qlzq.com.cn

分析师：郭中伟

执业证书编号：S0740521110004

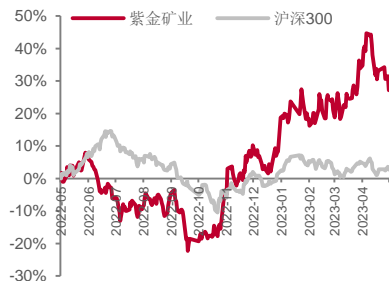
Email: guozw@r.qlzq.com.cn

研究助理：陈沁一

Email: chenqy@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	26,327
流通股本(百万股)	20,525
市价(元)	12.25
市值(百万元)	322,500
流通市值(百万元)	251,435

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**公司盈利预测及估值**

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	225,102	270,329	309,680	330,694	367,256
增长率 yoy%	31%	20%	15%	7%	11%
净利润(百万元)	15,673	20,042	24,623	28,515	35,516
增长率 yoy%	141%	28%	23%	16%	25%
每股收益(元)	0.60	0.76	0.94	1.08	1.35
每股现金流量	0.99	1.09	0.91	1.64	1.87
净资产收益率	17%	16%	16%	15%	15%
P/E	20.6	16.1	13.1	11.3	9.1
P/B	4.5	3.6	3.0	2.4	1.9

备注：股价取自于2023年05月09日

**投资要点**

- 事件：**紫金矿业发布2022年报和2023年一季报。2022年，公司实现营收2,703.29亿元，同增20.09%，实现归母净利润200.42亿元，同增27.88%，实现扣非归母净利润195.31亿元，同增33.04%；2023年Q1，公司实现营收749.45亿元，同增15.71%，环比增13.32%，实现归母净利润54.42亿元，同比降11.14%，环比增61.24%。
- 2022年，新项目并购、现有项目技改、投产等，主营矿产品产销量增多，带动公司业绩高增。2023年Q1，由于铜锌价格回落，叠加销售成本上升，业绩有所拖累。**
  - 从量方面来看，**卡莫阿、Timok以及巨龙三大铜矿放量，山西紫金采选扩建、诺顿金田堆浸项目、武里蒂卡采选技改等完成投产，公司矿产品产量大幅增长。2022年，公司矿产铜产量87.73万吨(yoy+48.72%)，销量88.43万吨(yoy+54.79%)；矿产金产量56.36吨(yoy+18.76%)，销量61.33吨(yoy+34.31%)；矿产锌产量40.23万吨(yoy+1.48%)，销量40.16万吨(yoy+0.58%)。2023年Q1，公司矿产铜产量24.45万吨(yoy+24.36%，qoq+5.44%)，销量23.55万吨(yoy+19.17%，qoq+1.98%)；矿产金产量15.95吨(yoy+21.77%，qoq+3.73%)，销量16.50吨(yoy+20.20%，qoq+1.00%)；矿产锌产量10.50万吨(yoy-2.94%，qoq+1.84%)，销量10.67万吨(yoy+0.96%，qoq+7.65%)。
  - 从价方面来看，**2022年随着美联储进入加息周期，美元指数走强下贵金属与基本金属价格整体承压，公司主营矿产品价格前高后低，全年实现销售均价分别：矿产金368.60元/克(yoy+5.71%)，矿产铜49,078元/吨(yoy-8.41%)，矿产锌15,624元/吨(yoy+10.53%)。2023年Q1分别：矿产金387.39元/克(yoy+10.62%，qoq-4.40%)，矿产铜52,448元/吨(yoy-5.24%，qoq+19.94%)，矿产锌13,316元/吨(yoy-22.96%，qoq-3.54%)。
- 公司费用水平相对稳定。**公司2022年期间费用率为3.71%，同比增加0.16pcts，2023年Q1期间费用率为4.12%，同比增加0.87pcts。1)销售费用方面，2022年，由于合并企业增加，销售费用同比增50.36%至6.20亿元，销售费用率由0.18%→0.23%，同比增0.05pcts；2023年Q1，销售费用率为0.22%，同比降0.01pcts。2)2022年，随着合并企业及在建转产增加，叠加工资和福利费同比增21.67%至33.86%，管理费用同比增18.02%至62.65亿元，管理费用率由2.36%→2.32%，同比降0.04pcts；2023年Q1，管理费用率为2.38%，同比增0.15pcts。3)财务费用方面，由于公司2022年融资规模增加，利息支出同比增53.94%至37.00亿元，财务费用共计12.32亿元，同比增27.30%，财务费用率由0.66%→0.70%，同比增0.04pcts；2023年Q1，财务费用率为1.08%，同比增0.56pcts。4)2022年，研发费用率由0.34%→0.46%，同

比增 0.11pcts; 2023 年 Q1, 研发费用率为 0.44%, 同比增 0.17pcts。

■ **资源实力不断夯实。**

- **对内方面:** 公司进行持续的勘探增储工作, 2022 年公司按权益投入勘探资金 4.61 亿元, 按权益新增黄金资源量 128.4 吨、铜 246 万吨、铅锌 77.12 万吨、钨 3.18 万吨、钼 3.92 万吨、银 1260 吨。
- **对外方面:** 1) 公司持续关注黄金、铜、钼等优质资源, 报告期内公司先后收购蒙古哈马戈泰铜金矿约 46% 权益、新疆萨瓦亚尔顿金矿 70% 权益、海域金矿 30% 权益、苏里南 Rosebel 金矿 95% 权益、安徽沙坪沟钼矿 84% 权益以及招金矿业 20% 股权。2) 另外, 公司加快锂等新能源矿产布局, 报告期内, 公司完成阿根廷 3Q 锂盐湖的收购, 并先后投资并购拉果错盐湖、道县湘源锂多金属矿。
- 截至 2022 年底, 公司持有黄金权益资源量 3117.39 吨 (yoy+31%), 铜权益资源量 7371.86 吨 (yoy+17%), 锌权益资源量 988.60 万吨 (yoy+3%), 钼权益资源量 302.00 万吨 (yoy+230%), 锂权益资源量 1215.21 万吨 LCE (yoy+59%)。

■ **盈利预测及投资建议:** 公司长期从事金、铜、锌等有色金属的开发, 随着重点建设的卡莫阿、巨龙、博尔铜矿以及 Rosebel 金矿、诺顿金田等改扩建项目陆续建成投产, 叠加 Timok 下带矿、萨瓦亚尔顿金矿等开工建设, 公司矿产铜、矿产金等产量或将持续增长。另外, 公司持续推进新能源业务, 未来成长逻辑逐步兑现。综合公司年报披露的 2023 年产量指引和 2025 年产量规划, 我们预计 2023-2025 年, 公司矿产金产量 73.4/81.9/90.6 吨, 矿产铜产量 97.4/108.3/117.9 万吨。价格方面, 我们假设 2023-2025 年金价为 440/450/460 元/克, 铜价为 6.8/6.8/6.8 万元/吨, 预计 2023-2025 年公司归母净利润分别 246.23/285.15/355.16 亿元 (之前预计 23-24 年归母净利润为 269.81/291.62 亿元), 对应 2023-2025 年 PE 为 13/11/10 倍, 维持公司“买入”评级。

■ **风险提示:** 宏观经济超预期波动、项目建设进度不及预期风险、地缘政治风险、金属价格波动超预期风险、研报使用信息更新不及时风险、模型测算误差风险等。

图表 1: 公司财务简表及对比 (亿元)

	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2022Q4 环比	2023Q1 环比	2021	2022	2022 同比	2022Q1	2023Q1	2023Q1 同比	财务指标变动原因
营业收入	717.34	661.38	749.45	-7.8%	13.3%	2,251.02	2,703.29	20.1%	647.71	749.45	15.7%	2022 年, 受益于公司新并购项目和现有项目投资投产带来的增产增效, 矿产金、铜、锌等主营产品产销量同比上升; 2023 年 Q1, 主营产品销量有所上升, 矿产铜销售单价环比增速 20% 2022 年, 矿产金的原材料成本、能耗成本同比大幅增长, 其中矿产金的原材料及能耗成本分别同比增长 49%、65%, 矿产铜的原材料及能耗成本分别同比增长 64%、98%。
营业成本	625.80	554.44	633.07	-11.4%	14.2%	1,903.51	2,277.84	19.7%	535.53	633.07	18.2%	
毛利	91.54	106.94	116.38	16.8%	8.8%	347.51	425.45	22.4%	112.18	116.38	3.7%	
毛利率	12.8%	16.2%	15.5%	3.4%	-0.6%	15.4%	15.7%	0.3%	17.3%	15.5%	-1.8%	
营业税金及附加	10.00	11.92	11.21	19.2%	-6.0%	34.60	42.68	23.4%	9.58	11.21	17.0%	
营业税率	1.4%	1.8%	1.5%	0.4%	-0.3%	1.5%	1.6%	0.0%	1.5%	1.5%	0.0%	
销售费用	1.86	1.28	1.62	-31.2%	26.6%	4.12	6.20	50.5%	1.46	1.62	11.0%	2022 年, 由于合并企业增加所致
销售费用率	0.3%	0.2%	0.2%	-0.1%	0.0%	0.2%	0.2%	0.0%	0.2%	0.2%	0.0%	
管理费用	15.20	18.56	17.88	22.1%	-3.7%	53.09	62.65	18.0%	14.44	17.88	23.8%	2022 年, 合并企业及在建转产增加, 叠加工资和福利费用同比增长 21.67% 至 33.86%
管理费用率	2.1%	2.8%	2.4%	0.7%	-2.8%	2.4%	2.3%	0.0%	2.2%	2.4%	0.2%	
财务费用	3.74	10.13	8.08	170.9%	-20.2%	14.96	19.05	27.3%	3.38	8.08	139.1%	2022 年, 由于公司 22 年融资规模增加, 利息支出同比增加 53.94% 至 37.00 亿元
财务费用率	0.5%	1.5%	1.1%	1.0%	-0.5%	0.7%	0.7%	0.0%	0.5%	1.1%	0.6%	
研发费用	3.56	4.32	3.28	21.3%	-24.1%	7.71	12.32	59.8%	1.77	3.28	85.3%	
研发费用率	0.5%	0.7%	0.4%	0.2%	-0.2%	0.3%	0.5%	0.1%	0.3%	0.4%	0.2%	
期间费用	24.36	34.29	30.86	40.8%	-10.0%	79.88	100.22	25.5%	21.05	30.86	46.6%	
期间费用率	3.4%	5.2%	4.1%	1.8%	-1.1%	3.5%	3.7%	0.2%	3.2%	4.1%	0.9%	
公允价值变动净收益	-4.77	2.33	0.84	-63.9%	-2.32	-2.55	-0.48	0.84				
资产减值损失	0.98	-0.98	-0.01	-200.0%	-5.98	-0.79	0.13	-0.01	-107.7%			
信用减值损失	-0.21	-2.74	0.02		5.78	-3.29	-156.9%	0.02	0.02	0.0%		
利润总额	63.07	51.16	81.10	-18.9%	58.5%	247.94	299.93	21.0%	89.11	81.10	-9.0%	
所得税	10.49	10.37	12.33	-1.1%	18.9%	51.94	52.26	0.6%	14.96	12.33	-17.6%	
所得税率	16.6%	20.3%	15.2%	3.6%	-5.1%	20.9%	17.4%	-3.5%	16.8%	15.2%	-1.6%	
少数股东损益	12.20	7.04	14.35	-42.3%	103.8%	39.27	47.25	20.3%	12.91	14.35	11.2%	
少数股东损益/净利润	23.2%	17.3%	20.9%	74.4%	20.9%	20.0%	19.1%	-1.0%	17.4%	20.9%	3.5%	
归母净利润	40.37	33.75	54.42	-16.4%	61.2%	156.73	200.42	27.9%	61.24	54.42	-11.1%	
EPS (摊薄)	0.15	0.13	0.21	-16.4%	61.2%	0.60	0.76	27.9%	0.23	0.21	-11.1%	

来源: 公司公告、中泰证券研究所

## 盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	20,244	39,443	66,124	98,923	营业收入	270,329	309,680	330,694	367,256
应收票据	729	619	388	539	营业成本	227,784	258,563	273,737	300,386
应收账款	7,917	3,906	4,171	4,633	税金及附加	4,268	4,336	4,464	4,774
预付账款	3,795	3,188	3,375	3,704	销售费用	620	619	661	735
存货	28,104	31,507	33,356	36,603	管理费用	6,265	6,348	6,449	6,427
合同资产	1,227	281	300	333	研发费用	1,232	1,239	1,257	1,285
其他流动资产	18,855	13,805	14,584	15,941	财务费用	1,905	3,567	3,236	3,176
流动资产合计	79,644	92,468	121,999	160,342	信用减值损失	-329	46	46	46
其他长期投资	449	286	286	286	资产减值损失	-79	20	20	20
长期股权投资	25,067	11,152	11,152	11,152	公允价值变动收益	-255	-68	-68	-68
固定资产	72,746	76,014	78,962	82,396	投资收益	2,874	3,100	3,300	3,500
在建工程	21,617	26,530	31,443	35,559	其他收益	485	418	418	418
无形资产	68,280	79,955	91,630	103,306	营业利润	30,946	38,518	44,600	54,383
其他非流动资产	38,240	26,289	26,478	26,667	营业外收入	108	168	169	169
非流动资产合计	226,400	220,226	239,952	259,366	营业外支出	1,061	560	560	560
<b>资产合计</b>	<b>306,044</b>	<b>312,694</b>	<b>361,951</b>	<b>419,708</b>	<b>利润总额</b>	<b>29,993</b>	<b>38,126</b>	<b>44,209</b>	<b>53,992</b>
短期借款	23,666	18,534	18,534	18,534	所得税	5,226	7,625	8,842	10,799
应付票据	1,735	1,098	1,163	1,276	<b>净利润</b>	<b>24,767</b>	<b>30,501</b>	<b>35,367</b>	<b>43,193</b>
应付账款	11,757	11,002	11,648	12,781	少数股东损益	4,725	5,878	6,852	7,678
预收款项	89	20	22	24	<b>归属母公司净利润</b>	<b>20,042</b>	<b>24,623</b>	<b>28,515</b>	<b>35,515</b>
合同负债	7,412	2,372	2,533	2,813	NOPLAT	26,340	33,355	37,956	45,734
其他应付款	9,535	6,827	6,827	6,827	EPS (按最新股本摊薄)	0.76	0.94	1.08	1.35
一年内到期的非流动负债	7,645	8,113	8,113	8,113					
其他流动负债	9,329	5,742	5,842	5,959	<b>主要财务比率</b>				
流动负债合计	71,170	53,710	54,682	56,328	<b>会计年度</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
长期借款	68,820	81,264	93,708	106,152	<b>成长能力</b>				
应付债券	23,871	15,015	15,015	15,015	营业收入增长率	20.1%	14.6%	6.8%	11.1%
其他非流动负债	17,729	12,337	12,337	12,337	EBIT增长率	21.3%	30.7%	13.8%	20.5%
非流动负债合计	110,419	108,616	121,060	133,504	归母公司净利润增长率	27.9%	22.9%	15.8%	24.6%
<b>负债合计</b>	<b>181,589</b>	<b>162,325</b>	<b>175,742</b>	<b>189,832</b>	<b>获利能力</b>				
归属母公司所有者权益	88,943	107,978	135,966	170,955	毛利率	15.7%	16.5%	17.2%	18.2%
少数股东权益	35,513	42,391	50,243	58,921	净利率	9.2%	9.8%	10.7%	11.8%
<b>所有者权益合计</b>	<b>124,455</b>	<b>150,369</b>	<b>186,209</b>	<b>229,876</b>	ROE	16.1%	16.4%	15.3%	15.4%
<b>负债和股东权益</b>	<b>306,044</b>	<b>312,694</b>	<b>361,951</b>	<b>419,708</b>	ROIC	16.7%	17.1%	16.3%	16.4%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	59.3%	51.9%	48.6%	45.2%
					债务权益比	113.9%	90.0%	79.3%	69.7%
					流动比率	1.1	1.7	2.2	2.8
					速动比率	0.7	1.1	1.6	2.2
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.9	1.0	0.9	0.9
					应收账款周转天数	7	7	4	4
					应付账款周转天数	15	16	15	15
					存货周转天数	37	41	43	42
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.76	0.94	1.08	1.35
					每股经营现金流	1.09	0.91	1.64	1.87
					每股净资产	3.38	4.10	5.16	6.49
					<b>估值比率</b>				
					P/E	16	13	11	9
					P/B	4	3	2	2
					EV/EBITDA	2	2	2	1

来源: wind、中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。