# 巨龙如期投产，再现紫金速度

2022 年 01 月 04 日

**推荐** 维持评级

**当前价格：** 9.70 元



**分析师：** 邱祖学
执业证号： S0100521120001
邮箱： qiuzuxue@mszq.com
**研究助理：**孙二春
执业证号： S0100121120036
邮箱： sunerchun@mszq.com
**研究助理：**张建业
执业证号： S0100120080003
邮箱： zhangjianye@mszq.com

**相关研究**

1、 紫金矿业（601899）一季报点评：业绩略超预告上限，继续看好产能释放
2、 紫金矿业（601899）公告点评：量价齐升逐步兑现，Q1 业绩翻倍增长
3、 紫金矿业（601899）年报点评：业绩符合预期，继续看好金铜产量高增长
4、 紫金矿业（601899）公告点评：业绩稳定增长，2030 规划彰显公司信心
5、 紫金矿业（601899）公告点评：业绩高成长逐步兑现，继续看好产能释放

**➢ 事件：巨龙铜业一期工程建成投产。**

2021 年 12 月 27 日，公司发布公告，西藏巨龙铜业一期工程建成投产，顺利实现 2021 年底建成投产的总目标。驱龙铜矿一期工程投产后，加上知不拉铜矿的产量，巨龙铜业 2022 年预计产铜 12-13 万吨；一期工程达产后年产铜约 16 万吨。

**➢ 巨龙铜矿是中国最大的世界级斑岩型铜矿。**

巨龙铜业拥有西藏驱龙铜多金属矿、荣木错拉铜矿和知不拉铜多金属矿矿权，拥有资源储量为铜金属量 1,072 万吨，伴生钼金属量 57 万吨；驱龙铜矿、荣木错拉铜矿是同一斑岩铜矿体，目前正在申报矿权合并；合并后矿山名称将更名为巨龙铜矿，是中国最大的世界级斑岩型铜矿，该矿存在大量品位在 0.2%左右的低品位铜矿资源，资源总量（按 0.15%边界品位）超过 2,000 万吨。目前巨龙铜业正在进行矿山开发的总体规划，最终可望实现每年采选矿石量约 2 亿吨规模，年产铜达到 60 万吨，成为全球采选规模最大的铜矿山之一。

**➢ 项目投产后稳定拉动产量，满产后或增厚利润 33.4 亿元。**

① **成本：**根据藏格控股收购时的可研报告，知不拉多铜多金属矿露天采选和地下采选的单位生产成本分别为 1.74 万元/吨、3.08 万元/吨，驱龙铜多金属矿单位铜矿生产成本为 2.05 万元/吨，吨费用成本优势明显。

② **产量：**巨龙投产增加产量，预计巨龙铜矿 2021-2023 年的铜矿产量合计为 1.175、12.72、17.76 万吨。我们预计 2021-2025 年，公司铜产量有望分别达到 56 万吨、82 万吨、91 万吨、95 万吨、103 万吨，成为全球铜矿领先公司。

③ **利润：**2021-2024 年，巨龙铜矿铜板块对应归母净利润或为 1.17 亿元、11.07 亿元、15.31 亿元和 16.75 亿元。

**➢ 盈利预测与投资建议：**

公司正在迎来业绩的戴维斯双击，产品价格高位，卡莫阿、Timok 上带矿、巨龙铜矿已投产，后续大陆黄金、诺顿金田技改等工程逐渐投产，公司将迎来量价齐增的业绩高速增长期，我们持续看好公司阿尔法逻辑的兑现，上调公司盈利预测，预计 2021-2023 年公司将实现归母净利 166、258 和 273 亿元，对应 12 月 31 日收盘价的 PE 为 15x、10x 和 9x，当前行业可比公司（江西铜业、云南铜业、西部矿业、银泰黄金）2022 年 Wind 一致预期 PE 为 15 倍，公司估值低于可比公司平均，维持公司“推荐”评级。

**➢ 风险提示：**

项目进展不及预期，铜等主要金属产品价格波动，地缘政治风险等。

**盈利预测与财务指标**

| 项目/年度 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 171,501 | 268,716 | 413,124 | 453,987 |
| 增长率（%） | 26.0% | 56.7% | 53.7% | 9.9% |
| 归属母公司股东净利润（百万元） | 6,509 | 16,570 | 25,815 | 27,349 |
| 增长率（%） | 51.9% | 154.6% | 55.8% | 5.9% |
| 每股收益（元） | 0.25 | 0.65 | 1.01 | 1.07 |
| PE | 39 | 15 | 10 | 9 |
| PB | 4.2 | 3.4 | 2.5 | 1.9 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

# 目录

**1 事件：巨龙铜业一期工程建成投产 ..... 3**
**2 巨龙铜矿：中国最大的世界级斑岩型铜矿 ..... 3**
2.1 基本情况：三矿合一，远期资源量超 2000 万吨 ..... 3
2.1.1 紫金控股，国资背景 ..... 3
2.1.2 巨龙铜业拥有三个矿区，远期资源量超 2000 万吨 ..... 3
2.2 项目投产能带来多少效益？ ..... 5
2.2.1 成本：巨龙铜矿规模优势明显，生产成本较低 ..... 5
2.2.2 产量：巨龙投产增加产量，预计 2025 年公司铜年产量突破百万吨 ..... 7
2.2.3 净利润：预计 2024 年巨龙铜矿的铜板块或将贡献净利润 33.4 亿元 ..... 8
**3 盈利预测与估值分析 ..... 8**
3.1 估值分析 ..... 8
3.2 盈利预测 ..... 9
**4 风险提示 ..... 10**

# 1 事件：巨龙铜业一期工程建成投产

2021 年 12 月 27 日，公司发布公告，西藏巨龙铜业一期工程建成投产，顺利实现 2021 年底建成投产的总目标。驱龙铜矿一期工程投产后，加上知不拉铜矿的产量，巨龙铜业 2022 年预计产铜 12-13 万吨；一期工程达产后年产铜约 16 万吨。

巨龙铜业一期项目的建成投产体现了西藏精神和紫金矿业“艰苦创业、开拓创新”的精神。对公司矿产铜的增量有重要促进影响，将进一步提升公司盈利水平，为公司实现跨越式增长提供有力支撑。

# 2 巨龙铜矿：中国最大的世界级斑岩型铜矿

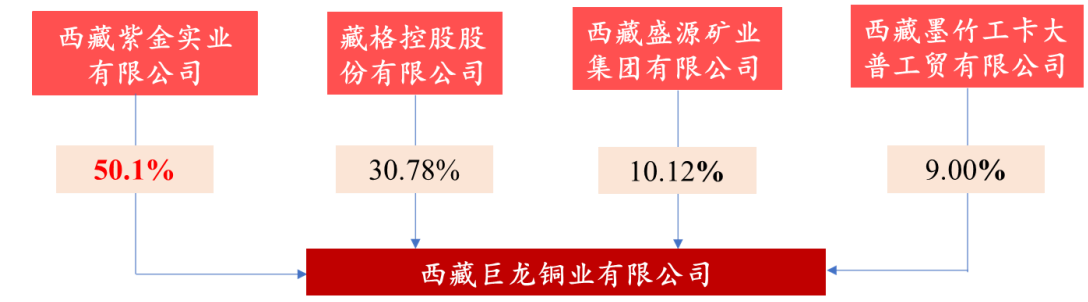
## 2.1 基本情况：三矿合一，远期资源量超 2000 万吨

### 2.1.1 紫金控股，国资背景

2020 年 7 月，紫金矿业出资 38.83 亿元收购巨龙铜业 50.1%股权，成为其控股股东。巨龙铜业成立于 2006 年 12 月，主要从事西藏拉萨市墨竹工卡县驱龙铜多金属矿的勘察、开发、建设、生产和销售。收购前，巨龙铜业控股股东为藏格集团，实控人为肖永明先生，藏格集团、藏格控股的中胜矿业（与肖永明为一致行动人）合计持有巨龙铜业 67.88%股权。

收购完成后，公司通过下属全资子公司西藏紫金实业有限公司控制巨龙铜业 50.1%的股份，为巨龙铜业控股股东。藏格控股占股 30.78%，为第二大股东。此外西藏墨竹工卡大普工贸有限公司持股 9%，西藏盛源矿业集团有限公司持股 10.12%，前者为墨竹工卡县发展和改革委员会下属企业，后者为西藏自治区地质矿产勘察开发局下属企业，均为国有股东。国资背景有利于项目后续采矿权的办理与续签，后续的大额资本开支和未来项目稳定的生产经营也有所保障。

**图1: 截至 2021 年 12 月 30 日，巨龙铜业的股权结构**




资料来源：wind，民生证券研究院

### 2.1.2 巨龙铜业拥有三个矿区，远期资源量超 2000 万吨

巨龙铜业拥有驱龙铜多金属矿、荣木错拉铜多金属矿和知不拉铜多金属矿。驱龙铜多金属矿和荣木错拉铜多金属矿为一个完整的斑岩铜矿体；知不拉铜多金属矿为矽卡岩型铜矿。三个矿区合计拥有铜金属量为 795.76 万吨 ,伴生钼金属量合计为 37.06 万吨。紫金矿业对资源核实认为，按当量铜（钼折算为铜）的最低工业品位 0.4%测算，项目整体合计拥有平均品位 0.41%的铜金属量 1072 万吨，伴生 0.028%的钼金属量约 73 万吨。同时，该矿区还存在大量低品位铜矿资

源（品位在 0.2%左右），如能实现低品位资源的技术经济突破，巨龙铜业矿区范围内的铜远景资源储量有可能突破 2000 万吨（按 0.15%边界品位测算）。截止到 2019 年底，公司拥有权益铜资源量为 5725 万吨，此次增厚权益资源量至少 521 万吨，增长 9.1%。

**表 1:驱龙铜多金属矿和荣木错拉铜多金属矿资源储量**

| 资源类型 | 矿石量（万吨） | Cu（%） | Cu 金属（吨） | Mo（%） | Mo 金属（吨） | Dcu（%） | DCu 金属（吨） |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 331 | 80290.69 | 0.44 | 3503253 | 0.027 | 219842 | 0.52 | 4167082 |
| 332 | 135229.8 | 0.4 | 5416723 | 0.027 | 369067 | 0.48 | 6532040 |
| 333 | 40952.6 | 0.36 | 1488546 | 0.033 | 136005 | 0.46 | 1899209 |
| 小计 | 256473.09 | 0.41 | 10408522 | 0.028 | 724914 | 0.49 | 12598331 |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**表 2:巨龙铜业三个矿区的资源量情况（单位：万吨）**

| | 矿石总量 | 铜 | | 伴生钼 | | 铜 | | | 伴生钼 | | | 铜 | | 伴生钼 | | 伴生金 | | 银 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | 金属量 | 平均品位 | 金属量 | 平均品位 | 工业矿石量 | 金属量 | 平均品位 | 金属量 | 平均品位 | 低品位矿石量 | 金属量 | 平均品位 | 金属量 | 平均品位 | 金属量 | 平均品位 | 金属量 | 平均品位 |
| 驱龙铜多金属矿 | 187920.8 | 719 | 0.383 | 35.64 | 0.023 | 77990 | 370.25 | 0.475 | 19.23 | 0.026 | 109931 | 348.79 | 0.317 | 16.41 | 0.02 | | | | |
| 荣木错拉铜多金属矿 | 6510.2 | 30.4 | 0.46 | 1.42 | 0.02 | | | | | | | 344 | 0.28 | 25 | 0.02 | | | | |
| 知不拉铜多金属矿 | 3137.25 | 46.3 | 1.5 | | | | | | | | | | | | | 9056.12 | 0.29 | 357796 | 11.6 |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

我们预计，未来巨龙矿业或将形成驱龙铜多金属矿（含荣木错拉）和知不拉铜多金属矿 2 个生产经营主体。巨龙矿业位于墨竹工卡县城西南直距约 20 公里处，地处雅鲁藏布江一级支流拉萨河南岸，110 千伏的高压输电线（双回路）已通至矿区，为矿山开发提供了电力保障。巨龙铜业已取得驱龙铜多金属矿和知不拉铜多金属矿的采矿权（延期办理已完成），荣木错拉铜多金属矿已取得探矿权证并完成详查，正在申办采矿权证。拟将荣木错拉并入驱龙采矿证范围，扩证后驱龙采矿权证将变更为 4500 万吨/年；从后续开采规划来看，主要分为驱龙铜多金属矿（含荣木错拉）和知不拉铜多金属矿两个主体。

**表 3:巨龙矿业三个矿区的具体采矿权情况及未来开采规划（单位：万吨/年）**

| | 采矿权面积（km^2） | 开采方式 | 生产规模（万吨/年） | 有效期限 | 采矿权进展 |
|---|---|---|---|---|---|
| 驱龙铜多金属矿 | 4.7977 | 露天开采 | 4500(驱龙为3000) | 2016/9/29-2037/9/29 | 已取得，有效期内 |
| 荣木错拉铜多金属矿 | 64.56 | | | 2021/1/9-2023/1/6 | 2021 年 1 月 9 日获得探矿权 |
| 知不拉铜多金属矿 | 4.68 | 露天/地下开采 | 120 | 2021/1/6-2041/1/6 | 2021 年 1 月 6 日获得采矿权 |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

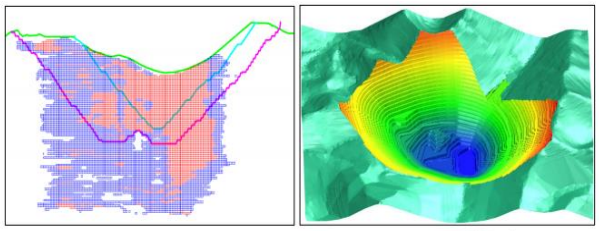
① 驱龙铜多金属矿（含荣木错拉）：项目分两期建设，目前开采方式为露天开采，生产规模 3,000 万吨/年。一期达产后铜年产量 16.5 万吨，钼年产量 0.62 万吨。根据此前的规划，一期项目将运行 8 年，首期开采利用矿石量 8.47 亿吨，Cu0.42%，Mo0.022%，剥采比 0.26t/t。二期按日处理 30 万吨建设，需增建二系列 15 万吨规模选矿厂及尾矿库等设施，于一期项目投产后第 7-8 年开始建设，生产期第 9～41 年，Cu0.36%，Mo0.021%，平均剥采比 0.49t/t，建成后年产铜 26.3 万吨，产钼 1.3 万吨。

**图2: 驱龙铜多金属矿（含荣木错拉）采选工程进展**




资料来源：矿业界，葛洲坝市政，民生证券研究院

**图3: 相应的露采境界剖面图情况**



图：露采境界剖面图

- 首期境界（上图深绿色线条）：矿石量 8.47 亿吨，Cu0.42%，Mo0.022%，剥采比 0.26t/t
- 终了境界（上图紫红色线条）：利用 DCu≥0.25%，矿石量 30.1 亿吨，Cu0.36%，Mo0.021%，平均剥采比 0.49t/t

图 ：露采境界示意图

- 开采方式：露天开采
- 开采范围：4,500 米以上（采矿证 4,452 米以上）
- 境界尺寸：2,900 米×2,650 米
- 坑底标高：4,500 米
- 出入沟口标高：5,010 米

资料来源：公司公告，民生证券研究院

② 知不拉铜多金属矿：项目达产上部露采规模 6000t/d，前 8 年为露采，年产铜 2.35 万吨；下部地采规模 3000t/d，服务期为第 9～15 年。目前已经达产，且采矿权证延期也已办理完成，延期至 2041 年 1 月 6 日，我们预计其 2021 年即可接近满产。

## 2.2 项目投产能带来多少效益？

### 2.2.1 成本：巨龙铜矿规模优势明显，生产成本较低

知不拉多铜多金属矿露天采选和地下采选的单位生产成本分别为 1.74 万元/吨、3.08 万元/吨。参考藏格控股收购的可研报告而言，知不拉多铜多金属矿露天采选和地下采选的单位生产成本分别为 272.58 元/实物吨、329.64 元/实物吨，考虑三项费用之后的总成本费用为 287.24 元/实物吨、345.35 元/实物吨；考虑露天和地下的入选品味分别为 1.89%和 1.32%、贫化率分别为 8%和 10%，选矿回收率均为 90%；在此背景下，测算知不拉多铜多金属矿露天采选和地下采选的单位生产成本分别为 1.74 万元/吨、3.08 万元/吨，考虑三项费用之后的总成本费用为 1.84 万元/吨、3.23 万元/吨。

**表 4:知不拉铜多金属矿露天采选和地下采选的单位生产成本情况（单位：元/实物吨）**

| 项目名称 | 初步设计数据 | | | 评估取值 | |
|---|---|---|---|---|---|
| | 露天采矿 | 地下采矿 | 选矿 | 露天采选合计 | 地下采选合计 |
| **原矿产量（万吨）** | **120** | **90** | | **120** | **90** |
| **生产成本（采、选）（元/吨）** | **177.39** | **181.83** | **136.78** | **272.57** | **329.64** |
| 剥离外包费 | 119.32 | | | 119.32 | |
| 采矿外包费 | 15.39 | | | 15.39 | |
| 生产探矿费 | 2 | 2.5 | | 2 | 2.5 |
| 外购材料及动力费 | | 65.01 | 44.55 | 38.56 | 94.84 |
| 职工薪酬 | 1.83 | 60.67 | 21.09 | 34.61 | 123.45 |
| 折旧费 | 33.78 | 33.03 | 44.43 | 28.13 | 55.38 |
| 修理费 | 3.04 | 14.37 | 19.13 | 18.95 | 28.64 |
| 安全费 | | | | 6 | 11 |
| 其他制造费用 | 2.03 | 6.25 | 7.58 | 9.61 | 13.83 |
| **管理费用（元/吨）** | **43.89** | **45.71** | | **8.73** | **11.45** |
| 其中：摊销费 | 15.09 | 13.42 | | 0.57 | 0.57 |

| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| 已消失规费 | 14.64 | 10.41 | | | |
| **销售费用（元/吨）** | **24.83** | **16.98** | | **3.39** | **2.32** |
| **财务费用（元/吨）** | | | | **2.54** | **1.94** |
| **总成本费用（元/吨）** | **246.11** | **244.52** | **136.78** | **287.23** | **345.35** |
| 其中：折旧费 | 33.78 | 33.03 | 44.43 | 28.13 | 55.38 |
| 摊销费 | 15.09 | 13.42 | | 0.57 | 0.57 |
| 财务费用 | | | | 2.54 | 1.94 |
| **经营成本费用（元/吨）** | **197.24** | **198.07** | **92.35** | **255.99** | **287.46** |

资料来源：《西藏拉萨墨竹工卡县知不拉铜多金属矿采矿权评估报告》，民生证券研究院

驱龙铜多金属矿单位铜矿生产成本为 2.05 万元/吨，吨费用成本优势明显。同样，参考藏格控股收购的可研报告而言，驱龙铜多金属矿采选的单位生产成本分别为 66.97 元/实物吨，考虑三项费用之后的总成本费用为 69.68 元/实物吨，三项费用成本非常之低；考虑铜的入选品味为 0.385%、选矿回收率为 85% ;在此背景下 ,测算驱龙铜多金属矿采选的单位生产成本分别为 2.05 万元/吨，考虑三项费用之后的总成本费用为 2.13 万元/吨，单吨的三费成本仅为 828 元；相对于知不拉多铜多金属矿吨费用成本为 1469 元（地下），此或主要受益于驱龙铜多金属矿采选规模达到 3000 万吨/年，而知不拉多铜多金属矿仅为 120 万吨/年，规模优势有利于费用端成本控制。

**表 5:驱龙铜多金属矿采矿权评估单位成本情况（单位：元/实物吨）**

| 项目名称 | 设计成本 | | 评估取值 | 备注 |
|---|---|---|---|---|
| | 采矿成本 | 选矿成本 | 采选成本 | |
| **矿石产量（万 t）** | **4500** | **4500** | **3000** | |
| **生产成本（元/吨）** | **26.26** | **37.61** | **66.97** | |
| 材料 | 5.06 | 10.02 | 15.08 | |
| 燃料及动力 | 9.04 | 14.05 | 23.1 | |
| 工资及福利费 | 1.87 | 0.93 | 2.8 | |
| 折旧费 | 6.02 | 7.91 | 10.46 | 按规定重新计算 |
| 修理费 | 2.92 | 3.38 | 6.3 | |
| 安全费 | | | 5.99 | 按财企[2012]16 号计算 |
| 其他制造费用 | 1.35 | 1.32 | 3.24 | |
| **管理费用（元/吨）** | **5.27** | **0** | **1.55** | |
| 其中：摊销费用 | 0.31 | | 0.13 | |
| 折旧费 | 0.13 | | | |
| 安全费 | 3.41 | | | 按规定重新计算 |
| 其他管理费用 | 1.43 | | 1.43 | |
| **销售费用（元/吨）** | **4.38** | | **0.71** | 扣除至格尔木运费 |
| **财务费用（元/吨）** | **1.38** | | **0.45** | 按规定重新计算 |
| **总成本费用（元/吨）** | **37.29** | **37.61** | **69.68** | |
| 减：折旧费 | 6.02 | 7.91 | 10.46 | |
| 摊销费用 | 0.31 | 0 | 0.12 | |
| 财务费用 | 1.38 | 0 | 0.45 | |
| **经营成本（元/吨）** | **29.59** | **29.7** | **58.65** | |

资料来源：《西藏巨龙铜业有限公司驱龙铜多金属矿采矿权评估报告》，民生证券研究院

**表 6:知不拉铜多金属矿和驱龙铜多金属矿成本估算（单位：元/金属吨）**

| | 知不拉铜矿 | | 驱龙铜矿 |
|---|---|---|---|
| | 露天采选合计 | 地下采选合计 | 采选成本合计 |
| 生产成本（元/吨） | 17418 | 30831 | 20464 |
| 总成本费用（元/吨） | 18355 | 32300 | 21293 |
| 三项费用成本（元/吨） | 937 | 1469 | 828 |

资料来源：藏格矿业公告，民生证券研究院

## 2.2.2 产量：巨龙投产增加产量，预计 2025 年公司铜年产量突破百万吨

预计巨龙铜矿 2021-2023 年的铜矿产量合计为 1.175、9.895、13.9 万吨。从产量来看，①当前知不拉铜多金属矿已投产，露采规模 6000t/d，项目投产前 8 年均为露采，年产铜 2.35 万吨，预计 2021 年或贡献 1.175 万吨铜产量；②驱龙铜多金属矿和荣木错拉铜多金属矿一期按设计规模日处理 10+5 万吨建设，一期建成后年产铜 16.5 万吨，产钼 0.62 万吨。根据公司指引，2022 年将实现铜产量 12-13 万吨，假设投产第一年 60%、第二年 90%，第三年 100%的释放速度预期，22、23、24 年分别贡献铜产量 10/14.85/16.5 万吨。我们预计 2021-2025 年，公司铜产量有望分别达到 56 万吨、82 万吨、91 万吨、95 万吨、103 万吨，成为全球铜矿领先公司。

**表 7:我们预计，2021-2024 年，巨龙铜矿的铜和钼产量预期（单位：万吨）**

| 矿山 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|---|---|---|---|---|
| 知不拉铜多金属矿 | 1.175 | 2.35 | 2.35 | 2.35 |
| 驱龙铜多金属矿（含荣木错拉）-铜 | 0 | 10 | 14.85 | 16.5 |
| 驱龙铜多金属矿（含荣木错拉）-钼 | 0 | 0.37 | 0.56 | 0.62 |
| **铜矿小计（万吨）** | **1.175** | **12.72** | **17.76** | **18.85** |
| **钼矿小计（万吨）** | **0** | **0.37** | **0.56** | **0.62** |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**表 8:我们预计，2021-2024 年，公司的铜产量增长预期有望大幅抬升（单位：吨）**

| 矿山 | 权益 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 紫金山铜矿 | 100.00% | 81103 | 90000 | 90000 | 90000 | 90000 | 90000 |
| 阿舍勒铜矿 | 51.00% | 45003 | 44000 | 44000 | 44000 | 44000 | 44000 |
| 多宝山铜矿 | 100.00% | 100506 | 100000 | 100000 | 100000 | 100000 | 100000 |
| 珲春曙光金铜矿 | 100.00% | 14405 | 14405 | 14405 | 14405 | 14405 | 14405 |
| 境内其他矿山合计 | —— | 18553 | 18553 | 18553 | 18553 | 18553 | 18553 |
| 科卢韦奇铜矿 | 72.00% | 114265 | 110000 | 110000 | 110000 | 110000 | 110000 |
| 卡莫阿铜矿 | 45.09% | 0 | 90000 | 165000 | 300000 | 350000 | 400000 |
| 塞尔维亚 RTB Bor | 63.00% | 52207 | 66500 | 82800 | 100000 | 110000 | 120000 |
| Timok 上带矿 | 100.00% | 1680 | 51500 | 148000 | 120000 | 120000 | 120000 |
| Bisha 铜锌矿(55%) | 55.00% | 21725 | 18000 | 18000 | 18000 | 18000 | 18000 |
| 巨龙铜矿 | 50.10% | 4000 | 11750 | 127220 | 177580 | 188500 | 233500 |
| **总产量合计** | | **453447** | **560348** | **818318** | **911338** | **952058** | **1026858** |
| *增速（%）* | | *22.6%* | *23.6%* | *46.0%* | *11.4%* | *4.5%* | *7.9%* |
| **权益产量合计** | | **368312** | **474357** | **672790** | **741722** | **776035** | **827423** |
| *增速（%）* | | *22.1%* | *28.8%* | *41.8%* | *10.2%* | *4.6%* | *6.6%* |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

### 2.2.3 净利润：预计 2024 年巨龙铜矿的铜板块或将贡献净利润 33.4 亿元

我们预计，2021-2024 年，巨龙铜矿的铜版块利润分别为 2.3 亿元、17.6 亿元、24.8 亿元和 33.4 亿元。在前文产量和成本预期基础上，受益于知不拉铜多金属矿前 8 年均为露采，成本相对较低；我们预计，假设在 5.4 万元/吨的价格背景下（冶炼加工费假设 6000 元/吨），知不拉多铜矿和驱龙铜矿的单吨税后净利分别为 23433 元/吨、20495 元/吨。预计知不拉多铜矿和驱龙铜矿在满产后的净利润分别为 4.7 亿元和 28.7 亿元，2021-2024 年，巨龙铜矿的铜版块利润预期分别为 2.3 亿元、22.1 亿元、30.5 亿元和 33.4 亿元；考虑紫金股权比例或为 50.1%，则对应归母净利润或为 1.17 亿元、11.07 亿元、15.31 亿元和 16.75 亿元。

**表 9:我们预计，在 5.4 万元/吨的铜价假设下，2021-2024 年，巨龙铜矿的铜板块利润预期（单位：亿元）**

| 类别 | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E |
|---|---|---|---|---|
| 铜价（含税，元/吨） | 54000 | 54000 | 54000 | 54000 |
| 铜价（不含税，元/吨） | 47788 | 47788 | 47788 | 47788 |
| 矿产铜价（不含税，元/吨） | 41788 | 41788 | 41788 | 41788 |
| **量（万吨）** | | | | |
| 知不拉铜多金属矿 | 1.175 | 2.35 | 2.35 | 2.35 |
| 驱龙铜多金属矿（含荣木错拉）-铜 | 0 | 10 | 14.85 | 16.5 |
| 合计值 | 1.175 | 12.35 | 17.20 | 18.85 |
| **生产成本（元/吨）** | | | | |
| 知不拉铜多金属矿 | 18355 | 18355 | 18355 | 18355 |
| 驱龙铜多金属矿（含荣木错拉）-铜 | 21293 | 21293 | 21293 | 21293 |
| 平均值 | 18355 | 20805 | 20796 | 20927 |
| **单吨税后净利（元/吨）** | | | | |
| 知不拉铜多金属矿 | 23433 | 23433 | 23433 | 23433 |
| 驱龙铜多金属矿（含荣木错拉）-铜 | 20495 | 20495 | 20495 | 20495 |
| 平均值 | 23433 | 20983 | 20991 | 20861 |
| **净利润（亿元）** | | | | |
| 知不拉铜多金属矿 | 2.3 | 4.7 | 4.7 | 4.7 |
| 驱龙铜多金属矿（含荣木错拉）-铜 | 0 | 17.4 | 25.9 | 28.7 |
| 合计值 | 2.3 | 22.1 | 30.5 | 33.4 |
| *权益（%）* | *50.10%* | *50.10%* | *50.10%* | *50.10%* |
| **归母净利润（亿元）** | **1.17** | **11.07** | **15.31** | **16.75** |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

# 3 盈利预测与估值分析

## 3.1 估值分析

目前公司主营业务主要是金、铜、锌矿的勘探与开发，我们选择三家主营铜矿勘探与开采的 A 股上市公司江西铜业、云南铜业与西部矿业，以及两家主营黄金矿勘探与开采的 A 股上市公司银泰黄金与山东黄金作为可比公司。可以发现由于 2022 年预计公司产品产量大幅增加，因此公司的利润增速超过可比公司。可比公司中山东黄金 2021 年受矿山停产影响利润为负，剔除其影响之后其余可比公司的 2022 年 Wind 一致性预期均值为 15 倍，公司估值水平显著低于行业

均值。同时公司作为行业龙头，业绩确定性较高，应当给予一定的估值溢价，因此我们认为公司估值水平具备较大提升空间。

**表 10:可比公司 PE 数据对比**

| 股票代码 | 公司简称 | 收盘价（元） | EPS（元） | | | | PE（倍） | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 600362.SH | 江西铜业* | 22.33 | 0.56 | 1.76 | 1.87 | 2.02 | 40 | 13 | 12 | 11 |
| 000878.SZ | 云南铜业* | 13.37 | 0.29 | 0.47 | 0.54 | 0.57 | 46 | 29 | 25 | 24 |
| 601168.SH | 西部矿业* | 13.61 | 0.43 | 1.26 | 1.46 | 1.53 | 32 | 11 | 9 | 9 |
| 000975.SZ | 银泰黄金* | 8.78 | 0.42 | 0.52 | 0.61 | 0.69 | 21 | 17 | 14 | 13 |
| 600547.SH | 山东黄金* | 18.82 | 0.51 | -0.13 | 0.40 | 0.51 | 37 | -142 | 47 | 37 |
| 601899.SH | 紫金矿业 | 9.70 | 0.25 | 0.65 | 1.01 | 1.07 | 39 | 15 | 10 | 9 |

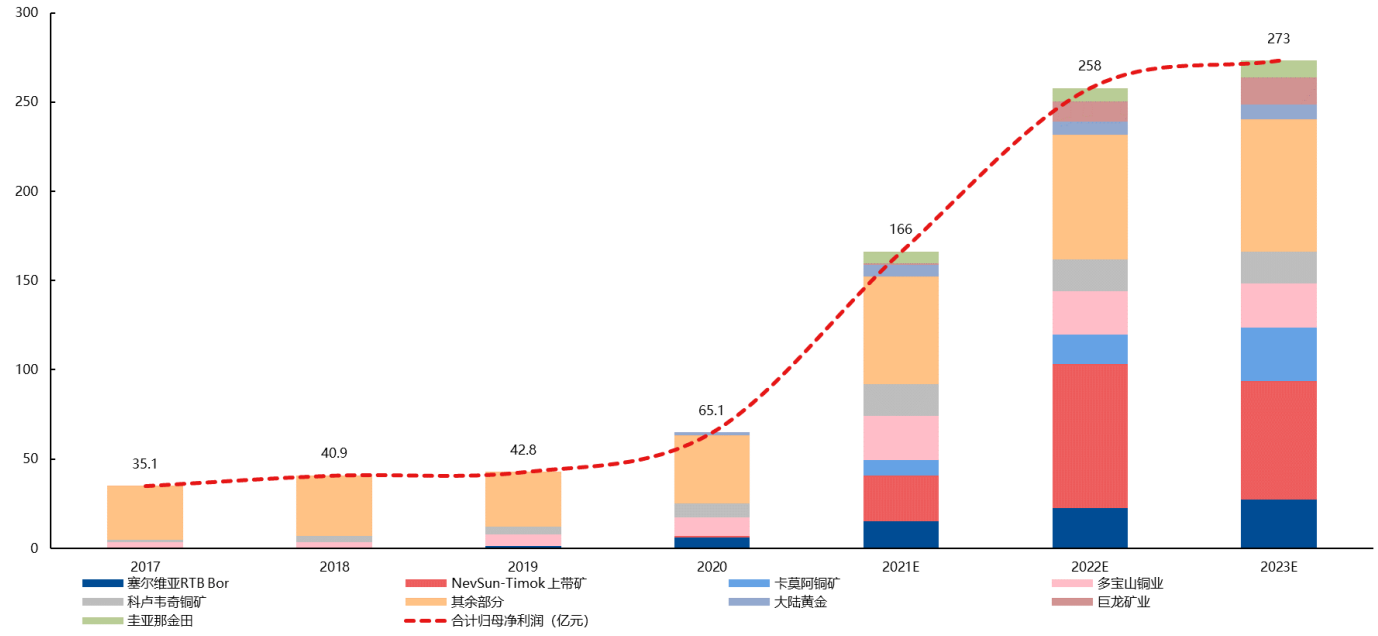
资料来源：wind，民生证券研究院

注：标*公司暂未覆盖，数据采用 wind 一致预期，收盘价时间为 2021 年 12 月 31 日

## 3.2 盈利预测

公司正在迎来业绩的戴维斯双击，产品价格高位，卡莫阿、Timok 上带矿、巨龙铜矿已投产，后续大陆黄金、诺顿金田技改等工程逐渐投产，公司将迎来量价齐增的业绩高速增长期。勘探、并购的增储，自然崩落法的应用，波格拉的复产以及对新能源新材料的拓展，我们持续看好公司阿尔法逻辑的兑现。我们上调公司盈利预测，预计 2021-2023 年公司将实现归母净利 166、258 和 273 亿元，对应 12 月 31 日收盘价的 PE 为 15x、10x 和 9x，维持“推荐”评级。

**图4: 我们预计，紫金矿业 2021-2023 年将分别实现归母净利润 166、254 和 268 亿元（单位：亿元）**




资料来源：wind，民生证券研究院

# 4 风险提示

- **项目进展不及预期。**公司仍有较多项目在建设中，包括预计明年二季度投产的卡莫阿-卡库拉二序列，以及巨龙铜矿一期的爬产，多宝山二期爬产，铜山铜矿改扩建工程，波尔技改等。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。
- **铜等主要金属产品价格波动。**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。
- **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） | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|
| **营业总收入** | 171,501 | 268,716 | 413,124 | 453,987 |
| 营业成本 | 151,071 | 229,095 | 352,181 | 390,343 |
| 营业税金及附加 | 2,499 | 3,628 | 5,577 | 6,129 |
| 销售费用 | 428 | 806 | 1,239 | 1,135 |
| 管理费用 | 3,846 | 5,643 | 8,262 | 8,626 |
| 研发费用 | 583 | 886 | 1,390 | 1,519 |
| EBIT | 13,348 | 28,658 | 44,474 | 46,235 |
| 财务费用 | 1,784 | 2,587 | 3,027 | 3,162 |
| 资产减值损失 | -357 | -295 | -247 | -266 |
| 投资收益 | -522 | 62 | -413 | 454 |
| **营业利润** | 11,240 | 26,423 | 41,657 | 44,226 |
| 营业外收支 | -394 | -215 | -220 | -231 |
| **利润总额** | 10,846 | 26,209 | 41,436 | 43,995 |
| 所得税 | 2,388 | 5,818 | 9,323 | 9,855 |
| 净利润 | 8,458 | 20,390 | 32,113 | 34,140 |
| **归属于母公司净利润** | 6,509 | 16,570 | 25,815 | 27,349 |
| EBITDA | 20,724 | 36,560 | 53,773 | 56,816 |

| 资产负债表（百万元） | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 11,955 | 13,749 | 15,811 | 18,183 |
| 应收账款及票据 | 1,141 | 1,942 | 2,887 | 3,184 |
| 预付款项 | 1,410 | 2,492 | 3,655 | 4,048 |
| 存货 | 18,064 | 28,346 | 43,071 | 47,747 |
| 其他流动资产 | 6,691 | 12,398 | 19,023 | 23,907 |
| **流动资产合计** | 39,262 | 58,927 | 84,448 | 97,069 |
| 长期股权投资 | 7,100 | 7,189 | 7,272 | 7,373 |
| 固定资产 | 48,546 | 60,005 | 71,295 | 81,931 |
| 无形资产 | 46,760 | 60,711 | 75,494 | 91,302 |
| **非流动资产合计** | 143,051 | 172,135 | 199,511 | 226,860 |
| **资产合计** | 182,313 | 231,062 | 283,959 | 323,929 |
| 短期借款 | 20,719 | 37,103 | 37,221 | 29,437 |
| 应付账款及票据 | 6,499 | 9,906 | 15,002 | 16,739 |
| 其他流动负债 | 19,818 | 25,495 | 34,078 | 36,946 |
| **流动负债合计** | 47,036 | 72,505 | 86,301 | 83,122 |
| 长期借款 | 29,083 | 33,848 | 40,824 | 49,824 |
| 其他长期负债 | 31,598 | 29,628 | 29,638 | 29,648 |
| **非流动负债合计** | 60,681 | 63,475 | 70,462 | 79,471 |
| **负债合计** | 107,717 | 135,980 | 156,763 | 162,594 |
| 股本 | 2,538 | 2,633 | 2,633 | 2,633 |
| 少数股东权益 | 18,058 | 21,879 | 28,176 | 34,968 |
| **股东权益合计** | 74,596 | 95,082 | 127,195 | 161,335 |
| **负债和股东权益合计** | 182,313 | 231,062 | 283,959 | 323,929 |

| 主要财务指标 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|
| **成长能力（%）** | | | | |
| 营业收入增长率 | 26.0% | 56.7% | 53.7% | 9.9% |
| EBIT 增长率 | 45.9% | 114.7% | 55.2% | 4.0% |
| 净利润增长率 | 51.9% | 154.6% | 55.8% | 5.9% |
| **盈利能力（%）** | | | | |
| 毛利率 | 11.9% | 14.7% | 14.8% | 14.0% |
| 净利润率 | 4.9% | 7.6% | 7.8% | 7.5% |
| 总资产收益率 ROA | 3.6% | 7.2% | 9.1% | 8.4% |
| 净资产收益率 ROE | 11.5% | 22.6% | 26.1% | 21.6% |
| **偿债能力** | | | | |
| 流动比率 | 0.83 | 0.81 | 0.98 | 1.17 |
| 速动比率 | 0.42 | 0.39 | 0.44 | 0.54 |
| 现金比率 | 0.25 | 0.19 | 0.18 | 0.22 |
| 资产负债率（%） | 59.1% | 58.8% | 55.2% | 50.2% |
| **经营效率** | | | | |
| 应收账款周转天数 | 2.43 | 2.64 | 2.55 | 2.56 |
| 存货周转天数 | 43.64 | 45.16 | 44.64 | 44.65 |
| 总资产周转率 | 0.94 | 1.16 | 1.45 | 1.40 |
| **每股指标（元）** | | | | |
| 每股收益 | 0.25 | 0.65 | 1.01 | 1.07 |
| 每股净资产 | 2.23 | 2.87 | 3.89 | 4.96 |
| 每股经营现金流 | 0.56 | 0.96 | 1.46 | 1.73 |
| 每股股利 | 0.04 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| **估值分析** | | | | |
| PE | 39 | 15 | 10 | 9 |
| PB | 4.2 | 3.4 | 2.5 | 1.9 |
| EV/EBITDA | 14.37 | 8.89 | 6.14 | 5.79 |
| 股息收益率（%） | 0.4% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |

| 现金流量表（百万元） | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 8,458 | 20,390 | 32,113 | 34,140 |
| 折旧和摊销 | 7,506 | 7,902 | 9,299 | 10,581 |
| 营运资金变动 | -2,842 | -7,190 | -8,412 | -4,278 |
| **经营活动现金流** | 14,268 | 24,403 | 37,226 | 44,004 |
| 资本开支 | -13,786 | -35,737 | -37,179 | -38,404 |
| 投资 | -13,154 | -2,874 | -1,309 | -1,356 |
| **投资活动现金流** | -29,174 | -38,771 | -38,901 | -39,306 |
| 股权募资 | 6,632 | 95 | 0 | 0 |
| 债务募资 | 18,477 | 18,949 | 7,104 | 1,226 |
| **筹资活动现金流** | 20,928 | 16,161 | 3,737 | -2,327 |
| **现金净流量** | 5,701 | 1,793 | 2,062 | 2,372 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

# 插图目录

图 1: 截至 2021 年 12 月 30 日，巨龙铜业的股权结构 ..... 3
图 2: 驱龙铜多金属矿（含荣木错拉）采选工程进展 ..... 5
图 3: 相应的露采境界剖面图情况 ..... 5
图 4: 我们预计，紫金矿业 2021-2023 年将分别实现归母净利润 166、254 和 268 亿元 ..... 9

# 表格目录

表 1:驱龙铜多金属矿和荣木错拉铜多金属矿资源储量 ..... 4
表 2:巨龙铜业三个矿区的资源量情况（单位：万吨） ..... 4
表 3:巨龙矿业三个矿区的具体采矿权情况及未来开采规划（单位：万吨/年） ..... 4
表 4:知不拉铜多金属矿露天采选和地下采选的单位生产成本情况（单位：元/实物吨） ..... 5
表 5:驱龙铜多金属矿采矿权评估单位成本情况（单位：元/实物吨） ..... 6
表 6:知不拉铜多金属矿和驱龙铜多金属矿成本估算（单位：元/金属吨） ..... 7
表 7:我们预计，2021-2024 年，巨龙铜矿的铜和钼产量预期（单位：万吨） ..... 7
表 8:我们预计，2021-2024 年，公司的铜产量增长预期有望大幅抬升（单位：吨） ..... 7
表 9:我们预计，在 5.4 万元/吨的铜价假设下，2021-2024 年，巨龙铜矿的铜板块利润预期（单位：亿元） ..... 8
表 10:可比公司 PE 数据对比 ..... 9

## 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。本报告清晰准确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。 | 公司评级 | 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：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001