

# 紫金矿业 (601899.SH) —— 年报点评

## 景气周期核心矿种产销量快速提升，积极布局新能源新材料产业

买入

### 核心观点

公司发布 2021 年年报：实现营收 2251.02 亿元，同比+31.25%；实现归母净利润 156.73 亿元，同比+140.80%；实现扣非归母净利润 146.81 亿元，同比+132.21%。21Q4 单季度实现营收 561.27 亿元，同比+36.67%，环比-5.05%；实现归母净利润 43.70 亿元，同比+125.72%，环比-6.08%；实现扣非归母净利润 41.91 亿元，同比+153.08%，环比-4.25%。公司实现历史上业绩表现最好的一年。

大宗商品景气周期高点，核心矿种产销量有望持续快速增长。公司 2021 年主要矿产品产量：矿产金 47.45 吨，同比+17.28%；矿产铜 58.42 万吨(含卡莫阿铜业权益产量 4.19 万吨)，同比+28.92%；矿产锌(铅) 43.44 万吨，同比+14.81%；矿产银 309 吨，同比+3.34%；铁精矿 425 万吨，同比+9.71%。公司在年报当中也给出了 2022 年的产量指引：预计矿产铜 86 万吨，同比+47.21%；矿产金 60 吨，同比+26.45%；矿产锌(铅) 48 万吨，同比+10.50%；矿产银 310 吨；铁精矿 320 万吨；预计发生项目建设(含技改)投资支出计划 200 亿元。

公司战略延伸，积极布局“双碳”政策催生的新能源新材料产业。我们认为 2021 年是公司实现战略延伸的关键之年，除原有的优势矿种金、铜、锌矿山产量快速提升，以刚果(金)卡莫阿-卡库拉铜矿、塞尔维亚佩吉铜金矿和西藏巨龙铜矿这三大世界级铜矿相继投产之外，公司还完成了阿根廷世界级高品位 3Q 锂盐湖项目的并购，正式进入新能源金属赛道。公司在年报中着重强调，将大力推动资源优势向经济社会效益高速转化，全力推进加快阿根廷 3Q 锂盐湖重磅项目建设破局，推动电解铜箔、磷酸铁锂、氢能等投资项目的贡献增量，形成协同效应。2022 年有望成为公司在锂电新能源材料实现突破的关键之年，打开新的成长空间。3Q 锂盐湖项目一期年产 2 万吨电池级碳酸锂预计将于 2023 年底建成投产。

**风险提示：**项目建设进度不达预期，矿产品销售价格不达预期。

**投资建议：**上调盈利预测，维持“买入”评级。

上调盈利预测，预计公司 2022-2024 年营收为 2551/2619/2658 亿元，同比增速 13.3%/2.7%/1.5%，归母净利润为 227.2/250.8/268.7 亿元，同比增速 44.9%/10.4%/7.2%；摊薄 EPS 为 0.86/0.95/1.02 元，当前股价对应 PE 为 12/11/10X。考虑到公司是国内有色上市公司核心标的，矿产资源储量丰富，国际化进程不断加快，战略延伸积极布局新能源新材料产业，中长期成长路径明确，未来有望跻身全球超一流国际矿业企业，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	171501	225102	255132	261936	265771
(+/-%)	26.0%	31.3%	13.3%	2.7%	1.5%
净利润(百万元)	6509	15673	22715	25076	26871
(+/-%)	51.9%	140.8%	44.9%	10.4%	7.2%
每股收益(元)	0.25	0.60	0.86	0.95	1.02
EBIT Margin	8.0%	11.4%	15.2%	16.3%	17.2%
净资产收益率 (ROE)	11.5%	22.1%	26.1%	24.0%	21.8%
市盈率 (PE)	43.0	17.9	12.3	11.2	10.4
EV/EBITDA	18.9	11.9	8.7	8.0	7.6
市净率 (PB)	4.95	3.94	3.22	2.68	2.27

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 有色金属·工业金属

证券分析师：刘孟峦

010-88005312

liumengluan@guosen.com.cn

S0980520040001

证券分析师：杨耀洪

021-60933161

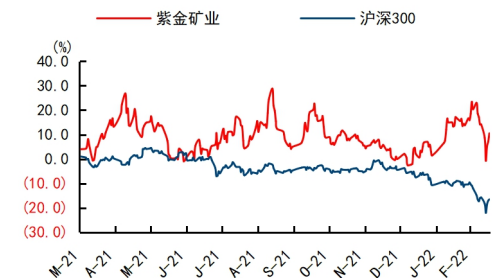
yangyaohong@guosen.com.cn

S0980520040005

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	不适用
收盘价	10.63 元
总市值/流通市值	279877/279877 百万元
52 周最高价/最低价	12.68/9.30 元
近 3 个月日均成交额	2493.36 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

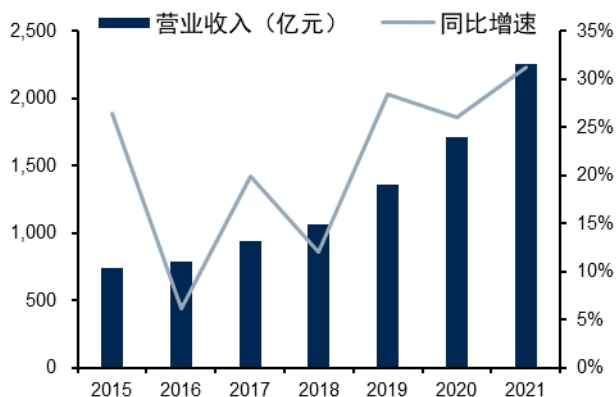
#### 相关研究报告

- 《紫金矿业-601899-2021 年业绩预告点评：全年量价齐升驱动业绩高速增长，将进军新能源金属》——2022-01-17
- 《紫金矿业-601899-2021 年三季报点评：净利润继续超预期，将进入新能源金属赛道》——2021-10-18
- 《紫金矿业-601899-2021 年半年度报告点评：净利润略超预期上限，公司三大铜矿项目将迎来重大突破》——2021-08-02
- 《紫金矿业-601899-2021 年半年度业绩预增点评：经营业绩持续超预期，三大铜矿项目将迎来重大突破》——2021-07-03
- 《紫金矿业-601899-2021 年一季度点评：经营业绩兑现高增长，铜、金项目即将迎来重大突破》——2021-04-19

◆ 大宗商品景气周期高点，核心矿种产销量有望持续快速增长

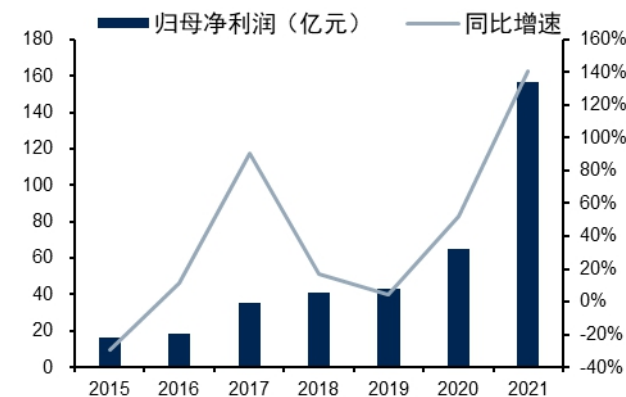
公司发布 2021 年年报：实现营收 2251.02 亿元，同比增长 31.25%；实现归母净利润 156.73 亿元，同比增长 140.80%；实现扣非归母净利润 146.81 亿元，同比增长 132.21%。21Q4 单季度实现营收 561.27 亿元，同比增长 36.67%，环比减少 5.05%；实现归母净利润 43.70 亿元，同比增长 125.72%，环比减少 6.08%；实现扣非归母净利润 41.91 亿元，同比增长 153.08%，环比减少 4.25%。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司 2021 年度主要矿产品产量为：矿产金 47.45 吨，同比+17.28%；矿产铜 58.42 万吨(含卡莫阿铜业权益产量 4.19 万吨)，同比+28.92%；矿产锌(铅) 43.44 万吨，同比+14.81%；矿产银 309 吨，同比+3.34%；铁精矿 425 万吨，同比+9.71%。

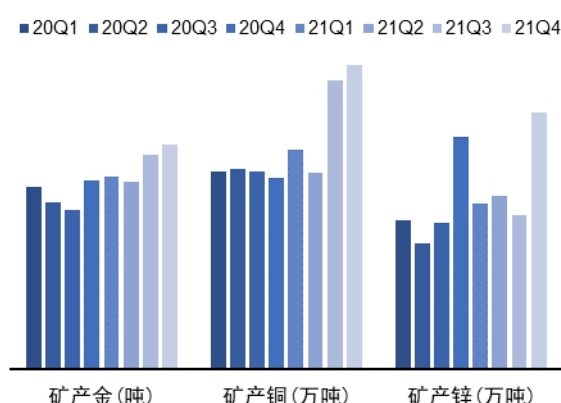
公司 2021Q1/Q2/Q3/Q4 矿产金产量分别为 11.18/10.84/12.44/13.04 吨，Q4 产量同比+19.32%，环比+4.83%；矿产铜产量分别为 12.68/11.38/16.75/17.59 万吨，Q4 产量同比+58.93%，环比+5.02%；矿产锌产量分别为 9.63/10.01/8.91/14.86 万吨，Q4 产量同比+10.67%，环比+66.79%。

图3：公司 2021 年核心矿产品产量数据



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：公司 2021 年核心矿产品分季度产量数据



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司在年报当中也给出了 2022 年的产量指引：预计矿产铜 86 万吨，矿产金 60 吨，矿产锌（铅）48 万吨，矿产银 310 吨，铁精矿 320 万吨；预计发生项目建设（含技改）投资支出计划 200 亿元。

图5：公司 2022 年产量计划

	单位	2020	2021	2022E	2025E
矿产铜	金属万吨	45	58.4	86	100-110
矿产金	金属吨	41	47.5	60	80-90
矿产锌(铅)	金属万吨	38	43.4	48	
铁精矿	金属万吨	387	425	320	
矿产银	金属吨	299	309	310	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：公司主要矿种保有资源量/储量

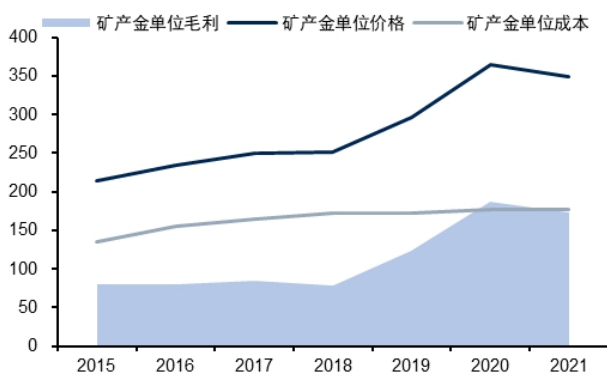
	单位	资源量（含储量）	储量	紫金储量/中国总储量
铜矿	金属万吨	6,277	2,033	75.25%
金矿	金属吨	2,373	792	41.10%
锌矿	金属万吨	962	455	14.71%
碳酸锂	LCE万吨	763	167	-

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**核心矿产品的成本方面**，2021 年矿产金单位营业成本 176.22 元/克，同比下降 0.65%。矿产铜加权平均单位营业成本 18194 元/吨，同比下降 9.46%，其中矿山产铜精矿单位营业成本仅 16789 元/吨，同比显著下降 11.99%，矿山产电积铜单位营业成本 18517 元/吨，同比下降 3.53%，矿山产电解铜单位营业成本 27102 元/吨，同比下降 5.38%。矿产锌单位营业成本 7369 元/吨，同比上升 12.16%。

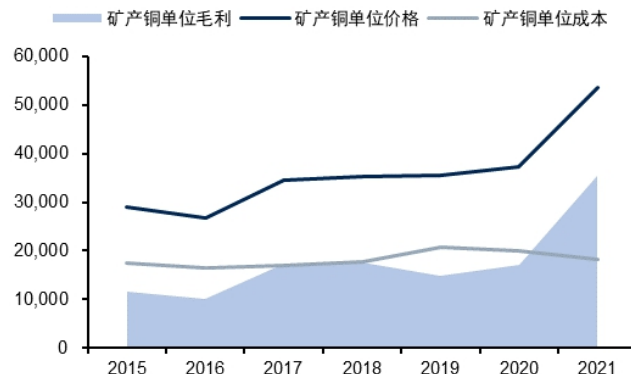
**从毛利率的角度来看**，公司 2021 年综合毛利率为 15.44%，同比提升 3.53 个百分点，若剔除冶炼加工产品后，矿产品毛利率为 58.98%，同比提升 11.27 个百分点，其中矿产金毛利率 49.46%，矿产铜毛利率 66.05%，矿产锌毛利率 47.87%。

图7：公司矿产金单位销售价格、成本、毛利（元/克）



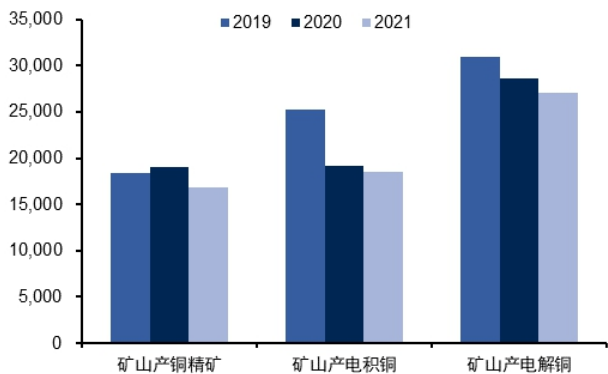
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司矿产铜单位销售价格、成本、毛利（元/吨）



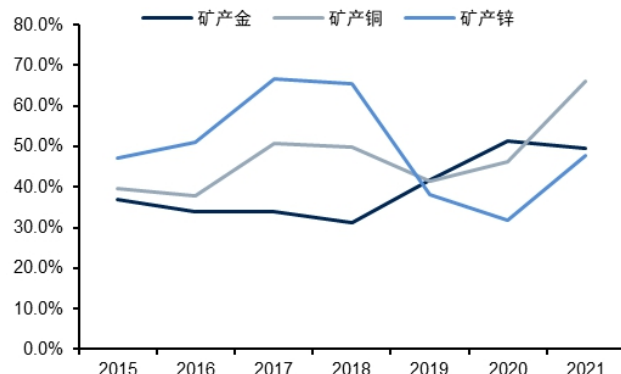
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司矿产铜单位销售成本拆分（元/吨）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司核心矿产品毛利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

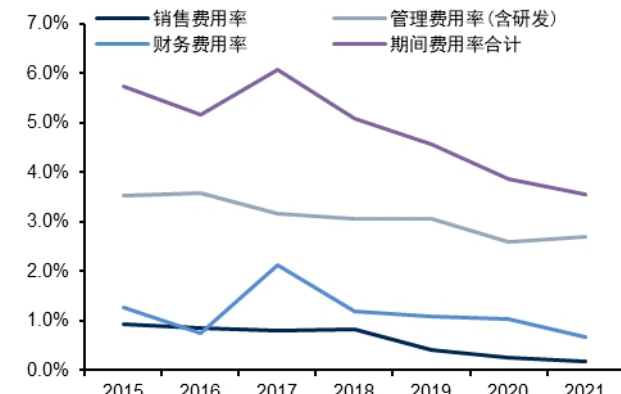
**财务数据方面**，截至 2021 年末，公司资产负债率 55.47%，相比 2020 年末下降 3.61 个百分点。公司 2021 年销售费用约 4.12 亿元，同比减少 3.60%；管理费用（含研发费用）约 60.79，同比增加 37.29%；财务费用约 14.96 亿元，同比减少 16.13%；公司 2021 年期间费用率合计 3.55%，相比去年全年水平继续下降 0.32 个百分点。

图11：公司资产负债率变化情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图12：公司期间费用率变化情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

◆ 公司战略延伸，积极布局“双碳”政策催生的新能源新材料产业

我们认为 2021 年是公司实现战略延伸的关键之年，除原有的优势矿种金、铜、锌矿山产量快速提升，以刚果(金)卡莫阿-卡库拉铜矿、塞尔维亚佩吉铜金矿和西藏巨龙铜矿这三大世界级铜矿相继投产之外，公司还完成了阿根廷世界级高品位 3Q 锂盐湖项目的并购，正式进入新能源金属赛道。

公司于加拿大多伦多时间 2021 年 10 月 8 日，与加拿大证券交易所上市公司 Neo Lithium Corp. 新锂公司签署《安排协议》，公司将通过加拿大注册成立的全资子公司，以每股 6.5 加元价格，以现金方式收购新锂公司全部已发行且流通的普通股，交易金额约为 9.6 亿加元（约合人民币 49.39 亿元）。本次交易于 2022 年 1 月 25 日进行交割。新锂公司核心资产为阿根廷西北部卡塔马卡省(Catamarca)的 Tres Quebradas Salar(简称“3Q”)锂盐湖项目，该项目资源量大、品位高、杂质低，开发条件好，具有较大的扩产潜力。新锂公司通过在阿根廷设立的全资子公司 Liex S.A. 全资持有 3Q 项目。

3Q 项目拥有 13 个采矿权，矿权面积总计 353 平方公里，覆盖整个盐湖表面和卤水湖。其中的 10 个连续采矿权组成一个“矿权组”，构成采矿活动核心区，面积为 267 平方公里。3Q 项目的勘查、试验性生产阶段已获得环评许可，项目于 2019 年 4 月已提交了开采阶段的环评许可申请，目前已获得批准。

2015 年至今，3Q 项目已完成初步勘察和三轮完整的勘探工作，以评估该卤水矿床的锂资源开发潜力。3Q 锂盐湖项目属于蒸发岩晶间卤水与碎屑岩孔隙卤水复合的卤水型锂矿床，整个盐湖区卤水均具有锂矿化，盐湖北部 1/3 范围卤水锂离子浓度含量  $\geq 800$  mg/L，整体盐湖卤水锂离子浓度含量  $\geq 400$  mg/L。

公司目前已组建派驻 3Q 项目的主要管理和技术团队，项目交割完成后将尽快启动项目建设。项目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；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。另外，3Q 项目设计年产 2 万吨碳酸锂是基于最小化融资，经咨询机构初步研究该项目具备扩产条件，运用蒸发技术，盐湖每年生产碳酸锂有可能达 4-6 万吨，公司将在一期工程的基础上，全面加强扩产技术研究，并及时提出技改扩建方案，完成有关证照办理，尽快实现新的产量目标。

此外公司在年报当中还着重强调，将大力推动资源优势向经济社会效益高速转化，全力推进加快阿根廷 3Q 锂盐湖重磅项目建设破局，推动电解铜箔、磷酸铁锂、氢能等投资项目贡献增量，形成协同效应。我们认为公司在 2021 年已经实现了战略延伸，2022 年将有望成为公司在锂电新能源材料实现突破的关键之年，打开新的成长空间。

图13: 3Q 锂盐湖项目概况

项目名称	3Q 锂盐湖
矿种类型	锂
地理位置	阿根廷卡塔马卡省
持股比例	100%
项目状态	在建
矿床类型	卤水型
资源量	LCE 当量总资源量约 763 万吨（锂离子浓度边界品位 400mg/L）
采选方法	沉淀法
设计产能	一期年产 2 万吨电池级碳酸锂，计划于 2023 年底建成投产
项目亮点	<ul style="list-style-type: none"> <li>位于南美著名“锂三角”，为全球同类项目中规模最大、品位最高的项目之一。</li> <li>矿权面积 353 平方公里，覆盖整个盐湖表面和卤水湖，资源量大、品位较高、杂质低，开发条件好，具有较好找矿前景和较大扩产潜力。</li> </ul>

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**投资建议：维持“买入”评级。**预计公司 2022-2024 年营收为 2551/2619/2658 亿元，同比增速 13.3%/2.7%/1.5%，归母净利润为 227.2/250.8/268.7 亿元，同比增速 44.9%/10.4%/7.2%；摊薄 EPS 为 0.86/0.95/1.02 元，当前股价对应 PE 为 12/11/10X。考虑到公司是国内有色上市公司核心标的，矿产资源储量丰富，国际化进程不断加快，战略延伸积极布局新能源新材料产业，中长期成长路径明确，未来有望跻身全球超一流国际矿业企业，维持“买入”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	11955	14222	12170	20573	30698	营业收入	171501	225102	255132	261936	265771
应收款项	2309	3805	4312	4427	4492	营业成本	151071	190351	205546	208161	208886
存货净额	18064	19309	21072	21348	21427	营业税金及附加	2499	3460	3827	3929	3987
其他流动资产	4964	6785	7690	7895	8011	销售费用	428	412	510	524	532
<b>流动资产合计</b>	<b>39262</b>	<b>47064</b>	<b>48188</b>	<b>57187</b>	<b>67572</b>	管理费用	3846	5309	5664	5789	5847
固定资产	63782	74145	89910	105648	121376	研发费用	583	771	714	733	744
无形资产及其他	46760	47531	45630	43729	41828	财务费用	1784	1496	1786	1834	1860
投资性房地产	25409	30226	30226	30226	30226	投资收益	(522)	1692	500	500	500
长期股权投资	7100	9628	9628	9628	9628	资产减值及公允价值变动	699	366	(300)	(300)	(300)
<b>资产总计</b>	<b>182313</b>	<b>208595</b>	<b>223582</b>	<b>246418</b>	<b>270630</b>	其他收入	(811)	(1046)	(414)	(433)	(444)
短期借款及交易性金融负债	28695	27699	20000	20000	20000	营业利润	11240	25087	37585	41467	44416
应付款项	6499	7837	8552	8664	8697	营业外净收支	(394)	(293)	(250)	(250)	(250)
其他流动负债	11842	14766	16353	16572	16637	<b>利润总额</b>	<b>10846</b>	<b>24794</b>	<b>37335</b>	<b>41217</b>	<b>44166</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>47036</b>	<b>50302</b>	<b>44905</b>	<b>45236</b>	<b>45334</b>	所得税费用	2388	5194	8214	9068	9717
长期借款及应付债券	45193	50374	50374	50374	50374	少数股东损益	1949	3927	6407	7073	7579
其他长期负债	15489	15021	15021	15021	15021	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>6509</b>	<b>15673</b>	<b>22715</b>	<b>25076</b>	<b>26871</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>60681</b>	<b>65395</b>	<b>65395</b>	<b>65395</b>	<b>65395</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>负债合计</b>	<b>107717</b>	<b>115698</b>	<b>110300</b>	<b>110631</b>	<b>110729</b>	净利润	6509	15673	22715	25076	26871
少数股东权益	18058	21863	26347	31298	36604	资产减值准备	(208)	(207)	8	7	6
股东权益	56539	71034	86935	104488	123297	折旧摊销	6889	7796	5829	5857	5866
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>182313</b>	<b>208595</b>	<b>223582</b>	<b>246418</b>	<b>270630</b>	公允价值变动损失	(699)	(366)	300	300	300
						财务费用	1784	1496	1786	1834	1860
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	营运资本变动	2500	(5790)	(866)	(258)	(156)
每股收益	0.25	0.60	0.86	0.95	1.02	其它	458	2295	4477	4944	5299
每股红利	0.22	0.28	0.26	0.29	0.31	<b>经营活动现金流</b>	<b>15448</b>	<b>19401</b>	<b>32462</b>	<b>35926</b>	<b>38186</b>
每股净资产	2.15	2.70	3.30	3.97	4.68	资本开支	(25269)	(16081)	(20000)	(20000)	(20000)
ROIC	10%	15%	19%	19%	19%	其它投资现金流	(326)	(974)	0	0	0
ROE	12%	22%	26%	24%	22%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(25770)</b>	<b>(19584)</b>	<b>(20000)</b>	<b>(20000)</b>	<b>(20000)</b>
毛利率	12%	15%	19%	21%	21%	权益性融资	6632	2759	0	0	0
EBIT Margin	8%	11%	15%	16%	17%	负债净变化	15257	7044	0	0	0
EBITDA Margin	12%	15%	18%	19%	19%	支付股利、利息	(5671)	(7337)	(6814)	(7523)	(8061)
收入增长	26%	31%	13%	3%	1%	其它融资现金流	(9750)	277	(7699)	0	0
净利润增长率	52%	141%	45%	10%	7%	<b>融资活动现金流</b>	<b>16052</b>	<b>2450</b>	<b>(14514)</b>	<b>(7523)</b>	<b>(8061)</b>
资产负债率	69%	66%	61%	58%	54%	<b>现金净变动</b>	<b>5730</b>	<b>2266</b>	<b>(2052)</b>	<b>8403</b>	<b>10125</b>
息率	2.0%	2.6%	2.4%	2.7%	2.9%	货币资金的期初余额	6225	11955	14222	12170	20573
P/E	43.0	17.9	12.3	11.2	10.4	货币资金的期末余额	11955	14222	12170	20573	30698
P/B	5.0	3.9	3.2	2.7	2.3	企业自由现金流	(5230)	6138	15282	18983	21416
EV/EBITDA	18.9	11.9	8.7	8.0	7.6	权益自由现金流	276	13459	5120	16718	19331

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032