

# 紫金矿业 Zijin Mining Group (601899 CH)

## 重点项目业绩如期释放，加快布局新能源业务

The Performance of Key Projects was Released on Schedule, and the Layout of New Energy Business was Accelerated

观点聚焦 Investment Focus

### 维持优于大市 Maintain OUTPERFORM

评级	优于大市 OUTPERFORM
现价	Rmb9.19
目标价	Rmb18.20
MSCI ESG 评级	CCC
义利评级	AA-
来源: MSCI ESG Research LLC, 盈透. Reproduced by permission; no further distribution	
市值	Rmb236.06bn / US\$35.03bn
日交易额 (3个月均值)	US\$353.42mn
发行股票数目	20,592mn
自由流通股 (%)	67%
1年股价最高最低值	Rmb12.74-Rmb8.37
注: 现价 Rmb9.19 为 2022 年 8 月 12 日收盘价	



资料来源: Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	1.5%	-4.4%	-11.5%
绝对值 (美元)	1.1%	-4.5%	-14.8%
相对 MSCI China	6.7%	-11.0%	19.2%

(Rmb mn)	Dec-21A	Dec-22E	Dec-23E	Dec-24E
营业收入	225,102	322,636	387,180	461,155
(+/-)	31%	43%	20%	19%
净利润	15,673	23,975	27,435	31,515
(+/-)	141%	53%	14%	15%
全面摊薄 EPS (Rmb)	0.60	0.91	1.04	1.20
毛利率	15.4%	14.8%	14.9%	14.2%
净资产收益率	22.7%	26.2%	23.9%	22.4%
市盈率	15	10	9	8

资料来源: 公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

**2022H1 归母净利润同比大增 90%**。紫金矿业发布 2022 年中报, 实现营业收入 1324.6 亿元, 同比增长 21%, 实现归母净利润 126.3 亿元, 同比增长 90%, 再次历史新高。公司 2022Q2 单季度归母净利润 65.1 亿, 同比增长 57%, 环比增长 6%。

紫金矿业 2022H1 归母净利润大幅增长, 主要原因包括: 1、主营矿产品金、铜、锌价格同比大幅上涨; 2、公司由“项目建设年”, 进入“产量释放期”, 量价齐升贡献业绩新高。

**矿山盈利能力持续提升**。分板块看, 公司 2022H1 铜、金、锌产品毛利占比分别为 54.6%, 22.6%, 8.82%, 矿产品整体毛利率为 60%, 同比增加 1.47 个百分点。2022H1 紫金矿业 ROE 达 16.6%, 同比增加 5.6 个百分点, 经营活动现金净流量达 156 亿元。

**金属价格系统性风险后复苏, 22H2 公司重点项目持续放量**。紫金矿业二季度矿产铜 21.7 万吨, 同比增长 90%; 矿产金 13.9 吨, 同比增长 29%; 矿产锌 11.4 万吨, 同比增长 14%。

公司成为全球矿产铜增长最多的公司之一, 矿产铜进入爆发式增长阶段, 旗下几大世界级铜金矿全部建成投产、达产。截至上半年, 刚果(金)卡莫阿铜矿二期提前投产, 矿产铜约 14.3 万吨; 西藏巨龙铜矿一期达产、二期筹建加快, 实现矿产铜 4.4 万吨; 塞尔维亚佩吉铜金矿矿产铜 5.3 万吨、矿产金 2.6 吨, 为公司盈利能力最强的项目。塞尔维亚紫金铜业 VK 矿采选工程及冶炼厂改扩建即将完成, JM 矿崩落法采矿按期推进。

**收购道县湘源锂多金属矿, 加快开发进度**。紫金矿业公告出资 18 亿元收购湖南省道县湘源锂多金属矿 100% 权益, 计划按 1000 万吨/年规模建设矿山, 年产锂云母含碳酸锂当量 6-7 万吨。

**拉果错盐湖: 一期正加快实施建设开发工作**。西藏拉果错盐湖锂矿一期产量拟调整为 2 万吨/年碳酸锂, 二期建设投产后产量拟提升到 5 万吨/年碳酸锂。

**盈利预测与估值**。我们认为公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.91、1.04 和 1.20 元/股, 由于我们预计随着公司卡莫阿铜矿和佩吉铜金矿等投产运营, 公司净利润将迎来快速增长期, 参考可比公司估值水平, 给予 2022 年 20 倍 PE 估值, 对应合理价值 18.20 元, 维持“优于大市”评级。

**风险提示**。项目建设进度不及预期。

施毅 Yi Shi  
yi.shi@htisec.com

## 1. 2022H1 归母净利润同比大增 90%

紫金矿业发布 2022 年中报，实现营业收入 1324.6 亿元，同比增长 21%，实现归母净利润 126.3 亿元，同比增长 90%，再次历史新高。公司 2022Q2 单季度归母净利润 65.1 亿，同比增长 57%，环比增长 6%。

紫金矿业 2022H1 归母净利润大幅增长，主要原因包括：1、主营矿产品金、铜、锌价格同比大幅上涨；2、公司由“项目建设年”，进入“产量释放期”，量价齐升贡献业绩新高。3、顺周期+产能释放，联/合营企业利润同步提升。

**矿山盈利能力持续提升。**分板块看，公司 2022H1 铜、金、锌产品毛利占比分别为 54.6%，22.6%，8.82%，矿产品整体毛利率为 60%，同比增加 1.47 个百分点。2022H1 紫金矿业 ROE 达 16.6%，同比增加 5.6 个百分点，经营活动现金净流量达 156 亿元。

表 1 紫金矿业 2020-2025 产量规划

	2020 年	2021 年	2022 年	2025 年
矿产铜 (万吨)	45.3	58.4	86	100-110
矿产金 (吨)	40.5	47.5	60	80-90
矿产锌 (铅) (万吨)	37.8	43.4	48	-
铁精矿 (万吨)	387	425	320	-
矿产银 (吨)	299	309	310	-

资料来源：紫金矿业公告，海通国际

### 2022H1 新能源板块是公司新增亮点：

(1) 强调发展新能源业务，包括累计形成风光水等电能并网装机容量约 123.2 MW；氨氢能源工业化提速，磷酸铁锂、电解铜箔、高性能铜合金等项目建设加快。此外，公司拟与亿纬锂能、瑞福锂业合资分期建设年产 9 万吨锂盐项目。

(2) 锂资源板块形成“两湖一矿”格局，整体碳酸锂当量资源量超过 1000 万吨，约居全球主要锂企资源量前 10 位，远景规划碳酸锂当量年产能 15 万吨以上。

公司阿根廷 3Q 盐湖锂矿加快建设并实现第一阶段采卤晒卤试产，计划 2023 年底前建成投产；西藏拉果错盐湖锂矿、湖南道县湘源锂多金属矿正加快实施建设开发工作。

(3) 强调西藏有望成为公司国内最大产业基地和最重要利润来源。

表 2 紫金矿业重大非股权投资

项目名称	项目金额	项目进度	本报告期投入金额 (亿元)	累计实际投入金额 (亿元)	项目收益情况
锂业科思 3Q 盐湖锂项目	3.71 亿美元	1 月 26 日完成交割, 3 月份盐田开工建设, 6 月份开始第一阶段采卤晒卤试生产; 正有序推进碳酸锂加工厂证照办理、长周期设备采购、工程设计及平基工程建设	4.75	4.75	建设达产后, 年生产碳酸锂 2 万吨/年
塞尔维亚紫金铜业技改 (矿山+冶炼厂)	17.78 亿美元 (含 4.84 亿美元增资款)	VK 矿技改于 4 月完成主要建设, 预计 2022 年下半年建成投产; JM 矿崩落法采矿工程斜坡道及竖井关键工程按计划推进, 下半年将转入平巷掘进施工, 力争 2024 年底主体工程建成投产; 冶炼厂扩建技改工程预计 2022 年下半年全面建成投产	13.03	90.87	项目技改扩建达产后, 矿山年产铜金属 15-16 万吨, 冶炼厂冶炼铜金属 18 万吨, 预留至 20 万吨
诺顿金田 Binduli 金矿堆浸项目	4.62 亿澳元	Binduli 北项目于 6 月 28 日建成投产; Binduli 南项目完成概略性研究, 正升级资源储量, 推进建设方案优化、项目证照办理的前期工作	4.73	12.30	项目建设全部完成后, 达产最高年份可生产黄金约 7 吨
诺顿金田难处理金矿项目	0.9256 亿澳元	完成土石方平基施工, 正推进土建、安装工程, 力争 2022 年底建成投产	1.21	2.76	延长帕丁顿选厂服务年限
泽拉夫尚塔罗金矿 500 吨/天加压氧化项目	1.17 亿美元	完成 80% 土建施工, 三季度将逐步进入设备安装, 计划 2023 年底建成投产	1.77	2.87	项目处理规模为 16.5 万吨/年, 项目建成后, 年产金 2.3 吨, 铜 7600 吨, 银 11.48 吨
山西紫金矿山智能化采选改扩建工程项目	19.95 亿元	项目已基本建成, 预计今年 8 月底投产	2.91	15.21	项目建成达产后, 年新增金属 3-4 吨
西藏巨龙铜业	167.9 亿元	驱龙铜矿一期项目于 2021 年 12 月 27 日正式投产; 剩余甲玛乡生活区工程及部分附属设施正在建设收尾	11.19	163.19	驱龙一期项目建成达产后, 年均产铜约 16 万吨

资料来源: 紫金矿业公告, 海通国际

注: 境外项目美元汇率为 1:6.6; 澳元汇率为 1:4.77; (公司 2022 年采掘计划编制指导汇率)

### 展望 2022 年下半年, 公司重点项目进展顺利, 铜产量有望持续超预期。

(1) 卡莫阿-卡库拉铜矿二期比原计划提前约 4 个月建成投产, 目前已经达产。公司计划通过一年的技改, 将原设计采选规模 760 万吨/年提高到 920 万吨/年, 实现年产铜超过 45 万吨, 成为全球第四大产铜矿山; 此外, 项目三期扩建工程设计和前期工作快速推进, 计划 2024Q4 实现投产; 配套的 50 万吨冶铜炼厂在推进中。

(2) 塞紫铜 VK 矿 4 万吨/天技改即将完成, 达产后新增矿产铜约 3.5 万吨。

(3) 诺顿金田 Binduli 北年处理 500 万吨低品位矿石项目实现投料试车, 达产后新增矿产金约 2.5 吨; 诺顿金田难处理金矿项目已开工建设, 力争 2022 年底建成投产。

(4) 塞紫金佩吉铜金矿下部矿带崩落法采矿核心工程、塞紫铜 JM 矿崩落法工程、奥罗拉地采一期工程等一大批重大项目进展顺利。

(5) 国内的西藏巨龙铜矿一期工程已达产, 二期筹建快速推进; 黑龙江多宝山铜山矿地采顺利推进。四个大规模崩落法采矿技术应用及关键工程取得重要进展。

## 2. 金属价格系统性风险后复苏，22H2 公司重点项目持续放量

### 2.1 全球衰退预期引发金属价格下跌，库存及供给短缺支撑铜价回暖

2022Q2 紫金矿业主要产品铜、金、锌均价均有上涨，二季度分别同比上涨 2.1%，5.5%和 18.7%，环比分别上涨 0.4%，3.6%和 4.3%。白银均价则有所下滑，2022Q2 白银价格环比下降 1%。

二季度以来由于市场担忧欧美经济出现衰退，全球大宗商品出现大幅波动，金属市场出现系统性下跌，LME 铜在 7 月 15 日一度跌破 7000 美元/吨。我们认为，受限于全球供给端放量不及预期，以及铜库存处于长期低位，基本面将支撑铜价企稳回升。截至 8 月 12 日铜价持续回升至于 8180 美元/吨之上，上涨幅度超 17%。

表 3 2022Q2 紫金矿业主要产品价格及同比、环比增速

	2021H1	2022H1	同比	2021Q2	2022Q1	2022Q2	同比	环比
铜均价 (元/吨)	66786	71924	7.7%	70573	71781	72065	2.1%	0.4%
金均价 (元/克)	377	392	4.0%	378	385	399	5.5%	3.6%
锌锭均价 (元/吨)	21667	25808	19.1%	22185	25263	26344	18.7%	4.3%
银均价 (元/千克)	5460	4867	-10.9%	5541	4885	4837	-12.7%	-1.0%

资料来源：Wind，海通国际

### 2.2 金属产量继续实现逐季攀升

2022Q2，紫金主要金属产品产量继续实现逐季攀升，2022Q2 矿产铜 21.7 万吨，同比增长 90%；矿产金 13.9 吨，同比增长 29%；矿产锌 11.4 万吨，同比增长 14%。

公司成为全球矿产铜增长最多的公司之一，矿产铜进入爆发式增长阶段，旗下几大世界级铜金矿全部建成投产、达产。截至上半年，刚果（金）卡莫阿铜矿二期提前投产，矿产铜约 14.3 万吨；西藏巨龙铜矿一期达产、二期筹建加快，实现矿产铜 4.4 万吨；塞尔维亚佩吉铜金矿矿产铜 5.3 万吨、矿产金 2.6 吨，为公司盈利能力最强的项目。塞尔维亚紫金铜业 VK 矿采选工程及冶炼厂改扩建即将完成、JM 矿崩落法采矿按期推进。

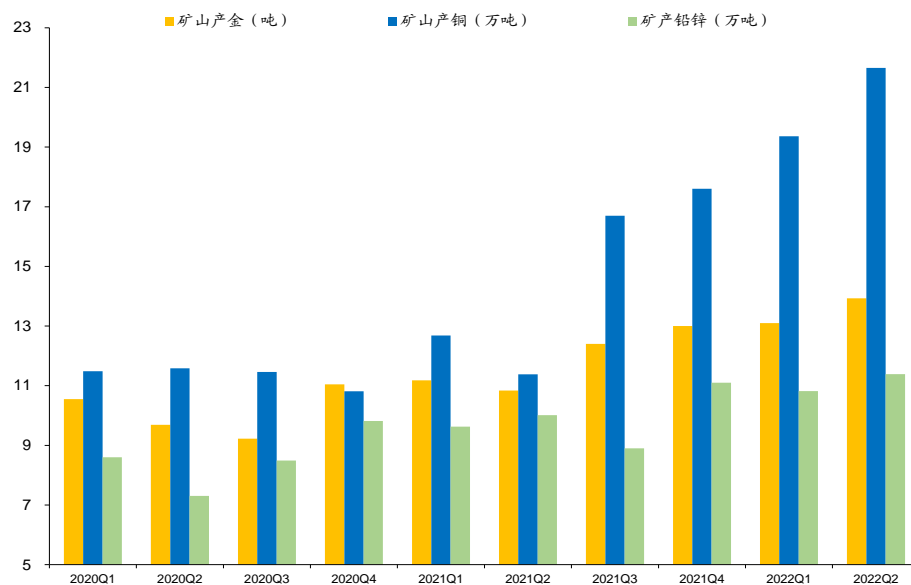
表 4 紫金矿业 2020Q1-2022Q2 季度产量表

	矿山产金 (吨)	矿山产铜 (万吨)	矿山产锌 (万吨)
2020Q1	10.6	11.5	8.6
2020Q2	9.7	11.6	7.3
2020Q3	9.2	11.5	8.5
2020Q4	11.0	10.8	9.8
2021Q1	11.2	12.7	9.6
2021Q2	10.8	11.4	10.0
2021Q3	12.4	16.7	8.9
2021Q4	13.0	17.6	11.1
2022Q1	13.1	19.4	10.8
2022Q2	13.9	21.7	11.4
2022 年计划	60.0	86.0	48.0

资料来源：紫金矿业公告，海通国际

根据发展现状和需要，公司将 2030 年战略目标从“高技术效益型特大国际矿业集团”更新为“绿色高技术超一流国际矿业集团”，朝着更高的目标奋勇前进。

图1 2020-2022 年紫金矿业铜、金等主要产品产量实现逐季提升



资料来源：紫金矿业公告，海通国际

公司 2022 年主要产品计划指标：矿产金 60 吨，矿产铜 86 万吨，矿产锌（铅）48 万吨，矿产银 310 吨，铁精矿 320 万吨。产量持续高速增长。

### 3. 成本端：贵金属成本同比下降显著

随着佩吉铜金矿等全球高品位项目投产，紫金矿业在 2021 年金属产品成本已如期改善，2022Q2 延续降本增效优势。其中 2022 年上半年矿山产铜成本为 18873 元/吨；矿山产金 2022Q2 成本为 179 元/克，同比下降 3.9%。

我们认为，2022 年以来全球能源及原材料成本出现大幅上涨，公司各品种成本端面临一定压力，但随着公司海外高品位矿山逐步达产，成本仍将维持全球较低水平。

表 5 2022Q2 紫金矿业分产品单季度成本数据

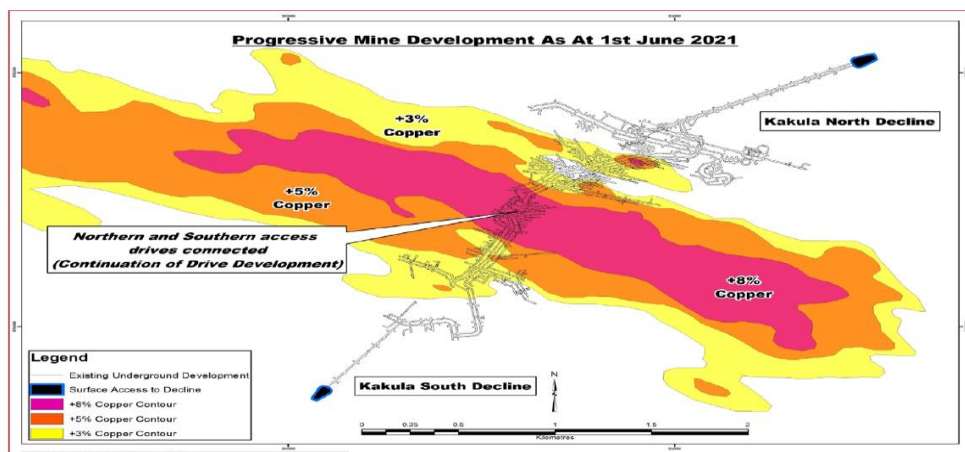
	单位	2021Q2	2022Q1	2022Q2	2022Q2 同比	2022Q2 环比	2022 上半年
矿山产金	元/克	186.3	172.9	179.0	-3.9%	3.5%	176.1
冶炼加工及贸易金	元/克	377.7	383.5	394.6	4.5%	2.9%	388.9
矿山产银	元/克	1.6	1.5	1.5	-3.5%	6.7%	1.5
矿山产铜	元/吨	18529.4	18305.0	19554.8	5.5%	6.8%	18873.0
矿山产铜精矿	元/吨	17866.6	16210.0	18467.8	3.4%	13.9%	17406.0
矿山产电积铜	元/吨	16369.7	20920.0	22790.1	39.2%	8.9%	21901.0
矿山产电解铜	元/吨	25477.0	30576.0	27100.3	6.4%	-11.4%	29591.0
冶炼产铜	元/吨	60998.5	61268.0	62802.6	3.0%	2.5%	62059.0
矿山产锌	元/吨	7254.1	7063.0	7770.6	7.1%	10.0%	7398.0
冶炼产锌	元/吨	18375.6	20898.0	22623.4	23.1%	8.3%	21813.0
铁精矿	元/吨	155.6	170.2	234.5	50.7%	37.8%	204.0

资料来源：紫金矿业各季报、年报

2022 年紫金矿业即将达产的矿山中，包括刚果金卡莫阿-卡库拉铜矿、塞尔维亚佩吉铜金矿上带矿、武里蒂卡金矿、圭亚那金田等，均为海外高品位优质项目，我们认为其成本显著低于国内矿山水平。

2021 年 6 月投产的卡莫阿-卡库拉铜矿中心矿区铜矿品位高达 8%，同时期投产的佩吉铜金矿上带矿平均品位为 3%，首采的超高品位矿段品位将数倍于矿山平均品位，两大矿山铜品位均远远高于国内铜矿（如紫金山铜矿品位 0.42%）。

图2 卡莫阿-卡库拉矿区中心玫红色为品位高达 8%的铜矿



资料来源：Ivanhoe，海通国际

#### 4. 收购道县湘源锂多金属矿，加快开发进度

紫金矿业公告出资 18 亿元收购厚道矿业 71.1% 股权，厚道矿业持有湖南省道县湘源锂多金属矿 100% 权益，在上述交易完成后公司将主导湘源锂多金属矿开发建设及运营并参股下游冶炼公司。未来项目将分为“矿山”与“冶炼”两部分并由两家公司负责运营。

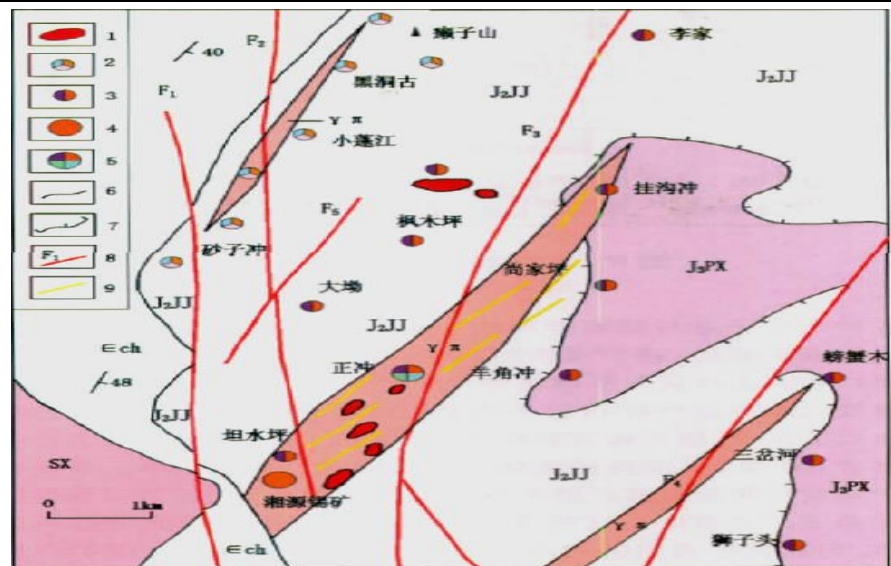
表 6 道县湘源锂多金属矿项目股权比例

	厚道矿业	未来“矿业”公司	未来“冶炼”公司
紫金矿业	71.1%	66%	34%
王明悦	28.9%	34%	66%

资料来源：紫金矿业公告，海通国际

道县湘源锂多金属矿位于湖南省道县、江华、宁远三县交界区，在道县县城东南方向约 45 公里处，有水泥公路直通县城，并且洛湛铁路通过县城西边，交通十分便利。该矿以铷为主，次为锡矿，同时伴生有钨、锂、铯、银等，矿区分为云英岩-石英脉型锡钨矿床和云英岩体型铷锂多金属矿床两种类型。随着近年来锂金属需求的爆发增长，该矿床伴生的锂金属将成为主要的开发矿种。

图 3 道县湘源锂多金属地质略图



资料来源：湖南省地质矿产勘查开发局，海通国际

道县湘源锂多金属矿资源量总计达到 29815 万吨矿石，氧化锂的品位达到 0.29%，即 87.4 万吨氧化锂，约合碳酸锂 216 万吨。公司表示目前矿床控制程度不够，还需进行补充勘探，矿山有较大的增储前景。

表 7 道县湘源锂多金属矿资源概况

资源类别	矿石量 (万吨)	品位			含量(吨)		
		Rb2O	Li2O	Cs2O	Rb2O	Li2O	Cs2O
332+333	4,831	0.23%	0.56%	0.013%	108,739	269,110	6,023
334	24,984	0.15%	0.24%	0.0007%	378,833	604,934	1,786
合计	29,815	0.16%	0.16%	0.0026%	487,572	874,044	7,809

资料来源：紫金矿业公告，海通国际

根据公司初步规划，矿山拟采用大规模露天开采，目前计划按 1000 万吨/年规模建设矿山，年产锂云母含碳酸锂当量 6-7 万吨，同时将配套建设碳酸锂及氢氧化锂冶炼项目。同时矿业公司将优先保障向冶炼公司提供原料，冶炼公司按市场公允价格采购，而紫金矿业单独享有冶炼公司 34% 产成品的包销权。

我们通过对近年涉锂重要收购进行梳理对比，认为本次紫金矿业收购湘源锂多金属矿作价合理，可以在未来的长期运营中取得较为可观的盈利。本次收购的万吨产能估值约为 3.9 亿元，万吨资源量估值约为 1174 万元，估值均处于中位水平。

表 8 近一年涉锂重要收购对价全梳理（灰色加重部分代表资源位于国内）

日期	收购方	地区	类型	项目名称	收购金额 (亿元)	收购 股比	规划产能 (万吨, LCE)	资源量 (万吨, LCE)	万吨产能 估值 (亿元)	万吨资源 量估值 (万元)
2022 年										
7 月 11 日	赣锋锂业	阿根廷	盐湖	Lithea-PPG	64.6	100%	5.0	1106	12.9	582
6 月 30 日	紫金矿业	中国湖南	云母	湘源锂多金属矿	18.0	71%	6.5	216	3.9	1174
4 月 29 日	紫金矿业	中国西藏	盐湖	拉果错盐湖 宜丰县圳口	48.97	70%	5	214.0	13.99	3269.2
4 月 21 日	宁德时代	中国江西	云母	里-奉新县视 下窝矿	8.7	100%	15.0	660	0.6	131
4 月 15 日	雅化集团	加拿大	锂矿山	福根湖和佐 治亚湖锂辉 石型锂矿项 目	0.256	13%	5	50.6	0.39	382.7
2 月 8 日	中矿资源	津巴布韦	锂矿山	Bikita	11.88	100%	1.8	85.0	6.60	1398.3
2021 年										
12 月 22 日	华友钴业	津巴布韦	锂矿山	Arcadia	27.43	100%	1.84	190	14.91	1443.7
12 月 21 日	力拓	阿根廷	盐湖	Rincon	53.63	100%	5	1177	10.73	455.6
11 月 3 日	盛新锂能	津巴布韦	锂钽矿	萨比星锂钽 矿	5	51%	-	21.9	-	4476.7
11 月 1 日	美洲锂业	阿根廷	盐湖	千禧锂业	26	100%	2.4	491.8	10.83	528.7
10 月 9 日	紫金矿业	阿根廷	盐湖	Neo Lithium	49.6	100%	2.0 (远期 6.0)	760.0	24.80	652.63
10 月 8 日	藏格控股	中国西藏	盐湖	麻米错盐湖	14.739	51%	-	250.0	-	1156.00
10 月 8 日	金圆股份	中国西藏	盐湖	锂源矿业	评估值 13 亿元	60%	不低于 0.8	22.5	16.25	5777.78
9 月 30 日	美国雅宝	中国广西	冶炼	广西天源	12.9	100%	2.5	-	5.16	-
9 月 29 日	宁德时代	阿根廷	盐湖	Millennial Lithium	19.2	100%	2.4	491.8	8.00	390.40
9 月 23 日	金圆股份	中国西藏	盐湖	辰宇矿业	评估值 12 亿元	51%	不低于 0.5	8.9	24.00	13483.15
9 月 22 日	赣锋董事长	中国内蒙古	锂矿山	蒙金矿业	13.44	70%	2.0	100.8	9.60	1904.39
9 月 17 日	赣锋锂业	中国青海	盐湖	锦泰锂业	7.0	15.48%	0.7 (矿证 6.0)	114.0	64.60	3966.63

资料来源：公司公告，海通国际

矿山将率先重启 30 万吨/年的采选系统。在资源进一步增储情况下，矿山保有将采选规模扩展到 1500 万吨/年的可能性，矿山建设将根据证照办理情况进行分期建设。

**盈利能力：**公司初步估算建设总投资为 37 亿元，其中建设投资为 35 亿元，基建期 2 年，生产期 18 年，按碳酸锂价格 10 万元/吨计算，5 年即可实现投资回收。

我们认为公司本次收购湘源锂多金属矿进一步增强了公司战略性锂矿产资源，提高了公司在锂行业的地位，交易完成后紫金矿业控制的“两湖一矿”碳酸锂当量资源量将超过 1000 万吨，远景规划年产能有望突破 15 万吨碳酸锂当量，均将进入全球前 10、国内前 3 的水平。

## 5. 拉果错盐湖：一期 2 万吨/年 LCE 正加快实施建设开发工作

公司旗下西藏拉果错盐湖锂矿正加快实施建设开发工作，一期产量拟调整为 2 万吨/年碳酸锂，二期建设投产后产量拟提升到 5 万吨/年碳酸锂。

拉果错盐湖保有资源量折碳酸锂 214 万吨，且由于是湖水含锂，其资源量即可视为储量，平均锂离子浓度 270 毫克/升，镁锂比 3.32。此外，项目碳酸锂、氧化硼、氧化铷、氧化铯均达到大型规模。

据紫金矿业统计，拉果错是国内最大的待开发锂盐湖床之一，资源量在国内排名前 5，全球排名前 20。本次收购完成后，拉果错有望成为国内产能最大的锂盐湖项目之一。

表 9 拉果错湖表卤水矿化学特征

项目	实测值	K <sup>+</sup> (mg/L)	Li <sup>+</sup> (mg/L)	B <sub>2</sub> O <sub>3</sub> (mg/L)	Cl <sup>-</sup> (mg/L)	比重 (g/cm <sup>3</sup> )	水化学类型
含量	最高值	2625.434	280.4486	4675	13431.92	1.046	SO <sub>4</sub> -Na
	最低值	2580.438	258.342	1450	12832.84	1.044	SO <sub>4</sub> -Na
	平均值	2595.979	269.50	2755.30	13094.40	1.045	SO <sub>4</sub> -Na

资料来源：拉果错盐湖锂矿采选工程环境影响报告书，海通国际

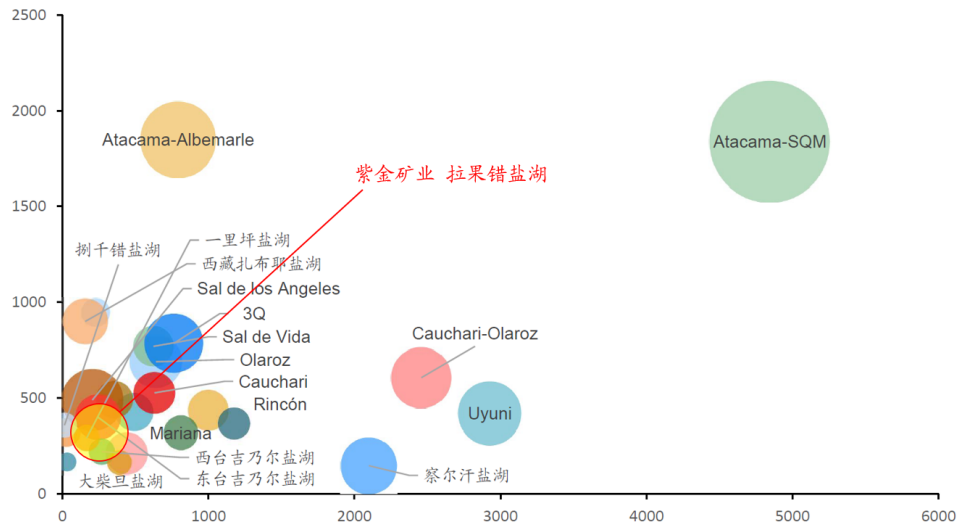
公司披露，拉果错盐湖是较为稀缺的纯湖表卤水资源，资源可靠程度高。液体卤水矿大致可分为湖表卤水和潜卤水，前者的锂资源赋存在湖表卤水湖中，资源容易测度，采卤简单，潜卤水的资源则是赋存在地表下的水层介质中，又可分为晶间卤水和孔隙卤水，资源的可靠性相对较差，采卤也相对麻烦。

南美以及中国等大量盐湖都是潜卤水资源，像拉果错这类纯湖表卤水资源较为稀缺。

资源禀赋方面，我们以资源量/储量为横轴，品位为纵轴，产能为气泡面积绘制了 2025 年预计在产项目的气泡图。由于梳理项目较多，我们在 2025 年的气泡图中仅显示大规模矿山及盐湖。

可以看出，拉果错盐湖储量在国内盐湖中与东台吉乃尔盐湖、西台吉乃尔盐湖在同一水平，高于西藏扎布耶盐湖、一里坪盐湖等，产能规模在国内乃至全球盐湖中属于较高水平。

图4 2025年预计在产盐湖项目气泡图



资料来源：各公司公告及项目报告，海通国际  
备注：横轴为资源量/储量（万吨 LCE 当量），纵轴为品位（平均锂离子浓度 mg/L）

公司认为，该项目建设规模有显著扩展空间，可采用更加环保经济的“吸附膜处理联合工艺”，即：从盐湖抽取的卤水经吸附锂离子后直接返回湖区，含锂的洗脱液经浓缩、除杂（除钙、镁、硼）后，制备锂产品；该工艺成熟，实施难度小，建设周期短。

拉果错盐湖是硫酸盐型盐湖，与青海各盐湖类似，但其镁锂比仅 3.32，远低于青海盐湖，在全球盐湖中也属较低水平，这会使得提锂环节的镁锂分离相对容易，可以采用吸附法直接从湖水中提锂，从而降低成本水平。我们认为，虽然该项目需要完善周边电力基建及交通，但有望成为国内产量领先的锂盐项目，最终达产综合成本有望控制在 3-4 万元/吨水平，在全球碳酸锂成本曲线中处于领先位置。

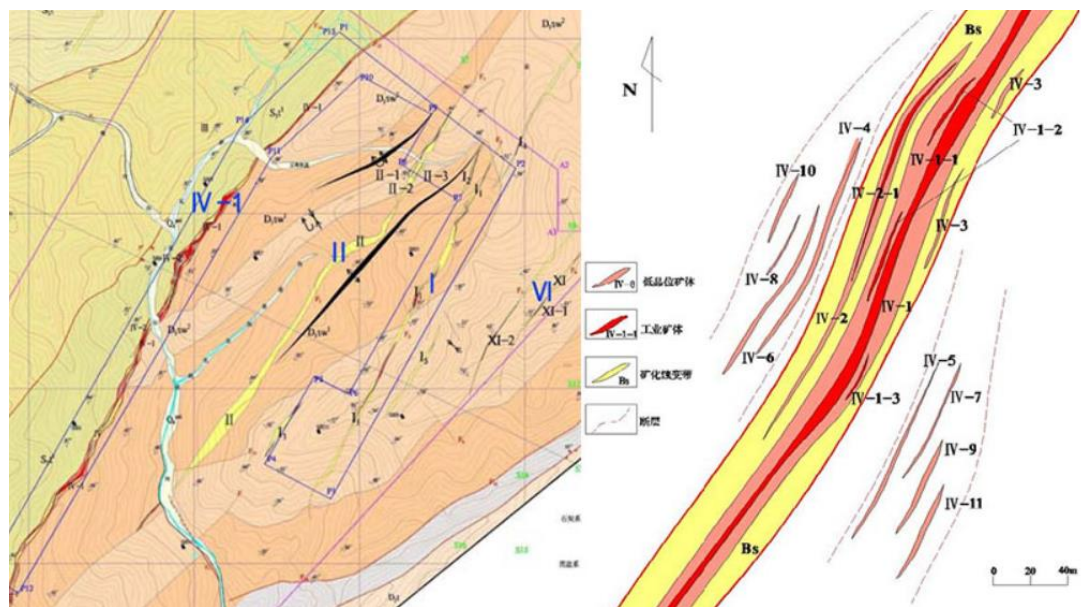
## 6. 收购“中亚金腰带”上萨瓦亚尔顿金矿，增储潜力足

2022年7月14日，公司通过协议转让收购阿历克斯投资持有的新疆伟福矿业100%股权，转让价款为人民币4.61亿元，同时出资3823.6万元收购相关债权，合计出资人民币4.99亿元。

本次收购完成后，紫金矿业将持有同源矿业70%的股权以及对其2.63亿元债权，同源矿业持有新疆乌恰县萨瓦亚尔顿金矿100%权益。

萨瓦亚尔顿金矿位于新疆乌恰县，地处著名的“中亚金腰带”黄金成矿带上，成矿条件良好，矿区已发现21条矿化带，其中主矿体长达3660米，平均厚度6.22米，根据勘探情况推断，矿床深部及周边仍有找矿潜力。

图5 萨瓦亚尔顿矿区矿化带分布



资料来源：紫金矿业官网，海通国际

萨瓦亚尔顿金矿储量为金金属量119.5吨，平均品位1.56克/吨，该项目资源量达超大型规模。

表10 萨瓦亚尔顿金矿矿石量，含金量及品位

	矿石量 (万吨)	金金属量 (吨)	品位 (克/吨)
工业矿	2325.29	60.07	2.59
低品位矿	5328.70	59.43	1.12
合计	7653.99	119.5	1.56

资料来源：新疆乌恰县萨瓦亚尔顿金矿勘探报告，海通国际

萨瓦亚尔顿金矿已获批14万吨/年的采矿权和外围探矿权，可望较短时间内启动建设，并为后期改扩建奠定基础。根据紫金技术团队预可研，项目拟按照8000吨/天规划建设，建成后年处理矿石量将达到264万吨，建设期2年，生产期25年，达产后年产金约2.76吨。

## 7. 布局 Xanadu 蒙古铜金矿项目

2022年4月19日，紫金矿业与 Xanadu Mines（仙乐都矿业）签署股权认购协议，公司拟分三阶段投资获得仙乐都矿业合计 19.9% 股权，以及仙乐都矿业下属辉腾金属 50% 股权，进而拥有蒙古 Kharmagtai 铜金矿项目约 45.9% 权益。每阶段具体方案如下表。

表 11 分阶段注资方案

第一阶段	公司通过新加坡设立的全资子公司以总额 556 万澳元的价格获得仙乐都矿业 9.9% 股权
第二阶段	公司继续认购仙乐都矿业 10% 的股权，将股权比例提升至 19.9%，并有权任命一名董事
第三阶段	公司现金支付 3500 万美元通过增发方式认购仙乐都下属全资子公司辉腾金属新发行股份，交易完成后公司持有辉腾金属 50% 股权，在做建设决策之后公司将主导 Kharmagtai 铜金矿项目的开发

资料来源：紫金矿业公告，海通国际

Kharmagtai 铜金矿项目位于蒙古南戈壁省斑岩铜矿带，距离乌兰巴托约 420 公里。根据仙乐都矿业 2021 年年报，Kharmagtai 铜金矿项目估算矿石量约 11 亿吨，含铜约 293 万吨，含金约 780 万盎司（约 243 吨），项目整体资源量较 2018 年有大幅提升。

表 12 Kharmagtai 铜金矿项目资源概况

披露时间	边界品位（当量铜）	级别	矿石量（百万吨）	品位			金属量		
				当量铜（%）	铜（%）	金（g/t）	当量铜（万吨）	铜（万吨）	金（万盎司）
2021 年	0.2%-露采 0.3%-地采	控制	455	0.4	0.3	0.2	185	125	370
		推断	664	0.3	0.2	0.2	233	168	410
2018 年	0.3%-露采 0.5%-地采	控制	131	0.5	0.4	0.4	71	48	150
		推断	477	0.4	0.3	0.2	197	150	293

资料来源：紫金矿业公告，海通国际

我们认为本次收购符合公司的业务发展方向，夯实了公司在全球的矿产资源布局，有利于进一步提升铜、金资源储备，项目建成投产后将进一步提升公司铜、金产量和效益。

## 8. 3Q 盐湖项目实现采卤晒卤试产，一期 2 万吨碳酸锂 2023 年底投产

公司首个锂矿项目阿根廷 3Q 盐湖锂矿正加快建设并实现第一阶段采卤晒卤试产，项目一期计划年产 2 万吨电池级碳酸锂，预计 2023 年底建成投产。目前项目正有序推进碳酸锂加工厂证照办理、长周期设备采购、工程设计及平基工程建设。

此外，公司将持续优化工艺设计方案，锂回收率和产量有望进一步提升。项目还开展了 4-6 万吨/年碳酸锂的初步研究，未来有望通过优化工艺设计方案，提升锂回收率和产量。

Neo Lithium 在阿根廷 Catamarca 的 3Q 锂卤水项目是世界上规模最大、品位最高的项目之一。项目拥有碳酸锂当量总资源量约 756.5 万吨，高浓度区域锂品位为 926mg/l，高品位核心部分排名全球第三高品位项目，并拥有世界最低临界杂质含量（SO<sub>4</sub>/Mg）。

图6 3Q 项目位于南美洲普纳高原“锂三角”区域



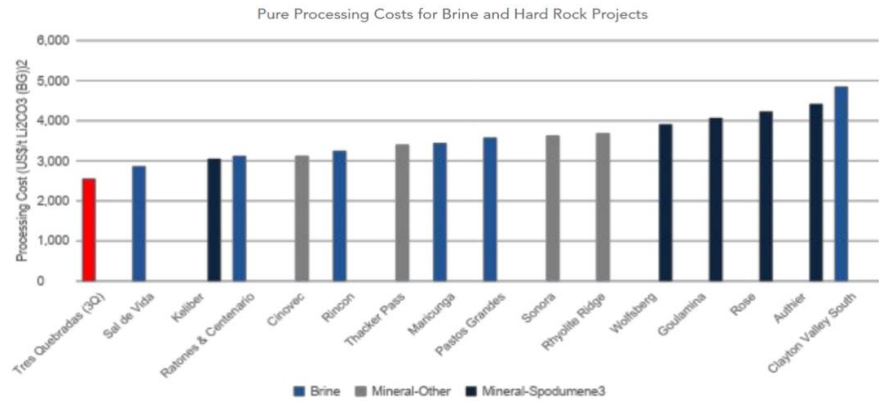
资料来源：Neo，海通国际

从资源地理角度看，3Q 项目位于南美洲“锂三角”区域，“锂三角”拥有全球 40% 以上的锂产量和 90% 以上的盐湖资源。“锂三角”区域还包括 Atacama、Uyuni、Hombre Muerto、Cauchari 等全球优质锂资源。

3Q 项目预可行性研究规划产能 2 万吨/年 LCE，税后净现值 12 亿美元，投资回收期低于 2 年。根据 Neo Lithium 披露，3Q 锂卤水项目所有主要瓶颈（池塘/工厂和基础设施）均是基于 4 万吨/年 LCE 产量设计。

3Q 项目由于其高品位低杂质、低资本支出等优势，2914 美元/吨 LCE 的运营成本处于全球锂资源行业最低的四分之一分位。

图7 3Q 项目 2914 美元/吨 LCE 的营运成本处于全球锂资源行业最低的四分之一分位



资料来源: Neo, 海通国际

3Q 盐湖是全球镁和硫酸盐含量最低、品位最高的项目之一。盐湖提锂由于镁和硫酸盐等杂质的存在，需要在卤水中进行分离，导致操作成本较高。3Q 盐湖低杂质的特性将导致提锂成本低于其他项目。

Neo 发布的 3Q 锂卤水项目预可行性研究数据显示，按照稳态年产量 2 万吨 LCE 测算，8% 贴现率的税后净现值 (NPV) 为 11.44 亿美元，税后内部收益率 (IRR) 为 49.9%，初始资本支出为 3.19 亿美元。项目现金营运成本为 2914 美元/吨，年平均 EBITDA 为 1.67 亿美元，投资回收期为 1.7 年 (不含收购资金和项目建设期)。

所有主要瓶颈 (池塘/工厂和基础设施) 均是基于 4 万吨/年 LCE 产量设计。3Q 项目设计年产 20,000 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 万吨至 6 万吨。

表 13 预可行性研究重点和结果汇总

税后净现值 (8% 折现率)	\$1144 百万
税后内部收益率	49.90%
初始资本支出	\$319 百万
现金运营成本 (每吨 LCE)	\$2,914
稳态年产量 (碳酸锂)	20000
矿山寿命	35 年
年均 EBITDA	\$167 百万
回收期 (从生产开始)	1 年 8 个月

资料来源: Neo, 海通国际

3Q 项目拟采用常规的蒸发-除杂-碳酸化沉锂工艺，从井采卤水中提取电池级碳酸锂。目前项目已在盐湖区建成两套试验性蒸发池系统，今年 6 月项目已产出纯度为 99.891% 的电池级碳酸锂。

该常规技术已经在该地区拥有超过 20 年的生产历史，3Q 项目拥有完备的全功能实验室、中试规模盐池和工厂，并已经成功生产出合格产品。我们认为该项目有望顺利建设与达产，并实现低成本运营。

紫金矿业收购后，将保留新锂公司在阿根廷的项目公司 Liex S.A. 现有管理及技术团队，发挥他们丰富的本地管理与运营经验。

此外值得注意的是，该地区没有居民或土著社区，政策允许项目施工，联邦政府批准的税收稳定协议为期 30 年。我们认为当地政策和社区环境均有利于矿业发展。

## 9. 卡莫阿-卡库拉：2022 年有望实现指引产量上限 34 万吨

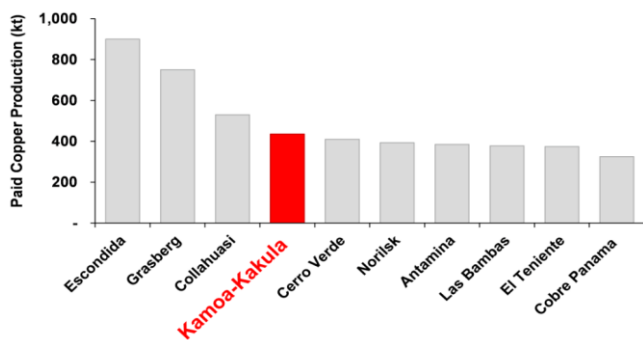
紫金旗下卡莫阿-卡库拉铜矿 2022Q2 创下全新季度纪录，生产精矿含铜金属 87314 吨。目前项目正进行采矿优化，目标是 2022H2 将原矿品位提高至平均 6%，同时提升更高的矿石处理能力，并提高回采率。I 期和 II 期选厂的年化总产能已接近精矿含铜约 40 万吨。技改方案完成后，预计到 2023Q2，卡莫阿铜业的年产能将提升至精矿含铜约 45 万吨。

今年 II 期选厂提前于 3 月投产，比原计划提前约 4 个月，将有利于卡莫阿铜业实现 2022 年铜生产指导目标 29-34 万吨的上限。

不仅如此，项目三期扩建工程设计和前期工作快速推进，计划 2024 年第四季度实现投产，预计年产能提升至 60 万吨铜，卡莫阿-卡库拉将按计划于 2024 年底成为世界第三大铜矿。此外，配套的 50 万吨冶铜炼厂也在推进中。

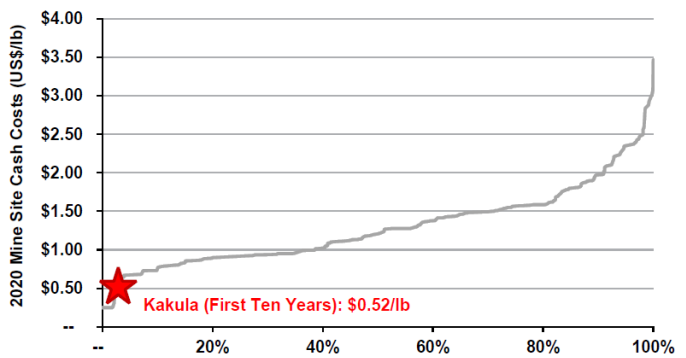
因此，我们认为卡莫阿-卡库拉项目产量持续超预期，项目在 2021 年生产精矿含铜 4.2 万吨（归属紫金权益），我们预计项目 2022 年生产铜将达 34 万吨以上（100%权益）。

图8 KamoA-Kakul 铜产量的基础预测(技改后)，与 2022 年全球十大生产矿山预测(按可售铜产量排名)比较



资料来源：Ivanhoe，海通国际

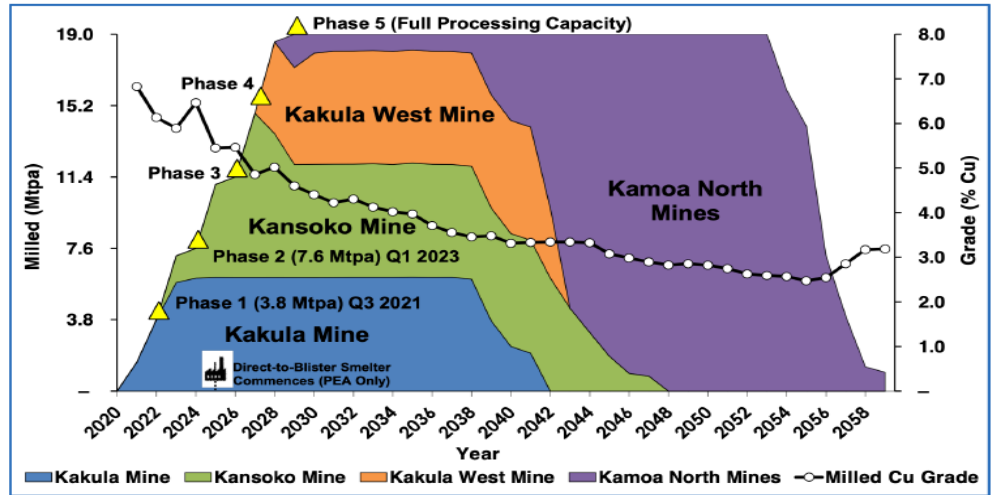
图9 2020 年全球铜矿场现金成本曲线(美元/磅)，卡库拉成本处于行业前 10% 分位



资料来源：Ivanhoe，海通国际  
备注：横坐标表示成本分位

Ivanhoe 发布的 2020 年初步经济评估也包括了卡莫阿-卡库拉分阶段连续运营开发方案，该方案初期生产从年采矿量 600 万吨的卡库拉矿山开始，随后加上卡索科、卡库拉西部和卡莫阿北部矿山的独立地下采矿作业，以及兴建一座直接粗铜冶炼厂，最终年采矿量将达到 1900 万吨水平，矿山整体寿命超过 40 年。

图10 卡莫阿-卡库拉年处理矿量 1900 万吨初步经济评估的长期开发计划



资料来源: Ivanhoe, 海通国际

根据其初步经济评估,运营前 10 年期间铜平均年产量可达 50.1 万吨,总现金成本为每磅铜 1.07 美元,并将于第 8 年达到 80.5 万吨的铜产量。按照这个生产规模计算,卡莫阿-卡库拉将会成为世界第二大的铜矿。

## 10. 丘卡卢-佩吉: 铜+金有色王牌组合, 下部矿带崩落法核心工程进展顺利

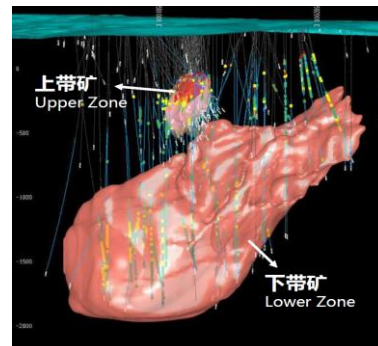
紫金矿业下属丘卡卢-佩吉铜金矿 (TIMOK 铜金矿) 上部矿带上半年产铜 52755 吨,金 2.56 吨。项目首采矿段为超高品位矿体,2022 年计划生产精矿含铜 10.3 万吨,金 5.3 吨。

图11 丘卡卢-佩吉铜金矿上部矿带采选项目进入试生产阶段



资料来源: 紫金矿业官网, 海通国际

图12 丘卡卢-佩吉上矿带顶部存在超高品位分布集中矿体



资料来源: 紫金矿业官网, 海通国际

丘卡卢-佩吉铜金矿上部矿带资源储量为铜金属量 128 万吨，平均品位 3%，金金属量 81 吨，平均品位 1.91 克/吨。上部矿带为地下开采，设计生产规模年处理量 330 万吨，总服务年限 13 年。

下部矿带推断资源量铜金属 1430 万吨，平均品位 0.86%；金金属量 299 吨，平均品位 0.18 克/吨，下部矿带崩落法核心工程进展顺利。

表 14 Timok 铜金矿上部矿带及下部矿带资源量、品位梳理

Timok 上部矿		
	平均品位	资源量 (金属量)
铜	3%	128 万吨
金	1.91g/t	81 吨
Timok 下部矿		
	平均品位	资源量 (金属量)
铜	0.86%	1430 万吨
金	0.18g/t	299 吨

资料来源：紫金矿业官网，海通国际

公司可研报告预计，项目建成投产后年均净利润为 2.01 亿美元，税后项目投资财务内部收益率为 60.54%，项目投资回收期（含建设期）为 3.50 年。

表 15 项目建成投产后公司估算产品产量

生产期 年份 (年)	投产期		达产期							减产期			
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
铜金属量 (万吨)	5.15	13.54	14.49	12.00	8.70	4.77	4.68	6.88	6.85	6.42	6.42	5.97	4.58
金金属量 (公斤)	2462	6076	5029	3637	1951	730	696	1299	1267	1197	1197	1120	855

资料来源：紫金矿业公开增发 A 股招股意向书，海通国际

税赋方面该项目具有较大优势，由于塞尔维亚现行的企业所得税法（Corporate Income Tax Law）企业所得税率为 15%，但满足一定条件可享受 10 年免税期。公司预计 Rakita 合资公司未来的投入将有望满足免税期条件的要求。

## 11. 盈利预测与估值

公司黄金、铜等金属资源储量居全球前列，我们预计公司 2022 年主要项目能够顺利投产，包括：（1）卡莫阿-卡库拉铜矿二期顺利达产；（2）塞紫铜 VK 矿 4 万吨/天技改顺利于 2022Q2 投产，达产后新增矿产铜约 3.5 万吨；（3）诺顿金田 Binduli 北年处理 500 万吨低品位矿石项目顺利于 2022Q3 建成投产，达产后新增矿产金约 2.5 吨；（4）诺顿金田难处理金矿项目顺利于 2022 年底建成投产；（5）山西紫金新建 6000/日矿山智能化采选改扩建主体工程顺利于 2022Q2 建成，达产后新增矿产金 3-4 吨。

我们认为公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.91、1.04 和 1.20 元/股，由于我们预计随着公司卡莫阿铜矿和佩吉铜金矿等投产运营，公司净利润将迎来快速增长期，参考可比公司估值水平，给予 2022 年 20 倍 PE 估值，对应合理价值 18.20 元，维持“优于大市”评级。

表 16 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PS (倍)	PB (倍)
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2022E	2022E
000878	云南铜业	202	0.38	0.71	0.78	31.21	16.70	15.21	0.16	2.15
600547	山东黄金	785	-0.04	0.50	0.61	-	37.72	30.92	2.10	3.63
600362	江西铜业	482	1.63	1.53	1.49	10.64	11.34	11.64	0.13	0.75
000975	银泰黄金	348	0.46	0.64	0.81	27.28	19.61	15.49	3.57	3.24
600988	赤峰黄金	358	0.35	0.74	1.08	61.43	29.05	19.91	6.94	6.80
	均值		0.56	0.82	0.95	32.64	22.89	18.63	2.58	3.31

注：收盘价为 2022 年 8 月 12 日价格，EPS 为 Wind 一致预测  
资料来源：Wind，海通证券研究所

## 12. 风险提示

项目建设进度不及预期。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	225102	322636	387180	461155
每股收益	0.60	0.91	1.04	1.20	营业成本	190351	274889	329404	395523
每股净资产	2.62	3.47	4.36	5.35	毛利率%	15.4%	14.8%	14.9%	14.2%
每股经营现金流	0.99	1.23	1.46	1.64	营业税金及附加	3460	4873	5882	6992
<b>价值评估 (倍)</b>					营业税金率%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
P/E	15.44	10.09	8.82	7.68	营业费用	412	742	891	1061
P/B	3.50	2.65	2.11	1.72	营业费用率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
EV/EBITDA	2.71	1.91	1.52	1.16	管理费用	5309	5807	8208	9223
<b>盈利能力指标 (%)</b>					管理费用率%	2.4%	1.8%	2.1%	2.0%
毛利率	15.4%	14.8%	14.9%	14.2%	EBIT	24800	35223	41471	46781
净利润率	7.0%	7.4%	7.1%	6.8%	财务费用	1496	1327	1159	923
净资产收益率	22.7%	26.2%	23.9%	22.4%	财务费用率%	0.7%	0.4%	0.3%	0.2%
资产回报率	7.6%	10.3%	10.2%	10.2%	资产减值损失	598	400	100	400
投资回报率	12.9%	16.4%	17.0%	17.2%	投资收益	1692	4000	3000	4200
<b>盈利增长 (%)</b>					<b>营业利润</b>	25087	37696	43212	49668
营业收入增长率	31.3%	43.3%	20.0%	19.1%	营业外收支	-293	150	30	30
EBIT 增长率	89.7%	42.0%	17.7%	12.8%	<b>利润总额</b>	24794	37846	43242	49698
净利润增长率	140.8%	53.0%	14.4%	14.9%	EBITDA	32996	41084	47837	54140
<b>偿债能力指标</b>					所得税	5194	8063	9161	10549
资产负债率	56.0%	49.1%	44.6%	41.1%	有效所得税率%	20.9%	21.3%	21.2%	21.2%
流动比率	0.9	1.1	1.2	1.3	少数股东损益	3927	5808	6646	7634
速动比率	0.5	0.5	0.5	0.6	<b>归属母公司所有者净利润</b>	15673	23975	27435	31515
现金比率	0.3	0.3	0.3	0.5	<b>资产负债表 (百万元)</b>				
经营效率指标					货币资金	14222	14374	19883	29448
应收账款周转天数	2.9	2.7	2.8	2.7	应收账款及应收票据	2445	2367	2922	3448
存货周转天数	35.8	37.2	36.7	36.9	存货	19309	27983	33134	39944
总资产周转率	1.2	1.5	1.5	1.6	其它流动资产	9130	10423	11296	12351
固定资产周转率	4.3	5.5	6.1	7.0	流动资产合计	45106	55148	67236	85191
					长期股权投资	9628	9628	24628	39628
					固定资产	55597	62616	65183	66456
					在建工程	18548	27548	32548	37548
					无形资产	47531	47531	47531	47531
					非流动资产合计	161313	178583	202249	224822
					<b>资产总计</b>	206419	233731	269485	310013
					短期借款	18229	10980	10569	10323
					应付票据及应付账款	7837	10328	12385	14868
					预收账款	0	0	0	0
					其它流动负债	24237	30412	34396	39176
					流动负债合计	50302	51720	57350	64367
					长期借款	36127	36127	36127	36127
					其它长期负债	29084	26803	26803	26803
					非流动负债合计	65211	62930	62930	62930
					<b>负债总计</b>	115513	114650	120280	127297
					实收资本	2633	2633	2633	2633
					归属于母公司所有者权益	69043	91410	114888	140766
					少数股东权益	21863	27670	34316	41950
					<b>负债和所有者权益合计</b>	206419	233731	269485	310013

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 12 日; (2) 以上各表均为简表  
资料来源: 公司年报, 海通国际

**APPENDIX 1****Summary**

**In 2022H1, the net profit attributable to the parent increased by 90% year on year.** Zijin Mining realized a net profit attributable to the parent company of 12.63 billion yuan in the first half of the year, an increase of 90% year on year.

**The metal price recovered after systemic risks, and the key projects of 22h2 company continued to expand.** Zijin Mining had 217000 tons of copper in the second quarter, a year-on-year increase of 90%; Mineral gold was 13.9 tons, with a year-on-year increase of 29%; Mineral zinc was 114000 tons, with a year-on-year increase of 14%.

**Cost side: the cost of precious metals decreased significantly year on year.** The copper production cost of Zijin Mining in the first half of the year was 18873 yuan / ton; The cost of gold production in 2022q2 was 179 yuan / g, a year-on-year decrease of 3.9%.

**Acquisition of Xiangyuan lithium Polymetallic Mine in Dao County to accelerate the development progress.** Zijin Mining announced that it invested 1.8 billion yuan to acquire 100% of the interests of Xiangyuan lithium Polymetallic Mine in Dao County, Hunan Province. It plans to build the mine at the scale of 10 million tons / year, with an annual output of 60000-70000 tons of lithium carbonate equivalent in lithium mica.

**Lagoco Salt Lake: phase I is accelerating the construction and development.** The output of phase I lithium mine in lagocuo Salt Lake in Tibet is planned to be adjusted to 20000 tons / year lithium carbonate, and the output is planned to be increased to 50000 tons / year lithium carbonate after the construction and operation of phase II.

**The acquisition of savayalton gold mine on the "Central Asian gold belt" has sufficient potential for increasing reserves.** The construction period of the project is 2 years, the production period is 25 years, and the annual output of gold is about 2.76 tons.

**Acquisition of Xanadu and layout of Mongolia copper and gold mine project.** The company plans to invest in three stages to acquire 19.9% of the total equity of xianledu mining and 50% of the equity of Phaeton metal under xianledu mining, and then hold about 45.9% of the equity of kharmagtai copper and gold mine project in Mongolia.

**The 3Q Salt Lake project has realized the trial production of brine extraction and drying, and the first phase of 20000 tons of lithium carbonate will be put into production at the end of 2023.** The first phase of the project is planned to produce 20000 tons of battery grade lithium carbonate annually, which is expected to be completed and put into operation by the end of 2023.

**Profit forecast and valuation. We believe that the EPS of the company in 2022-2024 will be 0.91, 1.04 and 1.20 yuan / share respectively.** As we expect that with the production and operation of the company's kamo copper mine and Peggy copper and gold mine, the company's net profit will usher in a rapid growth period. Referring to the valuation level of comparable companies, we give a PE valuation of 20 times in 2022, corresponding to a reasonable value of 18.20 yuan, and maintain the rating of "superior to the market".

**Risk statement.** The construction progress of the project is not as expected.

## 附录 APPENDIX

### 重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

### IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

### HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，施毅，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。I, Yi Shi, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed.

### 利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

海通证券股份有限公司和/或其子公司（统称“海通”）在过去 12 个月内参与了 603799.CH 的投资银行项目。投资银行项目包括：1、海通担任上市前辅导机构、保荐人或主承销商的首次公开发行项目；2、海通作为保荐人、主承销商或财务顾问的股权或债务再融资项目；3、海通作为主经纪商的新三板上市、目标配售和并购项目。

Haitong Securities Co., Ltd. and/or its subsidiaries (collectively, the "Haitong") have a role in investment banking projects of 603799.CH within the past 12 months. The investment banking projects include 1. IPO projects in which Haitong acted as pre-listing tutor, sponsor, or lead-underwriter; 2. equity or debt refinancing projects of 603799.CH for which Haitong acted as sponsor, lead-underwriter or financial advisor; 3. listing by introduction in the new three board, target placement, M&A projects in which Haitong acted as lead-brokerage firm.

作为回报，海通拥有 002738.CH 一类普通股证券的 1%或以上。

The Haitong beneficially owns 1% or more of a class of common equity securities of 002738.CH.

603799.CH 目前或过去 12 个月内是海通的投资银行业务客户。

603799.CH is/was an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

600547.CH 及 600988.CH 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

600547.CH and 600988.CH are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

000878.CH, 福建马坑矿业股份有限公司 及 封开县威利邦木业有限公司目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非证券业务服务。

000878.CH, 福建马坑矿业股份有限公司 and 封开县威利邦木业有限公司 are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-securities services.

海通预计将（或者有意向）在未来三个月内从 002738.CH 及 603799.CH 获得投资银行服务报酬。

Haitong expects to receive, or intends to seek, compensation for investment banking services in the next three months from 002738.CH and 603799.CH.

海通在过去的 12 个月中从 000878.CH, 福建马坑矿业股份有限公司 及 封开县威利邦木业有限公司获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 000878.CH, 福建马坑矿业股份有限公司 and 封开县威利邦木业有限公司.

海通担任 600547.CH, 002460.CH 及 601899.CH 有关证券的做市商或流通量提供者。

Haitong acts as a market maker or liquidity provider in the securities of 600547.CH, 002460.CH and 601899.CH.

### 评级定义 (从 2020 年 7 月 1 日开始执行):

海通国际 (以下简称“HTI”) 采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司: 优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息, 投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下, 分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况 (比如投资者的现有持仓) 以及其他因素。

#### 分析师股票评级

**优于大市**, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10% 以上, 基准定义如下

**中性**, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大, 基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则, 我们会将中性评级划入持有这一类别。

**弱于大市**, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10% 以上, 基准定义如下

各地股票基准指数: 日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

#### Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

#### Analyst Stock Ratings

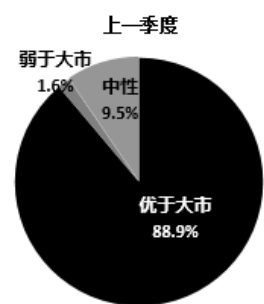
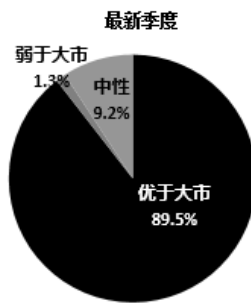
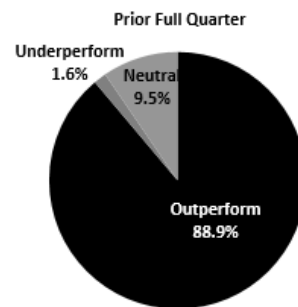
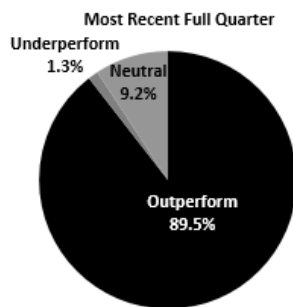
**Outperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Neutral:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

**Underperform:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.**

### 评级分布 Rating Distribution



#### 截至 2022 年 6 月 30 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	89.5%	9.2%	1.3%
投资银行客户*	5.9%	5.6%	5.0%

\*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入, 中性和卖出分别对应我们当前优于大市, 中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则, 我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

#### 此前的评级系统定义 (直至 2020 年 6 月 30 日):

买入, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10% 以上, 基准定义如下

中性, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大, 基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则, 我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出, 未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10% 以上, 基准定义如下

各地股票基准指数: 日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

## Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of Jun 30, 2022

	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	89.5%	9.2%	1.3%
IB clients*	5.9%	5.6%	5.0%

\*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

### Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

**BUY:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**NEUTRAL:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

**SELL:** The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

**Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.**

**海通国际非评级研究:** 海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

**Haitong International Non-Rated Research:** Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

**海通国际 A 股覆盖:** 海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券（600837.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

**Haitong International Coverage of A-Shares:** Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

**海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数:** 海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

**Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index:** HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

**MSCI ESG 评级免责声明条款:** 尽管海通国际的信息供货商（包括但不限于 MSCI ESG Research LLC 及其附属公司（「ESG 方」）从其认为可靠的来源获取信息（「信息」），ESG 方均不承担或保证此任何数据的原创性、准确性和/或完整性，并明确表示不作出任何明示或默示的担保，包括可商售性和针对特定目的的适用性。该信息只能供阁下内部使用，不得以任何形式复制或重新传播，不得用作任何金融工具、产品或指数的基础或组成部分。此外，信息本质上不能用于判断购买或出售何种证券，或何时购买或出售该证券。即使已被告知可能造成的损害，ESG 方均不承担与此任何资料有关的任何错误或遗漏所引起的任何责任，也不对任何直接、间接、特殊、惩罚性、附带性或任何其他损害赔偿（包括利润损失）承担任何责任。

**MSCI ESG Disclaimer:** Although Haitong International's information providers, including without limitation, MSCI ESG Research LLC and its affiliates (the "ESG Parties"), obtain information (the "Information") from sources they consider reliable, none of the ESG Parties warrants or guarantees the originality, accuracy and/or completeness, of any data herein and expressly disclaim all express or implied warranties, including those of merchantability and fitness for a particular purpose. The Information may only be used for your internal use, may not be reproduced or redisseminated in any form and may not be used as a basis for, or a component of, any financial instruments or products or indices. Further, none of the Information can in and of itself be used to determine which securities to buy or sell or when to buy or sell them. None of the ESG Parties shall have any liability for any errors or omissions in connection with any data herein, or any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.

**盟浪义利 (FIN-ESG) 数据通免责声明条款:** 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司（以下简称“本公司”）基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据（如财务业绩数据等）仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有，本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权，任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的，不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容（如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务（含认证）协议》《盟浪网隐私政策》等）有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

**SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer:** Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.
2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.
3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.
4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of Susallwave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

### 重要免责声明:

**非印度证券的研究报告:** 本报告由海通国际证券集团有限公司 (“HTISGL”) 的全资附属公司海通国际研究有限公司 (“HTIRL”) 发行, 该公司是根据香港证券及期货条例 (第 571 章) 持有第 4 类受规管活动 (就证券提供意见) 的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”) 的协助下发行, HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

**印度证券的研究报告:** 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”) 所发行, 包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) 上市公司 (统称为「印度交易所」) 的研究报告。HSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌, 经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源, 但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司 (“HTISG”) 的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期, 如有更改, 恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容, 本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区, 本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价, 则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易, 包括设计金融衍生工具的, 有产生重大风险的可能性, 因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况, 如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问, 以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失, HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师外, HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员, 均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 [www.equities.htisec.com](http://www.equities.htisec.com), 查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织和行政安排的内容信息。

**非美国分析师披露信息:** 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格, 并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

### IMPORTANT DISCLAIMER

**For research reports on non-Indian securities:** The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

**For research reports on Indian securities:** The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities

referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website [www.equities.htisec.com](http://www.equities.htisec.com) for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

**Non U.S. Analyst Disclosure:** The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

#### 分发和地区通知:

除非下文另有规定, 否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

**香港投资者的通知事项:** 海通国际证券股份有限公司("HTISCL")负责分发该研究报告, HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)(以下简称"SFO")所界定的要约邀请, 证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的"专业投资者"。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

**美国投资者的通知事项:** 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年"美国证券交易法"第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」("Major U.S. Institutional Investor")和「机构投资者」("U.S. Institutional Investors")。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC") 注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA") 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.

340 Madison Avenue, 12th Floor

New York, NY 10173

联系人电话: (212) 351 6050

#### DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

**Notice to Hong Kong investors:** The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

**Notice to U.S. investors:** As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with,

or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.  
340 Madison Avenue, 12<sup>th</sup> Floor  
New York, NY 10173  
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

**中华人民共和国的通知事项:** 在中华人民共和国(下称“中国”,就本报告目的而言,不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾)只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规,该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公开发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定,在取得中国政府所有的批准或许可之前,任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

**加拿大投资者的通知事项:** 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施,该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) 的规定得到「国际交易商豁免」(“International Dealer Exemption”) 的交易商,位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大,该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发行。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料,其中所载的信息或所述证券的优点,任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时,每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」(“Accredited Investor”), 或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」(“Permitted Investor”)。

**新加坡投资者的通知事项:** 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [公司注册编号 201311400G] 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》(第 110 章) (“FAA”) 定义的豁免财务顾问,可 (a) 提供关于证券,集体投资计划的部分,交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》(第 289 章) 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题,本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd  
50 Raffles Place, #33-03 Singapore Land Tower, Singapore 048623  
电话: (65) 6536 1920

**日本投资者的通知事项:** 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布,旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构(根据日本金融机构和交易法(“FIEL”)) 第 61 (1) 条,第 17-11 (1) 条的执行及相关条款)。

**英国及欧盟投资者的通知事项:** 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布,本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

**澳大利亚投资者的通知事项:** Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会(以下简称“ASIC”)公司(废除及过度性)文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究,该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: [www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au)。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制,该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

**印度投资者的通知事项:** 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布,包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (统称为「印度交易所」) 研究报告。

本项研究仅供收件人使用,未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有: 海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

**People's Republic of China (PRC):** In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute “production and business activities in the PRC” under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

**Notice to Canadian Investors:** Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the “international dealer exemption” under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an “accredited investor” as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a “permitted client” as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

---

**Notice to Singapore investors:** This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) [Co Reg No 201311400G. HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act (Cap. 110) (“FAA”) to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act (Cap. 289). Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6536 1920

**Notice to Japanese investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act (“FIEL”) Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

**Notice to UK and European Union investors:** This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited’s affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

**Notice to Australian investors:** The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, [www.legislation.gov.au](http://www.legislation.gov.au). Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

**Notice to Indian investors:** The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”).

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>

---

## Zijin Mining Group - 601899 CH



1. 4 May 2020 OUTPERFORM at 3.92 target 4.76.
2. 8 Jun 2020 OUTPERFORM at 3.82 target 4.76.
3. 12 Jun 2020 OUTPERFORM at 3.82 target 4.76.
4. 26 Aug 2020 OUTPERFORM at 6.2 target 7.0.
5. 21 Oct 2020 OUTPERFORM at 6.68 target 7.0.
6. 14 Dec 2020 OUTPERFORM at 8.43 target 11.2.
7. 1 Feb 2021 OUTPERFORM at 9.6 target 12.3.
8. 22 Mar 2021 OUTPERFORM at 10.83 target 14.28.
9. 12 Apr 2021 OUTPERFORM at 10.29 target 14.28.
10. 19 Apr 2021 OUTPERFORM at 9.68 target 14.28.
11. 5 Jul 2021 OUTPERFORM at 9.84 target 14.88.
12. 1 Aug 2021 OUTPERFORM at 10.25 target 14.88.
13. 11 Oct 2021 OUTPERFORM at 10.25 target 14.88.
14. 18 Oct 2021 OUTPERFORM at 11.05 target 14.88.
15. 21 Mar 2022 OUTPERFORM at 10.63 target 16.8.
16. 12 Apr 2022 OUTPERFORM at 11.68 target 19.8.
17. 5 May 2022 OUTPERFORM at 11.07 target 19.8.

Source: Company data Bloomberg, HTI estimates