

2023年09月07日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 多元矿种持续成长，并购扩张资源储量

## —紫金矿业（601899.SH）公司事件点评报告

### 买入(维持)

### 事件

分析师：傅鸿浩 S1050521120004  
fuhh@cfsc.com.cn  
分析师：杜飞 S1050523070001  
dufei2@cfsc.com.cn

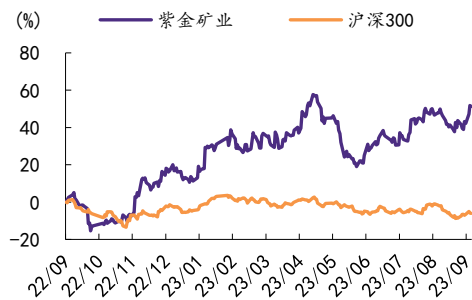
紫金矿业发布 2023 中报：2023H1 公司实现营业总收入 1503 亿元，同比+13.5%，环比+9.04%；归母净利润 103 亿元，同比-18.43%，环比+38.99%；扣除非经常性损益的归母净利润 96.55 亿元，同比-19.7%。

### 基本数据

2023-09-06

当前股价(元)	13.06
总市值(亿元)	3438
总股本(百万股)	26327
流通股本(百万股)	20525
52周价格范围(元)	7.48-13.94
日均成交额(百万元)	1819.16

### 市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

- 1、《紫金矿业（601899）：半年业绩下滑，但多矿种产量持续提升》2023-07-11
- 2、《紫金矿业（601899）：业绩环比大幅改善，铜金矿产持续成长》2023-05-19
- 3、《紫金矿业（601899）：锂盐项目陆续完成中试，金矿进一步收购》2022-12-27

## 投资要点

### ■ 营收上涨，价格下跌成本上升致利润同比下滑

据公司中报，2023H1 利润指标同比下滑主因生产成本上升及铜锌价格回调，其中因金属价格影响利润减少 15.6 亿元。

拆分季度数据来看，营收同比环比增长，但归母净利及扣非归母净利同比环比下滑。2023Q2 公司实现营业总收入 753.89 亿元，同比+13.5%，环比+0.59%；归母净利润 48.60 亿元，同比-25.3%，环比-10.69%；扣除非经常性损益的归母净利润 42.86 亿元，同比-28.34%，环比-20.16%。

### ■ 多板块产量增长显著，毛利待价格回升后有望恢复增长

产量方面，主体矿产品及冶炼产品产量同比环比均实现增长，锂金属实现产量突破，2023Q2 实现碳酸锂产量 1293 吨。其中矿产金 2023Q2 实现产量 16386 千克，同比+17.62%，环比+2.72%；矿产铜 247770 吨，同比+15.99%，环比+1.35%，矿产锌 112206 吨，同比+18.70%，环比+6.86%；冶炼产铜 2023Q2 实现产量 187011 吨，同比+7.07%，环比+7.31%，冶炼产锌产量为 89567 吨，同比+11.10%，环比+1.97%。

单价方面，矿产金单价同比环比上涨，而矿产铜，矿产锌，冶炼铜，冶炼锌单价同比环比均下降，锌的价格下降幅度显著。其中矿产金 2023Q2 为 407 元/克，同比+10.45%，环比+5.14%；矿产铜为 48793 元/吨，同比-11.11%，环比-6.97%；矿产锌为 9478 元/吨，同比-43.23%，环比-28.82%；冶炼铜为 59602 元/吨，同比-6.31%，环比-2.15%。冶炼锌为 18405 元/吨，同比-20.13%，环比-10.46%。

成本方面，由于 2023H1 人民币兑美元平均汇率较上年同期贬值，致美元计价的成本上升，其中影响矿山产铜成本同比增加率 4 个百分点；影响矿山产金成本同比增加率 6 个百分点；影响矿山产锌成本同比增加率 4.3 个百分点。

毛利方面，公司 2023H1 综合毛利率为 14.65%，同比减少 2.49 个百分点，其中，矿产品毛利率为 51.75%，同比减少 8.26 个百分点，下降主要是：1) 矿产铜及矿产锌价格下降；2) 矿山入选品位同比下降；3) 大宗物资和电力价格同比上涨。

2023Q2 矿产品除矿产银外毛利均有不同程度下降，矿产锌下降幅度明显；冶炼产品毛利同比上升较大，环比下降。其中矿产金实现毛利 28.76 亿元，同比-1.57%，环比-6.96%；矿产铜毛利 41.91 亿元，同比下降-25.62%，环比-42.25%。矿产金，矿产铜毛利率分别为 45.81%，55.58%，同比分别 -5.65pct，-8.76pct，环比分别 -2.56pct，-3.16pct。

## ■ 项目建设有序推进，新能源项目产能厚积薄发

**铜板块：**刚果（金）卡莫阿一、二期联合改扩建提前建成投产见效、三期及 50 万吨铜冶炼快速推进，塞尔维亚博尔铜矿冶炼厂技改建成投产、VK 矿新排洪洞全线贯通，丘卡卢-佩吉铜金矿下部矿带开发稳步推进；西藏巨龙铜矿二期改扩建、多宝山铜山矿地采有序进展。8 月 21 日，公司新并购西藏朱诺铜矿，新增权益铜资源量 172 万吨，公司铜资源量将超过 7,500 万吨，朱诺铜矿有望快速推进，未来将形成 10 万吨/年产能铜矿山。

**金板块：**新并购的苏里南罗斯贝尔金矿交割后仅 1 个月即实现盈利，塔吉克泽拉夫尚塔罗金矿加压氧化建成试车，澳大利亚诺顿金田 Binduli 采选全线打通投产见效；山西紫金河湾斑岩型金矿全面建成投产，新并购的新疆萨瓦亚尔顿金矿 240 万吨采选项目启动建设，甘肃陇南紫金金山金矿开发有序推进；巴布亚新几内亚波格拉金矿计划下半年复产。

**新能源板块：**湖南道县湘源硬岩锂矿实现 100%控股、一期 30 万吨采选系统复产见效、二期 500 万吨采选冶系统筹备工作有序开展，阿根廷 3Q 锂盐湖一期工程产出粗制碳酸锂并向年底投产冲刺，西藏拉果错锂盐湖快速推进。

## ■ 盈利预测

公司主要矿产，铜和黄金产能持续攀升，金属价格已部分企稳回升。我们预测公司 2023-2025 年收入分别为 3367.9、4150.8、5117.4 亿元，归母净利润分别为 243.74、282.78、314.67 元，当前股价对应 PE 分别为 14.1、12.2、10.9 倍，维持“买入”投资评级。

## ■ 风险提示

1) 产品大幅降价风险；2) 铜矿扩建及爬产不及预期；3) 金矿扩建及爬产进度不及预期；4) 碳酸锂产能建设进度不及预期；5) 海外开矿政治风险等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入 (百万元)	270,329	336,788	415,080	511,740
增长率 (%)	20.1%	24.6%	23.2%	23.3%
归母净利润 (百万元)	20,042	24,374	28,278	31,467
增长率 (%)	27.9%	21.6%	16.0%	11.3%
摊薄每股收益 (元)	0.76	0.93	1.07	1.20
ROE (%)	16.1%	17.3%	17.7%	17.5%

资料来源: Wind, 华鑫证券研究

## 正文目录

1、事件：公司发布 2023 年半年报 .....	6
2、业绩拆解：毛利减少及费用增长系二季度利润下滑主因 .....	7
3、毛利拆解：产量增长但铜锌价格下跌及成本上浮致毛利润减少 .....	8
4、费用及所得税：期间费用同比上升但环比改善，所得税费环比增加 .....	11
5、经营性现金流持续提升 .....	13
6、多元矿种成长性布局，产能蓄势待发 .....	13
7、盈利预测及投资评级 .....	15
8、风险提示 .....	15

## 图表目录

图表 1：公司季度营收及同比变化 .....	6
图表 2：公司季度营收及同比变化 .....	6
图表 3：公司 2023Q2 业绩同比变化拆分（亿元） .....	7
图表 4：公司 2023Q2 业绩环比变化拆分（亿元） .....	8
图表 5：2023Q2 公司分季度毛利润及综合毛利率变化 .....	8
图表 6：公司分产品产量变化 .....	9
图表 7：公司分产品销量变化 .....	9
图表 8：公司分产品单价变化 .....	10
图表 9：公司分产品单位成本变化 .....	10
图表 10：公司分产品毛利变化 .....	10
图表 11：公司分产品单位毛利变化 .....	11
图表 12：公司分产品毛利率变化 .....	11
图表 13：公司三费季度变化 .....	12
图表 14：公司三费费用率季度变化 .....	12
图表 15：公司研发费用季度变化 .....	12
图表 16：公司资产负债率季度变化 .....	12
图表 17：公司分季度所得税及税率 .....	13
图表 18：公司分季度少数股东损益及少数股权占比 .....	13
图表 19：公司经营活动现金净额季度变化 .....	13
图表 20：公司筹资活动现金净额季度变化 .....	13

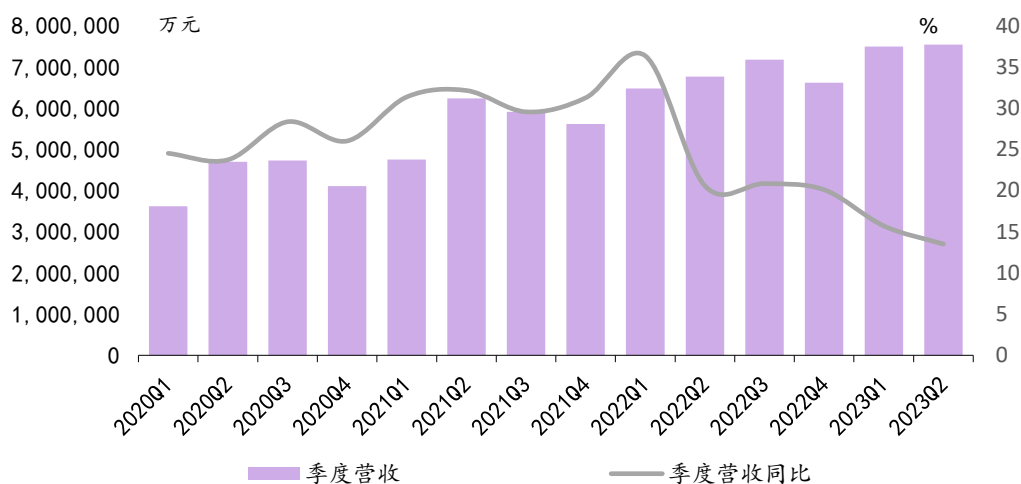
图表 21: 铜板块增量项目 .....	14
图表 22: 金板块增量项目 .....	14
图表 23: 锂板块增量项目 .....	15

# 1、事件：公司发布 2023 年半年报

2023H1 公司实现营业总收入 1503 亿元，同比+13.5%，较 2022H2 环比+9.04%；归母净利润 103 亿元，同比-18.43%，较 2022H2 环比+38.99%；扣除非经常性损益的归母净利润 96.55 亿元，同比-19.7%。据公司中报，利润指标同比下滑主因生产成本上升及铜锌价格回调，其中因金属价格影响利润减少 15.6 亿元。

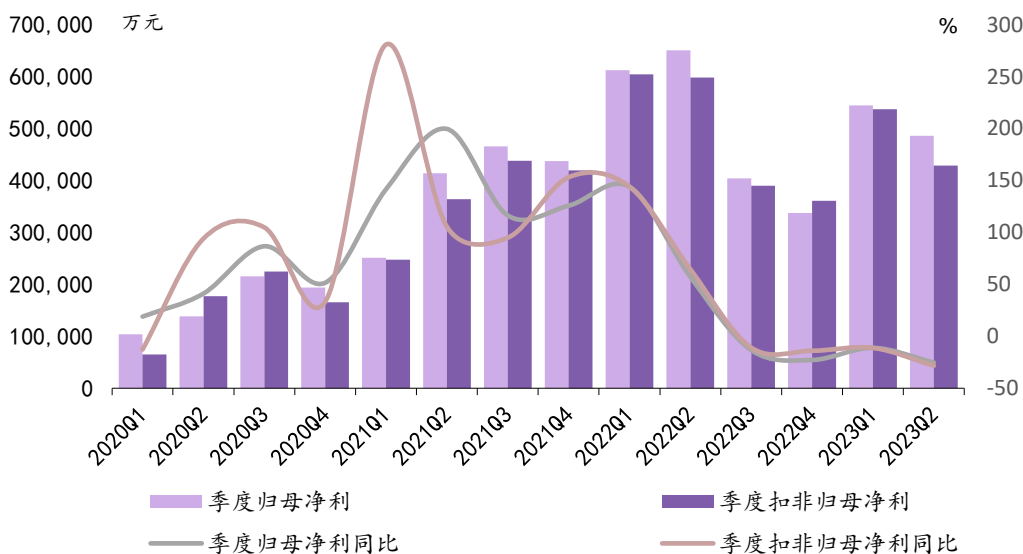
拆分季度数据来看，营收同比环比增长，但归母净利及扣非归母净利同比环比下滑。2023Q2 公司实现营业总收入 753.89 亿元，同比+13.5%，环比+0.59%；归母净利润 48.60 亿元，同比-25.3%，环比-10.69%；扣除非经常性损益的归母净利润 42.86 亿元，同比-28.34%，环比-20.16%。

图表 1：公司季度营收及同比变化



资料来源：Wind，华鑫证券研究

图表 2：公司季度营收及同比变化

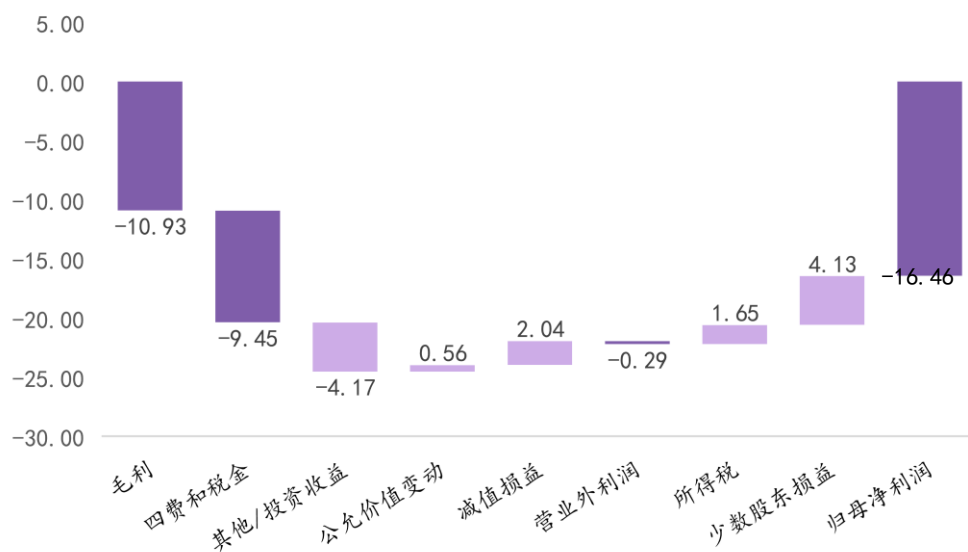


资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 2、业绩拆解：毛利减少及费用增长系二季度利润下滑主因

**2023Q2 同比比较:**2023 年 Q2 公司实现归母净利润 48.60 亿元，较 2022Q2 减少 16.46 亿元，同比-25.3%。拆分二季度业绩，导致归母净利下滑的最主要的原因是毛利同比减少 10.93 亿元，其次是四费和税金上浮 9.45 亿元。

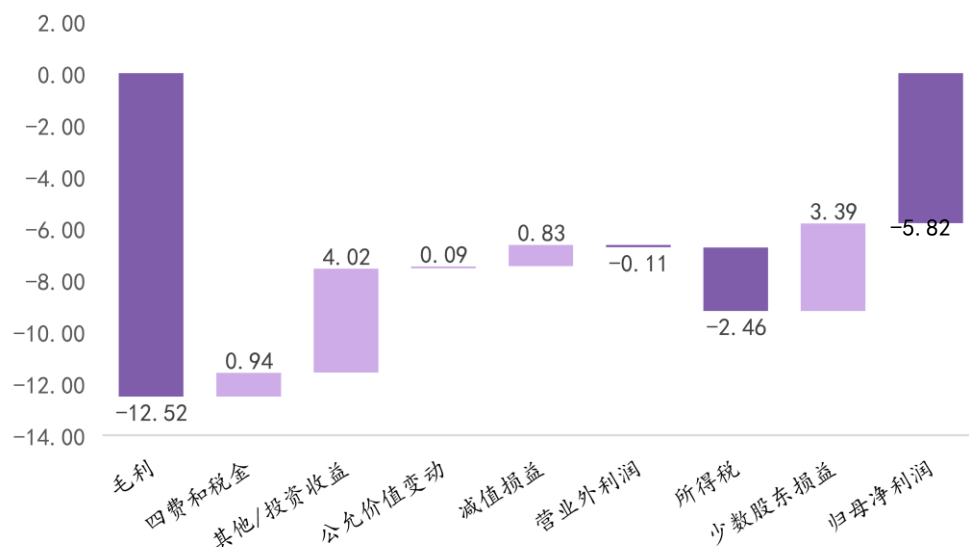
图 3：公司 2023Q2 业绩同比变化拆分（亿元）



资料来源：公司公告，华鑫证券研究

**2023Q2 环比比较:** 2023Q2 公司归母净利润较 2023Q1 减少 5.82 亿元，环比-10.69%。经财报拆解分析，净利润下滑主因仍是毛利的下滑，今年二季度毛利较一季度下降 12.52 亿元，其次因为所得税的上升，其环比上涨 2.46 亿元。

图表 4：公司 2023Q2 业绩环比变化拆分（亿元）

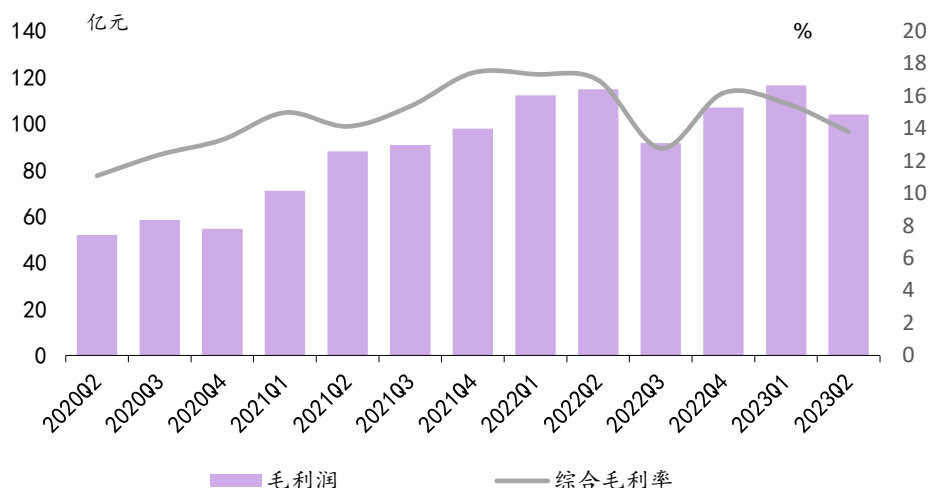


资料来源：公司公告，华鑫证券研究

### 3、毛利拆解：产量增长但铜锌价格下跌及成本上浮致毛利润减少

公司 2023Q2 整体实现毛利润 103.86 亿元，同比-9.52%，环比-10.76%；综合毛利率 13.78%，同比减少 3.18%，环比减少 1.75 个百分点。

图表 5：2023Q2 公司分季度毛利润及综合毛利率变化



资料来源：Wind，华鑫证券研究

产量方面，主体矿产品及冶炼产品产量同比环比均实现增长，锂金属实现产量突破，2023Q2 实现碳酸锂产量 1293 吨。其中矿产金 2023Q2 实现产量 16386 千克，同比+17.62%，环比+2.72%；矿产铜 247770 吨，同比+15.99%，环比+1.35%；矿产锌 112206 吨，同比

+18.70%，环比+6.86%；冶炼产铜 2023Q2 实现产量 187011 吨，同比+7.07%，环比+7.31%，冶炼产锌产量为 89567 吨，同比+11.10%，环比+1.97%。

图表 6：公司分产品产量变化

产品	单位	产量				
		2022Q2	2023Q1	2023Q2	同比	环比
矿山产金	千克	13931	15952	16386	17.62%	2.72%
矿山产铜	吨	213614	244471	247770	15.99%	1.35%
矿山产锌	吨	94532	105004	112206	18.70%	6.86%
矿山产银	千克	92662	104263	103380	11.57%	-0.85%
铁精矿	万吨	104	32	95	-8.17%	197.62%
冶炼产铜	吨	174662	174276	187011	7.07%	7.31%
冶炼产锌	吨	80620	87838	89567	11.10%	1.97%
碳酸锂	吨	-	-	1293	-	-

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

销量方面，矿产金，矿产锌销量 2023Q2 同比增长，主体矿种销量环比下降；冶炼产品销量同比环比均有增长。其中矿产金 2023Q2 实现销量 15416 千克，同比+0.11%，环比-6.56%。矿产铜销量 154520 吨，同比-3.14%，环比-34.39%。矿产锌销量 104428 吨，同比+9.88%，环比-2.17%。冶炼铜 2023Q2 实现销量 187230 吨，同比+4.53%，环比+7.44%。冶炼锌实现销量 89693 吨，同比+3.41%，环比+1.45%。

图表 7：公司分产品销量变化

产品	单位	销量				
		2022Q2	2023Q1	2023Q2	同比	环比
矿山产金	千克	15399	16499	15416	0.11%	-6.56%
矿山产铜	吨	159533	235521	154520	-3.14%	-34.39%
矿山产锌	吨	95041	106740	104428	9.88%	-2.17%
矿山产银	千克	99331	104122	104812	5.52%	0.66%
铁精矿	万吨	61	72	65	6.43%	-8.69%
冶炼产铜	吨	179115	174272	187230	4.53%	7.44%
冶炼产锌	吨	86739	88408	89693	3.41%	1.45%

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

单价方面，矿产金单价同比环比上涨，而矿产铜，矿产锌，冶炼铜，冶炼锌单价同比环比均下降，锌的价格下降幅度显著。其中矿产金 2023Q2 为 407 元/克，同比+10.45%，环比+5.14%；矿产铜为 48793 元/吨，同比-11.11%，环比-6.97%；矿产锌为 9478 元/吨，同比-43.23%，环比-28.82%；冶炼铜为 59602 元/吨，同比-6.31%，环比-2.15%。冶炼锌为 18405 元/吨，同比-20.13%，环比-10.46%。

图表 8：公司分产品单价变化

产品	单位	单价				
		2022Q2	2023Q1	2023Q2	同比	环比
矿山产金	元/克	369	387	407	10.45%	5.14%
矿山产铜	元/吨	54894	52448	48793	-11.11%	-6.97%
矿山产锌	元/吨	16696	13316	9478	-43.23%	-28.82%
矿山产银	元/克	3	3	4	10.25%	8.56%
铁精矿	元/吨	682	592	582	-14.75%	-1.77%
冶炼产铜	元/吨	63614	60909	59602	-6.31%	-2.15%
冶炼产锌	元/吨	23042	20555	18405	-20.13%	-10.46%

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

成本方面，矿山企业单位销售成本同比环比均有上浮，但矿产锌成本环比下降；冶炼产品单位销售成本改善，冶炼锌成本改善较大。其中矿产金 2023Q2 单位销售成本为 221 元/克，同比+23.32%，环比+10.34%；矿产铜为 21673 元/吨，同比+10.71%，环比+0.15%；矿产锌为 8447 元/吨，同比+8.70%，环比-6.43%。冶炼铜为 57655 元/吨，同比-8.20%，环比-1.96%；矿产锌为 17078 元/吨，同比-24.51%，环比-10.01%。

图表 9：公司分产品单位成本变化

产品	单位	单位销售成本				
		2022Q2	2023Q1	2023Q2	同比	环比
矿山产金	元/克	179	200	221	23.32%	10.34%
矿山产铜	元/吨	19577	21640	21673	10.71%	0.15%
矿山产锌	元/吨	7771	9027	8447	8.70%	-6.43%
矿山产银	元/克	1.55	1.67	1.69	9.23%	1.19%
铁精矿	元/吨	235	224	244	3.94%	9.05%
冶炼产铜	元/吨	62803	58806	57655	-8.20%	-1.96%
冶炼产锌	元/吨	22623	18978	17078	-24.51%	-10.01%

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

毛利方面，矿产金和矿产铜产品为公司毛利的主要来源。2023Q2 矿产品除矿产银外毛利均有不同程度下降，矿产锌下降幅度明显；冶炼产品毛利同比上升较大，环比下降。其中矿产金实现毛利 28.76 亿元，同比-1.57%，环比-6.96%；矿产铜毛利 41.91 亿元，同比下降-25.62%，环比-42.25%。矿产金，矿产铜毛利率分别为 45.81%，55.58%，同比分别-5.65pct，-8.76pct，环比分别-2.56pct，-3.16pct。

图表 10：公司分产品毛利变化

产品	单位	毛利				
		2022Q2	2023Q1	2023Q2	同比	环比
矿山产金	亿元	29.22	30.91	28.76	-1.57%	-6.96%
矿山产铜	亿元	56.34	72.56	41.91	-25.62%	-42.25%
矿山产锌	亿元	8.48	4.58	1.08	-87.30%	-76.47%

矿山产银	亿元	1.65	1.66	1.94	17.34%	17.07%
铁精矿	亿元	2.75	2.64	2.21	-19.69%	-16.30%
冶炼产铜	亿元	1.45	3.66	3.64	150.86%	-0.55%
冶炼产锌	亿元	0.36	1.39	1.19	227.73%	-14.64%

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 11：公司分产品单位毛利变化

产品	单位	单位毛利				
		2022Q2	2023Q1	2023Q2	同比	环比
矿山产金	元/克	190	187	187	-1.68%	-0.42%
矿山产铜	元/吨	35317	30808	27120	-23.21%	-11.97%
矿山产锌	元/吨	8925	4289	1031	-88.44%	-75.95%
矿山产银	元/克	1.66	1.59	1.85	11.21%	16.30%
铁精矿	元/吨	448	368	338	-24.54%	-8.34%
冶炼产铜	元/吨	811	2103	1947	139.99%	-7.44%
冶炼产锌	元/吨	419	1577	1327	216.94%	-15.87%

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

图表 12：公司分产品毛利率变化

产品	毛利率				
	2022Q2	2023Q1	2023Q2	同比增减	环比增减
矿山产金	51.46%	48.36%	45.81%	-5.65%	-2.56%
矿山产铜	64.34%	58.74%	55.58%	-8.76%	-3.16%
矿山产锌	53.46%	32.21%	10.88%	-42.58%	-21.33%
矿山产银	51.80%	48.77%	52.25%	0.45%	3.48%
铁精矿	65.61%	62.24%	58.08%	-7.54%	-4.16%
冶炼产铜	1.28%	3.45%	3.27%	1.99%	-0.19%
冶炼产锌	1.82%	7.67%	7.21%	5.39%	-0.46%

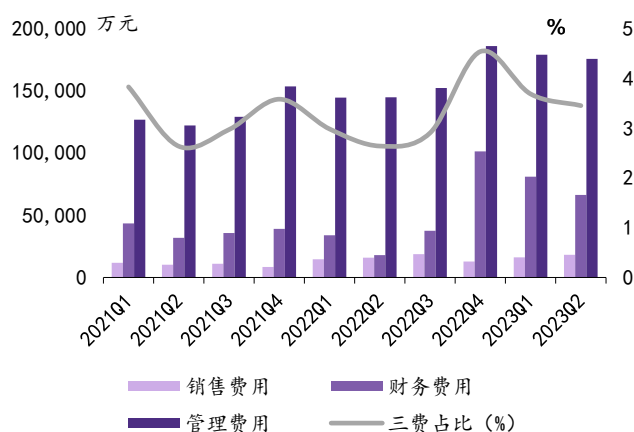
资料来源：公司公告，华鑫证券研究

## 4、费用及所得税：期间费用同比上升但环比改善，所得税费环比增加

从期间费用的变化来看，2023Q2 公司三费环比下降，同比增长较大，其中财务费用同比增长明显，但环比改善。三费合计 25.98 亿元，同比+45.62%，环比-5.80%。销售费用为 1.81 亿元，同比+13.65%，环比+ 11.78%；管理费用为 17.54 亿元，同比+21.32%，环比-1.92%；财务费用为 6.63 亿元，同比+269.80%，环比- 17.89%。

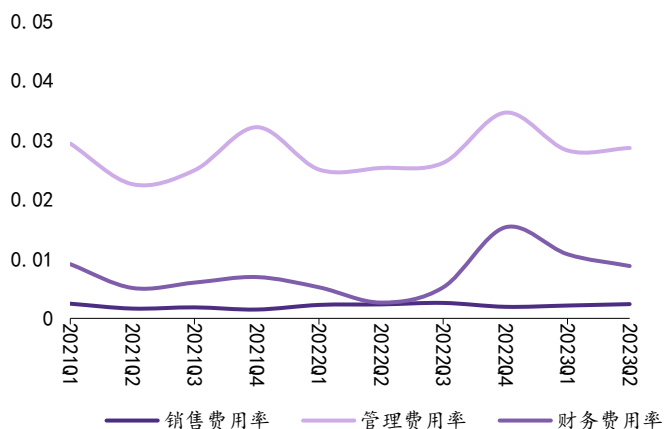
另外 2023Q2 实现销售费用率 0.24%，管理费用率 2.86%，财务费用率 0.88%，同比分别 +0.00pct，+0.34pct，+0.61pct，环比分别+0.02pct，+0.04pct，-0.20pct。

图表 13: 公司三费季度变化



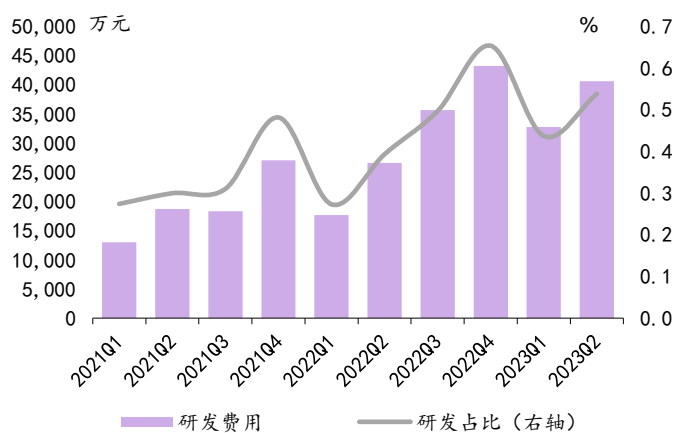
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 14: 公司三费费用率季度变化



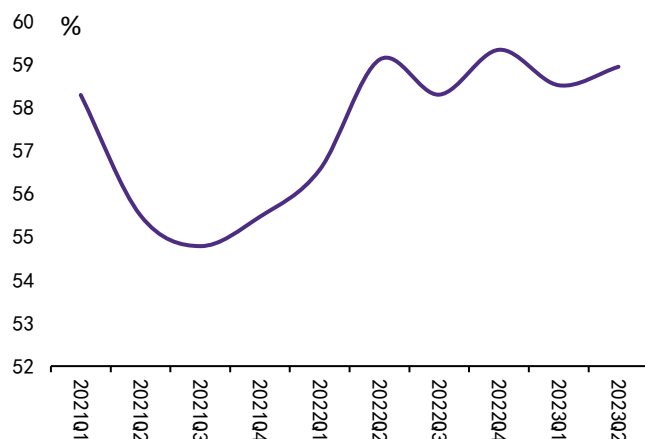
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 15: 公司研发费用季度变化



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

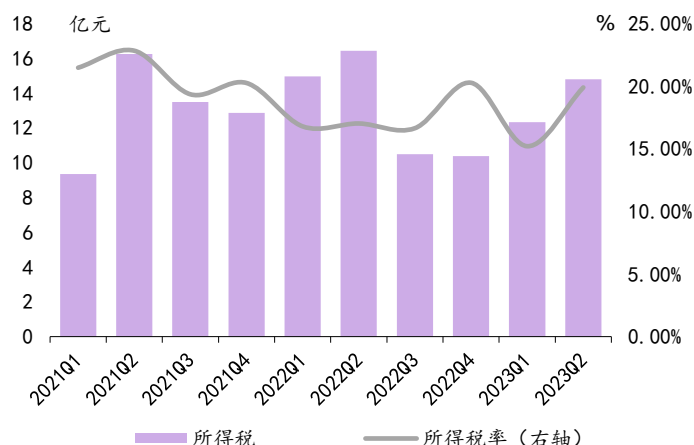
图表 16: 公司资产负债率季度变化



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

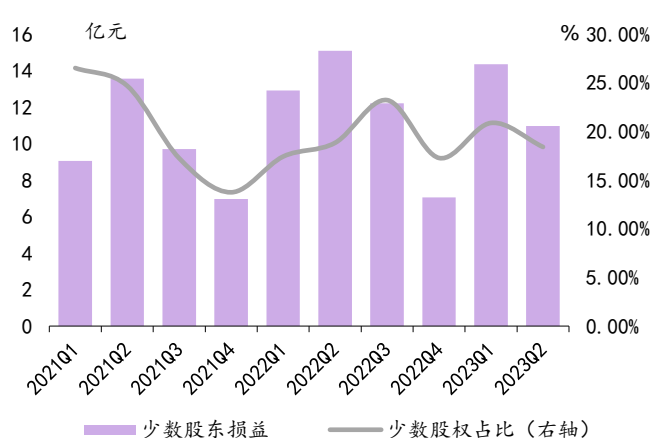
公司 2023Q2 所得税为 14.79 亿元, 同比-10.01%, 环比+19.97%。少数股东权益同比-27.38%, 环比-23.64%, 占净利润比例为 18.40%, 同比下降 0.43pct, 环比下降 2.47pct。

图表 17: 公司分季度所得税及税率



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 18: 公司分季度少数股东损益及少数股权占比



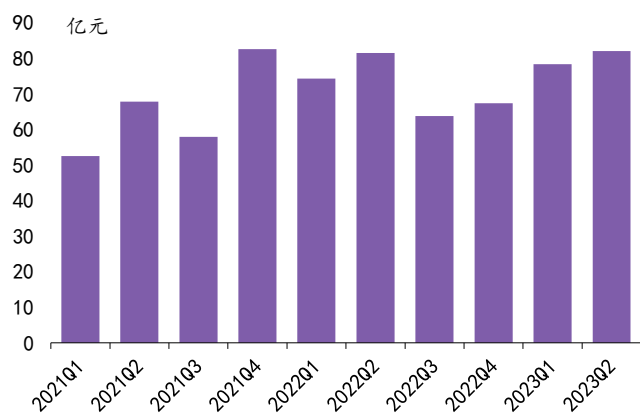
资料来源: Wind, 华鑫证券研究

## 5、经营性现金流持续提升

2023Q2 公司实现经营活动现金净流入 81.99 亿元, 同比增加流入 0.51 亿元, 环比增加流入 3.7 亿元。

2023Q2 公司筹资活动现金净流出 3.29 亿元, 原因是融资规模同比减少。

图表 19: 公司经营活动现金净额季度变化



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

图表 20: 公司筹资活动现金净额季度变化



资料来源: Wind, 华鑫证券研究

## 6、多元矿种成长性布局, 产能蓄势待发

**铜板块:** 2023H1 贡献铜产量的主力矿山为刚果(金)卡莫阿铜矿, 西藏巨龙铜业, 塞尔维亚紫金矿业, 刚果(金)科卢韦齐铜矿, 黑龙江多宝山, 2023H1 分别实现矿产铜产量 88789 吨, 71118 吨, 67581 吨, 65487 吨, 56329 吨。这五大矿山矿产铜产量占总矿产铜产

量 70.96%。今年 8 月 21 日，公司新并购西藏朱诺铜矿，新增权益铜资源量 172 万吨，公司铜资源量将超过 7,500 万吨，朱诺铜矿有望快速推进，未来将形成 10 万吨/年产能铜矿山。

根据公司在 2022 年年报公布的规划，2023 年计划生产矿产铜达 95 万吨，2025 年将实现 117 万吨铜的产量目标。

图表 21：铜板块增量项目

名称	项目进程	项目远期产量目标
卡莫阿-卡库拉铜矿	一期选厂、二期选厂及一期二期联合技改扩建均已完工，当前正加快三期 500 万吨/年选厂扩建及配套 50 万吨/年铜冶炼厂建设，预计 2024 年 10 月建成投产，目前三期项目已完成 38%	处理能力达到 920 万吨/年，合计年产能达到 45 万吨铜以上，计划 2023 年实现精矿产铜 39 万至 43 万吨的目标。 届时三期建成投产，年产量将达 62 万吨
塞尔维亚紫金铜业技改（矿山+冶炼厂）	冶炼厂 4 月已产出阳极铜板以及阴极铜板；JM 铜矿 4 条千米竖井建设完成，目前正推进竖井转平巷施工、3# 胶带斜井施工；VK 矿排洪系统改道工程 7 月全线贯通	1. 技改扩建达产后，矿山年产铜金属 15-16 万吨； 2. 冶炼厂冶炼铜金属 18 万吨，预留至 20 万吨。
巨龙铜业驱龙铜矿	2022 年二季度一期 10 万吨达产并启动 15 万吨技改	驱龙铜矿项目 2023H1 产铜金属量 7.11 万吨，预计 2023 年全年产铜约 15.36 万吨。

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

**金板块：**2023H1 贡献金产量的主力矿山为哥伦比亚武里蒂卡，苏里南罗斯贝尔，塔吉克斯坦泽拉夫尚，澳大利亚诺顿金田，陇南紫金，塞尔维亚紫金矿业，吉尔吉斯斯坦奥同克，山西紫金；2023H1 分别实现矿产金产量 4001 千克，3505 千克，3076 千克，2991 千克，2976 千克，2527 千克，1840 千克，1801 千克，合计占今年二季度总矿产金产量的 70.25%。另新并购的苏里南罗斯贝尔金矿交割后仅 1 个月即实现盈利，新并购的新疆萨瓦亚尔顿金矿 240 万吨采选项目启动建设，将带来新增权益产量。

2023 年矿产金产量目标为 72 吨，2025 年预期实现 90 吨矿产金产量。

图表 22：金板块增量项目

名称	项目进程	项目收益情况
泽拉夫尚塔罗金矿加压氧化项目	预计 9 月份实现带料生产	处理规模为 16.5 万吨/年，建成达产后，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	2023 年 5 月井建二期工程验收通过，配套设施于 7 月底全面建成	项目建成达产后，年新增金金属 3-4 吨
陇南紫金金山金矿 2000 吨/日采选工程	生产车间设备基础、综合楼主体混凝土结构完成，张皮沟尾矿库筑坝有序推进，35KV 线路部分塔基完成浇筑	项目建成后年新增约 1 吨黄金产量

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

**锂板块：**2023Q2 实现锂产量突破，300 吨粗制碳酸锂系统建成投产，产出首批粗制碳酸锂。“两湖一矿”计划的阿根廷 3Q 盐湖一期 2 万吨/年碳酸锂项目将在 2023 年年底建成投产。2023 年碳酸锂产量目标为 3000 吨，2025 年碳酸锂产量规划为 12 万吨。

图表 23：锂板块增量项目

名称	产品名称	项目进程	项目收益情况
阿根廷 3Q 盐湖锂矿	碳酸锂	300 吨粗制碳酸锂系统建成投产，产出首批粗制碳酸锂； 加工厂区域子项计划 2023 年底建成投产	一期 2 万吨/年碳酸锂项目计划 2023 年底建成投产。一、二期全部建成达产后，预计形成 4-6 万吨/年碳酸锂产能
西藏拉果错盐湖锂矿	氢氧化锂	一期 2 万吨/年电池级氢氧化锂项目计划 2023 年底建成投产	项目共 2 期，一、二期全部建成投产达产后形成 4-5 万吨/年氢氧化锂产能
湖南道县湘源硬岩锂矿	锂云母精矿	一期 30 万吨/年采选系统建成投产达产； 二期 500 万吨/年采选工程项目正在推进	项目建成达产后，年产当量碳酸锂 2,500 吨

资料来源：公司公告，华鑫证券研究

## 7、盈利预测及投资评级

公司主要矿产，铜和黄金产能持续攀升，金属价格已部分企稳回升。我们预测公司 2023-2025 年收入分别为 3367.9、4150.8、5117.4 亿元，归母净利润分别为 243.74、282.78、314.67 元，当前股价对应 PE 分别为 14.1、12.2、10.9 倍，维持“买入”投资评级。

## 8、风险提示

1) 产品大幅降价风险；2) 铜矿扩建及爬产不及预期；3) 金矿扩建及爬产进度不及预期；4) 碳酸锂产能建设进度不及预期；5) 海外开矿政治风险等。

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产:</b>				
现金及现金等价物	20,244	27,239	43,921	59,587
应收款	12,257	15,270	18,820	23,203
存货	28,104	35,318	43,953	54,923
其他流动资产	19,040	22,298	26,136	30,875
流动资产合计	79,644	100,125	132,830	168,587
<b>非流动资产:</b>				
金融类资产	5,787	5,787	5,787	5,787
固定资产	72,746	80,867	80,664	77,362
在建工程	21,617	8,647	3,459	1,383
无形资产	68,280	64,866	61,452	58,209
长期股权投资	25,067	26,067	26,067	26,067
其他非流动资产	38,689	38,689	38,689	38,689
非流动资产合计	226,400	219,136	210,331	201,710
资产总计	306,044	319,261	343,161	370,297
<b>流动负债:</b>				
短期借款	23,666	24,666	25,666	26,666
应付账款、票据	13,493	16,957	21,102	26,369
其他流动负债	26,599	26,599	26,599	26,599
流动负债合计	71,170	68,222	73,367	79,634
<b>非流动负债:</b>				
长期借款	92,690	92,690	92,690	92,690
其他非流动负债	17,729	17,729	17,729	17,729
非流动负债合计	110,419	110,419	110,419	110,419
负债合计	181,589	178,640	183,786	190,053
<b>所有者权益</b>				
股本	26,329	26,327	26,327	26,327
股东权益	124,455	140,621	159,375	180,244
负债和所有者权益	306,044	319,261	343,161	370,297

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	24767	30121	34945	38886
少数股东权益	4725	5747	6667	7419
折旧摊销	9727	8264	8634	8450
公允价值变动	-255	-200	-200	-200
营运资金变动	-10286	-17434	-11877	-14825
经营活动现金净流量	28679	26497	38169	39731
投资活动现金净流量	-50981	3850	5391	5378
筹资活动现金净流量	29297	-12956	-15190	-17017
现金流量净额	6,995	17,391	28,370	28,092

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	270,329	336,788	415,080	511,740
营业成本	227,784	280,941	349,686	437,074
营业税金及附加	4,268	5,317	6,553	8,079
销售费用	620	772	952	1,173
管理费用	6,265	7,805	9,620	11,860
财务费用	1,905	4,940	4,846	4,761
研发费用	1,232	1,347	1,660	2,047
费用合计	10,021	14,864	17,078	19,841
资产减值损失	-79	-79	-79	-79
公允价值变动	-255	-200	-200	-200
投资收益	2,874	120	120	120
营业利润	30,946	35,991	42,089	47,072
加:营业外收入	108	60	60	60
减:营业外支出	1,061	500	500	500
利润总额	29,993	35,551	41,649	46,632
所得税费用	5,226	5,430	6,705	7,746
净利润	24,767	30,121	34,945	38,886
少数股东损益	4,725	5,747	6,667	7,419
归母净利润	20,042	24,374	28,278	31,467

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	20.1%	24.6%	23.2%	23.3%
归母净利润增长率	27.9%	21.6%	16.0%	11.3%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	15.7%	16.6%	15.8%	14.6%
四项费用/营收	3.7%	4.4%	4.1%	3.9%
净利率	9.2%	8.9%	8.4%	7.6%
ROE	16.1%	17.3%	17.7%	17.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	59.3%	56.0%	53.6%	51.3%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.9	1.1	1.2	1.4
应收账款周转率	22.1	22.1	22.1	22.1
存货周转率	8.1	8.1	8.1	8.1
<b>每股数据(元/股)</b>				
EPS	0.76	0.93	1.07	1.20
P/E	17.2	14.1	12.2	10.9
P/S	1.3	1.0	0.8	0.7
P/B	3.9	3.5	3.1	2.8

## ■ 新材料组介绍

**傅鸿浩：**所长助理、碳中和组长，电力设备首席分析师，中国科学院工学硕士，央企战略与6年新能源研究经验。

**杜飞：**碳中和组成员，中山大学理学学士，香港中文大学理学硕士，3年大宗商品研究经验，负责有色及新材料研究工作。

## ■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。