紫金矿业（601899.SH）2022 年三季度业绩点评

价跌本升 Q3 业绩承压，内生增长+外延并购持续发力

2022 年 10 月 24 日

推荐 维持评级

当前价格： 7.93 元



分析师 邱祖学
执业证书：S0100521120001
邮箱：qiuzuxue@mszq.com
分析师 张航
执业证书：S0100522080002
邮箱：zhanghang@mszq.com
研究助理 张弋清
执业证书：S0100121120057
邮箱：zhangyiqing@mszq.com
研究助理 刘小华
执业证书：S0100121120055
邮箱：liuxiaohua@mszq.com
研究助理 吴纪磊
执业证书：S0100122010038
邮箱：wujilei@mszq.com

相关研究

1.紫金矿业（601899.SH）动态报告：底部收购 Rosebel 金矿，优质资源再下一城-2022/10/20

2.紫金矿业（601899.SH）2022 年半年度业绩点评：量价齐升业绩创新高，期待“两湖一矿”锂资源放量-2022/08/15

3.紫金矿业（601899.SH）2022 年半年度业绩预告点评：内生式增长助业绩同比大增，三大铜矿业集群持续放量-2022/07/10

4.紫金矿业（601899.SH）事件点评：卡莫阿产能规划再度跃升，全球第三大铜矿山呼之欲出-2022/05/05

5.紫金矿业（601899.SH）事件深度点评：加码能源金属，优质盐湖再下一城-2022/05/02

- **事件：公司发布 2022 三季报等公告。**2022 前三季度，公司实现营收 2041.91 亿元，同比增长 20.84%；归母净利润 166.67 亿元，同比增长 47.47%。分季度看，2022Q3，公司实现营收 717.34 亿元，同比增长 21.35%、环比增长 5.98%；归母净利润 40.37 亿元，同比减少 13.24%、环比减少 37.95%。业绩低于我们的预期。公司公告以 59.1 亿元收购沙坪沟钼矿钼矿 84%股权，此外公司拟以自有资金回购不低于人民币 2.5 亿元（含）且不超过人民币 5 亿元（含）的 A 股股份，彰显公司管理层信心，同时计划发行可转债募集 100 亿元。
- **2022Q3 归母净利润同比下滑的主要在于毛利增幅较小，而费用与税金的增加较大。**2022Q3 公司毛利润同比增 0.91%、环比降低 20.26%至 91.54 亿元，毛利率同比降低 2.59pct、环比降 4.2pct.至 12.76%，其中矿产品和冶炼端毛利为 90.10 亿元，同比增 5.29%，环比降 17.49%，而费用与税金同比增 24.22%，环比增 8.46%。我们认为，公司 2022 年前三季度毛利润同比大幅增长的核心原因在于矿山销量增长带来毛利增厚 104.29 亿元。然而，2022Q3 毛利润环比下降 23.25 亿，主要在于矿山产品毛利润环比下降 21.48 亿元。
- **单季度量、价、本数据：**2022Q3，①销量端：矿产金、矿产银、矿产铜、矿产锌、铁精矿环比分别+3.04%、+5.33%、+25.35%、+6.95%、-52.59%。得益于卡莫阿、Timok、巨龙铜矿持续放量，公司矿产铜销量同比获得较大增长。②价格端：矿产金、矿产银、矿产铜、矿产锌、铁精矿环比分别-5.67%、-17.73%、-21.13%、-12.15%、-14.16%。由于美联储加息压制，主要金属价格均有所回落。③成本端：矿产金、矿产银、矿产铜、矿产锌、铁精矿环比分别+7.91%、+4.31%、+4.76%、+9.49%、+2.85%。通胀、疫情等导致能源、人工、物料成本有所上升，成本端环比均有一定提升。
- **内生增长+外延并购持续发力。①铜板块：**三大世界级铜矿持续放量，自然崩落法项目稳步推进。**②黄金板块：**挖潜内部矿山，通过技改等措施增加各矿山产量，近期发力外延并购，今年连续收购三大金矿，包括新疆萨瓦亚尔顿金矿、山东海域金矿、苏里南 Rosebel 金矿，为远期黄金产量的增长打下坚实基础。**③锂板块：**手握“两湖一矿”优质锂资源，办证和项目建设等均在持续推进中，期待资源优势转化为产量优势。**④其他金属：**加码战略矿种钼，收购全球储量最大单体钼矿，权益钼资源量即将大幅提升，未来有望成为全球最大钼生产企业之一。
- **投资建议：**公司主要产品铜金锌 2022 年产量指引相比于 2021 年的产量均有较大提升，叠加金属价格中枢提升，我们持续看好公司的阿尔法逻辑的兑现。考虑到成本上升以及主要金属价格阶段性回落，我们下调公司的盈利预测，预计 2022-2024 年公司将实现归母净利 212 亿元、241 亿元、268 亿元，对应 10 月 21 日收盘价的 PE 为 10x、9x 和 8x，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**项目进展不及预期，铜金等价格下跌，海外地缘政治风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	225102	271137	331353	387034
增长率（%）	31.3	20.5	22.2	16.8
归属母公司股东净利润（百万元）	15673	21170	24085	26781
增长率（%）	140.8	35.1	13.8	11.2
每股收益（元）	0.60	0.80	0.91	1.02
PE	13	10	9	8
PB	2.9	2.5	2.1	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 10 月 21 日收盘价）

目录

1 事件：公司公布 2022 年三季报 3
2 2022 年三季度业绩拆解：毛利同比大幅增加 4
3 毛利端拆解：量增推动 2022 年前三季度业绩增长 6
4 费用端：Q3 期间费用环比增加，负债率下降 0.81pct 11
5 Q3 环比维度非经常性利润减利，或指示经营业绩更优 13
6 经营性现金流环比下降，随着价格企稳以及产能释放，未来有望改善 15
7 项目跟踪：内生增长叠加外延并购，铜金锂多线并进 17
7.1 铜板块：三大世界级铜矿 2022 年进入产量释放期 17
7.2 金板块：项目稳定推进，力争完成生产目标 19
7.3 新能源金属：“两湖一矿”锂资源布局完善，期待产量释放 25
7.4 其他金属品种：收购全球储量最大单体钼矿 29
8 盈利预测与投资建议 31
9 风险提示 32
插图目录 34
表格目录 34

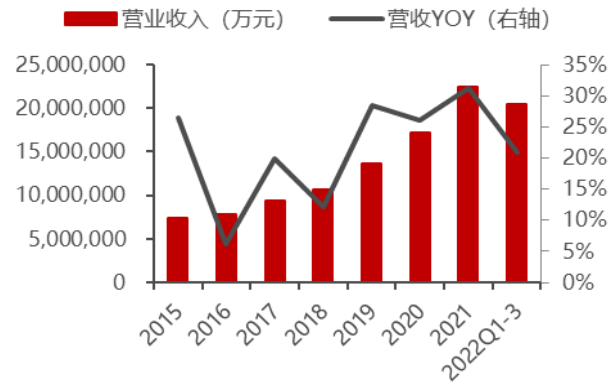
1 事件：公司公布 2022 年三季报

公司发布 2022 三季报：2022 前三季度，公司实现营收 2041.91 亿元，同比增长 20.84%；归母净利润 166.67 亿元，同比增长 47.47%；扣非归母净利 159.23 亿元，同比增长 51.8%。

分季度来看，2022Q3，公司实现营收 717.34 亿元，同比增长 21.35%、环比增长 5.98%；归母净利润 40.37 亿元，同比减少 13.24%、环比减少 37.95%；扣非归母净利 38.99 亿元，同比减少 10.92%、环比减少 34.81%。业绩低于我们的预期。

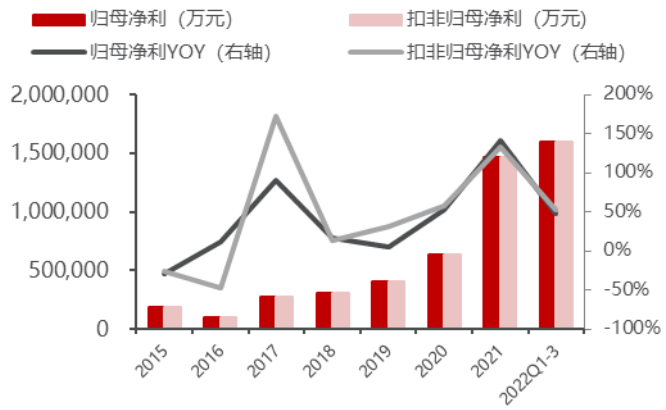
公司发布关于以集中竞价方式回购股份用于员工持股计划或股权激励方案的公告，彰显公司管理层信心。公司拟回购 A 股股份的资金总额不低于人民币 2.5 亿元（含）且不超过人民币 5 亿元（含），回购价格不超过人民币 8.50 元/股（含）。回购资金属公司自有资金。

图1：2022 年前三季度，公司实现营收 2041.91 亿元



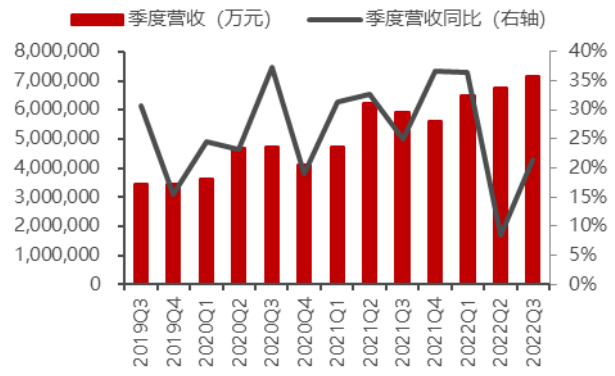
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2022 年前三季度，公司实现归母净利 166.67 亿元



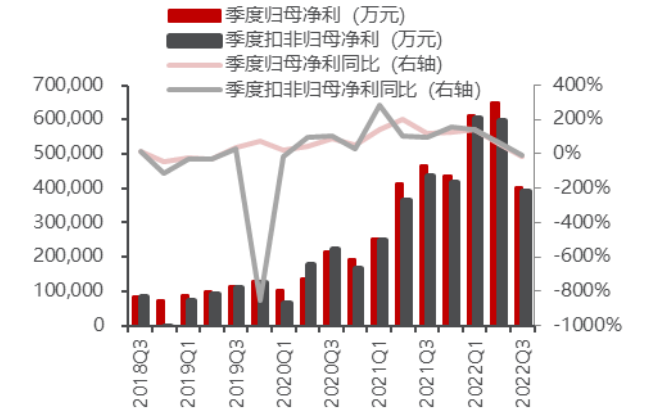
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2022Q3，公司实现营收 717.34 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2022Q3，公司实现归母净利润 40.37 亿元

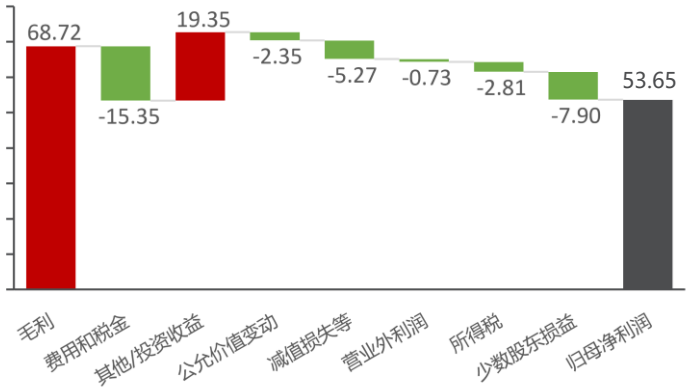


资料来源：wind，民生证券研究院

2 2022 年三季度业绩拆解：毛利同比大幅增加

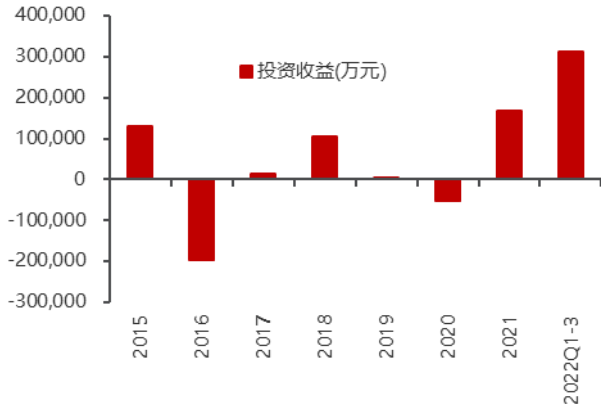
2022 前三季度 vs 2021 前三季度：2022 年前三季度，公司实现归母净利润 166.67 亿元，同比增加 53.65 亿元，核心在于毛利端同比增长 68.72 亿元，其他增利点还来自于其他/投资收益（+19.35 亿元）；同比减利点主要在于费用和税金（-15.35 亿元）、公允价值变动（-2.35 亿元）、减值损失等（-5.27 亿元）、营业外利润（-0.73 亿元）、所得税（-2.81 亿元）和少数股东损益（-7.90 亿元）。2022 年前三季度，矿山金、铜等产品销量大幅增长，毛利同比大幅增加。公司持有卡莫阿铜业的权益产铜量为 9.53 万吨，实现销售量为 9.17 万吨，同比分别增长 416%/555%，使得投资收益同比大幅增加。

图5：2021 年前三季度，公司毛利同比增加 68.72 亿元（单位：亿元）



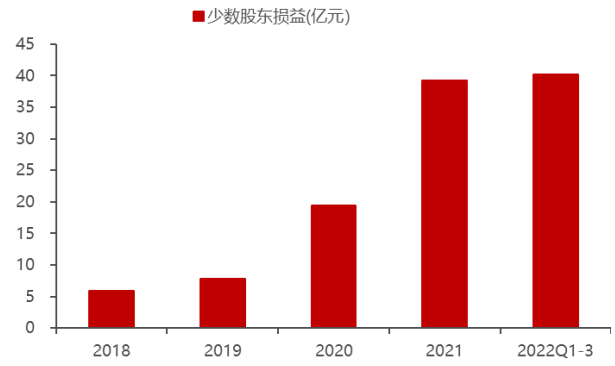
资料来源：wind，民生证券研究院

图6：公司投资净收益情况（单位：万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图7：公司少数股东损益情况（单位：万元）



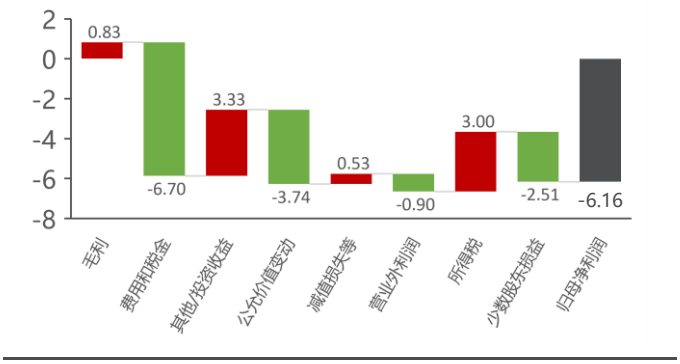
资料来源：wind，民生证券研究院

分季度同比来看，2022Q3 vs 2021Q3：2022Q3 归母净利润 40.37 亿元，同比减少 6.16 亿元，核心在于费用和税金减利 6.7 亿，其他减利点还来自于公允

价值变动（-3.74 亿元）、营业外利润（-0.9 亿元）和少数股东损益（-2.51 亿元）；主要的增利点包括毛利（+0.83 亿元）、其他/投资收益（+3.33 亿元）、减值损失等（+0.53 亿元）和所得税（+3.0 亿元）。

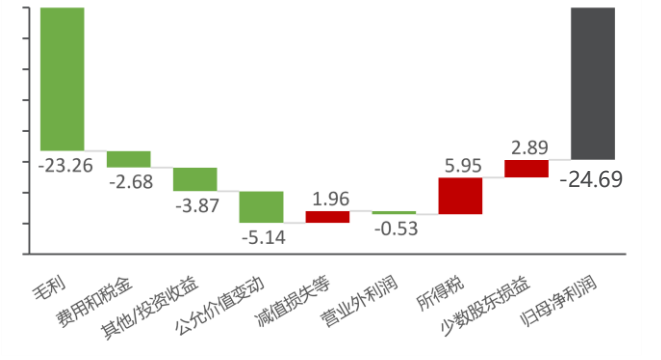
分季度环比来看，2022Q3 vs 2022Q2：2022Q3 归母净利润环比降低 24.69 亿元，核心在于毛利环比减少 23.26 亿元，其他减利点为费用和税金（-2.68 亿元）、其他/投资收益（-3.87 亿元）、公允价值变动（-5.14 亿元）和营业外利润（-0.53 亿元）；主要的增利点来自于减值损失等（+1.96 亿元）、所得税（+5.95 亿元）、少数股东损益（+2.89 亿元）。

图8：2022Q3 业绩同比变化拆分（单位：万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图9：2022Q3 业绩环比变化拆分（单位：万元）

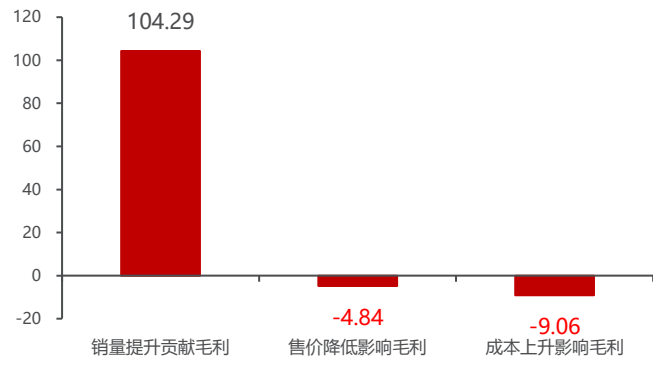


资料来源：wind，民生证券研究院

3 毛利端拆解：量增推动 2022 年前三季度业绩增长

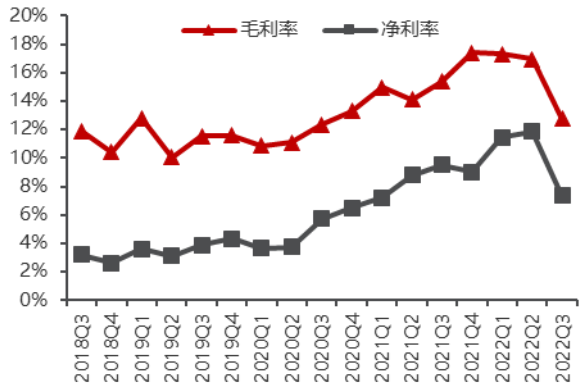
整体来看，1）2022 年前三季度公司毛利润同比增长 68.72 亿元，综合毛利率同比增 0.82pct 至 15.6%。2）分季度看，2022Q3 公司单季度毛利润同比增 0.91%、环比降低 20.26%至 91.54 亿元，毛利率同比降低 2.59pct、环比降 4.2pct.至 12.76%。我们认为，公司 2022 年前三季度毛利润同比大幅增长的核心原因在于矿山销量增长带来毛利增厚 104.29 亿元，矿山产品售价降低和成本上升分别减少了毛利 4.84 亿元、9.06 亿元。2022 年前三季度综合毛利率同比上升 0.82pct 至 15.6%，其中矿产品毛利率为 56.38%，同比降低 2.85pct。分季度看，2022Q3 毛利润环比下降 23.25 亿，主要在于矿山产品毛利润环比下降 21.48 亿元。

图10：2022 年前三季度矿山产品毛利增长分解（单位：亿元）



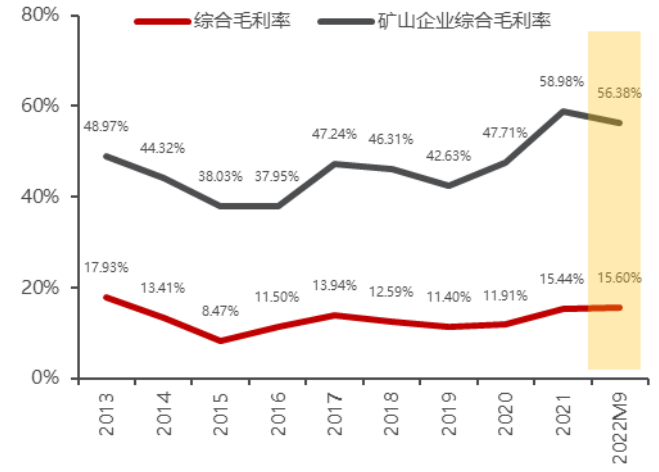
资料来源：wind，民生证券研究院

图11：2022Q3 公司销售毛利率为 12.76%



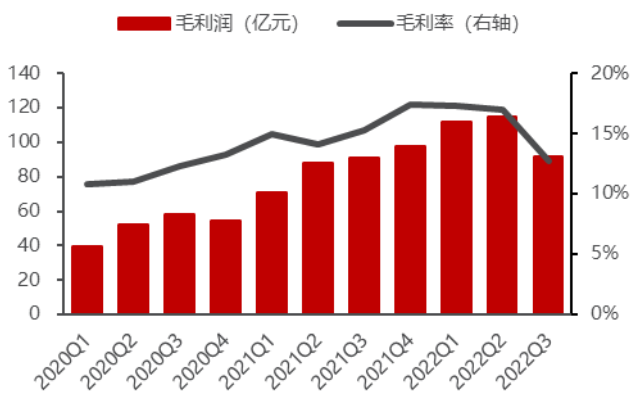
资料来源：wind，民生证券研究院

图12：公司综合毛利率及矿产品综合毛利率变化



资料来源：wind，民生证券研究院

图13：公司分季度毛利润及毛利率变化



资料来源：wind，民生证券研究院

环比角度，从详细分产品的毛利来看冶炼板块表现突出。

- ✓ 2022Q3 矿产品及冶炼端毛利环比降低 19.10 亿元，其中，矿产品及冶炼端毛利环比增加主要来自于金锭（+1.61 亿元）、冶炼产铜（+0.58 亿元）、冶炼产锌（+0.19 亿元）；但受到了来自于矿山产金（-4.67 亿元）、矿山产银（-0.58 亿元）、矿山产铜（-12.26 亿元）、矿产锌（-2.22 亿元）、铁精矿（-1.75 亿元）对业绩的拖累。
- ✓ 其他非主营产品（包括贸易物流，冶炼加工银，黄金制品，铜管/铜板带，贵金属贸易，服务业务等，含内部抵消，通过合计毛利值与主营业务产品之差计算得到）毛利环比降低 4.16 亿元。

表1：公司分季度毛利变化（单位：亿元）

	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q2 毛利占比 (%)	2022Q3 毛利占比 (%)	2022Q3 同比 (%)	2022Q3 环比 (%)
矿山产金	17.6	20.3	22.5	24.3	29.2	24.5	25.46%	26.82%	21.14%	-16.00%
金锭(加工金)	0.5	0.7	0.5	1.2	0.3	1.9	0.26%	2.08%	169.20%	549.52%
矿山产银	1.6	1.1	1.2	1.6	1.7	1.1	1.44%	1.17%	-2.94%	-34.94%
矿山铜板块	45.1	49.9	54.5	64.6	65.0	52.7	56.61%	57.60%	5.61%	-18.86%
冶炼产铜	**3.0**	**0.8**	**2.3**	**3.1**	**1.5**	**2.0**	**1.27%**	**2.22%**	**145.02%**	**39.84%**
矿山产锌	7.0	5.6	8.5	10.8	8.5	6.3	7.39%	6.84%	11.72%	-26.18%
冶炼产锌	**1.0**	**1.0**	**0.8**	**1.3**	**0.4**	**0.55**	**0.32%**	**0.60%**	**-44.28%**	**52.20%**
铁精矿	6.8	6.1	3.1	3.3	2.7	1.0	2.40%	1.10%	-83.66%	-63.52%
矿产品和冶炼端	**82.63**	**85.57**	**93.40**	**110.15**	**109.20**	**90.10**	**95.13%**	**98.44%**	**5.29%**	**-17.49%**
其他产品等	5.37	5.14	4.34	2.03	5.59	1.43	4.87%	1.56%	-72.13%	-74.37%
合计	**88.00**	**90.71**	**97.74**	**112.18**	**114.79**	**91.54**	**100.00%**	**100.00%**	**0.91%**	**-20.26%**

资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

注 1：其他产品等为通过合计毛利值与主营业务产品之差计算所得；

注 2：其它产品中主要包括贸易物流，冶炼加工银，黄金制品，铜管/铜板带，贵金属贸易，服务业务等其他业务。

从分产品的毛利占比来看（2022Q3 环比 2022Q2），由于其他非主营产品毛利润环比降幅较大，2022Q3 矿产品和冶炼端的毛利占比提升至 98.44%。其中，Q2→Q3，**冶炼端毛利占比均环比上升：**冶炼产铜毛利占比从 1.27%→2.22%，冶炼产锌毛利占比从 0.32%→0.60%，冶炼加工金毛利占比从 0.26%→2.08%，环比均上升。Q2→Q3，**矿山端毛利占比份额环比仅矿产金、铜上升，其余均有所下降：**矿产金毛利占比从 25.46%→26.82%，矿产铜毛利占比从 56.61%→57.60%，环比上升；而矿产锌毛利占比从 7.39%→6.84%，铁精矿毛利占比从 2.40%→1.10%，矿产银毛利占比从 1.44%→1.17%，环比均有所下降。**我们认为：**

- ✓ **冶炼端，冶炼铜、金毛利占比环比上升是均受到单位盈利空间增加及销量上升所致：**冶炼产品单位成本的降幅均大于单价降幅，其中冶炼铜的单位成本的降幅（-16.43%）大于销售单价的降幅（-15.74%），冶炼金的单位成本的降幅（-4.24%）大于销售单价的降幅（-3.59%），冶炼锌单位成本的降幅（-7.30%）大于销售单价的降幅（-5.37%），使得单位盈利空间增加，同时冶炼铜、金的销量均环比有所增加，因此毛利和毛利占比环比均上升，冶炼锌的毛利及毛利占比上升主要是来自单位盈利增加。

- ✓ **矿山端，矿产金的毛利占比环比上升主要原因在于销量增加：**矿产金销量环比增长 3.04%，但是单位盈利空间缩小，单价环比降低 5.67%，单位成本环比上升 7.91%。**矿山产铜、银、锌的毛利占比环比下降原因在于单位盈利空间环比下降。**矿山铜、银、锌的销量都环比增长，但是单位盈利空间下降，主要是由于单价环比下降，单位成本环比上升；矿产铜单价降低 21.13%，单位成本上升 4.76%；矿产银单价下降 17.73%，单位成本上涨 4.31%；矿产锌单价降低 12.15%，单位成本上升 9.49%。**铁精矿毛利占比环比下降原因在于销量下滑且单位盈利空间环比下降。**铁精矿 Q3 销量环比下降 52.59%，单价降低 14.16%，单位成本上升 2.85%。

销量端：2022Q3，矿产金、矿产银、矿产铜、矿产锌、铁精矿环比分别+3.04%、+5.33%、+25.35%、+6.95%、-52.59%。

价格端：2022Q3，矿产金、矿产银、矿产铜、矿产锌、铁精矿环比分别-5.67%、-17.73%、-21.13%、-12.15%、-14.16%。

成本端：2022Q3，矿产金、矿产银、矿产铜、矿产锌、铁精矿环比分别+7.91%、+4.31%、+4.76%、+9.49%、+2.85%。

表2：公司分产品销量、单价和单位成本变化（2022Q3 环比 2022Q2）

		2022Q2				2022Q3				2022Q3 环比（%）			
	单位	产量	销量	单价	单位成本	产量	销量	单价	单位成本	产量	销量	单价	单位成本
矿产金	**千克，元/克**	**13,931**	**15,399**	**369**	**179**	**13,951**	**15,867**	**348**	**193**	**0.14%**	**3.04%**	**-5.67%**	**7.91%**
冶炼加工金	千克，元/克	61,592	61,981	395	395	62,912	62,876	381	378	2.14%	1.44%	-3.59%	-4.24%
矿产银	**千克，元/克**	**92,662**	**99,331**	**3.21**	**1.55**	**98,739**	**104,623**	**2.64**	**1.61**	**6.56%**	**5.33%**	**-17.73%**	**4.31%**
矿产铜	**吨，元/吨**	**181,648**	**182,865**	**54,952**	**19,414**	**222,307**	**229,214**	**43,343**	**20,338**	**22.38%**	**25.35%**	**-21.13%**	**4.76%**
冶炼产铜	吨，元/吨	174,662	179,115	63,614	62,803	181,434	181,230	53,602	52,481	3.88%	1.18%	-15.74%	-16.43%
矿产锌	**吨，元/吨**	**94,532**	**95,041**	**16,696**	**7,771**	**96,499**	**101,649**	**14,668**	**8,508**	**2.08%**	**6.95%**	**-12.15%**	**9.49%**
冶炼产锌	吨，元/吨	80,620	86,739	23,042	22,623	66,706	66,341	21,804	20,971	-17.26%	-23.52%	-5.37%	-7.30%

铁精矿	**万吨，元/吨**	**50**	**61**	**682**	**235**	**81**	**29**	**586**	**241**	**63.73%**	**-52.59%**	**-14.16%**	**2.85%**

资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

同比角度，2022Q3 矿产品及冶炼端毛利同比增加 4.53 亿元，贡献所有毛利增量，其他非主营产品毛利同比降低 3.71 亿元。其中，矿产品及冶炼端毛利同比增加主要来自于矿产金（+ 4.28 亿元）、金锭（+ 1.20 亿元）、矿产铜（+ 2.80 亿元）、冶炼铜（+1.20 亿元）、矿产锌（+0.66 亿元），同时也受到了矿产银（-0.03 亿元）、冶炼锌（-0.44 亿元）、铁精矿（-5.14 亿元）的拖累。毛利额同比的主要增量**矿产金核心受益于销量同比大增 39.86%，**虽然单价下降 0.03%，成本增加 14.07%，单位盈利空间缩小，但是毛利还是同比增加 21.14%；**冶炼加工金主要受益于销量同比增 4.51%，同时单位盈利空间扩大。**虽然冶炼加工金单价同比增加 2.24%，成本同比增加 1.74%，但是由于销量提升，毛利同比大增 169.20%；**矿产铜毛利的同比增长核心受益于销量的增长，**虽然单价下降（-18.84%），成本上涨（+17.65%），但是销量同比大增 65.81%，毛利仍实现同比增长 5.61%；**冶炼铜核心受益于销量同比增 18.32%，同时单位盈利空间扩大。**冶炼铜单价下降幅度（-12.37%）小于成本降幅（-13.44%），单位盈利空间扩大，叠加销量增长，所以毛利同比大增 145.02%。**矿产锌毛利的同比增长核心受益于销量的增长，**虽然单价增幅（+2.93%）小于成本增幅（+9.24%），但是销量同比增 17.20%，毛利仍实现同比增长 11.72%。

表3：公司分产品销量、单价和单位成本变化（2022Q3 同比 2021Q3）

		2021Q3				2022Q3				2022Q3 同比（%）			
	单位	产量	销量	单价	单位成本	产量	销量	单价	单位成本	产量	销量	单价	单位成本
矿产金	**千克，元/克**	**12,442**	**11,345**	**348**	**169**	**13,951**	**15,867**	**348**	**193**	**12.13%**	**39.86%**	**-0.03%**	**14.07%**
冶炼加工金	千克，元/克	60,218	60,160	373	371	62,912	62,876	381	378	4.47%	4.51%	2.24%	1.74%
矿产银	**千克，元/克**	**66,916**	**66,424**	**3.31**	**1.64**	**98,739**	**104,623**	**2.64**	**1.61**	**47.56%**	**57.51%**	**-20.22%**	**-1.79%**
矿产铜小计	**吨，元/吨**	**149,002**	**138,236**	**53,407**	**17,287**	**222,307**	**229,214**	**43,343**	**20,338**	**49.20%**	**65.81%**	**-18.84%**	**17.65%**
冶炼产铜	吨，元/吨	151,224	153,173	61,170	60,629	181,434	181,230	53,602	52,481	19.98%	18.32%	-12.37%	-13.44%
矿产锌	**吨，元/吨**	**89,072**	**86,728**	**14,251**	**7,788**	**96,499**	**101,649**	**14,668**	**8,508**	**8.34%**	**17.20%**	**2.93%**	**9.24%**
冶炼产锌	吨，元/吨	86,164	90,271	19,910	18,811	66,706	66,341	21,804	20,971	-22.58%	-26.51%	9.51%	11.48%
铁精矿	**万吨，元/吨**	**96**	**90**	**959**	**278**	**81**	**29**	**586**	**241**	**-15.79%**	**-67.70%**	**-38.93%**	**-13.28%**

资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

从单位毛利数据来看，2022Q3 矿产品及冶炼产品中仅冶炼加工金、冶炼铜单位毛利环比、同比增加，冶炼锌单位毛利环比增加，其余产品单位毛利均同比、环比减少。其中，冶炼加工金：由于单价环比降幅小于成本降幅，单位毛利环比增长 540.27%，单价同比增幅大于成本增幅，单位毛利同比增 157.57%；冶炼铜：由于单位成本环同比降幅大于单价降幅，单位毛利分别环比、同比增长 38.21%、107.09%。冶炼锌：由于单位成本环比降幅大于单价降幅，单位毛利环比增长 99.00%。

表4：公司分产品单位毛利同比、环比变化

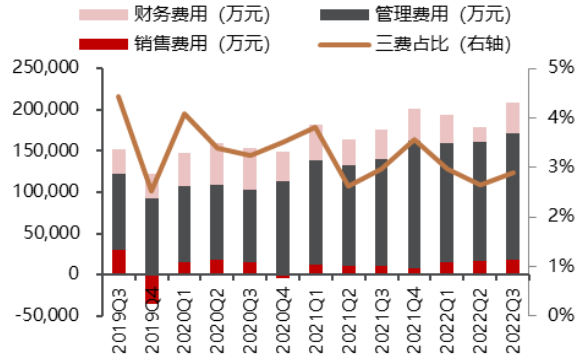
	2021Q3	2022Q2	2022Q3	2022Q3 同比	2022Q3 环比
矿产金	**179**	**190**	**155**	**-13.39%**	**-18.47%**
冶炼加工金	1.18	0.47	3.03	157.57%	540.27%
矿产银	**1.67**	**1.66**	**1.03**	**-38.38%**	**-38.23%**
矿山铜	**36120**	**35538**	**23004**	**-36.31%**	**-35.27%**
冶炼产铜	541	811	1121	107.09%	38.21%
矿产锌	**6462**	**8925**	**6160**	**-4.68%**	**-30.98%**
冶炼产锌	1099	419	833	-24.18%	99.00%
铁精矿	**681**	**448**	**344**	**-49.41%**	**-23.07%**

注：矿产金、冶炼加工金、矿产银单位均为元/克；矿产铜、冶炼铜、矿产锌、冶炼锌、铁精矿单位均为元/吨；
资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

4 费用端：Q3 期间费用环比增加，负债率下降 0.81pct

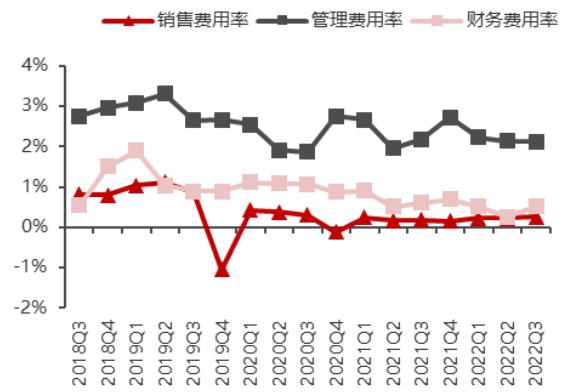
从期间费用的变化来看，2022 年前三季度同比看：期间费用为 65.92 亿元，增加 15.44%，其中，销售费用为 4.91 亿元，增加 49.36%；管理费用为 44.09 亿元，增加 16.81%；财务费用为 8.92 亿元，降低 19.37%；研发费用为 7.99 亿元，增加 59.74%。**分季度看**，2022Q3 期间费用（含研发费用）合计 24.37 亿元，环比增加 3.86 亿元，其中销售费用、管理费用、财务费用、研发费用分别为 1.86 亿元、15.2 亿元、3.74 亿元、3.56 亿元，分别环比变化+0.27 亿元、+0.74 亿元、+1.95 亿元、+0.9 亿元。

图14：公司三费情况



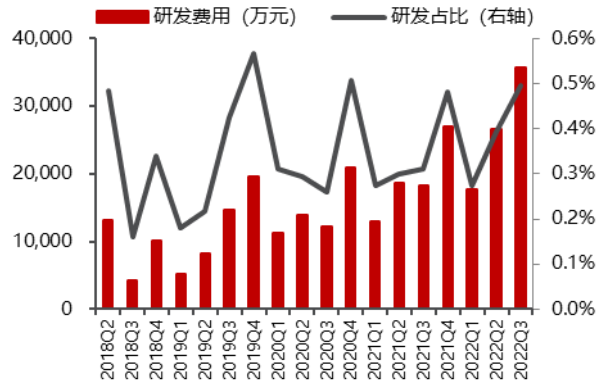
资料来源：wind，民生证券研究院

图15：公司费用率变化



资料来源：wind，民生证券研究院

图16：公司研发费用情况

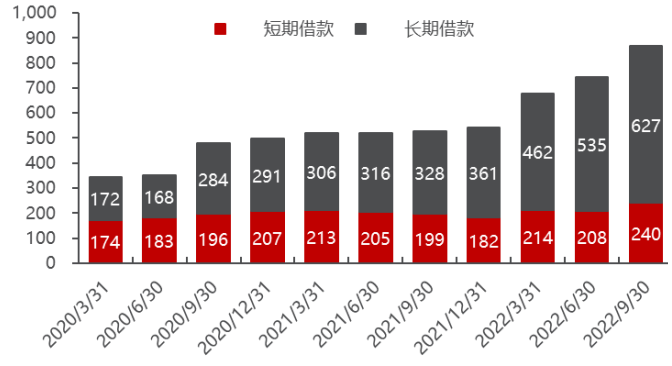


资料来源：wind，民生证券研究院

截至 2022 年 9 月底，公司借款总额较 2022Q2 增加 124.11 亿至 867.30 亿元，资产负债率较 2022Q2 下降 0.81pct.至 58.29%。2022 年 9 月底，公司借款总额为 867.30 亿元，较 2022Q2 增加 124.11 亿元，较 2021 年 12 月底增加 323.74 亿元；其中一年内须予偿还的借款约为 240.33 亿元，环比增加 31.90

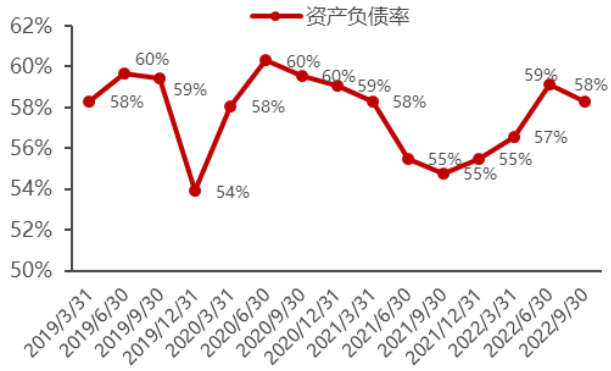
亿，长期借款 626.98 亿元，环比增 92.21 亿。

图17：公司短期借款和长期借款情况（单位：亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图18：公司资产负债率变化



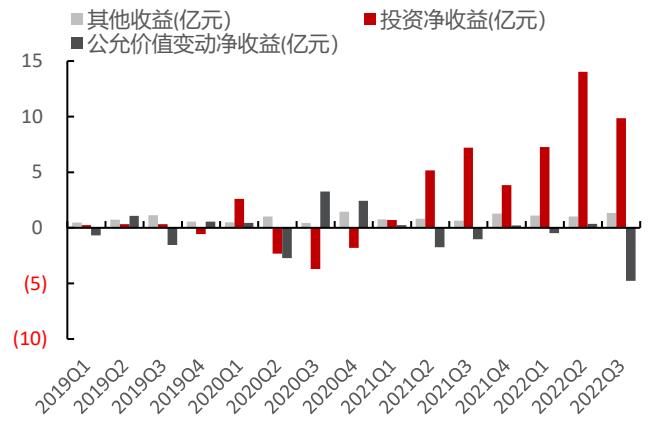
资料来源：wind，民生证券研究院

5 Q3 环比维度非经常性利润减利，或指示经营业绩更优

环比来看，2022Q3 公司非经常性利润（其他收益+投资净收益+公允价值变动净收益）环比减利 9.01 亿元，资产/信用减值损失环比增利 2.04 亿元，此外，营业外收支环比减利 0.54 亿元，综合来看环比减利 7.50 亿元，此或指示公司二季度经常性利润较归母净利润数据更优。

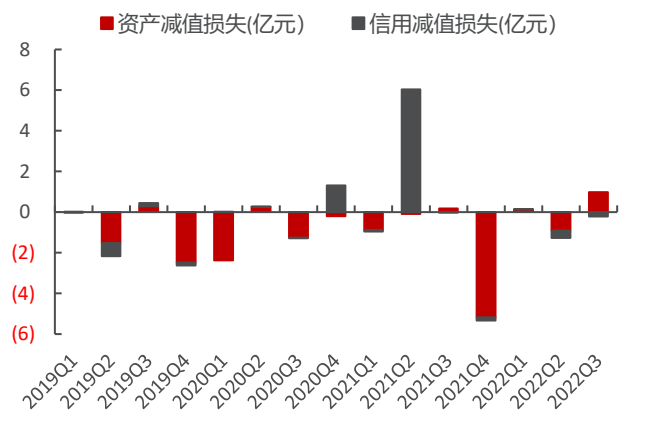
详细来看，2022Q3 非经常性损益项目环比增量主要体现在：所得税影响额（+1.27 亿元）、其他符合非经常性损益定义的损益项目（+0.46 亿元）、计入当期损益的政府补助（+0.30 亿元）、少数股东权益影响额（税后）（+0.29 亿元）；**Q3 环比的减量体现在：**交易性金融资产公允价值变动（-5.57 亿元），主要因为股票市场走弱，除上述各项之外的其他营业外收入和支出（-0.57 亿元）。

图19：其他收益、投资净收益及公允价值变动净收益



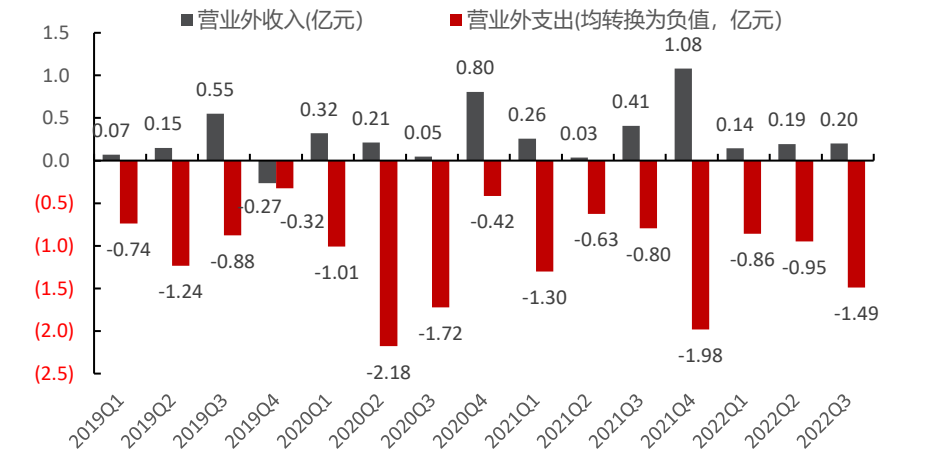
资料来源：wind，民生证券研究院

图20：资产/信用减值损失



资料来源：wind，民生证券研究院

图21：公司营业外收支



资料来源：wind，民生证券研究院

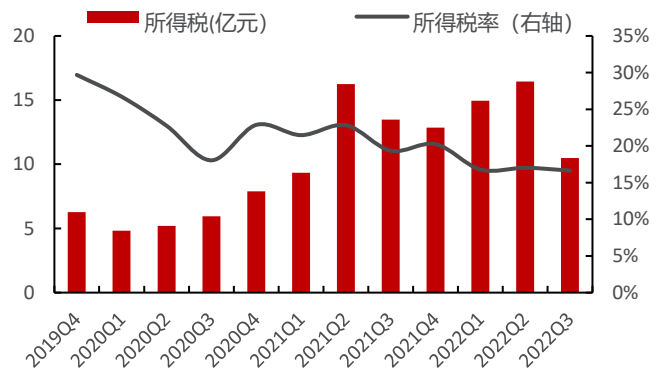
表5：非经常性损益项目环比比较（单位：百万元）

非经常性损益项目	2022Q2	2022Q3	环比增减
非流动资产处置损益	-9.06	-13.03	-3.98
计入当期损益的政府补助，但与公司正常经营业务密切相关，符合国家政策规定、按照一定标准定额或定量持续享受的政府补助除外	103.43	133.77	30.34
计入当期损益的对非金融企业收取的资金占用费	303.81	303.75	-0.06
除同公司正常经营业务相关的有效套期保值业务外，持有交易性金融资产、交易性金融负债产生的公允价值变动损益，以及处置交易性金融资产、交易性金融负债和可供出售金融资产取得的投资收益	366.86	-190.41	-557.26
单独进行减值测试的应收款项减值准备转回	1.66	0.10	-1.56
除上述各项之外的其他营业外收入和支出	-60.70	-117.58	-56.88
其他符合非经常性损益定义的损益项目	-17.91	28.41	46.32
少数股东权益影响额（税后）	45.09	16.05	-29.04
所得税影响额	118.06	-9.27	-127.33
合计	**524.92**	**138.23**	**-386.69**

资料来源：公司公告，民生证券研究院

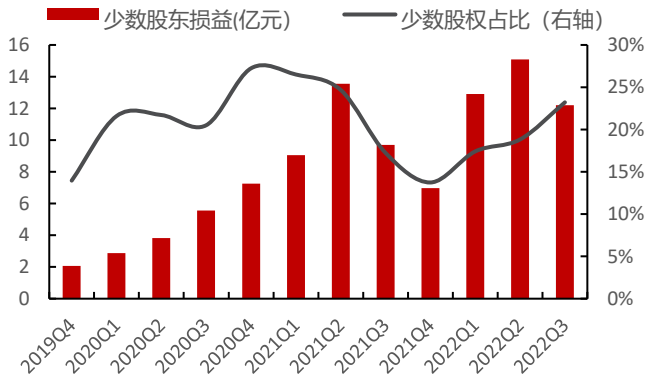
2022Q3 所得税率环比下降 0.4pct，少数股东权益环比降 2.9 亿元，少数股东损益占比环比上升 4.4pct。由于金属价格环比下滑（2022Q3，矿产金、矿产铜售价分别环比下降 5.67%、27.13%），科卢韦齐铜矿、波尔铜矿等非全资资产盈利或受到一定影响，公司少数股东损益环比减少 2.9 亿元。

图22：公司分季度所得税及所得税率



资料来源：wind，民生证券研究院

图23：公司分季度少数股东损益及少数股权占比

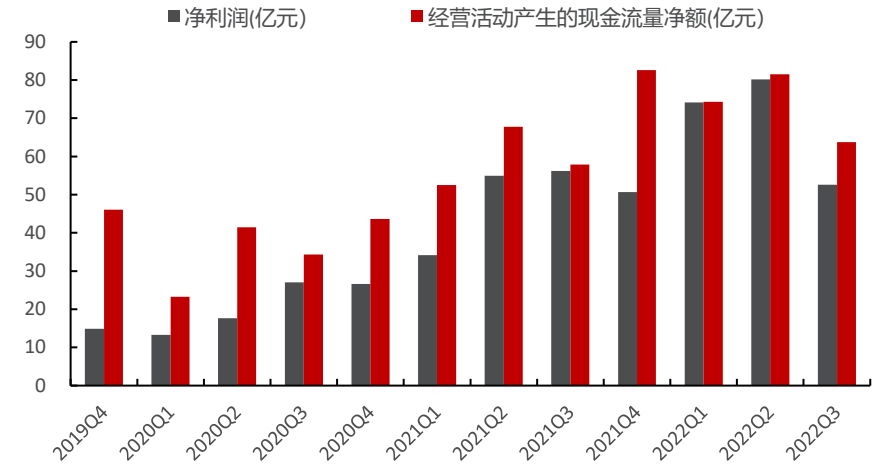


资料来源：wind，民生证券研究院

6 经营性现金流环比下降，随着价格企稳以及产能释放，未来有望改善

2022 年前三季度，公司实现经营活动现金净流入 206.88 亿元，其中 Q1、Q2、Q3 分别为 74.15、80.15、52.57 亿元，Q1、Q2、Q3 分别实现了环比变化 -10.05%、+9.69%、-21.79%。由于加息节奏或有所放缓，宏观压力减弱，铜金价格将企稳，2022 年公司铜矿继续放量，铜金产量将得到进一步提升，公司经营性现金流情况有望改善。

图24：公司净利润及经营活动净现金流



资料来源：wind，民生证券研究院

2022 年或为公司的资金需求大年，基于公司充足的现金流情况，现金流压力或较小。一方面，2022 年暂未有到期债券，2023 年约 35 亿元债券到期，偿债压力较小；另一方面，2022 年公司多元发展，特别是锂资源布局加快，项目收购较多，资本开支仍然较大，收购资金的需求也较强，基于公司的现金流情况，我们认为，2022 年公司现金流情况基本满足建设需求，项目收购方面需要融资进行补充。

表6：公司未到期债券情况（单位：亿元）

债券代码	债券类型	息票品种	起息日	到期日	发行规模	当前余额
20 紫金矿业 MTN002	102000145.IB	一般中期票据	2020-02-21	2023-02-21	10	10
22 紫金矿业 SCP005	012283658.IB	超短期融资债券	2022-10-21	2023-07-18	5	5
20 紫金矿业 MTN003	102002180.IB	一般中期票据	2020-11-23	2023-11-23	20	20
19 紫金矿业 MTN001B	101900303.IB	一般中期票据	2019-03-11	2024-03-11	10	10
21 紫金矿业 GN001(碳中和债)	132100045.IB	一般中期票据	2021-04-27	2024-04-27	3	3
21 紫金 01	188161.SH	一般公司债	2021-06-03	2024-06-03	15	15
19 紫金矿业 MTN003	101901191.IB	一般中期票据	2019-08-30	2024-08-30	25	25
20 紫金矿业 MTN001	102000148.IB	一般中期票据	2020-02-21	2025-02-21	10	10
紫金转债(退市)	113041.SH	可转债	2020-11-03	2025-11-03	60	0

21 紫金 02	188162.SH	一般公司债	2021-06-03	2026-06-03	5	5
21 紫金 03	188495.SH	一般公司债	2021-08-03	2026-08-03	20	20
21 紫金矿业 MTN001	102101852.IB	一般中期票据	2021-09-14	2026-09-14	15	15
22 紫金 01	185486.SH	一般公司债	2022-03-08	2027-03-08	15	15
22 紫金矿业 MTN001	102280542.IB	一般中期票据	2022-04-22	2027-04-22	20	20
22 紫金 02	185806.SH	一般公司债	2022-05-26	2027-05-26	35	35

资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

2022 年 10 月 22 日，公司发布公告，拟通过可转债募集资金总额不超过 100 亿元，本次募资有助于公司把握优质中大型矿山资产并购机遇，扩大金矿生产规模，满足资金需求，优化财务结构。本次募集资金规模在原计划募集资金总额不超过 134 亿元基础上，考虑扣除本次发行董事会决议日前六个月至本次发行前新投入和拟投入的财务性投资金额等因素后确定。扣除发行费用后，募集资金净额拟投资于三大项目的收购，分别为海域金矿、沙坪沟钼矿和苏里南 Rosebel 金矿项目，以及一个项目的建设，即圭亚那奥罗拉金矿地采一期工程项目。

表7：可转债募投资金投向（单位：万元）

项目名称	投资总额	原计划拟投入募集资金金额	实际拟投入募集资金金额
收购山东海域金矿 30%权益项目	398,450	398,450	398,450
收购安徽沙坪沟钼矿项目	591,000	591,000	251,550
收购苏里南 Rosebel 金矿项目	255,910	250,000	250,000
圭亚那奥罗拉金矿地采一期工程项目	198,964	100,000	100,000
合计	**1,444,324**	**1,339,450**	**1,000,000**

资料来源：公司公告，民生证券研究院

7 项目跟踪：内生增长叠加外延并购，铜金锂多线并进

7.1 铜板块：三大世界级铜矿 2022 年进入产量释放期

铜板块：三大世界级铜矿（卡莫阿-卡库拉一序列、Timok 上带矿首期、巨龙铜矿一期）均于 2021 投产，2022 年将贡献较大增量；此外，多宝山二期爬产，铜山铜矿改扩建工程推进中；波尔技改持续推进，达产后年产铜 12 万吨。

卡莫阿-卡库拉：一期选厂于 2021 年 5 月投产；二期选厂提前于 2022 年 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 至 34 万吨)的上限；二期技改项目持续推进，预计 2023 年 Q2 投产，届时铜年产量将达到 45 万吨；三期扩建预计年产能将提升至 60 万吨铜，预可行性研究预计 2022 年下半年发布，整体建设将于 2024 年底完成。卡莫阿-卡库拉项目一期项目分两序列各 380 万吨/年建设，一序列达产后年产能 20 万吨铜金属，二序列于 2022 年 3 月提前投产，目前矿山铜总年产能达到 40 万金属吨。同时二序列的技改已经开始，预计完成后年产能将达到 45 万吨，卡莫阿将成为全球第四大产铜矿山。三期扩建及配套 50 万吨/铜冶炼厂前期工作加快推进，三期预计 2024 年第四季度建成投产。预可行性研究更新版预计将于 2022 年四季度发布。

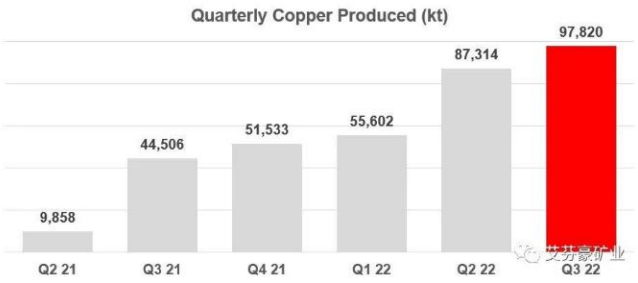
2022 年至今，卡莫阿项目已累计处理矿石约 500 万吨，平均入选品位 5.6%，第三季度共处理 210 万吨矿石，平均入选品位 5.6%。截至 9 月 30 日，项目今年累计生产精矿含铜约 24.1 万吨，前两季度分别生产精矿含铜 5.6 万吨和 8.7 万吨。今年第三季度，卡莫阿铜矿生产精矿含铜 9.8 万吨，再创新纪录；同时，9 月生产精矿含铜 3.4 万吨，创下月度生产纪录。项目建设方面，卡莫阿三期扩建项目进展顺利，一区和二区的井口和斜坡道建设已竣工，双斜坡道的掘进工程快速推进。

图25：卡莫阿-卡库拉二期技改工程



资料来源：艾芬豪矿业，民生证券研究院

图26：卡莫阿-卡库拉自 2021 年 5 月投产以来的季度铜产量



资料来源：艾芬豪矿业，民生证券研究院

Timok 铜金矿：2021 年 10 月 12 日，公司 Timok 铜金矿获得塞尔维亚矿业与能源部签署的矿山所有设施使用许可，投入正式生产。2022 年上半年佩吉铜金矿生产精矿约含铜 5.28 万吨，含金 2.56 吨。Timok 铜金矿位于塞尔维亚波尔市，属于斑岩型矿床，公司于 2018 年、2019 年分别收购了 Timok 铜金矿上部矿带和下部矿带 100%权益，上部矿带于 2019 年初动工，2021 年 6 月试生产。Timok 铜金矿为超大型铜金矿，上部矿带资源储量为铜金属 128 万吨、平均品位 3%，金金属 81 吨、平均品位 1.91 克/吨；下部矿带拥有资源量为铜金属 1,430 万吨、平均品位 0.86%，金金属 299 吨、平均品位 0.18 克/吨。Timok 铜金矿上部矿带首采矿段为超高品位矿体，年处理矿石 330 万吨，预计年均产铜 9.14 万吨，产金 2.5 吨，产量峰值可达铜 13.5 万吨，金 6.1 吨。上矿带目前已完全投产，公司正积极启动下矿带的建设，Timok 铜金矿下矿带铜、金品味较低，采用自然崩落法进行开采，目前已完成预可研设计，正在推进前期征地、竖井工勘、矿山井巷工程等工作。

巨龙铜矿：一期已于 2021 年底建成投产，预计 2022 年产铜 12-13 万吨，达产后预计年均产铜约 16 万吨；二期按 30 万吨/天建设，建成后年产铜 26 万吨；目前巨龙铜业正在进行矿山开发的总体规划，最终可望实现每年采选矿石量约 2 亿吨规模，年产铜达到 60 万吨，成为全球采选规模最大的铜矿山之一。

表8：我们预计，2022-2024 年，巨龙铜矿的铜和钼产量预期（单位：万吨）

矿山	2022E	2023E	2024E
知不拉铜多金属矿	2.35	2.35	2.35
驱龙铜多金属矿（含荣木错拉）-铜	10	14.85	22.5
驱龙铜多金属矿（含荣木错拉）-钼	0.37	0.56	0.85
铜矿小计（万吨）	**12.72**	**17.76**	**24.85**
钼矿小计（万吨）	**0.37**	**0.56**	**0.85**

资料来源：公司公告，民生证券研究院

塞尔维亚紫金铜业（博尔）：多项目逐步投产。①VK 矿技改于 4 月完成主要建设，预计 2022 年下半年建成投产；②JM 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；③冶炼厂扩建工程预计 2022 年下半年全面建成投产。

自然崩落法：我们预计自然崩落法的应用或为公司贡献 30 万吨矿产铜年产量增量。自然崩落法作为唯一媲美露天开采的地下采矿法，而公司现有 4 个大型斑岩型铜矿：塞尔维亚紫金 JM 矿、Timok 下带矿、多宝山铜山、紫金山罗卜岭，都具有自然崩落法的应用潜力，随着自然崩落法的研发与应用，将为 2023-2025 年产量超预期打下基础，同时采矿成本或进一步下降，增厚公司利润。据公司官网，公司采矿研究所自然崩落法研究团队在塞尔维亚紫金铜业成功完成地应力测试，为波尔 JM 矿实施大规模自然崩落法开采关键技术研究提供了关键理论依据。据公司 21 年半年报，JM 矿技改项目建设方案变更为自然崩落法开采，采选规模增

加 800 万吨至 1800 万吨/年。按照以下假设：①铜回收率均为 85%；②据 Timok 下带矿项目概略研究，Timok 下带矿可分两期开采，一期和二期的开采规模分别为 3 万吨/天、6 万吨/天；③塞尔维亚紫金 JM 矿、多宝山铜山、紫金山罗卜岭开采规模假设为 4.9 万吨/天、2 万吨/天、3 万吨/天；④入选品位假设为平均品位。**我们预计公司现有 4 个大型斑岩型铜矿：塞尔维亚紫金 JM 矿、Timok 下带矿、多宝山铜山、紫金山罗卜岭或贡献铜年产量 30 万吨。**

表9：我们预计自然崩落法将会在远期带来 30 万吨的铜产量增量

矿山	矿石量（百万吨）	铜品位（%）	铜资源量（万吨）	开采规模（万吨/天）	铜产量（万吨/年）
塞尔维亚紫金 JM 矿	1022	0.53%	541.8	4.9	8.06
Timok 下带矿	16588.5	0.86%	1,430	一期 3 万吨、二期 6 万吨	7.5 万吨+7.5 万吨
多宝山铜矿	58.77	0.56%	32.98	2.00	3.47
紫金山萝卜岭	487.20	0.34%	165.09	3.00	3.16
		合计			29.70

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：铜回收率均假设为 85%，除 Timok 下带矿外，开采规模均为假设。

7.2 金板块：项目稳定推进，力争完成生产目标

金板块：多项目齐头并进，对内部矿山进行挖潜，力争完成生产目标。

诺顿金田：2022 年计划生产 6 吨，2022 年上半年产金 2.6 吨。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。

泽拉夫尚：2022 年计划产金 6 吨，2022 年上半年产金 3.4 吨。目前正实施 500 吨/天加压氧化项目建设，2021 年 12 月已开工，截至 2022 年 6 月已完成 80%土建施工，三季度逐步进入设备安装，计划 2023 年底建成投产。

山西紫金：新发现斑岩型金矿，技改日采选规模达 6000 吨/天，2022 年 8 月底顺利投产，达产后有望实现年产黄金 3-4 吨。山西紫金义兴寨金矿为在产矿山，原设计采选规模为 20 万吨/年，开采方式为地下开采。新发现的矿体以斑岩型金矿为主，总体呈囊状，使得山西紫金义兴寨金矿资源量大幅增长。

圭亚那奥罗拉金矿：2022 年计划产金 3.3 吨。公司目前拟通过可转债募集资金实施圭亚那奥罗拉金矿地采一期工程项目，项目建设周期 56 个月，项目达产后能够实现年开采 198 万吨金矿，预计每年新增矿产金产量 4.5 吨，假设黄金基准价按 1,450 美元/盎司计算，实现年均收入 24,090 万美元，年均净利润 8,274 万美元。

波格拉金矿：峰回路转，重现光明，波格拉金矿或有望于 2023 年恢复运营。

据公司公告，2021 年 4 月 9 日，BNL 与巴新政府就波格拉金矿未来的所有权和运营权签署了具有约束力的框架协议。2021 年 10 月 15 日，BNL 与巴新政府签署更为详细的波格拉项目启动协议，并于 2022 年 2 月 3 日由持有波格拉合营企业剩余 5%权益的 Mineral Resources Enga Limited(“MRE”)签署之后生效。“启动协议”规定巴新各方（巴新政府、库马尔矿业及 MRE）将持有波格拉金矿 51%权益，BNL 持有剩余 49%权益，BNL 将继续成为波格拉金矿的运营商，巴新各方和 BNL 将分别按 53%和 47%的比例分享未来波格拉金矿的经济收益，巴新政府保留 10 年后以市场公允价值收购 BNL 对波格拉金矿剩余 49%权益的权利。“启动协议”生效需满足若干特定条件，包括：签订新的波格拉合营企业的股东协议，签订波格拉金矿的经营协议等。目前 BNL 与巴新各方正积极推进谈判进程，以尽快签署各项最终协议。

表10：波格拉事件梳理

时间	事件内容
2019 年 8 月	波格拉金矿的采矿权已于 2019 年 8 月到期，根据巴新国家法院判决，波格拉金矿仍可以继续生产，直到巴新政府作出采矿权延期的决策时为止。
2020 年 4 月 24 日	巴新政府于 2020 年 4 月 24 日发布新闻，决定不批准波格拉金矿特别采矿权延期申请。巴新政府表示将组成国家谈判团队，就后续事宜进行协商。
2020 年 7 月 9 日	BNL 于 2020 年 7 月 9 日向世界银行下属的国际投资争端解决中心（ICSID），就巴新政府拒绝波格拉金矿特别采矿权延期申请事宜，提请启动 ICSID 调解程序。BNL 希望通过本次 ICSID 调解程序，与巴新的利益相关方达成公平合理的延期协议。BNL 提请的本次 ICSID 调解程序，并不取代 BNL 向巴新国家法院提起的、已进入审理程序的司法审查诉讼。
2020 年 9 月 29 日	BNL 发布公告称，巴新国家法院驳回了 BNL 为延续自身采矿权所做的申请。巴新国家法院同时裁定，由巴新国有企业库木尔矿业控股有限公司继续运营波格拉金矿。
2020 年 9 月 30 日	巴新总理詹姆士·马拉珀发表声明称，BNL 和巴新矿产资源管理局于 1989 年签订的采矿开发合同中，有一项条款保留了政府对波格拉金矿拥有的权利，即“波格拉金矿在采矿权到期之日，波格拉金矿项目成为国家资产，国家不承担任何费用，也不承担任何赔偿。”
2020 年 10 月 9 日	紫金矿业工作人员表示，(巴新高院)驳回的申请为非实质性申请，实质性申请仍在审理之中。（此次涉及的矿权诉讼有好几起，驳回的只是其中一个。）
2020 年 10 月 15 日	10 月 15 日联合新闻声明提到巴布亚新几内亚将在新的安排下占有多数股权，BNL 将保留运营权，将会实现合理的经济利益分成。
2021 年 4 月 9 日	BNL 与巴新政府就波格拉金矿未来的所有权和运营权签署了具有约束力的框架协议， 波格拉金矿有望于今年恢复运营。根据该框架协议，波格拉金矿将由巴新各方和 BNL 组建的新合资公司持有。
2021 年 10 月 15 日	BNL 与巴新政府签署更为详细的波格拉项目启动协议
2022 年 2 月 3 日	由持有波格拉合营企业剩余 5%权益的 Mineral Resources Enga Limited(“MRE”)签署之后生效。“启动协议”规定巴新各方（巴新政府、库马尔矿业及 MRE）将持有波格拉金矿 51%权益，BNL 持有剩余 49%权益，BNL 将继续成为波格拉金矿的运营商，巴新各方和 BNL 将分别按 53%和 47%的比例分享未来波格拉金矿的经济收益，巴新政府保留 10 年后以市场公允价值收购 BNL 对波格拉金矿剩余 49%权益的权利。“启动协议”生效需满足若干特定条件，包括：签订新的波格拉合营企业的股东协议，签订波格拉金矿的经营协议等。
2022 年 4 月 21 日	巴新国民议会通过立法，赋予了新波格拉合资公司一定的税收优惠。**这项立法的通过标志着波格拉金矿的重启迈出了重要的一步，**同时巴新政府也完成了“启动协议”中规定的一项关键任务。这项立法于 2022 年 5 月 30 日获得认证，并将在公示后生效。

此后至今	BNL 正在与巴新各方正积极推进谈判进程，以尽快签署各项最终协议。**波格拉金矿或有望于 2023 年恢复运营。**

资料来源：公司公告，中国财经，紫金矿业官网，民生证券研究院整理

除了对内部矿山的持续挖潜，实现内生式增长之外，公司在 2022 年连续出手收购多个具备潜力的金矿项目，以外延式扩张方式丰富金矿资源量储备。

表11：2022 年紫金矿业收购的三个金矿与其他部分收购对比

时间	收购方	矿山	收购对价（亿元）	收购权益	单吨黄金资源量对价（亿元）	单吨黄金储量对价（亿元）	黄金资源量（吨）	黄金储量（吨）
2022-10	**紫金矿业**	**苏里南金矿**	**25.59**	**95%**	**0.1241**	**0.2264**	**217.0**	**119.0**
2022-10	**紫金矿业**	**海域金矿**	**39.80**	**30%**	**0.2359**	**0.6252**	**562.4**	**212.2**
2022-10	招金矿业	海域金矿	8.16	6.14%	0.2363	0.6263	562.4	212.2
2022-7	**紫金矿业**	**新疆乌恰县萨瓦亚尔顿金矿**	**4.61**	**70%**	**0.0551**	**-**	**119.5**	**-**
2021-11	赤峰黄金	加纳 Wassa 金矿	18.62	56%	0.0915	0.9926	364.8	33.6
2021-9	银泰黄金	华盛金矿	10.37	60%	0.2446	-	70.7	-
2021-3	澳大利亚进化矿业	Bateman 金矿	18.00	100%	0.7930	0.9091	22.7	19.8

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

①收购新疆巫恰县萨瓦亚尔顿金矿。2022 年 7 月 14 日，公司通过协议转让的方式，出资 4.6 亿元收购新疆伟福矿业 100%股权，同时出资 3824 万元收购债权人持有的对伟福矿业和新疆同源矿业的债权，合计出资 5 亿元。本次收购完成后，公司将持有同源矿业 70%的股权以及对同源矿业 2.63 亿元的债权，同源矿业持有新疆乌恰县萨瓦亚尔顿金矿 100%权益。项目规划的建设规模为 8,000 吨/天，年处理矿石量为 264 万吨，建设期 2 年，生产期 25 年。矿山浅部露天开采，先露天后井下，井下开采采用无底柱分段崩落回采。项目建设总投资预计 14.3 亿元，项目产品为载金炭，年产金约 2.76 吨。

表12：新疆巫恰县萨瓦亚尔顿金矿概况

项目	介绍
矿种	金矿，产品为载金炭
收购对价	5 亿元（4.6 亿元收购新疆伟福矿业，间接持有萨瓦亚尔顿金矿 70%股权，3824 万元收购债权人持有的对伟福矿业和新疆同源矿业的债权）
建设规模	8,000 吨/天，年处理矿石量为 264 万吨
开发方案	初步确定为粗碎—半自磨—顽石破碎（预留）—球磨—浮选（含中矿再磨）—金精矿预处理（生物预氧化）—氰化浸出吸附。由于该矿石属于难选冶类型，公司拟采用生物预氧化法处理难选冶金精矿，具有工艺流程简单、投资省、金回收率较高，且对环境友好，污染小。
建设期	2 年
生产期	25 年
项目投资	14.3 亿元

年产量	2.76 吨

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表13：新疆巫恰县萨瓦亚尔顿金矿资源量

	矿石量（万吨）	金金属量（吨）	平均品位（克/吨）
331+332+333	7653.99	119.5	1.56
其中：工业矿	2325.29	60.07	2.59
低品位	5328.7	59.43	1.12

资料来源：公司公告，民生证券研究院

②收购中国最大单体金矿山东海域金矿 30%权益。2022 年 10 月 12 日，紫金矿业发布公告，将通过协议转让方式，出资 39.845 亿元，收购山东瑞银矿业 30%股权，成为中国最大单体金矿——山东莱州海域金矿的第二大股东。海域金矿是近 20 年来全球新探获的最大单体金矿，也是国内罕见的世界级高品位待开发金矿。根据 JORC 国际标准，海域金矿保有黄金资源量 562.37 吨，平均品位 4.20 克/吨，其中储量 212.21 吨，平均品位 4.42 克/吨。

海域金矿由山东瑞银 100%持有，交易完成后，紫金矿业将持有矿山 30%权益，公司新增权益黄金资源量 168.7 吨，黄金总资源量将超过 2600 吨；按设计方案，矿山计划 2025 年建成，整体投产达产后，年矿产黄金约 15-20 吨，服务年限 23 年，成为国内最大的黄金矿山，对应紫金矿业新增黄金权益产量 4.5-6 吨。

海域金矿设计地下开采方式，采选规模为 12,000 吨/日，矿石禀赋好，开采成本低，选矿回收率可达 97%；已取得采矿许可证、项目核准、环评批复、节能批复及安全设施设计审查批复，证照基本齐全；根据 2021 年初步设计方案，项目建设总投资约 60 亿元，截至目前已投资约 14 亿元。

表14：山东海域金矿概况

项目	介绍
矿种	金矿，产品为金精矿。矿石伴生银、硫、铜、铅、锌等。
收购对价	人民币 **39.845 亿元**，收购山东瑞银矿业 30%股权。瑞银矿业持有莱州市瑞海矿业有限公司 100%股权，瑞海矿业持有海域金矿 100%权益。
建设规模	**12,000 吨/天。**已取得采矿许可证、项目核准、环评批复、节能批复及安全设施设计审查批复，证照基本齐全；项目建设场地临海，附近无居民区。
开发方案	海域金矿设计采用地下开采，采矿方法拟采用充填法，竖井+斜坡道开拓，矿石易选，拟采用粗碎-半自磨+顽石破碎-浮选流程，选矿回收率可达 97%，产品为金精矿，委托附近冶炼厂加工成合质金。
建设期	预计 2025 年建成投产
生产期	23 年
项目投资	总投资 60 亿元，截至 2022 年 10 月已投资约 14 亿元
年产量	15-20 吨
成本	采选成本为 340 元/吨，以储量品位 4.42 克/吨，选矿回收率 97%测算，**克金采选成本仅为 79.3 元/克。**

资料来源：公司公告，民生证券研究院整理及测算

表15：海域金矿资源量和储量

类别	矿石量 百万吨	金品位 克/吨	金金属量 吨
	资源量		
探明	15.343	6.25	95.86
控制	36.028	4.27	153.8
探明+控制	51.37	4.86	249.66
推断	82.643	3.78	312.71
	储量		
证实的	14.345	5.68	81.48
概略的	33.686	3.88	130.73
合计	**48.031**	**4.42**	**212.21**

资料来源：公司公告，民生证券研究院

③收购苏里南大型在产 Rosebel 金矿。2022 年 10 月 18 日，拟出资 3.6 亿美元（约合人民币 25.6 亿元），收购加拿大 IAMGOLD 黄金矿业公司持有的南美洲苏里南世界级大型在产 Rosebel 金矿项目（包含 Rosebel 矿区 100%权益和 Saramacca 矿区 70%权益），公司黄金并购短时间内再下一城。

Rosebel 金矿为在产成熟矿山，资源储量丰富，开采至今年均产量约 10 吨，达到大型黄金矿山标准。Rosebel 金矿为南美洲最大的在产金矿之一，Rosebel 矿区于 2004 年投产，Saramacca 矿区于 2020 年下半年投产。资源量&储量：截至 2021 年底，Rosebel 金矿项目按 100%权益的总资源量为矿石量 1.96 亿吨，金金属量为 699.2 万盎司（约 217 吨），平均品位 1.11 克/吨；储量为金金属量为 382.9 万盎司（约 119 吨），平均品位 1.09 克/吨。**产量：**自 2004 年至 2021 年 Rosebel 金矿合计产金 565 万盎司（约 176 吨），年均产金 31.4 万盎司（约 10 吨）。项目自投产以来，多年维持较好的盈利能力，2019 年以来因受到主矿区欠剥离、新冠疫情、暴雨等因素影响，项目产量逐年下降，2022 年以来生产经营有显著好转，今年上半年实际黄金产量 11.2 万盎司（约 3.5 吨）。

表16：Rosebel 金矿资源量情况

矿区	类别	矿石量 千吨	金品位 克/吨	金金属量 千盎司
Rosebel 矿区	探明+控制	150,550	0.99	4,790
	推断	16,051	0.88	455
	合计	166,601	0.98	5,245
Saramacca 矿区	探明+控制	23,166	2.03	1,515
	推断	5,966	1.2	233
	合计	29,132	1.87	1,748
总计		**195,732**	**1.11**	**6,992**

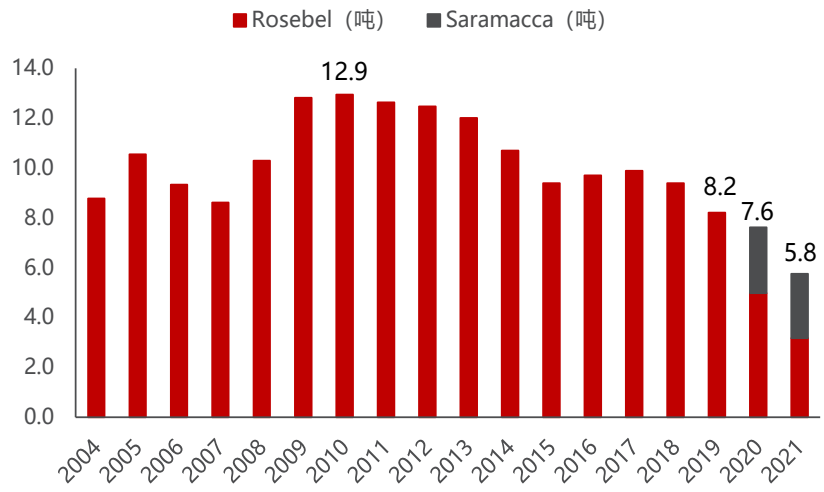
资料来源：公司公告，民生证券研究院

表17：Rosebel 金矿储量情况

矿区	类别	矿石量 千吨	金品位 克/吨	金金属量 千盎司	归母金金属量 千盎司
Rosebel	证实	10,828	0.6	219	208
	概略	75,974	1	2,377	2,258
	证实+概略	86,802	0.9	2,595	2,466
Saramacca	证实	499	0.5	8	6
	概略	21,863	1.7	1,225	814
	证实+概略	22,362	1.7	1,233	820
Rosebel and Saramacca	证实	11,327	0.6	227	213
	概略	97,837	1.1	3,602	3,073
	证实+概略	109,164	1.1	3,829	3,286

资料来源：Rosebel 可研报告，民生证券研究院

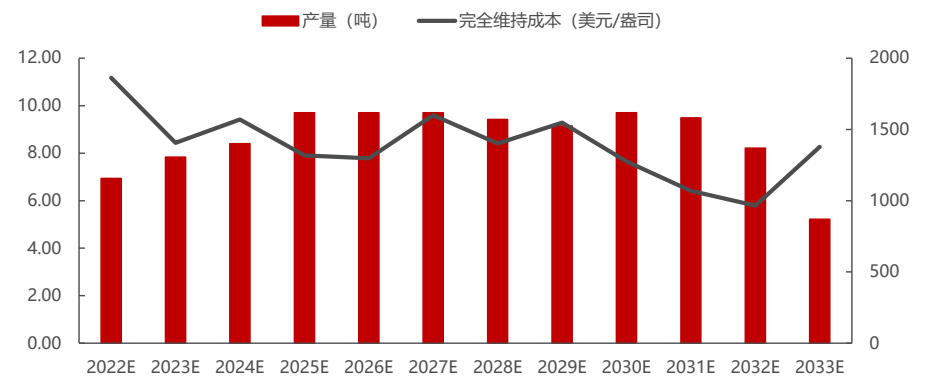
图27：Rosebel 金矿历年产量



资料来源：Rosebel 可研报告，民生证券研究院

值得注意的是，无论是矿山的原持有者 IMG 还是紫金矿业都认为该矿山当前的高成本并不持续，后续存在较大降本空间。IMG 公司公告中指出，未来 12 年矿山规划的现金成本平均为 993 美元/盎司，完全维持成本平均为 1350 美元/盎司，相比于 2022H1 的 1832 美元/盎司有较大降本空间。而紫金在公告中也指出 Rosebel 金矿在采矿方面有改进空间，主要包括实施分层采矿降低采矿贫化率、运输车辆在采场工序的合理配置、采用更合适的设备、优化配件采购计划、采坑排放废石等措施，可有效降低采剥成本。

图28：Rosebel 金矿 2022-2033 年规划产量和完全维持成本



资料来源：IMG 公司公告，民生证券研究院

根据我们测算，假设黄金价格为 1700 美元/盎司，则苏里南 Rosebel 金矿年均归母净利润为 5.05 亿元。若金价每上涨 200 美元/盎司，苏里南金矿贡献的归母净利润将增加 2.88 亿元。

表18：假设黄金价格 1700 美元/盎司，Rosebel 金矿年均贡献归母净利润 5 亿元

项目	单位	数值
黄金价格假设	美元/盎司	1700
产量	吨	8.62
销量	吨	8.62
完全维持成本	美元/盎司	1350
利润总额	亿元	6.98
所得税率	*%*	*15%*
净利润	亿元	5.94
少数股东损益	*%*	*15%*
归母净利润	**亿元**	**5.05**

资料来源：IMG 公司公告，民生证券研究院测算

注：汇率采用 2022 年 10 月 19 日数值，USDCNY=7.2

7.3 新能源金属：“两湖一矿”锂资源布局完善，期待产量释放

公司年初公布 2025 年碳酸锂产能指引为 5 万吨，根据上半年新收购的锂资源项目规划来看，若拉果错盐湖和道县湘源锂多金属矿完成建设，届时碳酸锂产能或可提升至 15 万吨以上。公司确认新能源材料领域为拓展增量空间的战略性发展方向，2021 年公司完成了阿根廷世界级高品位 3Q 锂盐湖项目的并购，同时在刚果（金）Manono 锂矿外围拥有 PE12453 和 PE13427 绿地勘探和开采权项目。

2022 年上半年，公司先后收购盾安集团旗下西藏拉果错盐湖锂矿等四项资产包、福建龙净环保股份有限公司控制权、湖南道县湘源锂多金属矿，逐步提高新能源金属板块的资源储备，形成“两湖一矿”的锂资源布局。

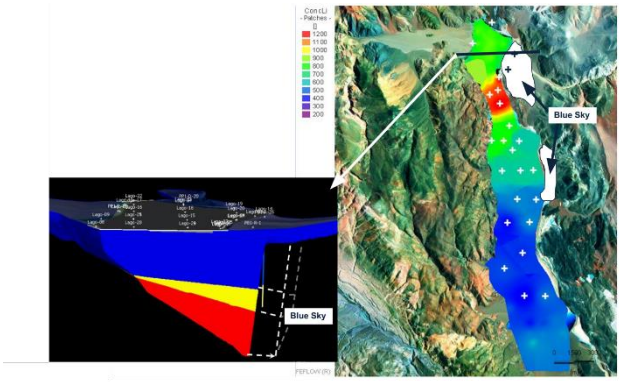
表19：“两湖一矿”锂资源布局

名称	碳酸锂(LCE)当量资源量	产能计划
阿根廷 3Q 盐湖锂矿	763 万吨，锂离子浓度边界品位 400mg/L	一期计划 2 万吨/年电池级碳酸锂，预计 2023 年底建成投产。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。
西藏拉果错盐湖锂矿	214 万吨，平均锂离子浓度 270mg/L	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。
湖南道县湘源硬岩锂多金属矿	216 万吨	初步规划按照 1.000 万吨/年规模建设矿山，达产后年产锂云母含碳酸锂当量 6-7 万吨，矿山将率先重启 30 万吨/年采选系统。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

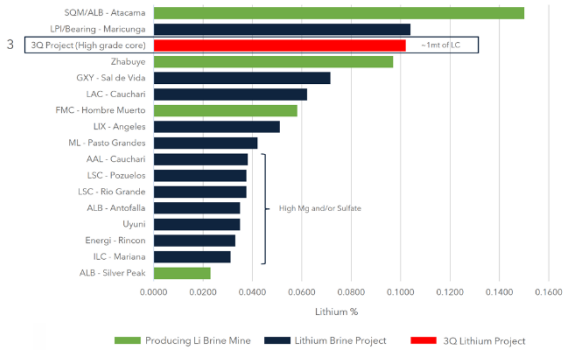
“两湖”：3Q 盐湖。2021 年 10 月 8 日，公司与加拿大新锂公司签署《安排协议》，出资人民币 49.4 亿元现金收购新锂公司 100%股权，已于 2022 年 1 月 26 日完成交割。新锂公司核心资产为阿根廷 3Q 锂盐湖项目，拥有碳酸锂当量资源量 763 万吨，其中高品位碳酸锂当量资源量 184.5 万吨，项目体量大、品位高、杂质低、开发条件好，提锂工艺成熟，成本较低，服务年限长。该项目 3 月份盐田开工建设，6 月份开始第一阶段采卤晒卤试生产，目前正有序推进碳酸锂加工厂证照办理、长周期设备采购、工程设计及平基工程建设。

图29：盆地东部或可获得更多高品位资源



资料来源：Neo Lithium 官网，民生证券研究院

图30：3Q 项目的高品位核心地区是全球第 3 高品位项目



资料来源：Neo Lithium 官网，民生证券研究院

“两湖”：西藏拉果错盐湖。2022 年 4 月，公司以 48.97 亿元收购拉果错盐湖 70%权益，两期项目共规划碳酸锂产能 5 万吨（2+3 万吨）。拉果错盐湖是国内最大的待开发锂盐湖之一，资源量在国内排名第 5，全球排名前 20。截至 2012 年底，拉果错盐湖保有资源量折碳酸锂 214 万吨，平均锂离子浓度 270 毫克/升；镁锂比 3.32。未来项目工艺或由晒卤法调整为“吸附+膜处理”联合工艺，一期产

量拟调整为 2 万吨/年碳酸锂，项目二期建设投产后产量拟提升到 5 万吨/年碳酸锂。

表20：拉果错盐湖锂资源（LiCl）储量（单位：万吨）

矿种	品种	储量级别	平均品位（g/L）	资源量（万吨）	规模
液体矿	KCl	推定资源量（332）	5.1265	745.97	中型
	LiCl	推定资源量（332）	1.6745	243.67	大型
	B2O3	推定资源量（332）	2.5744	370.97	大型

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表21：全球主要锂盐湖项目资源量排名（单位：万吨，截至 2021 年底）

排名	盐湖	国家	阶段	碳酸锂资源量
1	Uyuni	玻利维亚	待开发	11219
2	Atacama	智利	运营中	4905
3	Cauchari-Olaroz	阿根廷	运营中	2457
4	Hombre Muerto-Posco	阿根廷	待开发	1350
5	Antofalla	阿根廷	待开发	1180
6	Rincon-力拓	阿根廷	待开发	1177
7	察尔汗盐湖	中国	运营中	1049
8	Centenario Ratones	阿根廷	待开发	989
9	**3Q**	**阿根廷**	**待开发**	**763**
10	Olaroz-Alkem	阿根廷	运营中	640
11	Sal de Vida	阿根廷	待开发	623
12	Mariana	阿根廷	待开发	520
13	Pastos Grandes	阿根廷	待开发	492
14	Kachi	阿根廷	待开发	440
15	PPG	阿根廷	待开发	356
16	西台吉乃尔	中国	运营中	269
17	Hombre Muerto West	阿根廷	待开发	227
18	麻米错	中国	待开发	218
19	**拉果错**	**中国**	**待开发**	**216**
20	Maricunga	智利	待开发	207

资料来源：公司公告，民生证券研究院

项目建设完成后有望充分受益于行业景气，快速收回投资成本。(1)按照 2016 年的可研计划，该项目完全成本为 34951 元/吨，可研计划按照 5 万元/吨的碳酸锂价格进行测算，得到年均税后净利润为 7902 万元，若按照 2021 年均价 14.3 万元/吨（含税）进行测算，该项目年均税后净利润将达到 7.79 亿元，经济效益有较大提升。（2）技术改进有望使得产能提升至 2 万吨/年碳酸锂，二期项目规划产量达到 5 万吨/年碳酸锂，产量的扩张将使该项目获得更好的经济效益。

表22：按照 2021 年碳酸锂均价测算，拉果错盐湖年税后净利润为 7.79 亿元

测算项目	单位	测算结果（可研）	测算结果（按 2021 年均价测算）
产品价格假设			
碳酸锂	元/吨（含税）	50,000.00	143,000.00
碳酸锂	元/吨（不含税）	44,247.79	126,548.67
产品产量			
碳酸锂	万吨	1.00	1.00
完全成本测算			
碳酸锂	元/吨	34,951.26	34,951.26
财务数据			
销售收入	万元/年	44,247.79	126,548.67
年均税前净利润	万元/年	9,296.53	91,597.41
年均税后净利润	万元/年	7,902.05	77,857.80

资料来源：《西藏阿里改则县拉果错盐湖锂矿采选工程环境影响报告书》，民生证券研究院测算

“一矿”：湖南道县湘源锂多金属矿。2022 年 6 月，公司以 18 亿元收购湘源锂矿 71.14%的股权，矿山拟采用大规模露天开采，初步规划按 1,000 万吨/年规模建设矿山，计划年产锂云母含碳酸锂当量 6-7 万吨。湘源锂多金属矿原地质勘查对象以铷为主，次为锡矿，同时伴生有钨、锂、铯、银等，根据矿物共生组合特点和矿床产出形态，根据公司于 2016 年 9 月提交的《湖南省道县湘源矿区锡铷多金属矿资源储量核实报告》，该锂云母矿含有折碳酸锂当量的储量 216 万吨。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，矿山有将采选规模扩展到 1,500 万吨/年的可能性，矿山建设将视证照办理情况分期建设。

表23：湘源锂多金属矿资源量较大

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
总计	29,815	0.16	0.29	0.0026	487,572	874,044	7,809

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：氧化锂和碳酸锂的转换系数为 1:2.47，**约合碳酸锂 216 万吨。**

表24：全球主要大型硬岩锂矿资源量（单位：万吨）

排名	项目名称	国家	状态	碳酸锂资源量	品位
1	Manono/Kitotolo	刚果	待开发	1633	0.0165
2	Greenbushes	澳大利亚	运营中	1336	0.015
3	Pilgangoora	澳大利亚	运营中	871	0.0118
4	Wodgina	澳大利亚	运营中	750	0.0117
5	Cinovec	捷克	待开发	739	0.0042
6	Mt Holland	澳大利亚	待开发	690	0.015
7	奉新县枧下窝	中国	待开发	657	0.0028

8	Jadar Valley	塞尔维亚	待开发	631	0.0178
9	Kathleen Valley	澳大利亚	待开发	539	0.0142
10	Goulamina	玛丽	待开发	388	0.0145
11	MT Marion	澳大利亚	运营中	242	0.0137
12	甲基卡 X03	中国	待开发	219	0.0151
13	**湘源铯锂多金属矿**	**中国**	**待开发**	**216**	**0.0029**
14	Arcadia	津巴布韦	待开发	190	0.0106
15	Kenticha	埃塞俄比亚	待开发	171	0.0103
16	Grota do Cirillo	巴西	待开发	161	0.0142
17	木绒锂矿	中国	待开发	159	0.0163
18	松树岗钽铌矿	中国	待开发	149	0.002
19	James Bay	加拿大	待开发	140	0.014
20	La Corne	加拿大	待开发	139	0.0119

资料来源：公司公告，民生证券研究院

7.4 其他金属品种：收购全球储量最大单体钼矿

2022 年 10 月 22 日，公司通过公开摘牌的方式，以人民币 59.1 亿元获得安徽金沙钼业有限公司 84%股权。金沙钼业持有安徽省金寨县沙坪沟钼多金属矿勘探权，目前正在办理探转采手续。

沙坪沟钼矿属特大型斑岩型钼多金属矿床，位于桐柏大别成矿带东段的银山钼、铅、锌等多金属矿田内，矿床为特大型隐伏矿，主矿体总体呈厚大的筒状，空间上表现为穹状形态特征，主矿体只有一个，占钼金属总资源量的 99.9%，平面上分布于矿床的中部，钼矿石以辉钼矿为主。金沙钼业拥有沙坪沟钼矿探矿权，目前正在办理探转采的手续，已通过安徽省自然资源管理部门审核，尚待自然资源部的最终审批。

根据 2013 年经安徽省国土资源厅备案的《安徽省金寨县沙坪沟钼矿勘探地质报告》显示，探矿权内沙坪沟钼矿估算的资源量为矿石量 16.30 亿吨，钼金属量 233.78 万吨，平均品位 0.143%。当 Mo 边界品位为 0.30%时，沙坪沟钼矿矿石量 1.65 亿吨，钼金属量 63 万吨，平均品位 0.38%。中国 65%的钼资源品位低于 0.1%，因此该矿山具有很强的成本优势和市场竞争力。此次交易完成后，紫金矿业权益钼资源量将从 92 万吨大幅提升至 290 万吨，相当于中国总量的三分之一，未来有望成为全球最大钼生产企业之一。

该项目建设期 4.5 年，总投资预计 72 亿元，其中建设投资 64 亿元，建成达产后年均产钼精矿含钼 2.72 万吨。产品销售价格按照钼精矿含钼 15 万元/吨(含税)计，年均利润总额 10 亿元，项目投资内部收益率 12.48%，投资回收期为 10.4 年（含 4.5 年建设期）。**根据我们测算，若假设所得税率为 25%，在当前接近 35 万元/吨的钼价（不含税）下，该矿山每年的归母净利润或将达到 36.6 亿元，钼价**

每变化 5 万元/吨，归母净利润将会波动 7.6 亿元，弹性较大。

表25：沙坪沟钼矿概况

项目	介绍
矿种	以辉钼矿为主，产品为钼精矿（含钼品味 57%）。
收购对价	人民币 **59.1 亿元**，获得安徽金沙钼业有限公司 84%股权。
建设规模	**设计采选矿石生产能力为 1,000 万吨/年。**金沙钼业拥有沙坪沟钼矿探矿权，目前正在办理探转采的手续，已通过安徽省自然资源管理部门审核，尚待自然资源部的最终审批。
开发方案	沙坪沟钼矿矿体资源量大，品位较高，矿体的赋存条件和水文地质条件简单，适合于**采用大规模地下开采。**根据矿体的赋存状态，采用主、副竖井+斜坡道开拓，采矿方法为大直径深孔空场嗣后充填法；选矿工艺为粗碎+半自磨+球磨+浮选+精矿浓缩过滤。
建设期	预计建设期 4.5 年。
生产期	采用“贫富兼采，择优首采”的原则，首采中段确定为-450 米中段，将矿体以-450 米为界分为上下两部分，前期开采-450 米以上的矿体，服务年限约 57 年，后期延伸开拓系统进行深部开采，服务年限约 37 年，**矿山总服务年限可达 94 年（不含基建期）。**
项目投资	总投资预计 72 亿元，其中建设投资 64 亿元。
年产量	钼精矿含钼 2.72 万吨。
成本	根据可研测算倒推，该项目完全成本不含税为单吨钼精矿含钼 **9.6 万元/吨。**

资料来源：公司公告，民生证券研究院整理及测算

表26：沙坪沟钼矿资源量情况

矿石品级	资源级别	矿石量 万吨	钼品位 %	钼金属量 万吨
工业矿	探明	22,206.44	0.265	58.87
	控制	32,906.32	0.182	59.96
	推断	56,930.34	0.16	91.18
	小计	112,043.10	0.187	210.02
低品位矿	探明	1,618.39	0.044	0.7
	控制	7,710.42	0.047	3.64
	推断	41,659.99	0.047	19.42
	小计	50,988.80	0.047	23.76
合计（工业+低品位矿）		**163,031.90**	**0.143**	**233.78**

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表27：沙坪沟钼矿利润弹性测算

	钼价（万元/吨）						
	10	15	20	25	30	35	40
归母净利润（亿元）	-1.3	6.3	13.9	21.5	29.0	36.6	44.2
	可研中假设的不含税钼价对应归母净利润						
	当前实际钼价对应归母净利润						

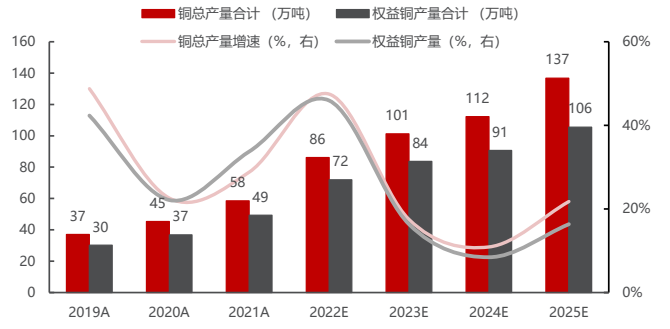
资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

注：测算过程中假设所得税率为 25%

8 盈利预测与投资建议

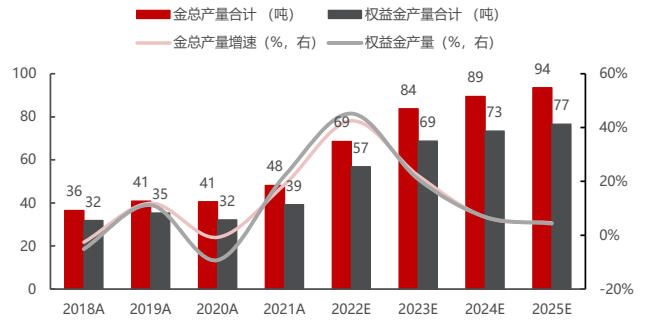
考虑到巨龙铜矿、TImok 上带矿、卡莫阿铜矿的逐步投产，以及自然崩落法在塞尔维亚紫金 JM 矿、Timok 下带矿、多宝山铜矿、紫金山罗卜岭的应用，包括塞尔维亚博尔铜业、大陆黄金等技改项目的投产达产，以及新收购的成熟金矿苏里南 Rosebel 金矿业绩贡献，假设 2022 年内公司能顺利交割 Rosebel 金矿。预计公司 2022-2025 年铜产量或将达到 86/101/112/137 万吨，黄金产量或将达到 69/84/89/94 吨。

图31：公司矿产铜产量预测



资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

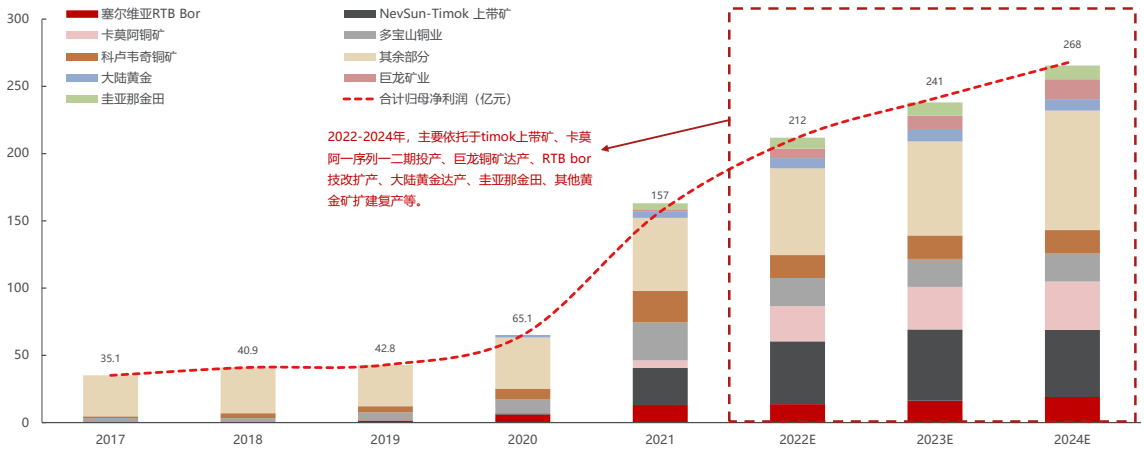
图32：公司矿产金产量预测



资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

公司主要产品铜金锌 2022 年产量指引相比于 2021 年的产量均有较大提升，叠加金属价格中枢提升，我们持续看好公司的阿尔法逻辑的兑现。考虑到成本上升以及主要金属价格阶段性回落，我们下调公司的盈利预测，预计 2022-2024 年公司将实现归母净利 212 亿元、241 亿元、268 亿元，对应 10 月 21 日收盘价的 PE 为 10x、9x 和 8x，维持“推荐”评级。

图33：我们预计，紫金矿业 2022-2024 年将分别实现归母净利润 212、241 和 268 亿元（单位：亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

9 风险提示

1）项目进展不及预期。公司仍有较多项目在建设中，包括预计明年二季度投产的卡莫阿-卡库拉二序列，以及巨龙铜矿一期的爬产，多宝山二期爬产，铜山铜矿改扩建工程，波尔技改等。这些项目的建设仍需投入大量人力物力，可能会受疫情反复等突发情况影响导致项目进展不及预期，届时产量释放节奏将放缓，会对盈利产生影响。

2）铜金等价格下跌。公司生产的产品为大宗商品，价格透明，铜、金、锌、银、铁矿石等产品价格波动会明显影响公司盈利，若宏观经济下滑，或供给大量释放导致金属价格下滑，会对公司盈利能力产生较大影响。

3）海外地缘政治风险等。公司投资项目分布在国内 24 个省(自治区)和加拿大、澳大利亚、巴布亚新几内亚、俄罗斯、塔吉克斯坦、吉尔吉斯斯坦、南非、刚果(金)、秘鲁等 9 个国家。若当地政府对公司进行针对，或是提高矿业公司税赋，颁布不利于国外矿业公司的法律等，都有可能损害公司的利益，对公司的盈利能力产生影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	**225102**	**271137**	**331353**	**387034**
营业成本	190351	229024	283425	334384
营业税金及附加	3460	3660	4473	5031
销售费用	412	895	1093	1084
管理费用	5309	6236	7290	8128
研发费用	771	1003	1127	1161
EBIT	25670	30318	33946	37246
财务费用	1496	2603	2997	3162
资产减值损失	-598	-141	-142	-132
投资收益	1692	4067	4970	5806
营业利润	**25087**	**31732**	**36503**	**40563**
营业外收支	-293	-244	-222	-230
利润总额	**24794**	**31489**	**36281**	**40332**
所得税	5194	5353	6168	6857
净利润	19600	26136	30113	33476
归属于母公司净利润	**15673**	**21170**	**24085**	**26781**
EBITDA	33865	39707	44474	48870

资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	14222	26037	41659	54157
应收账款及票据	2445	2388	3026	3604
预付款项	1782	2204	2689	3181
存货	19309	25457	30983	36320
其他流动资产	9306	14894	21006	27060
流动资产合计	**47064**	**70979**	**99364**	**124322**
长期股权投资	9628	10931	12455	14073
固定资产	55597	66625	75946	83363
无形资产	47531	55725	63845	70765
非流动资产合计	**161530**	**177970**	**194317**	**208342**
资产合计	**208595**	**248949**	**293682**	**332664**
短期借款	18229	0	16239	13214
应付账款及票据	7837	9519	11811	13895
其他流动负债	24237	27788	31866	35433
流动负债合计	**50302**	**37307**	**59917**	**62541**
长期借款	36127	63698	64698	76569
其他长期负债	29268	37911	37921	37931
非流动负债合计	**65395**	**101609**	**102619**	**114500**
负债合计	**115698**	**138916**	**162535**	**177042**
股本	2633	2633	2633	2633
少数股东权益	21863	26829	32857	39552
股东权益合计	**92897**	**110033**	**131146**	**155622**
负债和股东权益合计	**208595**	**248949**	**293682**	**332664**

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力（%）				
营业收入增长率	31.25	20.45	22.21	16.80
EBIT 增长率	90.46	18.11	11.96	9.72
净利润增长率	140.80	35.07	13.77	11.19
盈利能力（%）				
毛利率	15.44	15.53	14.46	13.60
净利润率	8.71	9.64	9.09	8.65
总资产收益率 ROA	7.51	8.50	8.20	8.05
净资产收益率 ROE	22.06	25.44	24.50	23.07
偿债能力				
流动比率	0.94	1.90	1.66	1.99
速动比率	0.52	1.16	1.10	1.36
现金比率	0.28	0.70	0.70	0.87
资产负债率（%）	55.47	55.80	55.34	53.22
经营效率				
应收账款周转天数	3.96	3.21	3.33	3.40
存货周转天数	37.02	40.57	39.90	39.64
总资产周转率	1.08	1.09	1.13	1.16
每股指标（元）				
每股收益	0.60	0.80	0.91	1.02
每股净资产	2.70	3.16	3.73	4.41
每股经营现金流	0.99	1.12	1.34	1.48
每股股利	0.20	0.34	0.34	0.34
估值分析				
PE	13	10	9	8
PB	2.9	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA	8.06	7.03	6.31	5.67
股息收益率（%）	2.52	4.31	4.31	4.31

现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	19600	26136	30113	33476
折旧和摊销	8195	9389	10528	11624
营运资金变动	-1320	-6047	-4472	-4888
经营活动现金流	**26072**	**29366**	**35342**	**39040**
资本开支	-20131	-25508	-25764	-24453
投资	-2915	-2259	-3399	-3487
投资活动现金流	**-23765**	**-24074**	**-24193**	**-22134**
股权募资	2759	0	0	0
债务募资	17017	18588	17249	8856
筹资活动现金流	**23**	**6522**	**4474**	**-4408**
现金净流量	**1845**	**11815**	**15622**	**12498**

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

插图目录

图 1： 2022 年前三季度，公司实现营收 2041.91 亿元 3
图 2： 2022 年前三季度，公司实现归母净利 166.67 亿元 3
图 3： 2022Q3，公司实现营收 717.34 亿元 3
图 4： 2022Q3，公司实现归母净利润 40.37 亿元 3
图 5： 2021 年前三季度，公司毛利同比增加 68.72 亿元（单位：亿元） 4
图 6： 公司投资净收益情况（单位：万元） 4
图 7： 公司少数股东损益情况（单位：万元） 4
图 8： 2022Q3 业绩同比变化拆分（单位：万元） 5
图 9： 2022Q3 业绩环比变化拆分（单位：万元） 5
图 10： 2022 年前三季度矿山产品毛利增长分解（单位：亿元） 6
图 11： 2022Q3 公司销售毛利率为 12.76% 6
图 12： 公司综合毛利率及矿产品综合毛利率变化 6
图 13： 公司分季度毛利润及毛利率变化 6
图 14： 公司三费情况 11
图 15： 公司费用率变化 11
图 16： 公司研发费用情况 11
图 17： 公司短期借款和长期借款情况（单位：亿元） 12
图 18： 公司资产负债率变化 12
图 19： 其他收益、投资净收益及公允价值变动净收益 13
图 20： 资产/信用减值损失 13
图 21： 公司营业外收支 13
图 22： 公司分季度所得税及所得税率 14
图 23： 公司分季度少数股东损益及少数股权占比 14
图 24： 公司净利润及经营活动净现金流 15
图 25： 卡莫阿-卡库拉二期技改工程 17
图 26： 卡莫阿-卡库拉自 2021 年 5 月投产以来的季度铜产量 17
图 27： Rosebel 金矿历年产量 24
图 28： Rosebel 金矿 2022-2033 年规划产量和完全维持成本 25
图 29： 盆地东部或可获得更多高品位资源 26
图 30： 3Q 项目的高品位核心地区是全球第 3 高品位项目 26
图 31： 公司矿产铜产量预测 31
图 32： 公司矿产金产量预测 31
图 33： 我们预计，紫金矿业 2022-2024 年将分别实现归母净利润 212、241 和 268 亿元（单位：亿元） 31

表格目录

盈利预测与财务指标 1
表 1： 公司分季度毛利变化（单位：亿元） 7
表 2： 公司分产品销量、单价和单位成本变化（2022Q3 环比 2022Q2） 8
表 3： 公司分产品销量、单价和单位成本变化（2022Q3 同比 2021Q3） 9
表 4： 公司分产品单位毛利同比、环比变化 10
表 5： 非经常性损益项目环比比较（单位：百万元） 14
表 6： 公司未到期债券情况（单位：亿元） 15
表 7： 可转债募投资金投向（单位：万元） 16
表 8： 我们预计，2022-2024 年，巨龙铜矿的铜和钼产量预期（单位：万吨） 18
表 9： 我们预计自然崩落法将会在远期带来 30 万吨的铜产量增量 19
表 10： 波格拉事件梳理 20
表 11： 2022 年紫金矿业收购的三个金矿与其他部分收购对比 21
表 12： 新疆巫恰县萨瓦亚尔顿金矿概况 21
表 13： 新疆巫恰县萨瓦亚尔顿金矿资源量 22

表 14： 山东海域金矿概况 22
表 15： 海域金矿资源量和储量 23
表 16： Rosebel 金矿资源量情况 23
表 17： Rosebel 金矿储量情况 24
表 18： 假设黄金价格 1700 美元/盎司，Rosebel 金矿年均贡献归母净利润 5 亿元 25
表 19： “两湖一矿”锂资源布局 26
表 20： 拉果错盐湖锂资源（LiCl）储量（单位：万吨） 27
表 21： 全球主要锂盐湖项目资源量排名（单位：万吨，截至 2021 年底） 27
表 22： 按照 2021 年碳酸锂均价测算，拉果错盐湖年税后净利润为 7.79 亿元 28
表 23： 湘源锂多金属矿资源量较大 28
表 24： 全球主要大型硬岩锂矿资源量（单位：万吨） 28
表 25： 沙坪沟钼矿概况 30
表 26： 沙坪沟钼矿资源量情况 30
表 27： 沙坪沟钼矿利润弹性测算 30
公司财务报表数据预测汇总 33

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级		说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%～15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%～5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026