

紫金矿业（601899）：核心业务规模化增长群效应显现，技术创新优势构筑强成长性

——紫金矿业（601899）2021 年报点评

- **事件：**公司发布 2021 年度报告。公司 2021 实现营业收入 2251 亿元，同比增长 31%；实现归母净利润 156.7 亿元，同比增长 141%；归母扣非净利润 146.8 亿元，同比增 132.2%；基本每股收益+140%至 0.60 元。公司主营金属产品量价齐升推动公司业绩大幅增长。
- **技术创新优势已成为公司的核心竞争力。**持续性的技术创新优势成为公司构建“绿色高技术超一流国际矿业集团”的核心保障。公司从地质勘察、矿山设计建设及运营、湿法冶金及资源回收利用、大规模工程开发管理等方面有深厚的经验及强大的技术优势。从数据观察，有效的地质勘探技术令公司历年自主勘察新增铜、金及锌（铅）资源量占公司资源总量比例分别为 49.6%（3116 万吨）、54.6%（1295 吨）及 85.1%（819 万吨）；公司“矿石流五环归一”管理模式则以矿石流为走向，从勘采至选冶及环保形成高效率及高效益的统筹控制并实现规模效益最大化（后期自然崩落法实施将进一步提升公司产出及成本优势）。技术及创新优势有助提升公司价值弹性（矿业项目增储/矿产资源获取成本低），有助公司提升业绩弹性（低成本高效率运营），且有助公司维持高增长态势（产能及产量高增长率）。
- **公司资源储量雄厚且向新能源产业拓展：**公司是中国拥有矿产资源量最多的企业，亦是国内黄金资源储量及铜资源储量最大的上市集团。公司拥有黄金金属储量 2373 吨（同比+1.67%占全国储量 41.1%），铜金属储量 6206 万吨（+1.14%占全国储量 72.3%），锌金属储量 962 万吨（-6.9%占全国储量 14.7%）及新增碳酸锂资源量 763 万吨。从矿资源分布区域观察，公司在全球 13 个国家拥有矿业项目，其中海外金、铜资源资源占比分别达到 74%，76%；海外金、铜产量占比分别达到 60%及 53%。此外，公司积极布局战略新兴矿产资源，除完成阿根廷 3Q 盐湖项目并购启动外，公司亦在刚果（金）开展硬岩锂勘探工作。考虑到公司矿产资源勘探及建设运营的技术优势，我们认为公司矿产资源储备或延续有效的多元化发展。
- **公司矿产-金、铜业务已形成规模化增长群效应：**公司 2021 年金、铜、锌及银业务产量已呈现结构性扩张，增速分别+17.2%/+28.8%/14.9%/+3.38%；其中矿产品：金/铜/锌/银产量分别达 47.5 吨/58.4 万吨/43.4 万吨/309 吨。公司已成为全球铜企矿山铜产量增长最快的公司，公司三大世界级铜矿项目逐渐建成投产（卡莫阿-卡库拉/Timok/西藏巨龙）。其中卡莫阿卡库拉铜矿 2022 年的试产（380 万吨选厂已提前启动试产）及 2023 年的达产（约 15.7 万吨权益矿产铜），以及 Timok 上带矿（均值约 9.14 万吨矿产铜）、驱龙铜矿（预计 2022 年权益矿产铜贡献达 6.5 万吨）与 RTB Bor 的 MS 与 VK 矿的技改完成（约 7 万吨权益矿产铜），我们预计公司至 2024 年的铜产量有望升至 93 万吨，较 2021 年增长 59%。此外，从公司矿产金板块观察，随着武里蒂卡金矿的 4000 吨/天技改扩建完成（年权益矿产金 6.3 吨，整体达产后达到 9.1 吨），圭亚那金矿技改及流程优化完成（新增金 2 吨，2022 年产矿产金约 3.3 吨）、陇南紫金李坝金矿 2000 吨/日采选完成（2022 年贡献矿产金约 5 吨），山西紫金 6000 吨/日改扩建工程达产（2022 年 Q2 投产，达产后新增年矿产金约 3.5 吨）、诺顿金田 500 万吨/年技改及流程优化完成（新增金 2.5 吨，2022 年产矿产金约 6 吨）以及水银洞金矿等技改（2022 年产金约 2.5 吨），预计公司至 2024 年矿产金年产量或达到 84 吨，较 2021 年增长 76.8%。
- **公司资源优势已向效益优势有效转变：**公司储备丰富且成本偏低的矿产资源叠加有效的项目优化令公司整体生产成本竞争力凸显。2021 年公司在矿石原材料总成本同比增加 46.2%背景下，公司整体矿产毛利增长 11.27pct 至 58.98%，其中矿产金及矿产铜的生产成本分别下降 0.66%（至 176.22 元/克）及 9.46%（至 18194 元/吨）。考虑到公司及矿山/冶炼技改的完成，公司规模效益存有进一步扩大的预期，我们认为公司整体毛利水

2022 年 3 月 23 日

推荐/维持

紫金矿业 公司报告

公司简介：

公司在 2021 年《福布斯》全球上市公司 2000 强第 398 位、全球黄金企业第 3 位、全球金属矿业企业第 9 位、2021《财富》世界 500 强第 486 位，2021《财富》中国 500 强第 67 位。

资料来源：公司公告、WIND

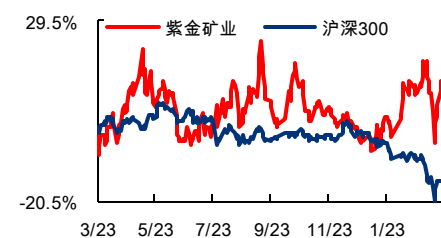
未来 3-6 个月重大事项提示：

无

交易数据

52 周股价区间（元）	12.39-9.36
总市值（亿元）	2,975.21
流通市值（亿元）	2,315.9
总股本/流通 A 股（万股）	2,632,931/2,059,237
流通 B 股/H 股（万股）	-/573,694
52 周日均换手率	2.26

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：张天丰

021-25102914

zhang_tf@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520100001

分析师：胡道恒

021-25102923

hudh@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519080001

平有望从 15.4% 增至 17.3%。

- **公司开始向新能源新材料领域拓展且加快建立 ESG 体系：**公司已经开始进军锂钴镍等新能源新材料关联的金属矿产资源，并且已经设立了新能源与材料研究院。公司后期将推进磷酸铁锂、高性能合金材料、电解铜箔等与清洁能源建设相关的生产要素项目，公司产业链的适度延伸有助公司将资源优势进一步转化成效益优势。此外，公司加快建立高适配国际化的 ESG 治理体系，这有助于公司在海外业务的持续有序发展，而公司最新的 ESG 评级在恒生可持续发展指数中已获得 A-。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到黄金避险溢价、流动性溢价及汇率溢价的发酵及全球实物持仓 ETF 的趋势性扩张，人民币黄金均价或维持 400 元/克之上。铜价阶段性仍受矿端供应偏紧及新能源需求扩张而维持强势，从长期观察，铜供需持续紧平衡的状态有望引导铜价在 2023 年前维持高位运行。我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入分别为 2669.70 亿元、2967.26 亿元、3209.93 亿元；归母净利润分别为 217.97 亿元、245.64 亿元和 265.23 亿元；EPS 分别为 0.83 元、0.93 元和 1.01 元，对应 PE 分别为 13.70、12.16 和 11.26，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**流动性大幅收缩风险，金属价格下跌风险；产量不及预期风险；项目募投进度及项目技改进度低于预期风险，汇率波动风险及项目所在国非可抗力风险。

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	171,501.34	225,102.49	266,970.00	296,725.54	320,992.73
增长率（%）	26.01%	31.25%	18.60%	11.15%	8.18%
归母净利润（百万元）	6,508.55	15,672.87	21,797.21	24,564.35	26,522.63
增长率（%）	67.13%	131.73%	31.25%	10.76%	6.87%
净资产收益率（%）	11.51%	22.06%	18.69%	17.43%	15.87%
每股收益（元）	0.25	0.60	0.83	0.93	1.01
PE	45.36	18.90	13.70	12.16	11.26
PB	5.09	4.20	2.56	2.12	1.79

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表: 公司盈利预测表

资产负债表		单位: 百万元					利润表		单位: 百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		
流动资产合计	39262	47064	61295	79734	99776	营业收入	171501	225102	266970	296726	320993		
货币资金	11955	14222	22179	37180	53372	营业成本	151071	190351	220696	246344	266993		
应收账款	1141	2445	2338	2911	2980	营业税金及附加	2499	3460	3997	4501	4838		
其他应收款	1168	1359	1612	1792	1938	营业费用	428	412	577	593	668		
预付款项	1410	1782	2062	2459	2842	管理费用	3846	5309	6141	6912	7430		
存货	18064	19309	24388	26106	28899	财务费用	1784	1496	3211	3208	2979		
其他流动资产	1942	3018	3787	4359	4815	研发费用	583	771	677	724	700		
非流动资产合计	143051	161530	153976	146625	139462	资产减值损失	-357.1	-598.02	-477.57	-537.80	-507.68		
长期股权投资	7100	9628	9628	9628	9628	公允价值变动收益	342.36	-231.86	16.91	42.47	-57.49		
固定资产	48546	55597	51217	46830	42439	投资净收益	-522.0	1691.60	584.77	1138.18	861.48		
无形资产	46760	47531	44679	41999	39479	加: 其他收益	342.31	350.77	327.97	339.37	333.67		
其他非流动资产	15472	16580	16580	16580	16580	营业利润	11240	25087	33080	36499	39030		
资产总计	182313	208595	215271	226360	239238	营业外收入	138.76	178.09	122.31	146.38	148.93		
流动负债合计	47036	50302	49222	50651	52030	营业外支出	532.47	470.78	440.38	481.21	464.12		
短期借款	20719	18229	19474	18852	19163	利润总额	10846	24794	32762	36164	38715		
应付账款	5543	7442	8249	9353	10058	所得税	2388	5194	7038	7673	8266		
预收款项	0	0	0	0	0	净利润	8458	19600	25724	28491	30449		
一年内到期的非流动负债	7976	9470	9470	9470	9470	少数股东损益	1949	3927	3927	3927	3927		
非流动负债合计	60681	65395	64141	64431	64946	归属母公司净利润	6509	15673	21797	24564	26523		
长期借款	29083	36127	36127	36127	36127	主要财务比率							
应付债券	16110	14247	14247	14247	14247		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		
负债合计	107717	115698	113362	115082	116976	成长能力							
少数股东权益	18058	21863	25790	29716	33643	营业收入增长	26.01%	31.25%	18.60%	11.15%	8.18%		
实收资本(或股本)	25377	26330	26330	26330	26330	营业利润增长	55.20%	123.19%	31.87%	10.33%	6.94%		
资本公积	18610	25206	25206	25206	25206	归属于母公司净利润增长	51.93%	140.80%	39.08%	12.69%	7.97%		
未分配利润	27748	39982	61488	85726	111896	获利能力							
归属母公司股东权益合计	56539	71034	116634	140927	167147	毛利率(%)	11.91%	15.44%	17.33%	16.98%	16.82%		
负债和所有者权益	182313	208595	215271	226360	239238	净利率(%)	4.93%	8.71%	9.64%	9.60%	9.49%		
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	3.57%	7.51%	10.13%	10.85%	11.09%		
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	ROE(%)	11.51%	22.06%	18.69%	17.43%	15.87%		
经营活动现金流	14268	26072	26893	35886	36524	偿债能力							
净利润	8458	19600	25724	28491	30449	资产负债率(%)	59%	55%	49%	44%	40%		
折旧摊销	7376.03	8126.45	7561.13	7357.87	7170.53	流动比率	0.83	0.94	1.25	1.57	1.92		
财务费用	1784.24	1496.48	2896.07	2231.07	1826.90	速动比率	0.45	0.55	0.75	1.06	1.36		
应收帐款减少	-197.33	-1303.77	106.79	-572.72	23.05	营运能力							
预收帐款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	1.12	1.15	1.21	1.20	1.15		
投资活动现金流	-29174.4	-23764.9	1072.25	1711.45	1304.66	应收账款周转率	164	126	112	113	109		
公允价值变动收益	342.36	-231.86	16.91	42.47	-57.49	应付账款周转率	34.56	34.67	34.03	33.71	33.07		
长期投资减少	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)							
投资收益	-522.07	1691.60	584.77	1138.18	861.48	每股收益(最新摊薄)	0.25	0.60	0.83	0.93	1.01		
筹资活动现金流	20928.20	23.32	-19687.8	-4679.71	-1813.55	每股净现金流(最新摊薄)	0.24	0.09	0.30	0.57	0.61		
应付债券增加	4143.21	-1862.20	0.00	0.00	0.00	每股净资产(最新摊薄)	2.23	2.70	4.43	5.35	6.35		
长期借款增加	15256.67	7043.93	0.00	0.00	0.00	估值比率							
普通股增加	0	953	0	0	0	P/E	45.36	18.90	13.70	12.16	11.26		
资本公积增加	-80	6596	0	0	0	P/B	5.09	4.20	2.56	2.12	1.79		
现金净增加额	6022	2331	7957	15001	16192	EV/EBITDA	17.56	10.54	1.94	7.26	6.62		

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张天丰

金属与金属新材料行业首席分析师。英国布里斯托大学金融与投资学硕士。具有十年以上金融衍生品研究、投资及团队管理经验。曾担任东兴资产管理计划投资经理（CTA），东兴期货投资咨询部总经理。曾获得中国金融期货交易所（中金所）期权联合研究课题二等奖，中金所期权联合研究课题三等奖；曾获得中金所期权产品大赛文本类银奖及多媒体类铜奖；曾获得大连商品期货交易所豆粕期权做市商大赛三等奖，中金所股指期权做市商大赛入围奖。曾为安泰科、中国金属通报、经济参考报特约撰稿人，上海期货交易所注册期权讲师，中国金融期货交易所注册期权讲师，Wind 金牌分析师。

胡道恒

有色金属行业分析师，清华大学材料科学与工程硕士，北京科技大学材料学学士。拥有 1 年 PE 机构及 5 年证券从业经历，曾任东兴证券做市业务部高级投资经理；2019 年 7 月加入东兴证券研究所。获 2021 年 Wind 金牌分析师第五名。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司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争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526