

紫金矿业(601899.SH/02899.HK)

锂资源业务被明显低估

(注:下文如无特殊说明,货币单位均为人民币)

核心观点:

- **Q2 归母净利同增 57.25%，符合预期。**据半年报，公司 22Q2 实现营收 676.87 亿元，同增 8.55%，环增 4.51%；归母净利 65.06 亿元，同增 57.25%，环增 6.37%；经营净现金流 81.48 亿元，同增 20.21%，环增 9.69%；资产负债率 59.11%，环增 2.55 个 pct。业绩同比环比均提升主要受益于新建项目的投产以及矿产金属售价的提升。
- **Q2 铜金产量继续提升，锂板块展望亮眼。**据半年报，公司 Q2 实现矿产金 13.9 吨，环增 6.34%；矿产铜 21.66 万吨，环增 11.84%；矿产锌 9.45 万吨，环降 12.62%，产量整体符合预期。公司目前碳酸锂资源量超过 1000 万吨，碳酸锂产能规划约 15 万吨/年；阿根廷盐湖一期 2 万吨/年计划 23 年底前投产，规划达到 4-6 万吨/年；西藏盐湖规划一期 2 万吨/年、二期达到 5 万吨/年；湖南锂矿规划产能 6-7 万吨/年。
- **成本控制稳定，符合预期。**据半年报，Q2 矿产金、铜、锌单位成本分别为 179 元/克、19555 元/吨、7771 元/吨，同比分别变动-3.92%、+5.53%、+7.12%，环比分别变动+3.55%、+6.83%、+10.02%，公司矿产成本控制稳定，在能源价格高位的条件下，成本表现符合预期。
- **盈利预测与投资建议：给予公司“买入”评级。**预计公司 22-24 年 EPS 分别为 0.97/1.10/1.15 元/股，对应最新收盘价的 PE 分别为 9/8/8 倍。考虑到公司的龙头地位和产量持续快速增长的情况，参考可比公司 PE 估值，我们认为给予公司 22 年 20 倍的 PE 估值较为合理，对应公司 A 股合理价值 19.4 元/股，参考当前 AH 溢价比例，H 股合理价值为 20.05 港币/股，给予公司 AH 股“买入”评级。
- **风险提示。**疫情的发展给金属价格带来较大的不确定性；在建项目投产进度的不确定性；海外矿山可能面临所在国政治和军事风险。

盈利预测:

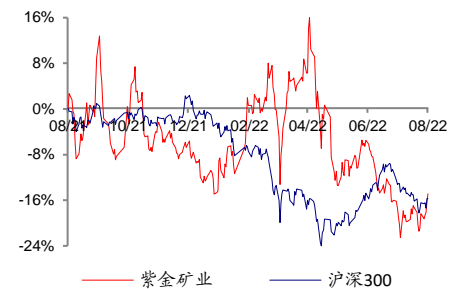
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	171,501	225,102	261,162	270,469	272,343
增长率(%)	26.0	31.3	16.0	3.6	0.7
EBITDA(百万元)	20,984	33,865	49,395	55,880	58,008
归母净利润(百万元)	6,509	15,673	25,495	28,942	30,195
增长率(%)	51.9	140.8	62.7	13.5	4.3
EPS(元/股)	0.26	0.60	0.97	1.10	1.15
市盈率(P/E)	36.22	16.30	9.49	8.36	8.01
ROE(%)	11.5	22.1	29.0	27.0	23.8
EV/EBITDA	14.19	9.43	5.99	5.00	4.43

数据来源:公司财务报表,广发证券发展研究中心

识别风险,发现价值

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	9.19 元/9.50 港元
合理价值	19.40 元/20.05 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2022-08-14

相对市场表现



分析师:

巨国贤



SAC 执证号: S0260512050006

SFC CE No. BNW287



0755-23608197



juguoxian@gf.com.cn

分析师:

宫帅



SAC 执证号: S0260518070003

SFC CE No. BOB672



010-59136627



gongshuai@gf.com.cn

分析师:

李超



SAC 执证号: S0260521060001

021-38003592



shlichao@gf.com.cn

请注意,李超并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人,不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

紫金矿业 (601899.SH/02899.HK):Q1 归母净利润同增 144%,符合 预期	2022-04-11
紫金矿业 (601899.SH/02899.HK):量价 齐升,21 年归母净利润同增 140.8%	2022-03-21

请务必阅读末页的免责声明

(注: 下文如无特殊说明, 货币单位均为人民币)

表1: 关键假设信息-价格假设

价格假设	2020	2021	2022E	2023E	2024E
矿产金(元/克)	365	349	379	379	379
矿产铜(元/吨)	37,316	53,583	54,852	54,852	54,852
矿产锌(元/吨)	9,621	14,136	14,411	14,411	14,411
碳酸锂(元/吨)	-	-	353,982	176,991	88,496
铁精矿(元/吨)	624	822	619	619	619
冶炼金(元/克)	387	368	400	400	400
冶炼铜(元/吨)	42,984	60,514	61,947	61,947	61,947
冶炼锌(元/吨)	16,295	19,966	20,354	20,354	20,354

数据来源: 公司年报、Wind、广发证券发展研究中心

说明: 以上产品价格均不含增值税; 矿产铜的数据口径包含公司披露的矿山产阴极铜、矿山产电解铜和矿山产铜精矿, 价格采用加权平均法计算得出。

表2: 关键假设信息-成本假设

成本假设	2020	2021	2022E	2023E	2024E
矿产金(元/克)	177	176	170	170	170
矿产铜(元/吨)	20,095	18,194	18,000	18,000	18,000
矿产锌(元/吨)	6,570	7,369	7,369	7,369	7,369
碳酸锂(元/吨)	-	-	25,000	25,000	25,000
铁精矿(元/吨)	175	209	209	209	209
冶炼金(元/克)	385	368	398	398	398
冶炼铜(元/吨)	41,360	58,841	60,088	60,088	60,088
冶炼锌(元/吨)	14,655	19,076	19,336	19,336	19,336

数据来源: 公司年报、Wind、广发证券发展研究中心

表3: 关键假设信息-销量假设

销量假设	2020	2021	2022E	2023E	2024E
矿产金(千克)	38,213	45,662	60,607	65,625	65,625
矿产铜(吨)	449,943	528,686	881,519	1,013,298	1,021,643
矿产锌(吨)	347,604	399,264	387,880	387,880	387,880
碳酸锂(吨)	-	-	500	2,000	20,000
铁精矿(吨)	3,048,000	3,333,000	2,500,000	2,500,000	2,500,000
冶炼金(千克)	274,317	271,873	280,000	280,000	280,000
冶炼铜(吨)	576,367	620,721	600,000	600,000	600,000
冶炼锌(吨)	218,133	322,647	320,000	320,000	320,000

数据来源: 公司年报、Wind、广发证券发展研究中心

表4: 紫金矿业主要铜矿产量假设 (单位: 吨)

矿山	权益	2020	2021	2022E	2023E	2024E
刚果(金)科卢韦齐铜矿	72%	114,265	121,072	122,597	122,597	122,597
多宝山铜矿	100%	100,506	109,494	104,627	104,627	104,627
紫金山铜矿	100%	81,103	85,061	82,144	82,144	82,144
阿舍勒铜矿	51%	45,003	45,124	44,897	44,897	44,897
卡莫阿铜矿	39.6%	-	41,930	121,084	157,803	166,149
Nevsun Timok 铜金矿	100%	-	56,525	109,250	141,075	141,075
驱龙铜矿	50.1%	2,309	19,238	131,085	185,085	185,085
塞尔维亚波尔铜矿	63%	52,207	66,031	114,804	124,038	124,038
Nevsun Bisha 铜锌矿	55%	21,024	20,160	20,160	20,160	20,160
珲春紫金曙光金铜矿	100%	14,405	13,338	14,850	14,850	14,850
矿产铜合计		453,447	584,165	881,519	1,013,298	1,021,643

数据来源: 公司年报、公司资产收购公告、广发证券发展研究中心

说明: 卡莫阿铜矿为权益产量; 矿产铜产量的数据口径包含公司披露的矿山产阴极铜、矿山产电解铜和矿山产铜精矿。

表5: 紫金矿业主要金矿产量假设 (单位: 千克)

矿山	权益	2020	2021	2022E	2023E	2024E
巴新波格拉金矿(新几内亚)	47.5%	2,675	-	-	-	-
澳洲诺顿金田帕丁顿金矿	100%	5,773	4,374	6,788	7,808	7,808
大陆黄金武里蒂卡金矿	69.28%	2,201	6,106	7,646	9,040	9,040
Nevsun Timok 铜金矿	100%	-	3,138	5,244	6,270	6,270
泽拉夫尚吉劳、塔罗金矿	70%	6,289	6,588	6,191	6,191	6,191
陇南紫金	100%	915	4,936	5,346	5,346	5,346
山西紫金义兴寨金矿	100%	1,455	1,261	3,837	4,696	4,696
塞尔维亚 RTB bor	63%	1,550	1,656	2,604	2,604	2,604
圭亚那金田奥罗拉金矿	100%	864	2,160	3,600	4,320	4,320
奥同克左岸金矿	60%	4,198	4,319	4,269	4,269	4,269
珲春紫金(曙光金铜矿)	100%	2,744	2,524	3,205	3,205	3,205
贵州紫金水银洞金矿	56%	2,201	2,401	2,637	2,637	2,637
矿产金合计		40,509	47,459	60,607	65,625	65,625

数据来源: 公司年报、公司资产收购公告、广发证券发展研究中心

表6: 紫金矿业主要锌矿产量假设 (单位: 吨)

矿山	权益	2020	2021	2022E	2023E	2024E
Nevsun Bisha 锌矿	55%	121,930	129,641	116,640	116,640	116,640
图瓦克兹尔-塔什特克多金属矿	70%	49,081	62,183	70,470	70,470	70,470
新疆紫金锌业乌拉根铅锌矿	100%	110,121	142,084	124,625	124,625	124,625
乌拉特后旗紫金铅锌矿	95%	47,662	50,432	66,300	66,300	66,300
锌矿产量合计		342,131	396,443	387,880	387,880	387,880

数据来源: 公司年报、公司资产收购公告、广发证券发展研究中心

表7: 紫金矿业可比公司PE估值情况可比 (市值统计截止2022.08.12收盘)

公司名称	公司代码	业务类型	股价 (元/股)	EPS (元/股)			PE估值水平		
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
银泰黄金	000975.SZ	黄金	12.55	0.46	0.64	0.81	27	20	16
中金黄金	600489.SH	黄金	7.43	0.35	0.42	0.46	21	18	16
西部矿业	601168.SH	铜锌	11.33	1.23	1.34	1.44	9	8	8
铜陵有色	000630.SZ	铜	3.12	0.29	0.37	0.39	11	8	8
驰宏锌锗	600497.SH	铅锌	5.68	0.11	0.44	0.53	37	13	11
盛达资源	000603.SZ	银铅锌	12.12	0.61	0.80	0.91	21	15	13

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 以上可比公司的盈利预测来自 Wind 一致预测。

风险提示:

1. 在建矿山项目进度的不确定性。
2. 疫情发展的不确定性或造成金属价格的大幅波动。
3. 公司部分海外矿山所在国政治、军事局面并不稳定, 存在受政局变化和军事行动影响的风险。

资产负债表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	39,262	47,064	60,478	67,400	80,006	
货币资金	11,955	14,222	24,600	30,921	43,413	
应收及预付	2,552	4,228	4,797	4,929	4,955	
存货	18,064	19,309	21,239	21,570	21,630	
其他流动资产	6,691	9,306	9,842	9,980	10,008	
非流动资产	143,051	161,530	173,795	183,708	188,683	
长期股权投资	7,100	9,628	12,157	14,685	17,214	
固定资产	48,546	55,597	63,954	70,679	74,700	
在建工程	15,236	18,548	18,584	18,609	16,526	
无形资产	46,760	47,531	49,211	50,181	51,025	
其他长期资产	25,409	30,226	29,890	29,554	29,218	
资产总计	182,313	208,595	234,273	251,108	268,689	
流动负债	47,036	50,302	52,721	53,192	53,282	
短期借款	20,719	18,229	18,229	18,229	18,229	
应付及预收	6,499	7,837	8,620	8,754	8,779	
其他流动负债	19,818	24,237	25,872	26,209	26,274	
非流动负债	60,681	65,395	65,395	55,395	45,395	
长期借款	29,083	36,127	36,127	26,127	16,127	
应付债券	16,110	14,247	14,247	14,247	14,247	
其他非流动负债	15,489	15,021	15,021	15,021	15,021	
负债合计	107,717	115,698	118,117	108,587	98,677	
股本	2,538	2,633	2,633	2,633	2,633	
资本公积	18,610	25,206	25,206	25,206	25,206	
留存收益	29,068	41,349	58,220	77,333	97,260	
归属母公司股东权益	56,539	71,034	87,906	107,019	126,945	
少数股东权益	18,058	21,863	28,250	35,502	43,067	
负债和股东权益	182,313	208,595	234,273	251,108	268,689	

利润表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业收入	171,501	225,102	261,162	270,469	272,343	
营业成本	151,071	190,351	209,375	212,638	213,238	
营业税金及附加	2,499	3,460	4,014	4,157	4,186	
销售费用	428	412	478	495	499	
管理费用	3,846	5,309	6,159	6,378	6,423	
研发费用	583	771	894	926	932	
财务费用	1,784	1,496	1,975	1,441	665	
资产减值损失	-357	-598	-383	-383	-383	
公允价值变动收益	342	-232	0	0	0	
投资净收益	-522	1,692	2,350	1,623	1,634	
营业利润	11,240	25,087	40,632	46,086	48,067	
营业外收支	-394	-293	-300	-300	-300	
利润总额	10,846	24,794	40,332	45,786	47,767	
所得税	2,388	5,194	8,449	9,592	10,007	
净利润	8,458	19,600	31,883	36,194	37,760	
少数股东损益	1,949	3,927	6,388	7,251	7,565	
归属母公司净利润	6,509	15,673	25,495	28,942	30,195	
EBITDA	20,984	33,865	49,395	55,880	58,008	
EPS (元)	0.26	0.60	0.97	1.10	1.15	

现金流量表		单位：百万元				
至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	14,268	26,072	41,513	47,690	49,887	
净利润	8,458	19,600	31,883	36,194	37,760	
折旧摊销	7,506	8,195	9,154	10,005	10,943	
营运资金变动	-2,842	-1,320	-616	-130	-25	
其它	1,147	-403	1,093	1,621	1,209	
投资活动现金流	-29,174	-23,765	-19,459	-18,687	-14,676	
资本支出	-13,786	-20,131	-19,288	-17,788	-13,788	
投资变动	-13,154	-2,915	-2,522	-2,522	-2,522	
其他	-2,234	-719	2,350	1,623	1,634	
筹资活动现金流	20,928	23	-11,675	-22,681	-22,720	
银行借款	38,074	31,136	0	-10,000	-10,000	
股权融资	6,632	2,759	0	0	0	
其他	-23,778	-33,871	-11,675	-12,681	-12,720	
现金净增加额	5,701	1,845	10,378	6,321	12,491	
期初现金余额	6,086	11,787	14,222	24,600	30,921	
期末现金余额	11,787	13,631	24,600	30,921	43,413	

主要财务比率

至 12 月 31 日	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入增长	26.0%	31.3%	16.0%	3.6%	0.7%
营业利润增长	55.2%	123.2%	62.0%	13.4%	4.3%
归母净利润增长	51.9%	140.8%	62.7%	13.5%	4.3%
获利能力					
毛利率	11.9%	15.4%	19.8%	21.4%	21.7%
净利率	4.9%	8.7%	12.2%	13.4%	13.9%
ROE	11.5%	22.1%	29.0%	27.0%	23.8%
ROIC	7.1%	11.9%	16.4%	17.2%	16.3%
偿债能力					
资产负债率	59.1%	55.5%	50.4%	43.2%	36.7%
净负债比率	144.4%	124.5%	101.7%	76.2%	58.0%
流动比率	0.83	0.94	1.15	1.27	1.50
速动比率	0.42	0.52	0.71	0.82	1.06
营运能力					
总资产周转率	0.94	1.08	1.11	1.08	1.01
应收账款周转率	150.25	92.06	92.06	92.06	92.06
存货周转率	9.49	11.66	12.30	12.54	12.59
每股指标 (元)					
每股收益	0.26	0.60	0.97	1.10	1.15
每股经营现金流	1	1	2	2	2
每股净资产	22.28	26.98	33.39	40.64	48.21
估值比率					
P/E	36.22	16.30	9.49	8.36	8.01
P/B	0.42	0.36	0.28	0.23	0.19
EV/EBITDA	14.19	9.43	5.99	5.00	4.43

广发有色行业研究小组

巨国贤：首席分析师，材料学硕士，24年有色金属及新材料产业、上市公司研究经验。

官帅：资深分析师，对外经济贸易大学金融学硕士。

李超：资深分析师，CPA，上海财经大学经济学硕士。

陈先龙：高级研究员，复旦大学-LUISS 大学国际商务双硕士，曾任 CRU 中国首位电池金属材料分析师。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -10% ~ +10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15% 以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于 -5% ~ +5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5% 以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。