

公司深度

紫金矿业 (601899.SH)

有色金属 | 工业金属

铜金主业稳步成长，矿业龙头持续扩张

2023年05月23日

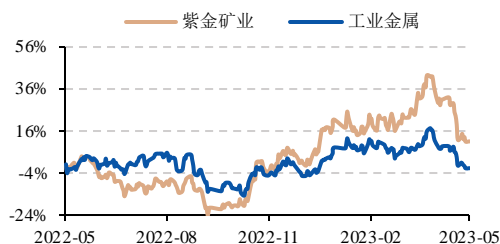
评级 增持

评级变动 维持

交易数据

当前价格(元)	10.90
52周价格区间(元)	7.48-13.94
总市值(百万)	282375.22
流通市值(百万)	223725.80
总股本(万股)	2632657.20
流通股(万股)	2626224.00

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
紫金矿业	-17.98	-10.14	11.00
工业金属	-11.87	-12.25	-0.38

周策

分析师

执业证书编号: S0530519020001
zhouce67@hncasing.com

相关报告

1 紫金矿业 (601899.SH) 公司点评: 持续扩张, 矿业龙头迎来高增长期 2023-03-29

预测指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入(亿元)	2,251.02	2,703.29	2,981.63	3,274.67	3,584.95
归母净利润(亿元)	156.73	200.42	238.84	306.62	379.05
每股收益(元)	0.60	0.76	0.91	1.16	1.44
每股净资产(元)	2.70	3.38	4.09	5.01	6.14
P/E	18.31	14.32	12.01	9.36	7.57
P/B	4.04	3.23	2.66	2.18	1.78

资料来源: iFinD, 财信证券

投资要点:

- **矿业龙头，布局全球。**紫金矿业是大型跨国矿业集团，主要在全球范围内从事铜、金、锌、锂等金属矿产资源勘查、开发和矿业工程研究、设计及应用等，致力为人类提供低碳矿物原料。公司坚持以创新尤其是科技创新为核心竞争力，在地质勘查、湿法冶金、低品位难选冶资源综合利用及大规模工程化开发等方面具有丰富的实践经验。公司在全国15个省（区）和海外15个国家拥有重要矿业投资项目。公司海外矿产类资源和主要矿产品产量及利润全面超越国内，已经成为全球化矿业公司。
- **中国头部矿企，资源储量丰富，业绩持续增长。**公司是中国头部金属矿业企业，公司铜、金、锌（铅）等主营矿种储量、资源量及矿产品产量位居中国领先地位、全球前10位，目前，公司已经成为全球第六大铜生产企业，全球第九大金生产企业，全球第四大铅（锌）生产企业。自2017年以来，公司营业收入和归母净利润不断实现增长，发展稳定，长期表现良好。
- **铜价或有支撑，公司矿产铜产量逐年提高。**在全球铜需求逐渐恢复，供给增长缓慢的背景下，铜价中长期或有支撑。根据公司相关规划，2023年，公司计划实现矿产铜产量95万吨，2025年计划实现117万吨，年复合增长率11%。
- **看好金价中枢上行，公司矿产金产量步入增长快车道。**在全球发达国家经济体显现衰退迹象，通胀居于较高水平，美债利率和美元指数见顶的大背景下，中长期看好金价中枢上行。紫金矿业是中国最大的矿产金生产企业，根据公司相关规划，2023年，公司计划实现矿产金产量72吨，2025年计划实现90吨，年复合增长率17%。
- **加快新能源锂矿布局。**2022年公司完成了阿根廷3Q锂盐湖交割，投资并购了西藏拉果错盐湖、湖南道县湘源锂多金属矿两宗优质锂矿项目。“两湖一矿”锂项目计划2023年底一期工程基本建成投产，并启动二期工程，达成后碳酸锂总产能达12-15万吨。

- **投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年实现净利润分别为 238.84 亿元、306.62 亿元、379.05 亿元，对应 EPS 分别为 0.91 元、1.16 元、1.44 元，对应现价 PE12.00 倍、9.35 倍和 7.56 倍。公司为矿业龙头，资源储量丰富，主营业务有望量价齐升，我们给予公司 2023 年 13-18 倍的 PE，维持公司“增持”评级。
- **风险提示：**大宗商品价格大幅下跌，项目建设不及预期，海外运营风险。

内容目录

1 矿业龙头，布局全球	5
1.1 公司发展历程.....	5
1.2 公司股权结构.....	6
1.3 公司的核心业务是开发矿业.....	6
2 公司经营业绩持续增长	11
2.1 中国头部矿企，资源储量丰富，业绩持续增长.....	11
2.2 黄金业务及其他业务贡献主要收入，铜、黄金业务贡献主要毛利.....	13
2.3 公司利润率水平较高.....	13
3 铜业务板块	14
3.1 2023 年铜价或有支撑.....	14
3.2 公司矿产铜产量逐年提高.....	17
4 黄金业务板块	19
4.1 中长期看好金价中枢上移.....	19
4.1.1 欧美经济衰退预期提振黄金避险需求.....	20
4.1.2 美元指数承压利好黄金.....	20
4.1.3 美国实际利率见顶，支撑黄金价格上涨.....	21
4.1.4 欧美发达经济体通胀指数处于较高水平.....	22
4.2 公司矿产金产量步入增长快车道.....	22
5 其他业务	24
5.1 锌（铅）业务.....	24
5.2 新能源业务.....	26
6 盈利预测与估值	27
7 风险提示	28

图表目录

图 1：公司发展历程.....	5
图 2：公司业务体系.....	7
图 3：公司国外主要矿山分布情况.....	7
图 4：公司国内主要矿山分布情况.....	8
图 5：公司营业收入及增速.....	12
图 6：公司归母净利润及增速.....	12
图 7：2021 年矿产铜产量境内外占比.....	12
图 8：2021 年铜资源量境内外占比.....	12
图 9：2021 年矿产金产量境内外占比.....	12
图 10：2021 年金资源量境内外占比.....	12
图 11：分产品收入情况（内部抵消前）.....	13
图 12：分产品毛利情况（内部抵消前）.....	13
图 13：分产品收入情况（内部抵消后）.....	13
图 14：分产品毛利情况（内部抵消后）.....	13
图 15：公司毛利率情况（%）.....	14
图 16：公司净利率情况（%）.....	14
图 17：分产品毛利率（%）.....	14

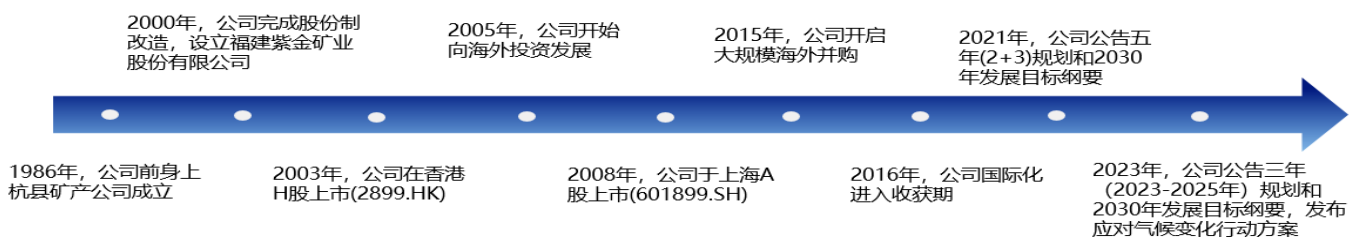
图 18: 期货收盘价: LME 铜 (3 个月): 电子盘 (美元/吨)	15
图 19: 全球铜精矿产量及供需平衡.....	15
图 20: 中国铜精矿产量情况	16
图 21: 中国铜矿进口量情况	16
图 22: 中国废铜进口情况.....	16
图 23: 进口铜矿 TC.....	16
图 24: 中国电解铜产量变化	16
图 25: 中国电解铜开工率 (%)	17
图 26: 中国电解铜表观消费量 (万吨)	17
图 27: 公司铜产量 (吨)	18
图 28: 2022 年以来黄金价格.....	20
图 29: 美元指数构成.....	21
图 30: 美欧实际利差与美元指数	21
图 31: 美元指数与黄金价格	21
图 32: 美债实际利率与黄金价格	22
图 33: 公司黄金产量 (千克)	22
图 34: 公司矿产金产量 (千克)	22
图 35: 公司锌产量 (吨)	25
表 1: 公司海内外主要收购情况	5
表 2: 紫金矿业十大股东.....	6
表 3: 公司全球主要矿山项目布局.....	8
表 4: 公司全球主要冶炼项目布局.....	9
表 5: 公司矿山保有资源量汇总 (权益法)	9
表 6: 公司主要矿山保有资源储量.....	10
表 7: 公司主要铜矿山情况	19
表 8: 公司主要铜冶炼企业	19
表 9: 公司主要黄金矿山情况.....	23
表 10: 公司主要黄金冶炼厂	24
表 11: 公司主要锌 (铅) 矿山	25
表 12: 公司主要锌 (铅) 冶炼厂	26
表 13: 道县湘源锂多金属矿保有资源情况	27
表 14: 公司主要锂矿情况.....	27
表 15: 公司估值.....	28

1 矿业龙头，布局全球

1.1 公司发展历程

公司前身为 1986 年成立的上杭县矿产公司，2000 年，公司完成股份制改造，设立福建紫金矿业股份有限公司。2003 年，公司在香港 H 股上市（2899.HK）募集资金 12 亿港元，开始面向全国发展。2005 年，公司实现“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，公司于上海 A 股上市（601899.SH），募集资金 98 亿元，紫金山被授予“中国第一大金矿”荣誉称号。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，公司开始进行多次海外并购，收购标的有多宝山铜矿、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。2021 年，公司公告五年（2+3）规划和 2030 年发展目标纲要，提出未来十年发展的三个阶段目标，战略目标为“绿色高技术超一流国际矿业集团”。2023 年，公司公告三年（2023-2025 年）规划和 2030 年发展目标纲要，发布应对气候变化行动方案，争取 2029 年碳达峰、2050 年碳中和。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，财信证券

表 1：公司海内外主要收购情况

时间	收购内容
2015 年	收购巴里克（新几内亚）有限公司 50% 股权+50% 债权，收购刚果（金）卡莫阿控股公司 49.5% 股权
2016 年	增持科卢韦奇铜矿权益至 72%
2017 年	完成多宝山铜矿 100% 权益收购
2018 年	收购塞尔维亚 BOR 铜业公司 63% 股权，收购塞尔维亚 Timok 铜（金）矿上带矿 100% 权益、下带矿 60.4% 权益
2019 年	全面收购塞尔维亚 Timok 铜（金）矿上、下带矿 100% 权益
2020 年	收购武里蒂卡金矿、西藏巨龙铜业 50.1% 权益、圭亚那奥罗拉金矿 100% 权益
2022 年	收购招金矿业 20% 股权及海域金矿 30% 权益（合计持有海域金矿 44% 权益）、收购湖南道县湘源硬岩锂矿 66% 权益、收购西藏拉果错盐湖锂矿 70% 权益、收购阿根廷 3Q 锂盐湖 100% 权益、收购龙净环保 15.02% 权益、收购苏里南 Rosebel 金矿 95% 权益

资料来源：公司官网，财信证券

1.2 公司股权结构

公司实际控制人为福建省上杭县财政局，截止 2022 年 12 月 31 日，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%，第三大股东为香港中央结算有限公司，持股比例 7.00%。公司前十大股东占比 59.71%。

表 2：紫金矿业十大股东

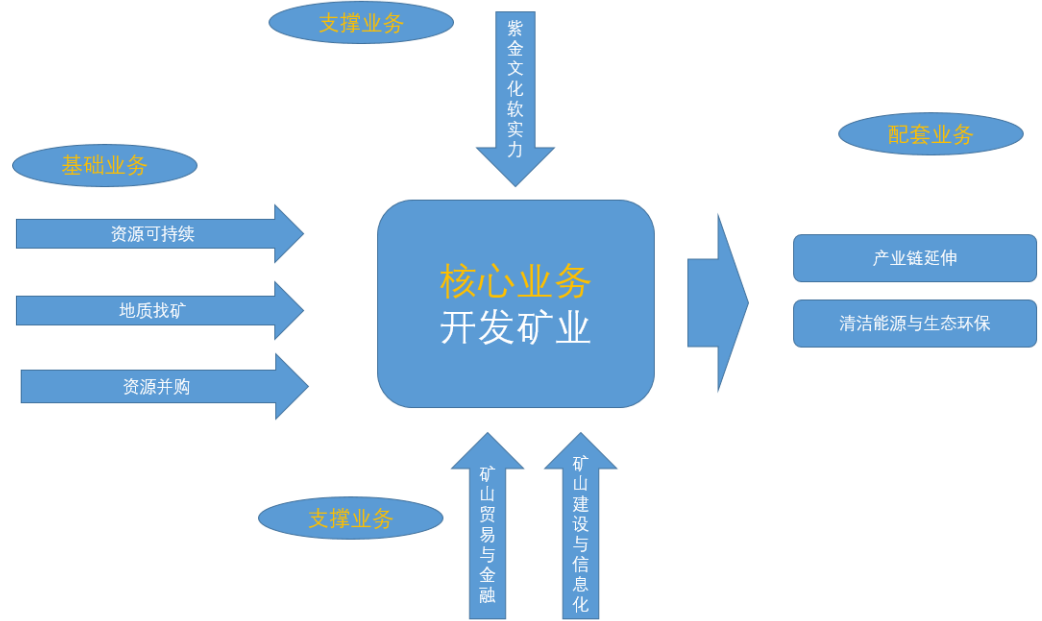
股东名称	持股数量（股）	持股比例
闽西兴杭国有资产投资经营有限公司	6,083,517,704	23.11%
香港中央结算（代理人）有限公司	5,721,520,630	21.73%
香港中央结算有限公司	1,842,799,251	7.00%
中国证券金融股份有限公司	691,190,770	2.63%
上海高毅资产管理合伙企业（有限合伙）-高毅晓峰 2 号致信基金	451,277,484	1.71%
中国对外经济贸易信托有限公司-外贸信托-高毅晓峰鸿远集合资金信托计划	317,056,602	1.20%
阿布达比投资局	163,268,932	0.62%
上海高毅资产管理合伙企业（有限合伙）-高毅-晓峰 1 号睿远证券投资基金	150,366,400	0.57%
全国社保基金一零三组合	150,099,924	0.57%
全国社保基金一一四组合	150,000,000	0.57%
合计	15,721,097,697	59.71%

资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

1.3 公司的核心业务是开发矿业

紫金矿业是大型跨国矿业集团，主要在全球范围内从事铜、金、锌、锂等金属矿产资源勘查、开发和矿业工程研究、设计及应用等，致力为人类提供低碳矿物原料。公司坚持以创新尤其是科技创新为核心竞争力，在地质勘查、湿法冶金、低品位难选冶资源综合回收利用及大规模工程化开发等方面具有丰富的实践经验。公司创立“矿石流五环归一”矿业工程管理模式，创建“低品位难处理黄金资源综合利用国家重点实验室”，建立完善的地、采、选、冶、环科技体系，形成全环节的自主技术和工程能力，在全球有大量的矿业开发成功案例，基本形成矿业企业全球竞争力。

图 2：公司业务体系



资料来源：公司官网，财信证券

公司位列 2022 年《福布斯》全球上市公司第 325 位，及其中上榜的全球黄金企业第 1 位、全球金属矿业企业第 7 位，《福布斯》中国可持续发展工业企业 TOP50；位列《财富》世界 500 强第 407 位、《财富》中国 500 强第 53 位。公司在全国 15 个省（区）和海外 15 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、新疆阿舍勒铜矿、山西紫金、贵州紫金、陇南紫金等，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、苏里南罗斯贝尔金矿等；公司加速进军新能源新材料产业，拥有阿根廷 3Q 盐湖锂矿、西藏拉果错盐湖锂矿、湖南道县湘源硬岩锂多金属矿等。

图 3：公司国外主要矿山分布情况



资料来源：公司官网，财信证券

图 4：公司国内主要矿山分布情况



资料来源：公司官网，财信证券

表 3：公司全球主要矿山项目布局

矿种	区域	名称	地点
铜	境外	丘卡卢-佩吉铜金矿	塞尔维亚博尔州
		博尔铜矿	塞尔维亚博尔州
		卡莫阿-卡库拉铜矿	刚果（金）卢阿拉巴省
		科卢韦齐铜（钴）矿	刚果（金）卢阿拉巴省
		白河铜钼矿（筹建）	秘鲁皮乌拉大区
	境内	巨龙铜矿	西藏自治区拉萨市
		多宝山/铜山铜矿	黑龙江省黑河市
		紫金山铜金矿	福建省龙岩市上杭县
		阿舍勒铜矿	新疆哈巴河县
		曙光金铜矿	吉林省延边州珲春市
金	境外	德尔尼铜矿	青海省果洛州
		玉龙铜矿	西藏自治区昌都地区江达县
		谢通门铜金矿（筹建）	西藏自治区谢通门县
		武里蒂卡金矿	哥伦比亚武里蒂卡市
		诺顿金田	澳大利亚西澳州
	境内	奥罗拉金矿	圭亚那库尤尼-马扎鲁尼区
		吉劳/塔罗金矿	塔吉克斯坦索格特州
		左岸金矿	吉尔吉斯斯坦克明区
		丘卡卢-佩吉铜金矿	塞尔维亚博尔州
		波格拉金矿（停产）	巴布亚新几内亚恩加省
境内	李坝金矿	甘肃省礼县罗坝镇	
	义兴寨金矿	山西省繁峙县砂河镇	
	水银洞金矿	贵州省贞丰县	
	曙光金铜矿	吉林省延边州珲春市	

		紫金山铜金矿	福建省龙岩市上杭县
		陆院沟金矿	河南省洛阳市
		上宫金矿	河南省洛阳市
锌	境外	碧沙锌（铜）矿	厄立特里亚加什-巴尔卡省
		图瓦锌多金属矿	俄罗斯图瓦
	境内	乌拉根铅锌矿	新疆克州乌恰县
锂	境外	庙沟/三贵口铅锌矿	内蒙古巴彦淖尔市乌拉特后旗
	境外	3Q盐湖锂矿（建设中）	阿根廷卡塔马卡省
其他	境外	加拉陶铂族金属矿（筹建）	南非瑟库库内市
	境内	蒙库铁矿	新疆富蕴县
	境内	麻栗坡钨矿	云南省麻栗坡县

资料来源：公司官网，财信证券

表 4：公司全球主要冶炼项目布局

类别	区域	名称	地点
铜	境外	卡莫阿铜冶炼厂（建设中）	刚果（金）卢阿拉巴省
		铜冶炼厂	福建省龙岩市上杭县
	境内	黑龙江紫金铜冶炼厂	黑龙江省齐齐哈尔市
		吉林紫金铜冶炼厂	吉林省延边州珲春市
金	境内	黄金冶炼厂	福建省龙岩市上杭县
		银辉黄金冶炼厂	河南省洛阳市
锌	境内	巴彦淖尔紫金锌冶炼厂	内蒙古巴彦淖尔市乌拉特后旗
		新疆紫金有色锌冶炼厂	新疆克州乌恰县黑孜苇乡

资料来源：公司官网，财信证券

公司是中国头部金属矿业企业，公司铜、金、锌（铅）等主营矿种储量、资源量及矿产品产量位居中国领先地位、全球前 10 位，公司海外矿产类资源和主要矿产品产量及利润全面超越国内，已经成为全球化矿业公司。公司积极响应全球应对气候变化及新能源革命转型，加大新能源新材料产业投资，光伏、水力等绿色发电量持续增加。

截至 2022 年 12 月 31 日，公司保有探明和控制及推断的资源量：铜 7371.86 万吨、金 3117.39 吨、锌（铅）1118.33 万吨、银 14611.80 吨，锂资源量（当量碳酸锂）1215.21 万吨；其中，保有可信储量和证实储量：铜 3209.44 万吨，占资源总量的 43.54%；金 1190.99 吨，占资源总量的 38.20%；锌（铅）479.93 万吨，占资源总量的 42.91%；银 1864.18 吨，占资源总量的 12.76%（主要为伴生矿）；锂储量（当量碳酸锂）429.05 万吨，占资源总量的 35.31%。

表 5：公司矿山保有资源量汇总（权益法）

矿种	单位	储量			资源量（含储量）				
		证实	可信	合计	探明	控制	探明+控制	推断	合计
铜矿	金属万吨	595.16	2614.28	3209.44	1024.42	4665.24	5689.66	1682.2	7371.86
金矿	金属吨	276.51	914.48	1190.99	472.11	1581.99	2054.1	1063.29	3117.39

独立金矿	金属吨	205.91	690.22	896.13	364.31	1153.05	1517.36	869.21	2386.57
伴生金矿	金属吨	70.6	224.26	294.86	107.8	428.95	536.74	194.07	730.82
锌矿	金属万吨	178.28	241.23	419.51	271.46	392.2	663.66	324.94	988.6
铅矿	金属万吨	28.6	31.82	60.42	43.33	50.93	94.26	35.47	129.73
银（含伴生）	金属吨	689.5	1174.68	1864.18	1522.66	2207.96	3730.62	10881.18	14611.8
当量碳酸锂	LCE万吨	157.3	271.76	429.05	261.24	633.27	894.5	320.71	1215.21
钨（含伴生）	金属万吨	63.37	91.08	154.45	72.92	103.91	176.83	125.16	302
钨矿	WO3万吨	0.7	2.04	2.75	0.4	3.14	3.54	5.75	9.29
锡矿	金属万吨	0.92	4.23	5.15	1.31	5.33	6.63	8.39	15.02
铁矿	矿石亿吨	0.27	0.92	1.19	0.39	2.15	2.54	2.23	4.78
煤炭	亿吨	0	0	0	0.39	0.48	0.87	1.57	2.44
铂矿	金属吨	0	21.56	21.56	113.92	233.33	347.25	293.45	640.7
钯矿	金属吨	0	22.11	22.11	94.02	154.46	248.48	241.94	490.42

资料来源：公司公告，财信证券

表 6：公司主要矿山保有资源储量

矿山名称	主要品种	权益比例	资源量（金属量）			储量（金属量）				
			探明+控制	推断	合计	品位	证实	可信	合计	品位
卡莫阿铜矿	铜	45%	37910000	5210000	43120000	2.54	0	18623000	18623000	3.94
科卢韦齐铜（钴）矿	铜	72%	1111000	1293669	2404669	3.91	276195	571757	847952	3.76
丘卡卢-佩吉铜金矿上带矿	铜	100%	1003353	450585	1453938	2.63	398554	532336	930890	2.88
丘卡卢-佩吉铜金矿下带矿	金	100%	57948	17976	75924	1.37	26299	27543	53841	1.67
博尔铜矿	铜	63%	14515156	4038580	18553737	0.76	0	7470584	7470584	0.69
铜	金	100%	299050	85909	384958	0.16	0	142335	142335	0.13
铜	金	63%	9843181	942769	10785950	0.45	3128248	3606845	6735093	0.45
金	金	63%	356940	23307	380247	0.16	107927	123321	231247	0.16
哈马戈泰铜金矿	铜	45.70%	1262209	1664377	2926586	0.26	/	/	/	/
金	金	45.70%	112986	128560	241546	0.22	/	/	/	/
巨龙铜矿（驱龙铜矿+知不拉铜矿）	铜	50.10%	15752368	3144012	18896380	0.33	3256872	11427996	14684868	0.26
多宝山-铜山铜矿	铜	100%	1624111	866355	2490465	0.43	635709	464403	1100112	0.38
金	金	100%	78	66	144	1.04	7	5	13	0.35
紫金山铜金矿	铜	100%	1067711	182909	1250620	0.47	302820	472705	775525	0.35
铜	铜	51%	530798	26900	557698	1.9	302044	163908	465952	1.75
铜	铜	51%	5224700	6094200	11318900	0.47	/	/	/	/
钼	钼	51%	193600	264400	458000	0.02	/	/	/	/
武里蒂卡金矿	金	69.28%	197100	124400	321500	6.61	24000	88000	112000	5.89
罗斯贝尔金矿	金	95%	195827	21337	217164	1.11	7060	112022	119082	1.09
奥罗拉金矿	金	100%	123848	63322	187170	2.54	7096	76521	83617	2.37
诺顿金田	金	100%	244806	120771	365576	0.9	5061	139649	144710	0.74
吉劳、塔罗金矿	金	70%	79962	24181	104143	1.86	30400	34328	64728	1.61
左岸金矿	金	60%	41591	9140	50731	4.15	26546	11459	38004	3.94

波格拉金矿	金	47.50%	255331	75294	330625	4.02	16041	138031	154072	4.77
海域金矿	金	44%	249659	312475	562134	4.18	81480	130730	212210	4.42
义兴寨金矿	金	100%	68976	44741	113718	1.86	20746	41664	62410	1.67
陇南紫金	金	84.22%	56000	89259	145259	2.07	18649	28573	47222	2.04
水银洞金矿	金	56%	101741	85887	187628	5.12	7925	8699	16624	5.59
曙光金矿	金	100%	12147	3494	15641	0.29	5377	564	5941	0.29
	铜	100%	69150	15030	84179	0.15	26403	2713	29116	0.14
碧沙锌（铜）矿	锌	55%	1087500	2000100	3087600	3.75	98000	421000	519000	3.89
	铜	55%	397100	405040	802140	0.97	19000	84000	103000	0.77
图瓦锌多金属矿	锌	70%	626700	154200	780900	6.8	323600	302800	626400	7.21
乌拉根锌（铅）矿	锌	100%	3694241	1487722	5181963	1.96	960600	1004600	1965200	1.92
三贵口锌（铅）矿	锌	95%	1459551	491298	1950850	2.28	378932	748193	1127125	2.26
3Q盐湖锂矿	LCE	100%	5369000	2261000	7630000	641	1084300	587600	1671900	786
拉果错盐湖锂矿	LCE	70%	2157322		2157322	275		2092602	2092602	275
湘源硬岩锂多金属矿	LCE	66%	587206	248992	836198	1.06	139739	407128	546867	1.11
富蕴金山-金宝铁矿	铁	56%	1794	2894	4688	32	60	1683	1742	32
沙坪沟钨矿	钨	84%	1188327	1005179	2193506	0.18	556972	547278	1104250	0.2

资料来源：公司公告，财信证券

注：金金属量单位：千克；铜、锌、LCE金属量单位：吨；铁矿石量：万吨；金品位单位：克/吨；铜、锌、LCE品位单位：%；硬岩锂品位单位：%。

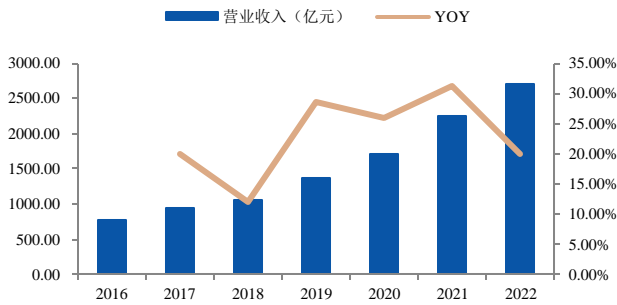
2 公司经营业绩持续增长

2.1 中国头部矿企，资源储量丰富，业绩持续增长

2022年，全球有色金属价格大幅波动，上半年，受俄乌冲突、能源危机、南美供应扰动等因素影响，金、铜、锌等金属价格不断走高，其中铜、锌价格创历史新高。但二季度中旬开始，随着美联储开启激进加息进程，及全球经济广泛放缓，大宗商品需求预期出现大幅走弱，全球金融资产和大宗商品价格面临广谱性下跌，公司主营品种中黄金价格最大回撤超过20%，铜价最大回撤超过30%，公司主营矿产品价格全年呈现前高后低态势。

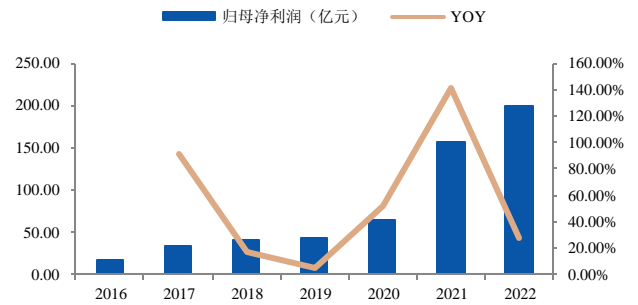
2022年公司实现营业收入2703.29亿元，比去年同期增长20.09%，实现利润总额299.93亿元，比去年同期增长20.97%。实现归属于上市公司股东的净利润200.42亿元，比去年同期增长27.88%。自2017年以来，公司营业收入和归母净利润不断实现增长，发展稳定，长期表现良好。

图 5：公司营业收入及增速



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

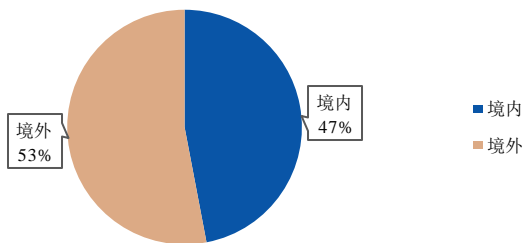
图 6：公司归母净利润及增速



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

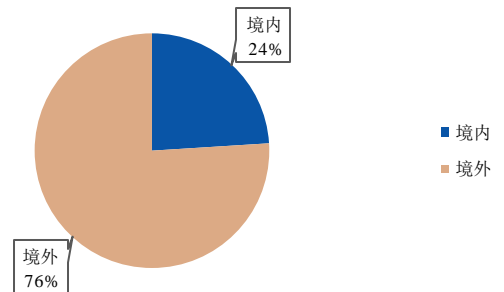
公司是中国头部金属矿业企业，公司铜、金、锌（铅）等主营矿种储量、资源量及矿产品产量位居中国领先地位、全球前 10 位，目前，公司已经成为全球第六大铜生产企业，全球第九大金生产企业，全球第四大铅（锌）生产企业。2022 年，公司生产矿产铜 87.7 万吨，同比增长 48.72%，相当于国内总量的 47%；矿产金 56.4 吨，同比增长 18.76%，相当于国内总量的 19%；矿产锌 40.2 万吨，同比增长 1.48%，相当于国内总量的 13%；矿产银 387.5 吨同比增长 25.47%。公司海外矿产类资源和主要矿产品产量及利润全面超越国内，已经成为全球化矿业公司。

图 7：2021 年矿产铜产量境内外占比



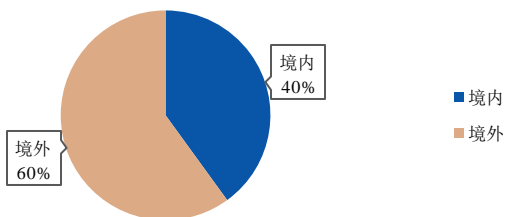
资料来源：公司公告，财信证券

图 8：2021 年铜资源量境内外占比



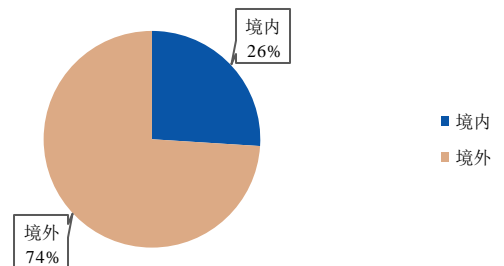
资料来源：公司公告，财信证券

图 9：2021 年矿产金产量境内外占比



资料来源：公司公告，财信证券

图 10：2021 年金资源量境内外占比



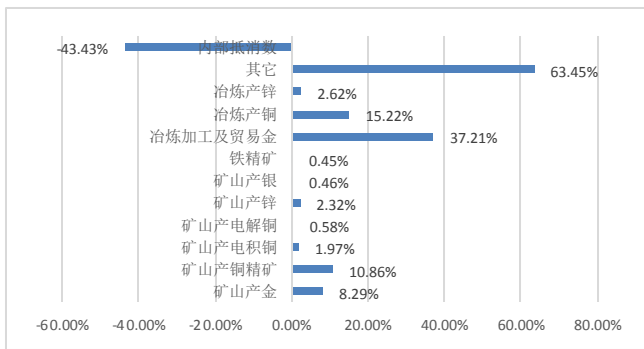
资料来源：公司公告，财信证券

2.2 黄金业务及其他业务贡献主要收入，铜、黄金业务贡献主要毛利

2022 年分产品看，内部抵消前，公司矿山产金/矿山产铜精矿/矿山产电积铜/矿山产电解铜/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/其它业务营业收入分别为 224/294/53/16/63/12/12/1006/411/71/1715 亿元，在营收中所占比重分别为 8.29%/10.86%/1.97%/0.58%/2.32%/0.46%/0.45%/37.21%/15.22%/2.62%/63.45%。其他业务及冶炼加工及贸易金业务贡献了主要的营业收入。

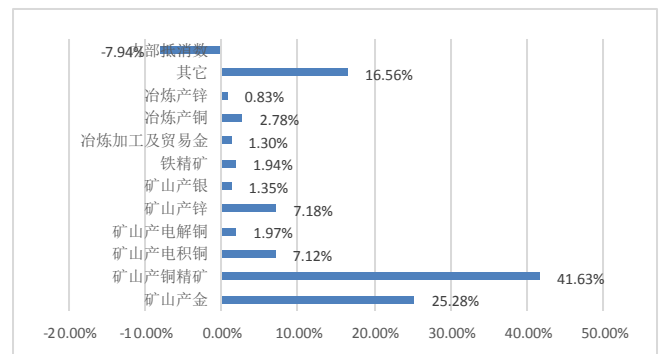
内部抵消后，黄金业务和其他业务分别占据营业收入的 38.41% 和 32.27%，贡献主要的营业收入，从毛利来看，铜业务占据毛利的 49.44%，黄金业务占毛利的 24.55%，铜和黄金业务贡献主要毛利。

图 11：分产品收入情况（内部抵消前）



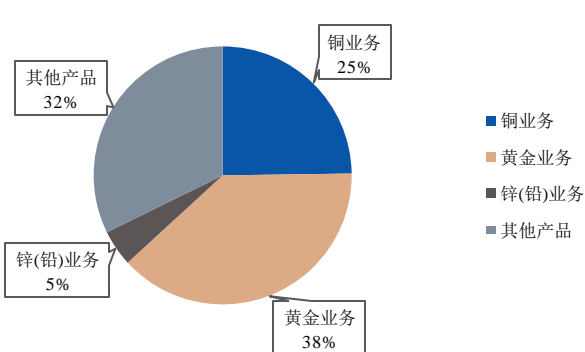
资料来源：公司公告，财信证券

图 12：分产品毛利情况（内部抵消前）



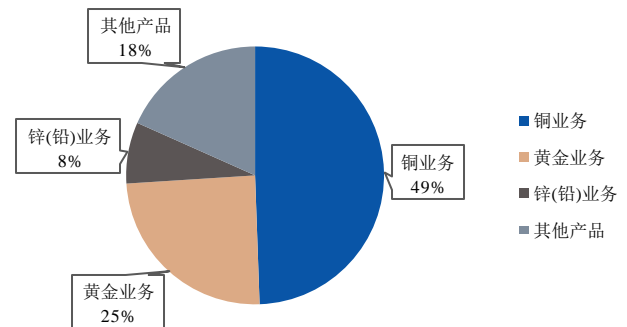
资料来源：公司公告，财信证券

图 13：分产品收入情况（内部抵消后）



资料来源：公司公告，财信证券

图 14：分产品毛利情况（内部抵消后）

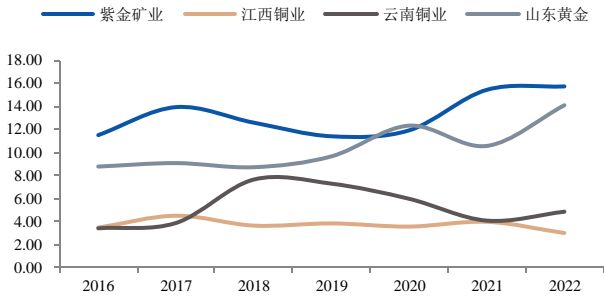


资料来源：公司公告，财信证券

2.3 公司利润率水平较高

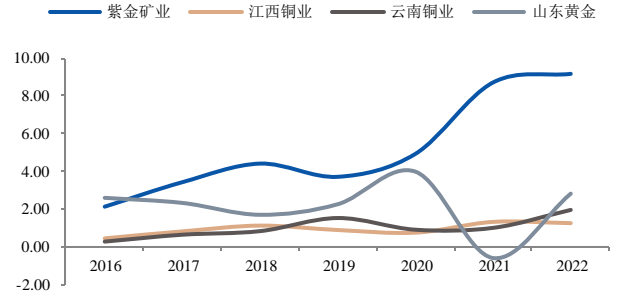
2022 年，公司毛利率为 15.74%，比上年同期增长 0.3%，在同行业中处于较高水平，公司净利率为 9.16%，在同行业中处于领先水平。分产品来看，毛利率排在前三的产品为铁精矿、矿山产铜精矿、矿山产电积铜，毛利率分别为 67.89%、60.33%、56.89%。

图 15: 公司毛利率情况 (%)



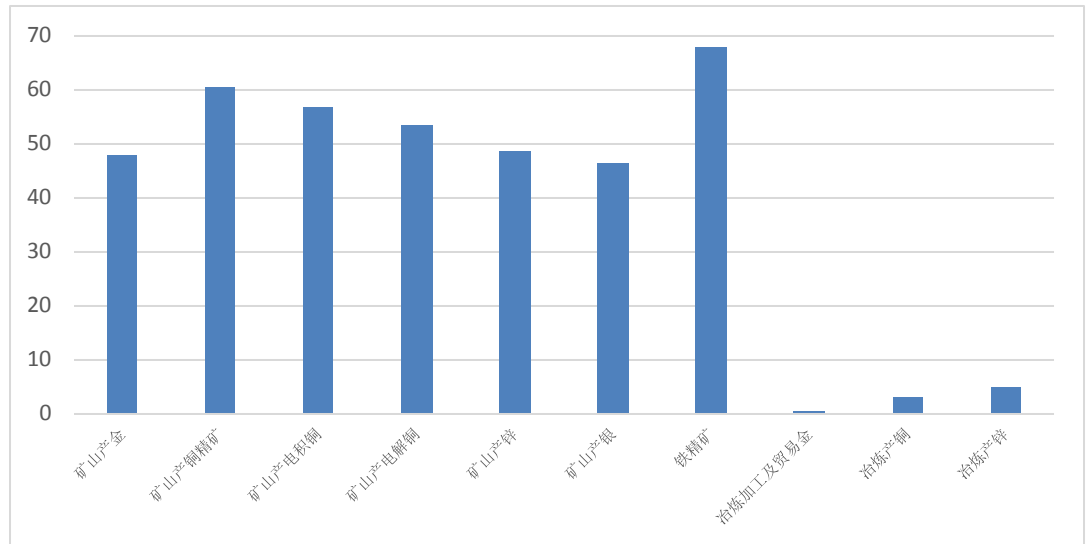
资料来源: 同花顺 iFinD, 财信证券

图 16: 公司净利率情况 (%)



资料来源: 同花顺 iFinD, 财信证券

图 17: 分产品毛利率 (%)



资料来源: 公司公告, 财信证券

3 铜业务板块

3.1 2023 年铜价或有支撑

当前全球主要发达经济体通胀维持较高水平, 考虑到美国和欧洲的加息空间已经非常有限, 但预计高利率将维持较长时间水平, 全球经济面临较大压力, 在需求逐渐恢复, 供给缓慢增长的环境下, 铜价中长期或有支撑。

2022 年一季度, 国际铜价创下历史高位, 一季度上涨 5.84%, 均价 9980.48 美元/吨, 二季度后在美联储持续加息的因素影响下, 国际铜价大幅回调, LME 铜三个月期货收盘价下跌 19.79%, 均价 9502.33 美元/吨, 三季度铜价继续下跌 7.01%, 均价 7724.36 美元/吨, 四季度铜价冲高后回落, 2022 年全年 LME 铜三个月期货收盘价均价 8786.09 美元/吨。2023 年以来, 铜价中枢回升, 截至 2023 年 4 月 21 日, LME 铜三个月期货收盘价均

价 8954.45 美元/吨，比 2022 年均价上涨 1.92%。

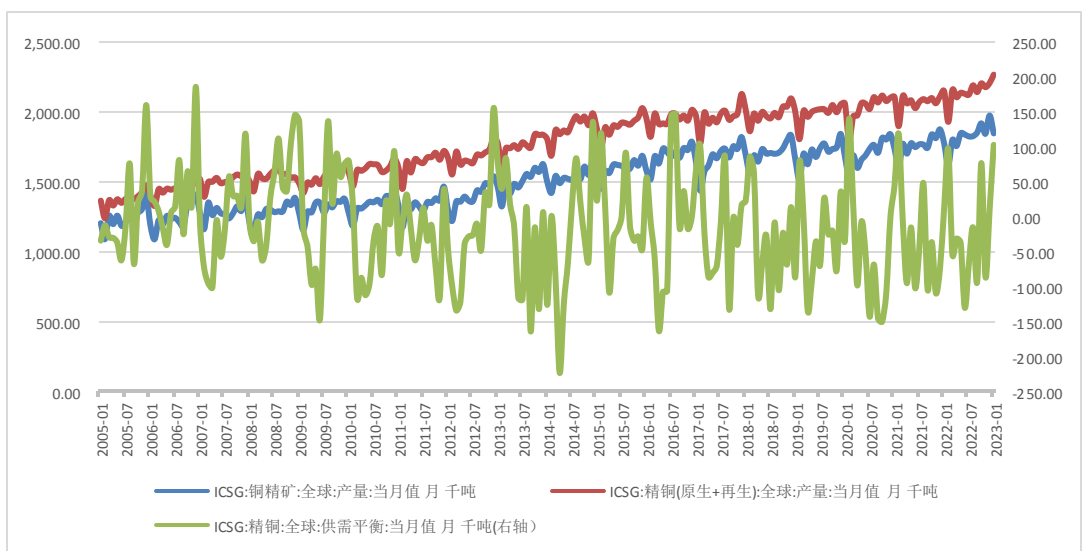
图 18：期货收盘价：LME 铜（3 个月）：电子盘（美元/吨）



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

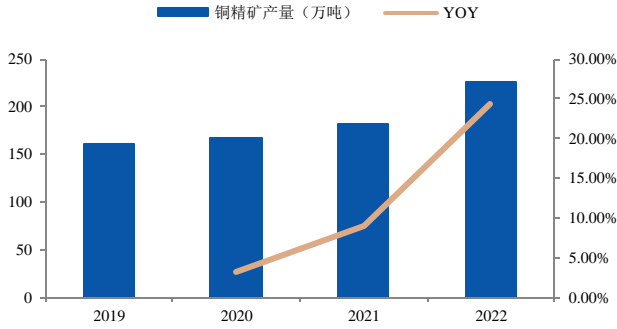
根据 IGSG 数据，2022 年全球铜精矿产量为 2188 万吨，同比增长 3.47%，全球精铜供给量 2565.3 万吨，同比增长 3.42%，全球精铜消费量 2596.7 万吨，2022 年全年供给缺口 31.4 万吨。中国国内铜矿产量继续增长，2022 年，中国铜精矿产量 226 万吨，同比增长 24.3%，中国铜精矿进口增长较快，2022 年，全国铜矿进口 2531.76 万吨，同比增长 8.07%，废铜进口 177.17 万吨，同比增长 4.57%，增速有所放缓。根据 SMM 统计的数据，2023 年全球铜矿产量扩建规模将放缓至 82 万吨左右，增长率约为 3.75%。

图 19：全球铜精矿产量及供需平衡



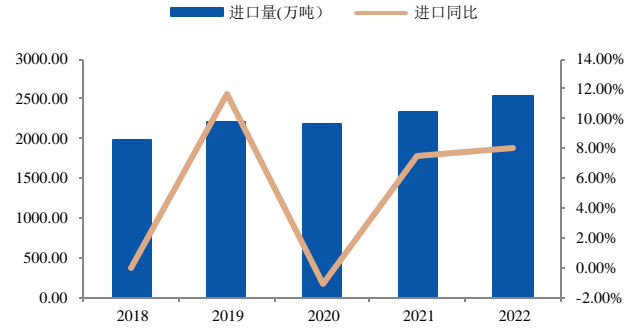
资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

图 20：中国铜精矿产量情况



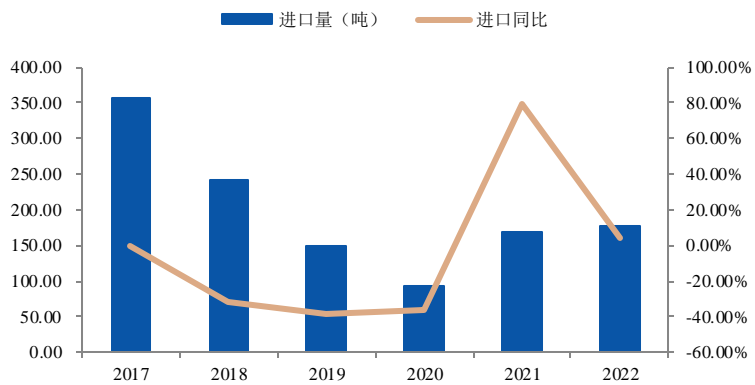
资料来源：百川盈孚 BAIINFO，财信证券

图 21：中国铜矿进口量情况



资料来源：百川盈孚 BAIINFO，财信证券

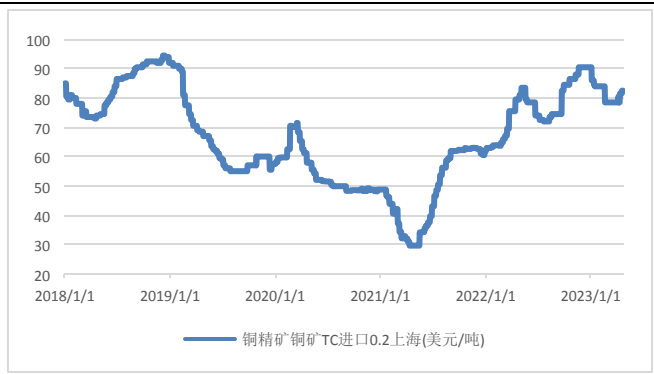
图 22：中国废铜进口情况



资料来源：百川盈孚 BAIINFO，财信证券

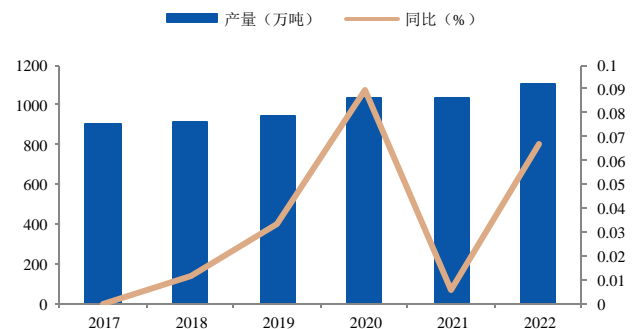
2022 年，我国电解铜产量 1104.03 万吨，同比增加 6.66%。根据 SMM 统计，2022 年我国铜粗炼和精炼产能分别新增约 58 万吨和 100 万吨，预计 2023 年铜粗炼和精炼产能分别增加 46 万吨和 56 万吨，增加值略低于 2022 年水平。

图 23：进口铜矿 TC



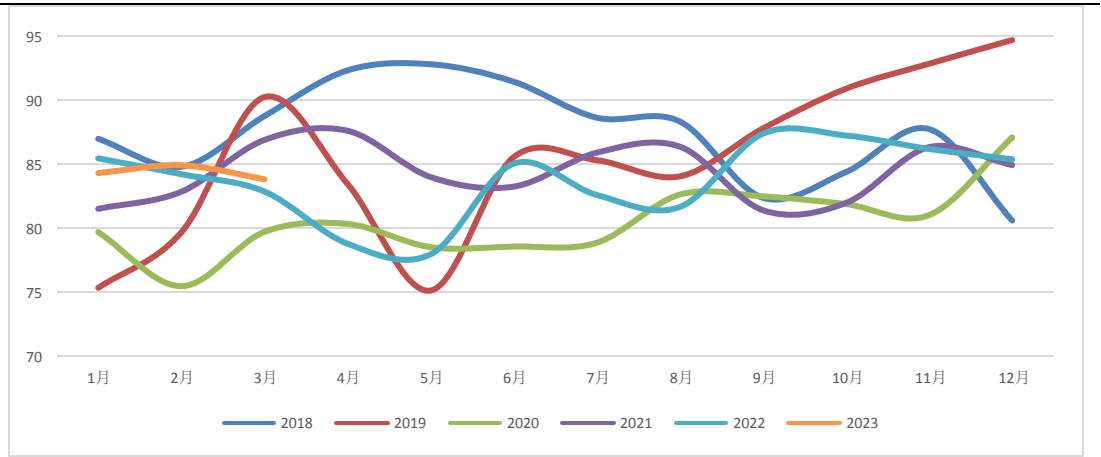
资料来源：百川盈孚 BAIINFO，财信证券

图 24：中国电解铜产量变化



资料来源：百川盈孚 BAIINFO，财信证券

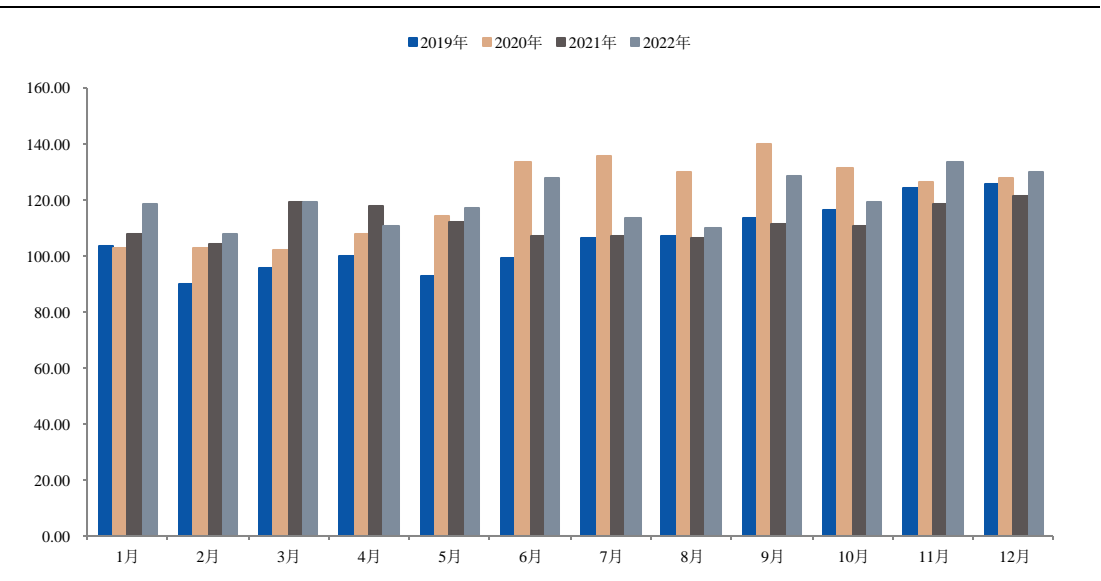
图 25：中国电解铜开工率（%）



资料来源：百川盈孚 BAIINFO，财信证券

2022 年以来，国际地缘政治冲突一度推高能源商品价格，叠加疫情影响扰动供应链，欧美各国宽松的货币政策等因素使得欧美各国通胀居高不下，居民可支配收入下降明显，预计 2023 年欧美各国经济将面临较大压力，这些都意味着海外铜消费增长将放缓。2022 我国电解铜表观消费量 1435.75 万吨，同比增长 6.79%，结束了 2021 年全年的下降势头，在宏观经济缓慢复苏的背景下，铜消费开始逐渐修复。

图 26：中国电解铜表观消费量（万吨）

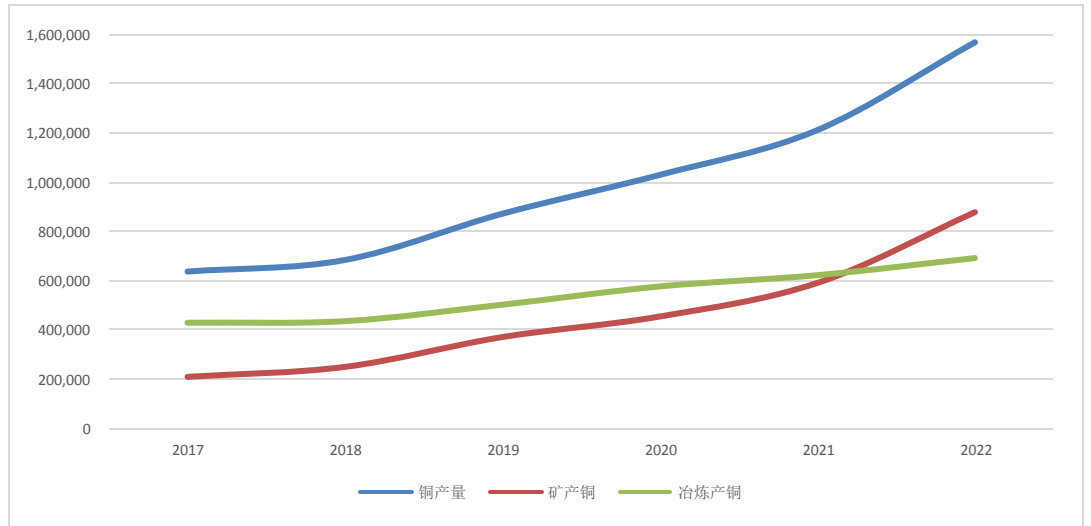


资料来源：百川盈孚 BAIINFO，财信证券

3.2 公司矿产铜产量逐年提高

2022 年，公司产铜 1,568,166 吨，同比增长 29.47%，上年同期产量为 1,211,230 吨。其中：矿产铜 877,317 吨，同比增长 48.72%，上年同期产量为 589,897 吨，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；冶炼产铜 690,849 吨，同比增长 11.19%，上年同期产量为 621,334 吨。

图 27：公司铜产量（吨）



资料来源：公司公告，财信证券

根据公司相关规划，2023 年，公司计划实现矿产铜产量 95 万吨，2025 年计划实现 117 万吨，年复合增长率 11%。为实现这一目标，新一批世界级重大项目建设创“紫金速度”。

➤ 丘卡卢-佩吉铜金矿

下部矿带采用崩落法大规模开发已完成预可研设计，正在推进前期工作及证照办理。

➤ 博尔铜矿

JM 矿由填充法变更为崩落法采矿，力争 2025 年底建成投产。

➤ 卡莫阿铜矿

一、二期联合改扩能计划 2023 年 4 月建成，届时将成为全球第四大铜矿山；三期扩建及年产 50 万吨阳极铜冶炼厂计划 2024 年 10 月建成投产，届时年产能达到 62 万吨；当项目产能提升至矿石处理量 1900 万吨/年，将成为全球第二大产铜矿山，年产铜 80 万吨。

➤ 巨龙铜矿

拟分阶段实施二、三期工程，其中二期 20 万吨/日改扩建工程筹备正在推进，二、三期全面建成后可望实现每年采选矿石量约 2 亿吨、年产铜 60 万吨。

➤ 多宝山铜（钼）矿

铜山铜矿 II 号矿体崩落法采矿工程加速推进，力争 2024 年 7 月份建成投产。

➤ 紫金山铜金矿

外围罗卜岭铜矿崩落法采矿研究正在推进，同时开展新一轮找矿增储勘探。

表 7：公司主要铜矿山情况

矿种类型		地理位置	持股比例	项目状态	2022 年产量	2023 年计划
丘卡卢-佩吉铜				上带矿在产+下带	铜 11.1 万吨	铜 12.0 万吨
金矿	铜、金	塞尔维亚波尔市	100%	矿在建	金 4.7 吨	金 5.1 吨
					铜 9.3 万吨	铜 12.0 万吨
博尔铜矿		塞尔维亚波尔市	63%	在产+技改扩建	金 2.6 吨	金 2.4 吨
卡莫阿铜矿		刚果（金）卢阿拉巴省	45%	在产+技改扩建	铜 33.3 万吨	铜 42.3 万吨
科卢韦齐铜（钴）矿		刚果（金）科卢韦奇市	72%	在产	铜 12.8 万吨	铜 12.6 万吨
	铜、钴				钴 2506 吨	钴 2387 吨
巨龙铜矿		西藏拉萨市	50.1%	在产+扩建	铜 11.5 万吨	铜 15.2 万吨
	铜				钼 2330 吨	3940 吨
多宝山铜（钼）矿		黑龙江省黑河市嫩江县	100%	在产+在建	铜 11.1 万吨	铜 10 万吨
	铜、金				钼 2246 吨	钼 1800 吨
		福建省龙岩市上杭县			金 2.6 吨	铜 8.6 万吨
紫金山铜金矿		杭县	100%	在产	铜 8.6 万吨	铜 8.6 万吨
	铜、金				金 1.93 吨	铜 8.6 万吨
阿舍勒铜矿		哈巴河县	51%	在产	铜 4.4 万吨	铜 4.1 万吨

资料来源：公司公告，财信证券

表 8：公司主要铜冶炼企业

名称	持有权益	冶炼产铜（吨）	权益冶炼产铜（吨）
紫金铜业	100%	386064	386064
黑龙江紫金铜业	100%	164648	164648
吉林紫金铜业	100%	137033	137033
其他铜冶炼合计		3104	2925
总计		690849	690670

资料来源：公司公告，财信证券

4 黄金业务板块

4.1 中长期看好金价中枢上移

2022 年一季度 COMEX 期金主力合约从年初的 1801 美元/盎司，最高涨至 2079 美元/盎司，最大涨幅达到 15%。二季度，美联储继 3 月加息以来，将联邦基金利率目标区间上调到 1.5 至 1.75% 之间，美元指数不断上涨至多年来最好水平，美元升值引发市场上部分黄金持有者获利回吐，黄金价格从高位回撤。11 月初，COMEX 黄金期货结算价从低点 1630.9 美元/盎司开始显现上涨势头，与 2023 年 5 月 4 日达到最高点 2055.70 美元/盎司，截至 2023 年 5 月 20 日，最高涨幅达 26.05%。

图 28：2022 年以来黄金价格



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

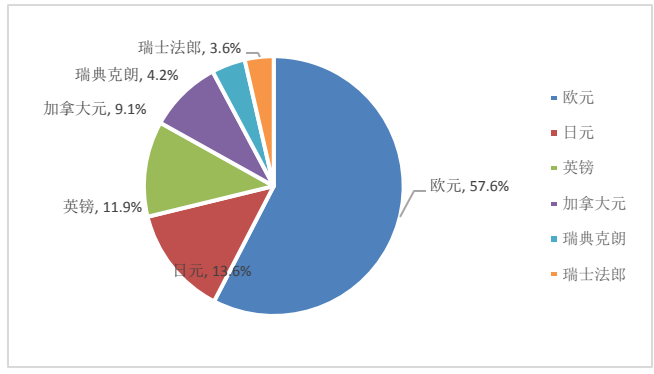
4.1.1 欧美经济衰退预期提振黄金避险需求

从宏观经济的发展来看，在大经济周期背景下，黄金的避险功能发挥主要作用，一般情况下，黄金价格走势与经济运行周期呈相反走势，即当经济运行良好时，黄金避险需求疲软，黄金商品属性端消费需求对黄金价格拉动有限，黄金价格呈窄幅震荡或弱势；当经济运行不佳时，黄金避险需求提振明显，黄金价格震荡偏强。目前经济形势来看，新冠肺炎疫情的长期影响，地缘政治冲突严重，美国持续加息等多重因素给全球经济发展带来压力，作为全球经济龙头的美国以及欧洲主要发达国家经济体显现衰退迹象，给金价上移带来支撑。

4.1.2 美元指数承压利好黄金

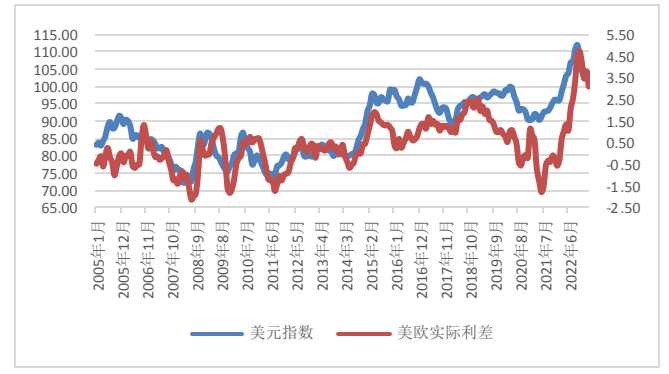
具有资产储备和保值功能的美元和黄金价格存在负相关关系，美元越坚挺，美元指数越高，对黄金保值作用的替代效应就越强，反之，美元贬值会诱发资金选择黄金保值避险，从而推动黄金价格上涨。美元指数由 6 种美元兑换货币的汇率加权计算而来，这六种货币构成权重分别为：欧元 57.6%、日元 13.6%、英镑 11.9%、加拿大元 9.1%、瑞典克朗 4.2%、瑞士法郎 3.6%。欧元占据美元指数的权重超过 50%，美元指数与欧元兑美元的汇率走势密切。而欧元兑美元汇率与欧洲、美国的实际利率差（通胀调整后的利率差）密切相关。因此美元指数与美欧实际利差走势高度相关，考虑到欧洲货币政策大多跟随美国，美国加息节奏很大程度上影响了美欧利差，美联储加息见顶也大概率预示着美元指数将见顶。欧洲能源通胀问题比美国更为严重，且欧洲加息幅度及决心不及美国，因此美元指数可能同步或略微滞后于美联储加息见顶，当前美元指数下跌趋势利好黄金价格上涨。

图 29：美元指数构成



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

图 30：美欧实际利差与美元指数



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

图 31：美元指数与黄金价格



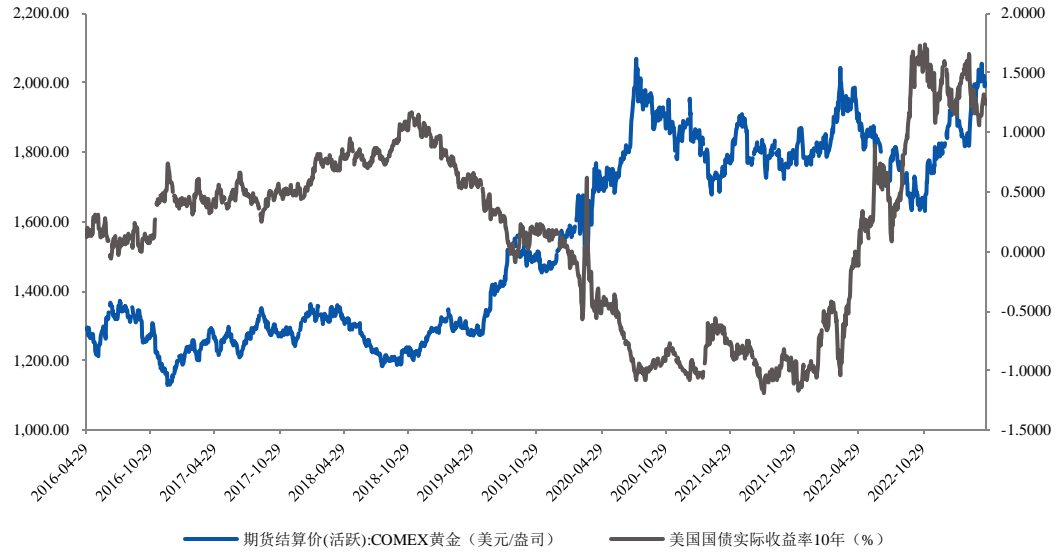
资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

4.1.3 美国实际利率见顶，支撑黄金价格上涨

美债作为一种无风险资产，其收益率可以看做持有黄金这种无息保值资产的机会成本。当美债实际收益率上升时，黄金的持有成本随之升高，导致资金从黄金向美债流动，引起金价下跌；反之，美债实际收益率的下降会带来金价上涨。

经过美联储数轮加息以后，美国金融系统风险开始显现，硅谷银行、瑞士信贷先后出现危机，这两次危机虽然都得到了解决，但不能排除金融风险再次爆发的可能性。这也表示美国的加息进入尾声，再次加息空间极小，美国实际利率见顶给黄金价格带来支撑。

图 32：美债实际利率与黄金价格



资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

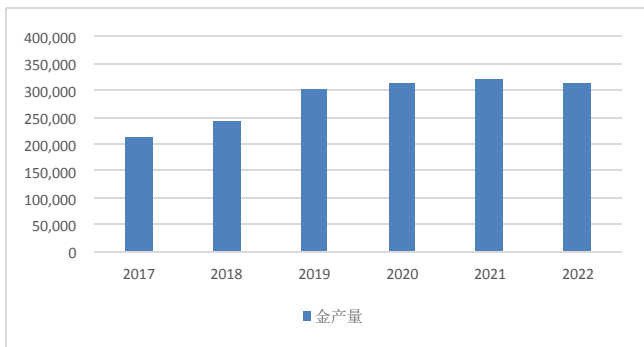
4.1.4 欧美发达经济体通胀指数处于较高水平

2021 年以来，受全球新冠疫情，地缘冲突扰动，全球供应链受到较大影响，能源短缺等因素使经济发展受到阻碍，叠加全球性的货币宽松，全球主要发达经济体美国及欧洲通胀水平已处于较高水平。在经济高速增长时期，高增长和低通胀的双重影响下，黄金的避险和保值需求会叠加减弱，反之，在经济停滞和通胀水平居高不下的双重影响下，黄金的避险和保值需求会叠加增强，推动黄金价格上涨。

4.2 公司矿产金产量步入增长快车道

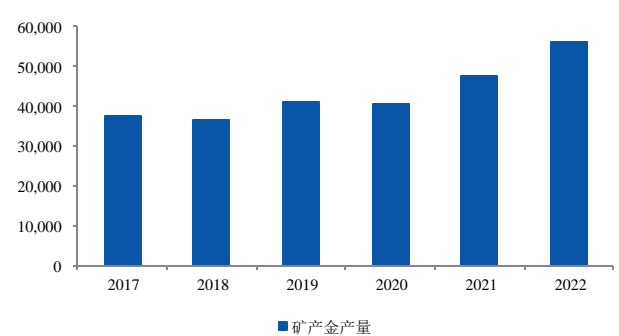
紫金矿业是中国最大的矿产金生产企业，2022 年，公司产金 314,910 千克（10,124,575 盎司），同比下降 1.39%，上年同期为 319,348 千克。其中：矿产金 56,360 千克（1,812,021 盎司），同比上升 18.76%，上年同期为 47,459 千克；冶炼加工及贸易金 258,550 千克（8,312,554 盎司），同比下降 4.91%，上年同期为 271,890 千克。

图 33：公司黄金产量（千克）



资料来源：公司公告，财信证券

图 34：公司矿产金产量（千克）



资料来源：公司公告，财信证券

根据公司相关规划，2023 年，公司计划实现矿产金产量 72 吨，2025 年计划实现 90 吨，年复合增长率 17%。为实现这一目标，公司正在推进重要矿山的建设工作：

➤ 罗斯贝尔金矿

南美洲最大的在产露天金矿之一，技改规划建设规模为 10Mt/a，建成达产后将形成 10 吨/年产金能力。

➤ 奥罗拉金矿

正在推进项目技改和流程优化，达产后年黄金产量 4 吨以上。

➤ 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。

➤ 泽拉夫尚

500 吨/天加压氧化项目计划 2023 年 9 月建成投产。

➤ 山西紫金

6000 吨/日矿山智能化采选改扩建项目预计 2023 年第二季度建成，年新增矿产金 3-4 吨。

➤ 陇南紫金

推进金山金矿 2000 吨/日产能开发前准备。

➤ 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。

➤ 海域金矿

设计采选规模为 12000 吨/日，整体投产达产后年矿产黄金约 15-20 吨，有望晋升为国内最大的黄金矿。

➤ 萨瓦亚尔顿金矿

国内少有的百吨级未开发超大型金矿，规划建设规模 8000 吨/日，产品为载金炭，建成达产后年产金约 2.76 吨，正加快推进证照办理，计划 2023 年第二季度开工建设，2024 年底建成投产。

表 9：公司主要黄金矿山情况

名称	持有权益	矿产金（千克）	权益产金（千克）
哥伦比亚武里蒂卡	69.28%	7679	5320
塔吉克斯坦泽拉夫尚	70%	6456	4519
陇南紫金	84.22%	5525	4653

澳大利亚诺顿金田	100%	5501	5501
塞尔维亚紫金矿业	100%	4730	4730
吉尔吉斯斯坦奥同克	60%	3831	2299
贵州紫金	56%	2773	1553
圭亚那奥罗拉	100%	2725	2725
洛阳坤宇	70%	2696	1887
黑龙江多宝山	100%	2609	2609
塞尔维亚紫金铜业	63%	2560	1613
吉林珲春紫金	100%	2219	2219
山西紫金	100%	2062	2062
其他矿山合计		4995	4225
总计		56360	45915

资料来源：公司公告，财信证券

表 10：公司主要黄金冶炼厂

名称	持有权益	冶炼产金（千克）	权益冶炼金（千克）
黄金冶炼公司	100%	156470	156470
海峡珠宝产业园	50.3%	45923	23122
银辉黄金冶炼公司	100%	25557	19200
其他金冶炼合计		30600	30600
总计		258550	229392

资料来源：公司公告，财信证券

公司持有招金矿业（1818.HK）20%股权，为招金矿业第二大股东。截至 2021 年 12 月 31 日，招金矿业拥有符合 JORC 国际标准的权益黄金资源量 942 吨，其中储量 391 吨，正常年份矿产黄金 20 吨左右；公司按 20% 权益计算（海域金矿按 44% 权益）黄金资源量将增加 323 吨，权益矿产金年产量增加约 4 吨；海域金矿投产后，公司权益矿产金年产量预计将再增加 6.6-8.8 吨。

招金矿业在国内拥有 25 座矿山，其中金矿 23 座、铜矿 2 座，以及 3 座金、铜冶炼厂。除海域金矿外，核心项目还有山东的大尹格庄金矿、夏甸金矿、金翅岭金矿，甘肃的早子沟金矿和 2000 吨/天黄金冶炼厂等，其中大尹格庄金矿、夏甸金矿均为百吨级以上大型金矿；境外厄瓜多尔金王矿业 80% 股权、Sabina 金银公司 9.9% 权益。

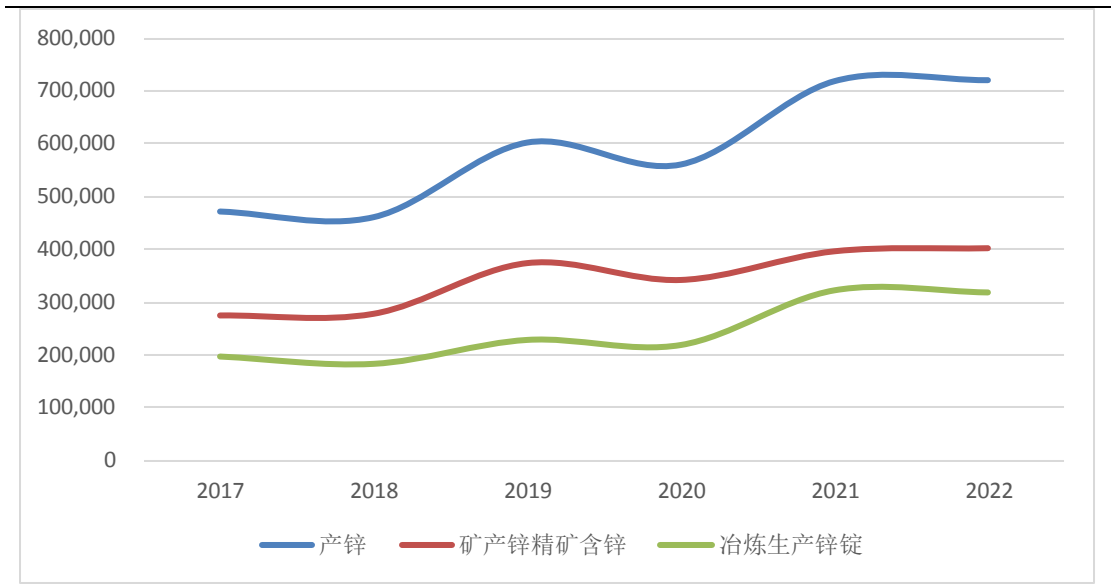
5 其他业务

5.1 锌（铅）业务

紫金矿业是中国最大的矿产锌生产企业，拥有显著的低品位锌（铅）矿开发和盈利能力。2022 年，公司产锌 720,776 吨，同比上升 0.26%，上年同期为 718,883 吨。其中：矿产锌精矿含锌 402,321 吨，同比上升 1.48%，上年同期为 396,443 吨；冶炼生产锌锭 318,454 吨，同比下降 1.24%，上年同期为 322,440 吨。产铅精矿含铅 39,661 吨，同比上

升 4.53%，上年同期为 37,942 吨。

图 35：公司锌产量（吨）



资料来源：公司公告，财信证券

根据公司相关规划，2023 年，公司计划实现矿产锌（铅）产量 45 吨，2025 年计划实现 48 吨，年复合增长率 3%。公司主要矿山建设情况：

➤ 碧沙铜锌矿

厄立特里亚重点大型在产锌矿项目，采剥能力 3200 万吨/年，选矿设计产能 240 万吨/年，阿谢利地采项目基建工程正在有序推进。

➤ 乌拉根锌（铅）矿

四期技改湿法系统项目有序推进，计划 2023 年建成试车，乌拉根铅锌矿北翼储量报告基本编制完成，计划按 330 万吨/年露天开采规模申请独立采矿证。

➤ 三贵口锌（铅）矿

三贵口井建二期开拓工程计划 2024 年三季度完成，以实现 10000t/d 产能资源，三贵口南北矿段合并采矿证办理工作加快推进，预计 2023 年第三季度完成。

表 11：公司主要锌（铅）矿山

名称	持有权益	矿产锌（吨）	矿产铅（吨）	矿产锌+铅合计（吨）	权益产锌+铅合计（吨）
紫金锌业	100%	140760	20225	160985	160985
厄立特里亚碧沙矿业	55%	120529		120529	66291
俄罗斯龙兴	70%	85382	6219	91601	64121
乌拉特后旗紫金	95%	45302	9984	55286	52522
阿舍勒铜矿	51%	9419		9419	4804
其他矿山合计		929	3233	4163	3902

总计	402321	39661	441983	352625
----	--------	-------	--------	--------

资料来源：公司公告，财信证券

表 12：公司主要锌（铅）冶炼厂

名称	持有权益	锌锭（吨）	权益锌锭（吨）
巴彦淖尔紫金	87.2%	213353	186044
紫金有色	100%	105101	105101
总计		318454	291145

资料来源：公司公告，财信证券

5.2 新能源业务

公司加快新能源锂矿布局，2022 年完成了阿根廷 3Q 锂盐湖交割，投资并购了西藏拉果错盐湖、湖南道县湘源锂多金属矿两宗优质锂矿项目。“两湖一矿”锂项目计划 2023 年底一期工程基本建成投产，并启动二期工程，达产后碳酸锂总产能达 12-15 万吨。

➤ 阿根廷“3Q”盐湖项目

3Q 项目位于南美著名“锂三角”，根据最新可研，拥有碳酸锂当量总资源量约 763 万吨（锂离子浓度边界品位 400mg/L），其中：储量为 167 万吨，占探明+控制资源量的 31%，平均锂离子浓度 786mg/L。项目资源量大、品位较高、杂质低，开发条件好。采用沉淀法为主线工艺，该工艺流程简单顺畅、能耗低、生产成本低，且项目周边的盐湖均采用该工艺，可靠性较好。一期工程将按可研方案，设计每年生产 2 万吨电池级碳酸锂，预计将于 2023 年底建成投产。一期、二期项目全部建成达产后，预期形成 4-6 万吨/年碳酸锂产能。

➤ 西藏拉果错盐湖项目

拉果错盐湖位于西藏阿里地区改则县麻米乡，湖表水体即为卤水矿体，盐湖卤水矿物质含量在平面和垂向上分布较为均匀，为硫酸钠亚型卤水湖，卤水中锂、硼、钾含量均达到工业指标要求，矿床开采的技术条件较好。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；镁锂比 3.32，伴生氧化硼 382 万吨、平均含量 2.57 克/升，氯化钾 744 万吨、平均含量 5.13 克/升，以及氯化钠、氯化镁、氧化铷、氧化铯。其中碳酸锂、氧化硼、氧化铷、氧化铯均达到大型规模。项目采取“吸附+膜处理”联合工艺，从盐湖抽取的卤水经吸附锂离子后直接返回湖区，含锂的洗脱液经浓缩、除杂（除钙、镁、硼）后，制备锂产品；该工艺成熟，实施难度小，建设周期短。如采用“吸附+膜处理”联合工艺，该项目一期产量拟为 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。

➤ 湖南湘源硬岩锂多金属矿项目

道县湘源锂多金属矿位于湖南省道县、江华、宁远三县交界区，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，根据矿物共生组合特点和矿床产出形态，矿区分为云英岩-石英脉型锡钨矿床和云英岩体型铷锂多金属矿床两种类型。原开

发重点是品位相对较高的脉状锡、钨金属，由于较高品位的锡、钨资源近于枯竭，矿山近年停产；随着新能源锂金属需求的爆发性增长，在新的市场背景下，该矿床原伴生的锂金属将成为主要的开发矿种。

表 13：道县湘源锂多金属矿保有资源情况

资源类别	矿石量 (万吨)	品位 (%)			含量 (吨)		
		Rb ₂ O	Li ₂ O	Cs ₂ O	Rb ₂ O	Li ₂ O	Cs ₂ O
332+333	4831	0.23	0.56	0.013	108739	269110	6, 023
334	24984	0.15	0.24	0.0007	378833	604934	1786
总计	29815	0.16	0.29	0.0026	487572	874044	7809

资料来源：公司公告，财信证券

该矿床矿体形态为单一巨厚的柱状体，接近地表，厚度大，矿石品位低，露天采矿剥采比小，矿山拟采用大规模露天开采，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/年的采选系统。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，矿山建设将视证照办理情况分期建设，预期可形成 4-5 万吨/年当量碳酸锂产能。

表 14：公司主要锂矿情况

项目名称	地理位置	持股比例	技改及扩 建
阿根廷 3Q 盐湖锂矿	阿根廷卡塔马卡省	100%	一期 2 万吨/年 电池级碳酸锂 项目计划 2023 年底建成投产 一期 2 万吨/年 电池级氢氧化 锂项目计划 2023 年底建成 投产
西藏拉果错盐湖锂矿	西藏阿里改则县	70%	一期 30 万吨/ 年已建成投 产，二期 500 万吨/年工程 正积极推进

资料来源：公司公告，财信证券

6 盈利预测与估值

根据公司相关规划，我们预计 2023-2025 年公司矿山产金收入分别为 302.65 亿元、378.31 亿元、453.98 亿元，对应的增长率分别为 35%、25%、20%，对应的毛利率为 50%。

矿山产铜收入分别为 325.86 亿元、361.71 亿元、401.50 亿元，对应每年的增长率为 11%，对应的毛利率为 60%。

根据公司 2022 年经营情况，公司矿山产金毛利占公司毛利的比例为 25.28%，矿山产铜毛利占公司毛利的比例为 50.73%。我们按照两项业务占比赋予金业务权重 33%，铜业务权重 67%，分别选取相对应的公司对公司进行估值。

表 15：公司估值

可比公司	PE (同花顺一致预期)	平均值	权重	参考估值
铜陵有色	8.8184			
江西铜业	10.6462	9.5716	67%	
云南铜业	9.2502			15.37
山东黄金	43.0366			
银泰黄金	18.8545	27.14133	33%	
湖南黄金	19.5329			

资料来源：同花顺 iFinD，财信证券

我们预计公司 2023-2025 年实现净利润分别为 238.84 亿元、306.62 亿元、379.05 亿元，对应 EPS 分别为 0.91 元、1.16 元、1.44 元，对应现价 PE12.01 倍、9.36 倍和 7.57 倍。公司为矿业龙头，资源储量丰富，主营业务有望量价齐升，我们给予公司 2023 年 13-18 倍的 PE，维持公司“增持”评级。

7 风险提示

大宗商品价格大幅下跌，项目建设不及预期，海外运营风险。

报表预测(单位: 亿元)						财务和估值数据摘要					
利润表	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	主要指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,251.	2,703.	2,981.	3,274.	3,584.	营业收入	2,251.0	2,703.2	2,981.6	3,274.6	3,584.9
减: 营业成本	1,903.	2,277.	2,437.	2,628.	2,825.	增长率(%)	31.25	20.09	10.30	9.83	9.48
营业税金及附加	34.60	42.68	45.45	49.92	54.64	归属母公司股东净利润	156.73	200.42	238.84	306.62	379.05
营业费用	4.12	6.20	6.58	7.22	7.91	增长率(%)	140.80	27.88	19.17	28.38	23.62
管理费用	53.09	62.65	68.76	75.52	82.67	每股收益(EPS)	0.60	0.76	0.91	1.16	1.44
研发费用	7.71	12.32	11.31	12.42	13.59	每股股利(DPS)	0.16	0.00	0.19	0.25	0.31
财务费用	14.96	19.05	44.38	25.40	10.11	每股经营现金流	0.99	1.08	2.40	2.46	2.73
减值损失	-0.20	-4.08	-2.90	-3.19	-3.49	销售毛利率	0.15	0.16	0.18	0.20	0.21
加: 投资收益	16.92	28.74	13.48	13.48	13.48	销售净利率	0.09	0.09	0.10	0.12	0.13
公允价值变动损益	-2.32	-2.55	0.00	0.00	0.00	净资产收益率(ROE)	0.22	0.23	0.22	0.23	0.23
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投入资本回报率(ROIC)	0.16	0.18	0.15	0.20	0.26
营业利润	250.87	309.46	382.65	489.71	604.09	市盈率(P/E)	18.31	14.32	12.01	9.36	7.57
加: 其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	市净率(P/B)	4.04	3.23	2.66	2.18	1.78
利润总额	247.94	299.93	377.18	484.24	598.62	股息率(分红/股价)	0.01	0.00	0.02	0.02	0.03
减: 所得税	51.94	52.26	75.93	97.48	120.50	主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	196.00	247.67	301.26	386.76	478.12	收益率					
减: 少数股东损益	39.27	47.25	62.42	80.14	99.07	毛利率	15.44	15.74	18.27	19.73	21.17
归属母公司股东净利润	156.73	200.42	238.84	306.62	379.05	三费/销售收入	3.21%	3.25%	4.02%	3.30%	2.81%
资产负债表	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EBIT/销售收入	11.68%	11.80%	14.14	15.56	16.98
货币资金	142.22	202.44	298.16	492.47	867.31	EBITDA/销售收入	15.29	15.52	22.35	23.22	23.84
交易性金融资产	29.35	50.94	50.94	50.94	50.94	销售净利率	8.71%	9.16%	10.10	11.81%	13.34
应收和预付款项	61.86	166.60	112.53	123.59	135.30	资产获利率					
其他应收款(合计)	13.86	36.56	26.49	29.09	31.84	ROE	22.06	22.53	22.17	23.26	23.46
存货	193.09	281.04	279.76	301.77	324.40	ROA	7.51%	6.55%	8.37%	10.74	12.45
其他流动资产	30.27	58.87	46.49	51.06	55.90	ROIC	16.07	18.50	15.17	19.89	26.20
长期股权投资	96.28	250.67	269.27	287.87	306.47	资本结构					
金融资产投资	99.46	108.68	108.68	108.68	108.68	资产负债率	55.47	59.33	47.59	36.39	27.31
投资性房地产	1.17	4.49	3.89	3.30	2.70	投资资本/总资产	71.41	73.72	72.73	65.73	55.36
固定资产和在建工程	743.62	949.45	829.25	703.34	571.73	带息债务/总负债	59.45	64.20	54.07	36.56	16.29
无形资产和开发支出	478.45	689.98	576.18	462.38	348.58	流动比率	0.94	1.12	1.52	2.17	2.81
其他非流动资产	196.31	260.73	250.43	240.13	240.13	速动比率	0.46	0.59	0.85	1.37	2.02
资产总计	2,085.	3,060.	2,852.	2,854.	3,043.	股利支付率	26.28	0.00%	21.41	21.41	21.41
短期借款	182.29	236.66	88.07	0.00	0.00	收益留存率	73.72	100.00	78.59	78.59	78.59
交易性金融负债	1.57	5.41	5.41	5.41	5.41	资产管理效率					
应付和预收款项	210.96	288.25	284.61	307.01	330.04	总资产周转率	1.08	0.88	1.05	1.15	1.18
长期借款	505.58	929.13	645.83	379.75	135.45	固定资产周转率	4.03	3.70	4.61	5.87	7.75
其他负债	256.57	356.44	333.48	346.67	360.35	应收账款周转率	51.12	22.28	37.34	37.34	37.34
负债合计	1,156.	1,815.	1,357.	1,038.	831.24	存货周转率	9.86	8.11	8.71	8.71	8.71
股本	26.33	26.33	26.33	26.33	26.33	估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	252.06	255.52	255.52	255.52	255.52	EBIT	262.90	318.98	421.56	509.64	608.74
留存收益	431.96	607.58	795.27	1,036.	1,334.	EBITDA	344.10	419.42	666.46	760.25	854.75
归属母公司股东权益	710.34	889.43	1,077.	1,318.	1,615.	NOPLAT	213.15	275.54	342.17	412.52	491.67
少数股东权益	218.63	355.13	417.55	497.69	596.76	归母净利润	156.73	200.42	238.84	306.62	379.05
股东权益合计	928.97	1,244.	1,494.	1,815.	2,212.	EPS	0.60	0.76	0.91	1.16	1.44
负债和股东权益合计	2,085.	3,060.	2,852.	2,854.	3,043.	BPS	2.70	3.38	4.09	5.01	6.14
现金流量表	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	PE	18.31	14.32	12.01	9.36	7.57
经营性现金净流量	259.97	285.54	630.66	647.05	717.95	PEG	0.13	0.51	0.63	0.33	0.32
投资性现金净流量	-237.6	-509.8	-7.53	-7.53	-7.53	PB	4.04	3.23	2.66	2.18	1.78
筹资性现金净流量	0.23	272.58	-527.4	-445.2	-335.5	PS	1.27	1.06	0.96	0.88	0.80
现金流量净额	17.69	59.11	95.73	194.30	374.84	PCF	11.04	10.05	4.55	4.43	4.00

资料来源: 财信证券, iFinD

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438