

# 紫金矿业 (601899)

证券研究报告

2022年07月22日

## 不惧扰动全面布局，资源龙头有望实现修复

**事件：公司发布业绩预告和经营数据，预计 2022H1 归母净利润 126 亿元，同比+91%，预计 Q2 归母净利润约 65 亿元，完善综合布局。**

**铜金放量是业绩增长的主要来源。**2022 年 H1 铜金锌均价分别为 7.2 万元/吨，392 元/克，2.6 万元/吨，同比+8%、17%、4%，公司矿产金、矿产铜销售价格同比上升约 2%、3.6%；公司主营矿产品金、铜等产量同比大幅上升是业绩增长的主要原因。其中矿产铜产量上升约 71%至 41 万吨，其中 Q2 约 22 万吨，矿产金产量上升约 23%至 27 吨，其中 Q2 约 14 吨。塞尔维亚紫金铜业、刚果（金）卡莫阿铜业及西藏巨龙铜业等一批主力矿山如期建成投产、达产持续带来矿铜矿金产量超预期。

**锂资源/锂盐/环保完善综合矿业龙头产业布局。**公司拟以 76.82 亿元收购盾安集团旗下四项资产包，其中核心资产为西藏拉果错盐湖锂矿 70%股权，作价 48.97 亿元。拉果错盐湖保有资源量 214 万吨 LCE，拟采用“吸附+膜处理”联合工艺，一期拟调整为 2 万吨/年 LCE，二期拟提升到 5 万吨/年 LCE，开发工艺改进带来规模效应。拟以 18 亿元收购厚道矿业 71%股权，对应锂多金属矿资源量约 216 万吨 LCE，矿山采选规模有望突破 1,000 万吨/年，达产后年产锂云母含碳酸锂当量 6-7 万吨，并副产铷、钨、锡等有色金属。公司已完成阿根廷世界级高品位 3Q 锂盐湖项目并购并启动工程建设，同时在刚果(金)布局硬岩锂合作和勘查，**紫金矿业控制的“两湖一矿”碳酸锂当量资源量将超过 1000 万吨，远景规划年产能将突破 15 万吨碳酸锂当量，均将进入全球前 10、国内前 3 的水平**，紫金锂业（出资 34%）与亿纬锂能、瑞福锂业合资分期投资建设年产 9 万吨锂盐项目，新能源布局增强公司对应工业金属价格波动风险，在进一步勘探增储/开发年限提升/资本开支优化/开发规模提升/运营成本降低多个方面，有望再现公司在传统矿业公司的优势。公司出资 17.34 亿元收购龙净环保 15.02 股权，同时拥有 10%的股份表决权，已经成为龙净环保控制人，在环保、节能降碳、装备制造、新能源、清洁能源方面持续完善产业布局。

**成长性资源龙头空间有望实现修复。**产量端：公司 2022 年矿产铜\矿产金\矿产锌(权益)分别达到 86 万吨、60 吨、48 万吨。价格端：我们对 2022-2023 黄金、铜、锌价格假设为 380 元/克，6.5 万元/吨，2.3 万元/吨；390 元/克，6.6 万元/吨，2.2 万/吨。成本端：按照公司矿铜、矿金、矿锌平均成本分布为 1.83 万元/吨，173 元/克，7063 元/吨，预计伴随公司高品位金矿，大规模铜矿投产，综合成本优势有望延续。估值端：全球范围来看，传统周期品资源有限性决定矿业公司内生禀赋。资源有限性和高品位资源的稀缺性，给予矿业公司一定估值溢价空间。我们认为并购发展是矿业公司成长的必经之路，公司是逆周期扩张进入成长收获阶段，有望受益业绩持续增长和资源稀缺的双重估值溢价。

**盈利预测与评级：**公司矿铜规模化开发持续爬坡，我们上调公司盈利预测 2022-2024 年实现 EPS 为 0.9/1.06/1.26 元/股（2022-2023 前值为 0.72/0.9 元/股），对应当前动态 PE 为 10、8、7 倍，维持买入评级。

**风险提示：**铜/金/锂资源项目开发不及预期，金铜锌价格大幅下跌，业绩仅为初步测算以中报为准，空间测算存在主观性仅供参考

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	171,501.34	225,102.49	281,378.11	323,584.83	365,650.85
增长率(%)	26.01	31.25	25.00	15.00	13.00
EBITDA(百万元)	20,724.05	35,424.18	45,111.80	51,152.59	58,644.92
净利润(百万元)	6,508.55	15,672.87	23,646.81	27,893.52	33,302.47
增长率(%)	51.93	140.80	50.88	17.96	19.39
EPS(元/股)	0.25	0.60	0.90	1.06	1.26
市盈率(P/E)	35.07	14.56	9.65	8.18	6.85
市净率(P/B)	4.04	3.21	0.27	0.22	0.19
市销率(P/S)	1.33	1.01	0.08	0.07	0.06
EV/EBITDA	3.69	2.21	1.44	0.82	0.27

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	有色金属/工业金属
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	8.67 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	20,592.37
流通 A 股股本(百万股)	20,494.68
A 股总市值(百万元)	178,535.87
流通 A 股市值(百万元)	177,688.89
每股净资产(元)	2.98
资产负债率(%)	56.56
一年内最高/最低(元)	12.91/8.36

### 作者

<b>杨诚笑</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517020002 yangchengxiao@tfzq.com	
<b>田源</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030003 tianyuan@tfzq.com	
<b>王小芃</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110517060003 wangxp@tfzq.com	
<b>田庆争</b>	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080005 tianqingzheng@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《紫金矿业-公司点评:当矿业巨头布局锂资源意味着什么?》 2021-10-11
- 《紫金矿业-公司点评:卡莫阿投产&佩吉试生产,国际化运营管理持续发力》 2021-06-18
- 《紫金矿业-公司专题研究:龙头复盘系列 1:目前怎么看空间?》 2021-01-18

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	11,955.34	14,221.78	16,882.69	38,830.18	54,847.63
应收票据及应收账款	1,141.45	2,445.22	2,400.73	2,963.61	2,114.87
预付账款	1,410.05	1,782.42	1,998.36	2,592.71	2,458.83
存货	18,064.16	19,308.80	22,410.19	22,622.03	17,892.09
其他	6,691.40	9,306.07	8,030.96	7,925.18	9,597.26
<b>流动资产合计</b>	<b>39,262.40</b>	<b>47,064.29</b>	<b>51,722.93</b>	<b>74,933.71</b>	<b>86,910.68</b>
长期股权投资	7,099.65	9,628.23	9,628.23	9,628.23	9,628.23
固定资产	48,545.67	55,597.15	55,362.41	52,927.66	49,817.91
在建工程	15,236.03	18,548.05	22,048.05	25,348.05	28,348.05
无形资产	46,760.24	47,531.35	45,275.90	43,020.45	40,765.01
其他	25,409.25	30,225.59	29,673.52	27,946.27	28,527.57
<b>非流动资产合计</b>	<b>143,050.85</b>	<b>161,530.38</b>	<b>161,988.12</b>	<b>158,870.67</b>	<b>157,086.77</b>
<b>资产总计</b>	<b>182,313.25</b>	<b>208,594.68</b>	<b>213,711.05</b>	<b>233,804.38</b>	<b>243,997.45</b>
短期借款	20,719.12	18,229.10	16,469.81	12,389.97	6,412.79
应付票据及应付账款	6,498.56	7,836.70	10,071.38	10,322.00	12,679.74
其他	19,365.32	23,564.71	22,610.26	28,075.57	27,052.47
<b>流动负债合计</b>	<b>46,583.01</b>	<b>49,630.51</b>	<b>49,151.45</b>	<b>50,787.54</b>	<b>46,145.00</b>
长期借款	29,082.89	36,126.82	28,126.82	26,126.82	20,126.82
应付债券	16,109.68	14,247.47	14,107.87	14,821.68	14,392.34
其他	15,488.54	15,020.76	12,701.77	14,403.69	14,042.07
<b>非流动负债合计</b>	<b>60,681.11</b>	<b>65,395.05</b>	<b>54,936.46</b>	<b>55,352.18</b>	<b>48,561.23</b>
<b>负债合计</b>	<b>107,264.12</b>	<b>115,025.56</b>	<b>104,087.91</b>	<b>106,139.72</b>	<b>94,706.23</b>
少数股东权益	18,057.89	21,862.80	23,665.30	25,953.87	28,747.90
股本	2,537.73	2,633.01	2,632.93	2,632.93	2,632.93
资本公积	18,610.08	25,205.64	25,205.64	25,205.64	25,205.64
留存收益	29,067.81	41,348.71	53,851.77	69,726.42	89,284.64
其他	6,322.94	1,847.00	4,267.49	4,145.81	3,420.10
<b>股东权益合计</b>	<b>74,596.44</b>	<b>92,897.17</b>	<b>109,623.14</b>	<b>127,664.66</b>	<b>149,291.22</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>182,313.25</b>	<b>208,594.68</b>	<b>213,711.05</b>	<b>233,804.38</b>	<b>243,997.45</b>

  

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	8,458.04	19,599.64	23,646.81	27,893.52	33,302.47
折旧摊销	7,376.03	8,126.45	8,490.20	8,690.20	8,865.20
财务费用	1,869.83	1,615.62	1,387.64	1,105.93	650.98
投资损失	(331.42)	(2,160.61)	(1,000.00)	(400.00)	(1,030.53)
营运资金变动	(544.22)	(4,780.91)	(2,712.80)	7,596.15	4,474.80
其它	(2,559.84)	3,672.05	2,544.93	4,425.87	4,775.79
<b>经营活动现金流</b>	<b>14,268.40</b>	<b>26,072.24</b>	<b>32,356.78</b>	<b>49,311.67</b>	<b>51,038.71</b>
资本支出	41,049.20	21,926.52	11,818.99	5,598.08	6,861.62
长期投资	175.24	2,528.58	0.00	0.00	0.00
其他	(70,398.88)	(48,220.05)	(18,166.42)	(13,273.52)	(12,531.65)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(29,174.44)</b>	<b>(23,764.95)</b>	<b>(6,347.43)</b>	<b>(7,675.44)</b>	<b>(5,670.03)</b>
债权融资	26,100.74	2,689.83	(13,018.57)	(5,815.48)	(12,917.81)
股权融资	(1,549.16)	(3,050.96)	(10,329.88)	(13,873.26)	(16,433.42)
其他	(3,623.39)	384.45	0.00	0.00	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>20,928.20</b>	<b>23.32</b>	<b>(23,348.45)</b>	<b>(19,688.74)</b>	<b>(29,351.22)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>6,022.16</b>	<b>2,330.61</b>	<b>2,660.91</b>	<b>21,947.49</b>	<b>16,017.45</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>171,501.34</b>	<b>225,102.49</b>	<b>281,378.11</b>	<b>323,584.83</b>	<b>365,650.85</b>
营业成本	151,070.86	190,351.12	234,669.34	270,193.33	303,855.86
营业税金及附加	2,499.20	3,459.68	3,714.19	4,530.19	5,301.94
销售费用	427.68	412.27	422.07	485.38	511.91
管理费用	3,845.61	5,308.54	5,627.56	6,148.11	6,581.72
研发费用	582.51	770.66	900.41	1,035.47	1,170.08
财务费用	1,784.24	1,496.48	1,387.64	1,105.93	650.98
资产/信用减值损失	(226.49)	(19.93)	(226.81)	(157.74)	(134.83)
公允价值变动收益	342.36	(231.86)	(864.11)	404.61	18.30
投资净收益	(522.07)	1,691.60	1,000.00	400.00	1,030.53
其他	457.69	(3,222.57)	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>11,239.74</b>	<b>25,086.51</b>	<b>34,565.97</b>	<b>40,733.29</b>	<b>48,492.37</b>
营业外收入	138.76	178.09	122.31	146.38	148.93
营业外支出	532.47	470.78	440.38	481.21	464.12
<b>利润总额</b>	<b>10,846.03</b>	<b>24,793.81</b>	<b>34,247.90</b>	<b>40,398.46</b>	<b>48,177.17</b>
所得税	2,387.99	5,194.17	7,192.06	8,483.68	10,117.21
<b>净利润</b>	<b>8,458.04</b>	<b>19,599.64</b>	<b>27,055.84</b>	<b>31,914.79</b>	<b>38,059.97</b>
少数股东损益	1,949.49	3,926.77	3,409.04	4,021.26	4,757.50
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>6,508.55</b>	<b>15,672.87</b>	<b>23,646.81</b>	<b>27,893.52</b>	<b>33,302.47</b>
每股收益(元)	0.25	0.60	0.90	1.06	1.26

  

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	26.01%	31.25%	25.00%	15.00%	13.00%
营业利润	55.20%	123.19%	37.79%	17.84%	19.05%
归属于母公司净利润	51.93%	140.80%	50.88%	17.96%	19.39%
<b>获利能力</b>					
毛利率	11.91%	15.44%	16.60%	16.50%	16.90%
净利率	3.80%	6.96%	8.40%	8.62%	9.11%
ROE	11.51%	22.06%	27.51%	27.42%	27.63%
ROIC	13.39%	19.20%	22.93%	25.83%	32.17%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	59.08%	55.47%	48.70%	45.40%	38.81%
净负债率	83.02%	68.73%	45.21%	17.94%	-3.60%
流动比率	0.83	0.94	1.05	1.48	1.88
速动比率	0.45	0.55	0.60	1.03	1.50
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	164.47	125.52	116.13	120.64	144.00
存货周转率	10.41	12.05	13.49	14.37	18.05
总资产周转率	1.12	1.15	1.33	1.45	1.53
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.25	0.60	0.90	1.06	1.26
每股经营现金流	0.54	0.99	1.23	1.87	1.94
每股净资产	2.15	2.70	32.65	38.63	45.78
<b>估值比率</b>					
市盈率	35.07	14.56	9.65	8.18	6.85
市净率	4.04	3.21	0.27	0.22	0.19
EV/EBITDA	3.69	2.21	1.44	0.82	0.27
EV/EBIT	5.53	2.84	1.77	0.98	0.31

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com