

## 股票投资评级

买入|首次覆盖

## 个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

## 公司基本情况

最新收盘价(元)	10.52
总股本/流通股本(亿股)	263.27 / 205.25
总市值/流通市值(亿元)	2,770 / 2,159
52周内最高/最低价	13.94 / 7.48
资产负债率(%)	59.3%
市盈率	13.84
第一大股东	闽西兴杭国有资产投资经营有限公司
持股比例(%)	23.1%

## 研究所

分析师:李帅华  
 SAC 登记编号:S1340522060001  
 Email:lishuaihua@cnpsec.com  
 研究助理:张亚桐  
 SAC 登记编号:S1340122080030  
 Email:zhangyatong@cnpsec.com

**紫金矿业(601899)**
**量价齐升拉动业绩增长，逆周期并购蓄势待发**
**● 投资要点**

**公司业绩增长态势良好，前景可期。**公司2022年实现营收2703.29亿元，同比增长20.09%；归母净利润200.42亿元，同比增长27.88%；扣非归母净利195.31亿元，同比增加33.04%。公司2023Q1实现营收749.45亿元，同比增长15.71%，环比增长13.32%；归母净利润54.42亿元，同比减少11.14%，环比增长61.24%；扣非归母净利53.69亿元，同比减少11.15%，环比增长48.81%。

**三年规划与2030发展目标发布，公司将实现有序增长。**2023年1月30日，公司公告了新修订的《三年（2023-2025年）规划和2030年发展目标纲要》，明确表示矿业板块继续发力，新能源新材料板块成为新的增长生力军；公司控制的资源储量、主要产品产量、销售收入、资产规模、利润等综合指标排名进入全球一流矿业行列，主要经济指标和铜、金矿产品产量进入全球3-5位，锂进入全球前10位。

**主要矿产品规划如下：**矿产铜从2023年的95万吨到2025年实现117万吨（上调17万吨）；矿产金从2023年的72吨到2025年实现90吨（上调10吨）；矿产锌/铅从2023年45万吨到2025年实现48万吨；矿产银从2023年390吨到2025年实现450吨；碳酸锂从2023年0.3万吨到2025年实现12万吨；矿产钼从2023年0.6万吨到2025年实现1.6万吨。

**紫金矿业积极并购投资，加大矿产勘探力度，资源量增长明显，矿产资源优势得到进一步巩固。**2020-2022年，公司铜矿权益资源量新增1008.32万吨，达到7371.86万吨；黄金权益资源量新增1293.70吨，达到3117.39吨；银权益资源量新增6045.52吨，达到14611.8吨；铅锌权益资源量新增97.1万吨，达到1118.33万吨；碳酸锂权益资源量达1215.21万吨当量，全部为新增；钼权益资源量新增228.99吨，达到302吨。

**三大世界级铜矿陆续建成投产，持续推进改扩建项目，为公司带来可观铜增量。**三大世界级超大型铜矿分别是卡莫阿铜矿、塞尔维亚佩吉铜金矿及中国最大斑岩型铜矿西藏巨龙铜矿2022年产量估算60万吨，总规划产能达到175万吨。目前，公司实施西藏巨龙铜矿二期项目，2025年总体将形成矿产铜35万吨/年产能；卡莫阿铜矿三期500万吨/年选厂及配套50万吨铜冶炼厂项目计划2024年10月建成投产，达产后预期能提升至矿产铜62万吨/年，有望晋升为全球第四大铜矿山；塞尔维亚丘卡卢-佩吉铜金矿下部矿带及博尔铜矿技改扩建项目，2025年总体形成矿产铜30万吨/年产能，有望晋升为欧洲第二大铜矿生产企业。

**2022年，公司新增矿产铜29万吨，增量贡献约占全球当年净增量的40%，成为全球主要铜企矿产铜增长最多的公司，进入全球一流**

铜矿企业行列。

● **盈利预测**

预计公司 2023/2024/2025 年实现营业收入 2902.33/3370.77/3852.07 亿元，分别同比增长 7.36%/16.14%/14.28%；归母净利润分别为 215.47/271.89/328.94 亿元，分别同比增长 7.51%/26.19%/20.98%，对应 EPS 分别为 0.82/1.03/1.25 元。

以 2023 年 5 月 26 日收盘价 10.52 元为基准，对应 2023-2025E 对应 PE 分别为 12.85/10.19/8.42 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示：**

宏观经济不及预期；美联储加息超预期；产能建设不及预期。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	270329	290233	337077	385207
增长率(%)	20.09	7.36	16.14	14.28
EBITDA（百万元）	40465.22	35915.12	44365.13	52486.52
归属母公司净利润（百万元）	20042.05	21547.12	27189.31	32894.12
增长率(%)	27.88	7.51	26.19	20.98
EPS(元/股)	0.76	0.82	1.03	1.25
市盈率(P/E)	13.82	12.85	10.19	8.42
市净率(P/B)	3.11	2.48	1.99	1.61
EV/EBITDA	9.08	9.80	7.42	5.75

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

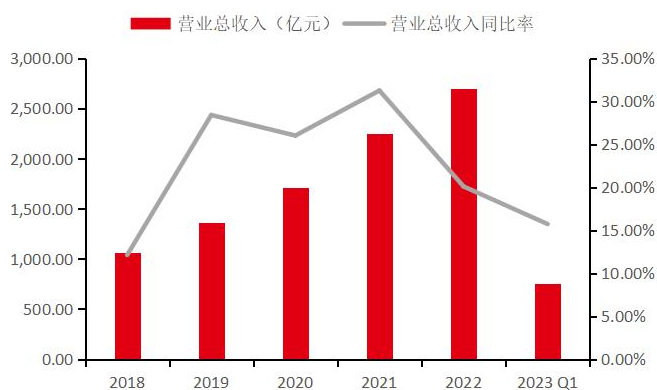
## 目录

1 2022 年及 23 年一季度：业绩增长态势良好 .....	4
1.1 三年（2023-2025 年）规划和 2030 年发展目标纲要 .....	6
1.2 逆周期收购矿产资源，蓄力而发 .....	6
1.3 大力进军新能源新材料领域 .....	7
2 世界级铜矿陆续投产，与黄金业务并驾齐驱 .....	8
2.1 三大世界级铜矿建设投产，海外资源赋能铜业务 .....	8
2.2 内增外扩，持续发力黄金业务 .....	11

## 1 2022年及23年一季度：业绩增长态势良好

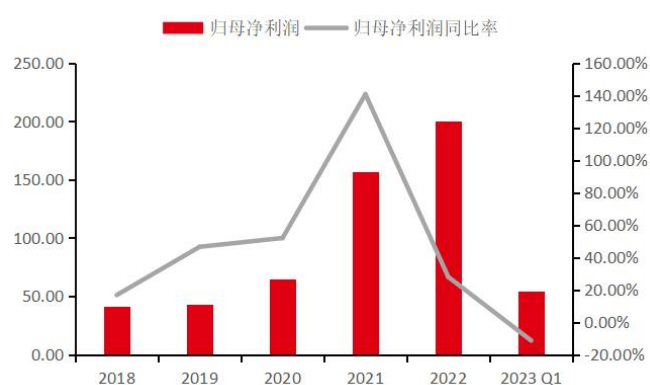
公司业绩增长态势良好,前景可期。公司2022年实现营收2703.29亿元,同比增长20.09%;归母净利润200.42亿元,同比增长27.88%;扣非归母净利润195.31亿元,同比增加33.04%。公司2023Q1实现营收749.45亿元,同比增长15.7%,环比增长13.3%;归母净利润54.42亿元,同比减少11.1%,环比增长61.2%;扣非归母净利润53.69亿元,同比减少11.2%,环比增长48.8%。

图表1：营业收入及同比（亿元，%）



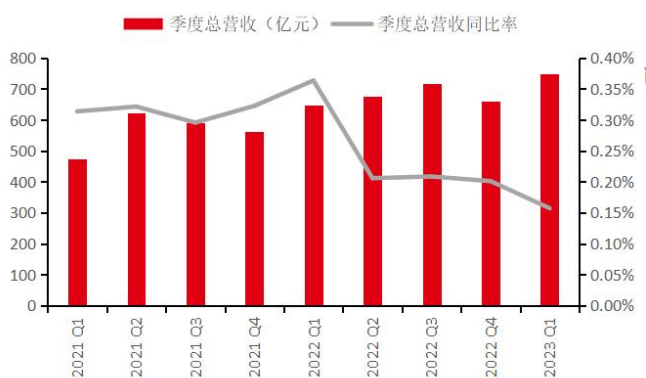
资料来源：iFind, 中邮证券研究所

图表2：归母净利润及同比（亿元，%）



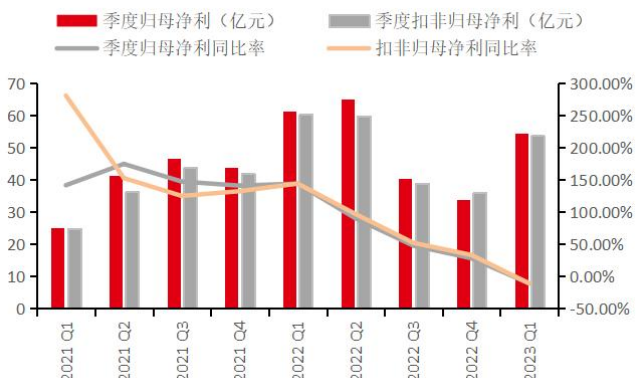
资料来源：iFind, 中邮证券研究所

图表3：单季度营业收入及同比（亿元，%）



资料来源：iFind, 中邮证券研究所

图表4：单季度归母净利润及同比（亿元，%）



资料来源：iFind, 中邮证券研究所

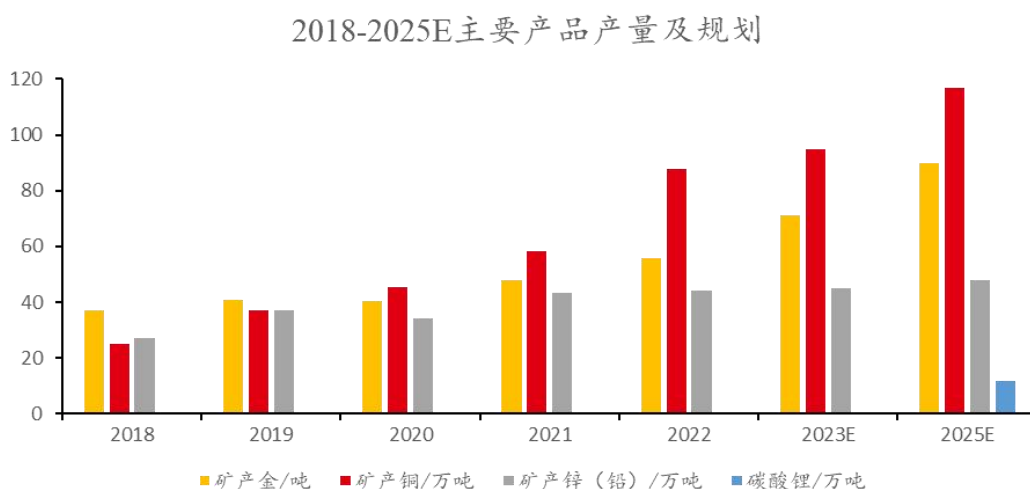
主要矿产品产销量。铜产量156.8万吨,同比增长29.47%;其中,矿产铜87.7万吨,同比增长48.72%;冶炼铜69.1万吨,同比增长11.19%。铜业务销售收入占总营收的24.77% (抵消后),毛利占集团毛利的49.44%。

金产量314.9吨,同比下降1.39%;其中,矿产金56.36吨,同比上升18.76%;冶炼加工及贸易金25.86吨,同比下降4.91%。黄金业务销售收入占总营收的38.41% (抵消后),毛利占集团毛利的24.55%。

锌产量 72.08 万吨，同比上升 0.26%；其中，矿产锌 40.23 吨，同比上升 1.48%；冶炼锌 31.85 万吨，同比下降 1.24%；矿产铅精矿含铅 3.97 万吨，同比上升 4.53%。铅锌业务销售收入占总营收的 4.55%（抵消后），毛利占集团毛利的 7.68%。

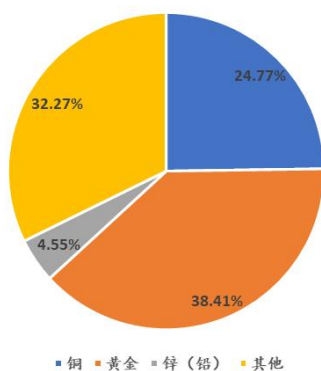
其他产品中包括但不限于白银、铁精矿、钴、硫酸等。2022 年公司矿产银产量 38.75 吨，同比上升 25.47%，产量国内领先。

图表 5：主要矿产产量情况



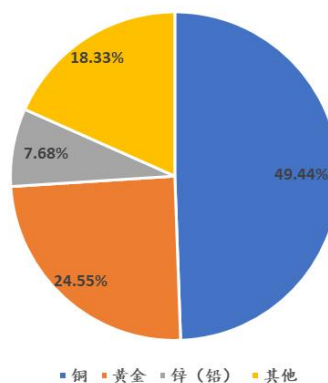
资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表 6：2022 年营收占比



资料来源：iFind, 中邮证券研究所

图表 7：2022 年毛利润占比



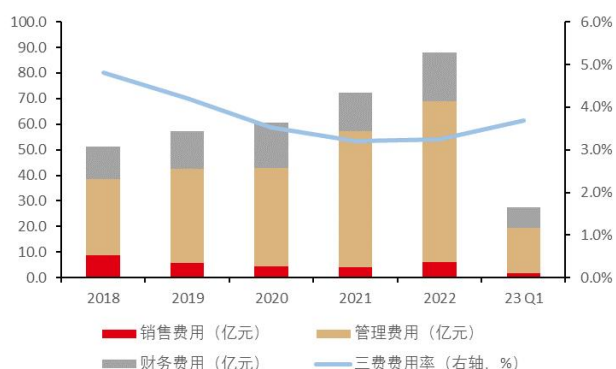
资料来源：iFind, 中邮证券研究所

**期间费用率不断下降，公司降本增效成果显著。**公司 2022 年三费费用 87.90 亿元，同比增加 21.79%，三费费率 3.25%，同比上升 0.05%，其中销售费用 6.20 亿元，同比增加 50.36%，主要系合并企业增加所致；管理费用为 62.65 亿元，同比 18.02%，主要系公司合并企业及在建转产增加所致；财务费用 19.05 亿元，同比增加 27.30%，主要系融资规模增加所致。2023 年 1 季度，公司三费费用合计为 27.58 亿元，同比增加 42.99%，三费费率为 3.68%，较 2022 年上升 0.43%。

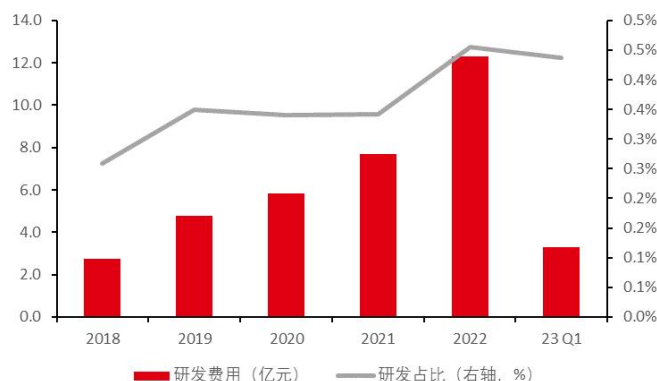
**公司不断加大研发投入，提高核心竞争力。**2022 年，公司研发费用为 12.32 亿元，同比增长 59.80%，研发占比营收 0.5%。2023 年 1 季度，研发费用为 3.28 亿元，同比增长 85.24%，

研发占比营收 0.44%。

图表 8：三费情况（亿元）



图表 9：研发支出（亿元）



资料来源：iFind, 中邮证券研究所

资料来源：iFind, 中邮证券研究所

### 1.1 三年（2023-2025 年）规划和 2030 年发展目标纲要

2023 年 1 月 30 日，公司公告了新修订的《三年（2023-2025 年）规划和 2030 年发展目标纲要》，明确表示矿业板块继续发力，新能源新材料板块成为新的增长生力军；公司控制的资源储量、主要产品产量、销售收入、资产规模、利润等综合指标排名进入全球一流矿业行列，主要经济指标和铜、金矿产品产量进入全球 3-5 位，锂进入全球前 10 位。

规划三年内公司主要矿产品取得阶段性上涨。主要矿产品规划如下：矿产铜从 2023 年的 95 万吨到 2025 年实现 117 万吨（上调 17 万吨）；矿产金从 2023 年的 72 吨到 2025 年实现 90 吨（上调 10 吨）；矿产锌/铅从 2023 年 45 万吨到 2025 年实现 48 万吨；矿产银从 2023 年 390 吨到 2025 年实现 450 吨；碳酸锂从 2023 年 0.3 万吨到 2025 年实现 12 万吨；矿产钼从 2023 年 0.6 万吨到 2025 年实现 1.6 万吨。

图表 10：2023-2025 年规划：主要矿产品

	2022	2023E	2025E	2022-2025 CAGR
矿产铜（万吨）	86	95	117	11%
矿产金（吨）	56	72	90	17%
矿产锌/铅（万吨）	44	45	48	3%
矿产银（吨）	387	390	450	5%
碳酸锂（万吨）	-	0.3	12	/
矿产钼（万吨）	0.4	0.6	1.6	59%

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

### 1.2 逆周期收购矿产资源，蓄力而发

紫金矿业积极并购投资，加大矿产勘探力度，资源量增长明显，矿产资源优势得到进一步巩固。2020-2022 年，公司铜矿权益资源量新增 1008.32 万吨，达到 7371.86 万吨；黄金权

益资源量新增 1293.70 吨，达到 3117.39 吨；银权益资源量新增 6045.52 吨，达到 14611.8 吨；铅锌权益资源量新增 97.1 万吨，达到 1118.33 万吨；碳酸锂权益资源量达 1215.21 万吨当量，全部为新增；钼权益资源量新增 228.99 吨，达到 302 吨。

图表 11：2020-2022 年公司主要矿产权益资源量变动

2020-2022 年公司主要矿产权益资源量变动				
矿种	单位	投资并购	自主勘查新增	期末资源总量
铜	万吨	676.32	332	7371.86
金	吨	1106.7	187	3117.39
银	吨	4165.52	1880	14611.8
铅锌	万吨	11.1	86	1118.33
当量碳酸锂	万吨	1203.87	11.34	1215.21
钼	万吨	224.99	4	302

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

### 1.3 大力进军新能源新材料领域

公司丰富产业布局，进军新能源新材料产业，快速形成由阿根廷 3Q 锂盐湖、中国西藏拉果错盐湖锂矿、湖南道县湘源硬岩锂多金属矿构成的“两湖一矿”锂资源格局。

图表 12：锂资源布局情况

项目名称	资源量 (当量碳酸锂, 万吨)	收购权益	项目状态
阿根廷 3Q 盐湖锂矿	763	100%	两期 4-6 万吨碳酸锂。一期 2 万吨/年电池级碳酸锂项目计划 2023 年底建成投产。
拉果错盐湖锂矿	216	70%	两期 4-5 万吨氢氧化锂。一期 2 万吨/年电池级氢氧化锂项目计划 2023 年底建成投产。
道县湘源锂多金属矿	84	66%	4-5 万吨当量碳酸锂。一期 30 万吨/年采选系统已建成投产，二期 500 万吨/年采选工程正在积极推进。
Manono 锂矿	1640	15%	拟建设

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

阿根廷 3Q 锂盐湖项目位于阿根廷最大的锂生产区卡塔马卡省西南地区，由新锂公司 100% 持有。根据估算，该项目碳酸锂当量总资源量约 763 万吨，储量为 167 万吨。2022 年 1 月 25 日（多伦多时间），公司完成新锂公司收购交割，持有新锂公司 100% 股权。3Q 项目一期工程将于 2023 年底建成投产，设计年产 2 万吨电池级碳酸锂，以沉淀法为主线工艺。后续将进一步优化 3Q 项目的生产工艺、流程布局，有望通过技改提升碳酸锂年产能至 4-6 万吨。

拉果错盐湖锂矿位于中国西藏阿里地区改则县南，根据藏国土资储备字[2014]02 号备案资料，截至 2012 年底，拉果错盐湖保有资源量折碳酸锂 214 万吨（由于是湖水含锂，其资源量即可视为储量），平均锂离子浓度 270 毫克/升。项目原有开发方案规划年产能为 1 万吨，如改为采用“吸附+膜处理”联合工艺，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。

湘源锂多金属矿位于湖南省道县、江华、宁远三县交界区，交通方便。其原地质勘查对象以铷为主，次为锡矿，同时伴生有钨、锂、铯、银等，但随着新能源锂金属需求的爆发性增长，

该矿床原伴生的锂金属将成为主要的开发矿种。该项目拟采用大规模露天开采，初步规划按1,000万吨/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。

## 2 世界级铜矿陆续投产，与黄金业务并驾齐驱


### 2.1 三大世界级铜矿建设投产，海外资源赋能铜业务

**三大世界级铜矿陆续建成投产，持续推进改扩建项目。**三大世界级超大型铜矿分别是卡莫阿铜矿、塞尔维亚佩吉铜金矿及中国最大斑岩型铜矿西藏巨龙铜矿2022年产量估算60万吨，总规划产能达到175万吨。

2022年，公司新增矿产铜29万吨，增量贡献约占全球当年净增量的40%，成为全球主要铜企矿产铜增长最多的公司，进入全球一流铜矿企业行列。

**西藏巨龙：**目前，公司实施西藏巨龙铜矿二期项目，2025年总体将形成矿产铜35万吨/年产能。一期工程于2021年12月驱龙一期项目建成达产后，年均产铜约16万吨；二期20万吨/日改扩建工作正在筹备，预计2025年总体将形成矿产铜35万吨/年的产能；三期工程建成投产后，最终可望实现每年采选矿石量约2亿吨、年产铜60万吨。

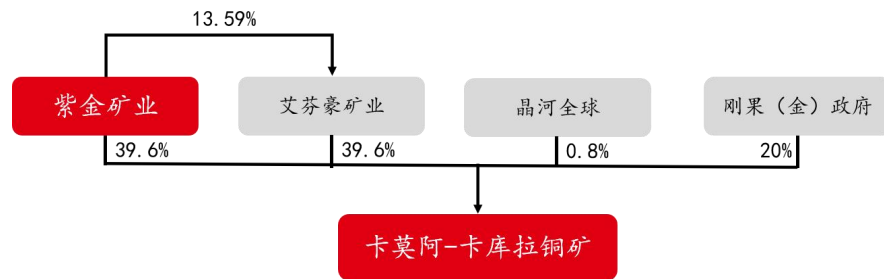
图表 13：西藏巨龙铜矿

项目名称 矿种类型 地理位置 持股比例 项目状态 矿床类型 资 量 采选方法 2022年产量 2023年计划	西藏巨龙铜矿	
		
	西藏巨龙铜矿	铜
	西藏自治区拉萨市	
	50.1%	
	在产+扩建	
	斑岩型+砂卡岩型	
	铜1890万吨@0.33%；银13143吨@2.51克/吨； 钼115.71万吨@0.02%	
	露采+浮选	
	铜11.5万吨；钼2330吨 铜15.2万吨；钼3940吨	

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**卡莫阿-卡库拉铜矿：**卡莫阿铜矿分别由紫金矿业（39.6%）、艾芬豪矿业（39.6%）、晶河全球（0.8%）及刚果（金）政府（20%）合资持有；此外，紫金矿业还持有艾芬豪矿业13.59%的股权，是其第二大股东。因此，紫金矿业直接或间接持有卡莫阿铜矿44.98%的股权，是其权益持有者。



**图表 14: 卡莫阿-卡库拉铜矿的权益分布**


资料来源：公司公告，中邮证券研究所

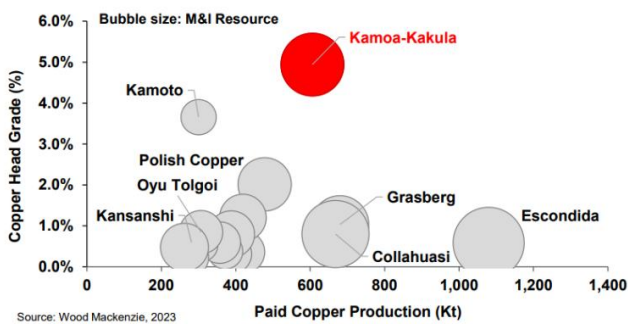
一期选厂于 2021 年 5 月提前两个月建成投产；二期选厂提前数月，于 2022 年 4 月建成投产；同时，一、二期联合改扩能计划 2023 年 4 月建成，届时合计产能达到 45 万吨，将成为全球第四大产铜矿山。三期 500 万吨/年选厂及配套 50 万吨铜冶炼厂项目计划 2024 年 10 月建成投产，达产后预期能提升至矿产铜 62 万吨/年，有望晋升为全球第四大铜矿山。当项目产能提升至矿石处理量 1920 万吨/年，将成为全球第二大产铜矿山，年产 80 多万吨铜。

艾芬豪矿业公告卡莫阿铜矿 2023 年度的生产经营目标，预计 23 年全年生产铜精矿 39-43 万吨，C1 现金成本约为 1.40-1.50 美元/磅。考虑公司权益部分，卡莫阿铜矿今年将为公司带来约 18 万吨的增量。

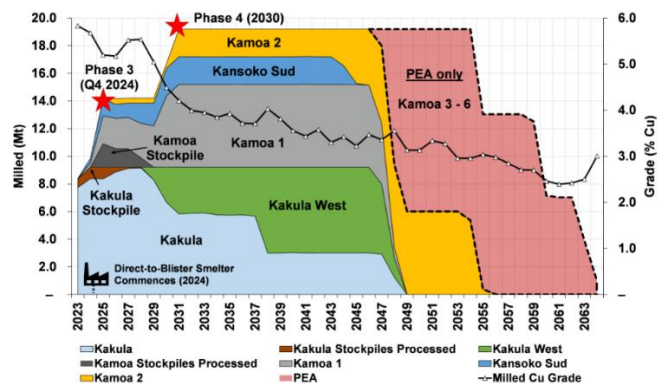
**图表 15: 卡莫阿-卡库拉铜矿**

项目名称 矿种类型 地理位置 持股比例 项目状态 矿床类型 资源量 采选方法 2022年产量 2023年计划	卡莫阿-卡库拉铜矿 	卡莫阿铜矿 铜 刚果(金)卢阿拉巴省 45%(含通过艾芬豪持有) 在产+技改扩建 沉积变质改造型 铜4,312万吨@2.54% 碾来+浮选 铜33.3万吨(100%权益) 铜42.3万吨(100%权益)
---	--	--

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**图表 16: 2025 年世界 20 大铜矿排名预测**


资料来源：Wood Mackenzie, 中邮证券研究所


**图表 17: 卡莫阿-卡库拉 2023 IDP 的长期开发计划**


资料来源：OreWin, 艾芬豪官网, 中邮证券研究所

丘卡卢-佩吉铜金矿项目和波尔铜矿，均处于塞尔维亚，两大铜矿距离5公里，因此公司计划协同开发，打造欧洲第二大有色金属产业基地。截至2022年底，丘卡卢-佩吉铜金矿与波尔铜矿合计铜金属资源量约3000万吨、金金属资源量约840吨。2022年，两大铜矿合计产铜20.4万吨，合计产金7.3万吨。两大项目的大规模协同开发，将加速提升紫金矿业的效益水平。

**塞尔维亚丘卡卢-佩吉铜金矿：**丘卡卢-佩吉铜金矿上部矿带于2021年10月正式投产，上部有超高品位铜矿，达产后预计年均产铜9.14万吨、产金2.5吨，年产量峰值预计产铜13.5万吨、产金6.1吨。2022年，生产矿产铜11.1万吨、金4.7吨。下部矿品位较低，采用大规模、低成本、高效益的崩落法进行开发，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。

图表 18：塞尔维亚佩吉铜金矿

项目名称 矿种类型 地理位置 持股比例 项目状态 矿床类型 资 量 采选方法 2022年产量 2023年计划	丘卡卢-佩吉铜金矿	丘卡卢-佩吉铜金矿
		铜、金
		塞尔维亚波市
		100%
		上带矿在产+下带矿在建
		高硫浅成热液型+斑岩型
		上带矿:铜145万吨@2.63%，金76吨@1.37克/吨； 下带矿:铜1,855万吨@0.76%，金385吨@0.16克/吨
		碾采+浮选
		铜11.1万吨；金4.7吨
		铜12.0万吨；金5.1吨

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**塞尔维亚博尔铜矿：**目前，波尔铜矿正在加快推进下设4座矿山和冶炼厂技改扩建，MS矿千万吨级技改扩建项目于2021年10月建成投产；VK矿新增4万吨/天技改于12月底完成选厂主体及设施工程建设，2022年二季度投产；JM矿由填充法变更为低成本崩落法采矿，力争2025年底建成投产。

图表 19：塞尔维亚博尔铜矿

项目名称 矿种类型 地理位置 持股比例 项目状态 矿床类型 资 量 采选方法 2022年产量 2023年计划	博尔铜矿	博尔铜矿
		铜、金
		塞尔维亚波市
		63%
		在产+技改扩建
		高硫浅成热液型+斑岩型
		铜1.079万吨@0.45%；金380吨@0.16克/吨
		露采+碾果+审选+浮选
		铜9.3万吨；金2.6吨
		铜12.0万吨；金2.4吨

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

塞尔维亚丘卡卢-佩吉铜金矿下部矿带及博尔铜矿技改扩建项目，2025年总体形成矿产铜30万吨/年产能，有望晋升为欧洲第二大铜矿生产企业。

## 2.2 内增外扩，持续发力黄金业务

积极并购投资，巩固黄金资产储备。2022年，公司收购南美洲最大的在产露天金矿苏里南罗斯贝尔金矿 95% 权益、新疆萨瓦亚尔顿金矿 70% 权益、中国最大单体金矿海域金矿 30% 权益及招金矿业 20% 权益，合计新增权益金资源量 682 吨。

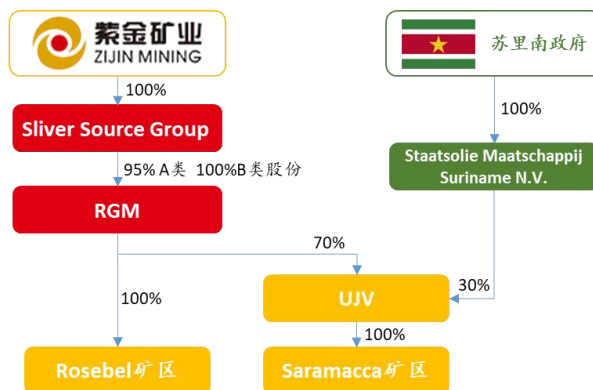
图表 20：卡莫阿-卡库拉铜矿的权益分布

并购项目	金资源量 (吨)	项目状态	收购权益	新增权益金资源量 (吨)	现有产量/规划产量 (金, 吨)
萨瓦亚尔顿金矿	60	建设	70%	42	2.76
海域金矿	562	建设	44%	247	6.6-8.8 (权益)
招金矿业	380	在产	20%	76	4 (权益)
苏里南罗斯贝尔金矿	217	在产	95%	206	8.6
蒙古哈马戈泰铜金矿	242	勘探	45.7%	111	-
合计				<b>682</b>	<b>22-24</b>

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

罗斯贝尔 (Rosebel) 金矿是南美洲最大的在产露天金矿，包含 Rosebel 矿区和 Saramacca 矿区，共保有金资源量约 217 吨，平均品位 1.11 克/吨，黄金储量 119 吨，平均品位 1.09 克/吨。2023 年 2 月 1 日，紫金矿业完成罗斯贝尔金矿的收购交割，间接持有 RGM 95% 的 A 类和 100% 的 B 类股份，而 RGM 持有 Rosebel 矿区 100% 权益及 Saramacca 矿区 70% 权益。交割后，该项目继续维持生产，计划 2023 年 2-12 月产金 6.1 吨。此外，技改规划建设项目达产后将形成 10 吨/年的年均产金能力。

图表 21：Rosebel 的股权结构



资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2022 年 7 月 15 日，公司公告收购伟福矿业，从而获得新疆萨瓦亚尔顿金矿 70% 权益。该金矿具有超大型规模资源量：矿区内，以 0.8 克/吨为边界品位，工业矿矿石量 2,325.29 万吨，金金属量 60.07 吨，平均品位 2.59 克/吨；低品位矿矿石量 5,328.70 万吨，金金属量 59.43 吨，平均品位 1.12 克/吨。项目规划的建设规模为 8,000 吨/天，年处理矿石量为 264 万吨，建设期 2 年，项目产品为载金炭，年产金约 2.76 吨。

2022 年 10 月 12 日，公司公告收购海域金矿 30% 权益。海域金矿位于山东烟台莱州市，是中国最大的单体金矿，矿体厚度大，品位高。根据紫金矿业 2022 年年报，海域金矿保有黄金资源量为 562 吨，平均品位 4.20 克/吨，其中黄金储量为 212.21 吨，平均品位为 4.42 克/吨。

此外，海域金矿主要矿体在勘探范围内深部尚未封闭，未来仍有一定探矿潜力。海域金矿项目设计采选规模为 1.2 万吨/日，预计 2025 年建成投产。该项目达产后年均单位矿石采选总成本为 340 元/吨，年产黄金约 15-20 吨，服务年限 23 年。

图表 22：海域金矿资源储量

矿山	矿种	单位	资源量				储量		
			探明	控制	探明+控制	推断	证实的	概略的	合计
海域金矿	金	矿石量(Mt)	15.343	36.028	51.370	82.643	14.345	33.686	48.031
		品位(g/t)	6.25	4.27	4.86	3.78	5.68	3.88	4.42
		金属量(t)	95.86	153.80	249.66	312.71	81.48	130.73	212.21

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

2022 年 11 月 10 日，公司完成收购招金矿业 20% 股权，成为其第二大股东。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，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。此外，由于招金矿业持有海域金矿 63.86% 股权，本次交易完成后，公司持有海域金矿权益达 44%。本次交易完成后，公司按 20% 权益计算黄金资源量增加 188 吨，权益矿产金年产量增加约 4 吨。截至 2022 年末，依据 JORC 标准，招金矿业保有权益黄金资源量 954.14 吨，铜资源量 25.92 万吨，黄金储量 396.46 吨，铜储量 9.63 万吨，在产矿山年矿产金产能约 20 吨。

图表 23：招金矿业旗下的金矿

招金矿业核心矿山	地理位置	项目状态	黄金资源量(吨)	平均品位(克/吨)	采选规模(万吨)
大尹格庄金矿	山东招远市	在产	233	2.57	114
夏甸金矿	山东招远市	在产	104	3.09	132
甘肃早子沟金矿	甘肃甘南州合作市	在产	48	3.92	60
海域金矿	山东莱州市	在建	562	4.26	396
各矿山合计			<b>1190.81</b>	-	-
各矿山合计(权益)			<b>954.14</b>	-	-

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

图表 24：招金矿业的黄金资源储量情况

类别	矿种	单位	资源量				储量		
			探明	控制	探明+控制	推断	证实的	概略的	合计
各矿山合计	金	矿石量(Mt)	32.383	113.994	146.377	190.037	31.594	113.323	144.916
		品位(g/t)	4.58	3.42	3.68	3.43	4.15	3.10	3.33
		金属量(t)	148.18	390.30	538.47	652.34	130.96	351.17	482.13
	铜	矿石量(Mt)	3.427	7.913	11.340	17.793	3.128	7.324	10.452
		品位(%)	1.05	1.24	1.19	1.03	0.96	1.17	1.11
		金属量(kt)	35.94	98.46	134.40	183.54	30.09	85.67	115.76
招金权益占比总计	金	矿石量(Mt)	26.217	98.101	124.318	151.193	25.718	98.169	123.887
		品位(g/t)	4.30	3.33	3.53	3.41	3.90	3.02	3.20
		金属量(t)	112.70	326.41	439.11	515.03	100.28	296.18	396.46
	铜	矿石量(Mt)	2.725	6.545	9.271	14.276	2.488	6.069	8.557
		品位(%)	1.05	1.26	1.20	1.04	0.97	1.19	1.13
		金属量(kt)	28.69	82.71	111.40	147.78	24.05	72.28	96.32

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

有序推进海内外金矿改扩建项目，黄金产能稳步提升。2022年，山西紫金、贵州紫金及澳大利亚诺顿 Binduli 金矿、哥伦比亚武里蒂卡金矿、塔吉克斯坦泽拉夫尚热压冶金等项目建设有序推进。

**图表 25：金矿改扩建项目建设进度**

金矿	项目	项目状态	预计建成时间
山西紫金	6000吨/日矿山智能化采选改扩建	在建	2023年第二季度
贵州紫金	1000吨/日加压预氧化项目	在建	2023年
	4000吨/日选矿项目	在建	2024年
陇南紫金	金山金矿2000吨/日项目	开发前准备	-
澳大利亚诺顿Binduli金矿	500万吨/年低品位金矿堆浸项目	建成	-
	难选冶金矿项目	基本建成	-
哥伦比亚武里蒂卡金矿	4,000吨/天采、选矿技改工程	建成	-
塔吉克斯坦泽拉夫尚	500吨/天加压氧化项目	在建	2024年9月

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

山西紫金 6000 吨/日矿山智能化采选改扩建项目有序推进，预计 2023 年第二季度建成，年新增矿产金 3-4 吨。贵州紫金水银洞金矿及簸箕田金矿改扩建提速，1000 吨/日加压预氧化项目计划 2023 年建成，4000 吨/日选矿项目正推进前期筹备，计划 2024 年建成。此外，陇南紫金正在推进金山金矿 2000 吨/日项目的开发前准备。

澳大利亚诺顿金田 500 万吨/年低品位金矿堆浸项目 2022 年 9 月份已建成投产，达产后年新增金约 2.5 吨；难选冶金矿项目基本建成，将进一步延长帕丁顿选厂服务年限。哥伦比亚武里蒂卡金矿已完成 4,000 吨/天采、选矿技改工程，年产黄金将超 8 吨。塔吉克斯坦泽拉夫尚 500 吨/天加压氧化项目计划于 2023 年 9 月建成投产。

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	270329	290233	337077	385207	营业收入	20.1%	7.4%	16.1%	14.3%
营业成本	227784	244461	281868	321008	营业利润	23.4%	6.0%	25.9%	20.9%
税金及附加	4268	4069	5076	5761	归属于母公司净利润	27.9%	7.5%	26.2%	21.0%
销售费用	620	599	695	824	<b>获利能力</b>				
管理费用	6265	6582	7646	8448	毛利率	15.7%	15.8%	16.4%	16.7%
研发费用	1232	1158	1304	1514	净利率	7.4%	7.4%	8.1%	8.5%
财务费用	1905	3670	2812	2066	ROE	22.5%	19.3%	19.6%	19.1%
资产减值损失	-79	0	0	0	ROIC	10.1%	11.9%	13.4%	14.6%
<b>营业利润</b>	<b>30946</b>	<b>32806</b>	<b>41291</b>	<b>49931</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	108	129	138	125	资产负债率	59.3%	49.2%	42.2%	35.0%
营业外支出	1061	689	740	830	流动比率	1.12	1.28	1.42	1.65
<b>利润总额</b>	<b>29993</b>	<b>32245</b>	<b>40689</b>	<b>49226</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	5226	5618	7089	8577	应收账款周转率	52.18	46.64	62.47	53.45
<b>净利润</b>	<b>24767</b>	<b>26627</b>	<b>33600</b>	<b>40649</b>	存货周转率	11.40	10.53	11.59	11.73
归母净利润	20042	21547	27189	32894	总资产周转率	1.05	0.96	1.08	1.15
每股收益(元)	0.76	0.82	1.03	1.25	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.76	0.82	1.03	1.25
货币资金	20244	22498	28945	38364	每股净资产	3.38	4.25	5.28	6.53
交易性金融资产	5094	5094	5094	5094	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	8646	5311	7083	8992	PE	13.82	12.85	10.19	8.42
预付款项	3795	2285	2635	3003	PB	3.11	2.48	1.99	1.61
存货	28104	27014	31148	34503	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>79644</b>	<b>72591</b>	<b>86020</b>	<b>101731</b>	净利润	24767	26627	33600	40649
固定资产	72746	72746	80982	92358	折旧和摊销	10168	0	865	1194
在建工程	21867	21867	21867	21867	营运资本变动	-5611	1317	-2617	-1854
无形资产	68280	68280	68280	68280	其他	-646	1519	365	-914
<b>非流动资产合计</b>	<b>226400</b>	<b>227308</b>	<b>235544</b>	<b>246920</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>28679</b>	<b>29463</b>	<b>32211</b>	<b>39075</b>
<b>资产总计</b>	<b>306044</b>	<b>299899</b>	<b>321564</b>	<b>348651</b>	资本开支	-24657	-568	-9711	-13284
短期借款	23666	15666	15166	12166	其他	-26324	1790	3058	3695
应付票据及应付账款	13493	10290	11865	13413	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-50981</b>	<b>1221</b>	<b>-6653</b>	<b>-9589</b>
其他流动负债	34011	30577	33367	36256	股权融资	774	13	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>71170</b>	<b>56533</b>	<b>60398</b>	<b>61836</b>	债务融资	32746	-26669	-16300	-18000
其他	110419	90984	75184	60184	其他	-6262	-1678	-2812	-2066
<b>非流动负债合计</b>	<b>110419</b>	<b>90984</b>	<b>75184</b>	<b>60184</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>27258</b>	<b>-28334</b>	<b>-19112</b>	<b>-20066</b>
<b>负债合计</b>	<b>181589</b>	<b>147517</b>	<b>135582</b>	<b>122020</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>6035</b>	<b>2255</b>	<b>6447</b>	<b>9419</b>
股本	2633	2633	2633	2633					
资本公积金	25552	25572	25572	25572					
未分配利润	54758	72977	96088	124048					
少数股东权益	35513	40593	47003	54758					
其他	6000	10607	14686	19620					
<b>所有者权益合计</b>	<b>124455</b>	<b>152382</b>	<b>185982</b>	<b>226631</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>306044</b>	<b>299899</b>	<b>321564</b>	<b>348651</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

---

## 中邮证券研究所

---

### 北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048