

多点开花业绩环比提升，期待铜金锂持续成长

2023 年 10 月 29 日

► **事件：公司发布 2023 年三季报。**2023 年 Q1-3，公司实现营收 2250.08 亿元，同比增长 10.2%；归母净利润 161.65 亿元，同比减少 3%。2023Q3，公司实现营收 746.74 亿元，同比增长 4.1%、环比减少 0.9%；归母净利润 58.63 亿元，同比增长 45.2%、环比增长 20.6%。业绩超我们预期。

► **同比来看，锌价下跌、成本上行、以及费用提升为业绩下降的主要原因。价格：锌价同比跌幅较大。**2023Q1-Q3 矿产锌价格同比变化下跌 16.6%至 11711 元/吨。**成本：2023Q1-Q3 主要金属销售成本同比上涨较多。**2023 Q1-Q3 矿产铜/金/锌单位销售成本同比上涨 15.9%/19.2%/16.7%至 22483 元/吨、216.98 元/克、9069 元/吨。其中矿产铜/金/锌成本上涨中有 3.5/5/3.8pct 是由于人民币贬值导致的美元计价成本增高。**费用：四费同比增长 27.5 亿元，主要是由于财务费用和管理费用分别同比增长 13.7/10.0 亿元。**财务费用主要是融资规模增加所致，管理费用增加主要是合并企业增加所致。

► **分季度看，Q3 利润环比增长主要得益于铜金销量环比增长、锌单位盈利提升、以及其他板块产品毛利增长。毛利拆分：**2023Q3 公司毛利环比提升 17 亿元，其中 8 亿来自于矿产品和冶炼端（黄金环比+2.2 亿元，铜环比+5.2 亿元，锌环比+1.6 亿元），9 亿来自于其他产品，包括加工、钴钼锂等小金属。**产销量：产销基本一致。**2023Q3 公司矿产铜/金/锌产量分别为 26.2 万吨、17.8 吨、10.6 万吨，环比分别变化+5.7%、+8.3%、-5.5%，同比分别增长 17.9%、27.3%、9.9%，铜金产量的环比增长主要得益于博尔铜矿满产、巨龙复产以及山西紫金投产；**价格：铜金价格分化。**2023Q3，矿产铜/金/锌单价分别环比上涨 3.8%/1.9%/29.8%至 51413 元/吨、408.28 元/克、12300 元/吨；**成本：铜金锌单位成本均环比上涨。**2023Q3 矿产铜/金/锌单位销售成本分别环比上涨 10.7%/15.2%/4.1%，同比上涨 17.7%/14.4%/19.0%至 23985 元/吨，229.79 元/克，9731 元/吨。

► **核心看点：三大铜矿业集群持续绽放，锂钼战略金属板块打造新成长曲线。****铜板块，**Timok+Por、卡莫阿、巨龙，三大世界级铜矿业集群 2023-2025 年均将持续贡献增量；**金板块，**多项目齐头并进，海域金矿、Rosebel、萨瓦亚尔顿购建新生增量，黄金产量持续增长。**战略金属板块，**手握“两湖一矿”优质锂资源，期待资源优势转化为产量优势。同时加码战略矿种钼，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：**公司铜金产量持续增长，锂钼项目打造新成长曲线。考虑到锂价下跌及铜金成本上行，我们下调公司 2024-2025 年盈利预测，我们预计 2023-2025 年公司将实现归母净利 220 亿元、246 亿元、300 亿元，对应 10 月 27 日收盘价的 PE 为 14x、13x 和 11x，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**项目进度不及预期，铜金锂等金属价格下跌，地缘政治风险等。
盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	270,329	310,294	342,274	400,256
增长率 (%)	20.1	14.8	10.3	16.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	20,042	21,995	24,587	30,037
增长率 (%)	27.9	9.7	11.8	22.2
每股收益 (元)	0.76	0.84	0.93	1.14
PE	16	14	13	11
PB	3.6	3.0	2.6	2.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 27 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

12.01 元


分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 张弋清

执业证书：S0100523100001

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

分析师 李挺

执业证书：S0100523090006

邮箱：liting@mszq.com

研究助理 南雪源

执业证书：S0100123070035

邮箱：nanxueyuan@mszq.com

相关研究

1.紫金矿业 (601899.SH) 动态报告：价降本增拖累业绩，铜金内生增长动能十足-2023/08/28

2.紫金矿业 (601899.SH) 动态报告：高原矿山开发渐成熟，加码西藏铜资源-2023/08/22

3.紫金矿业 (601899.SH) 2023 年半年报预告点评：业绩略低于预期，期待铜金锂持续放量-2023/07/09

4.紫金矿业 (601899.SH) 2023 年一季报深度点评：Q1 业绩符合预期，矿业巨头持续成长-2023/05/04

5.紫金矿业 (601899.SH) 2022 年年报深度点评：“三步走”一阶段圆满收官，多元化矿种齐头并进-2023/03/28

目录

1 事件：公司公布 2023 年三季报,Q3 业绩超预期.....	3
2 2023 年三季度业绩拆解：毛利同环比大幅增加，但成本和费用拖累归母净利润.....	4
3 毛利端拆解：矿端盈利保持稳定，冶炼端+其他非主营产品增厚为 2023 前三季度增加因素	6
4 费用端：期间费用增加，资产负债率小幅下降.....	11
5 Q3 环比维度非经常性利润下降，或指示经营业绩更优.....	13
6 经营性现金流同环比均上升.....	15
7 项目跟踪：铜金板块持续增长，锂钼战略金属打造新成长曲线.....	17
7.1 铜板块：三大世界级铜矿产能持续释放，两大储备项目逐步推进	17
7.2 金板块：新老项目相继投产，黄金产量持续增长	20
7.3 战略金属板块：“两湖一矿”锂资源加快建设，加码战略矿种钼	23
8 盈利预测与投资建议	27
9 风险提示	28
插图目录	30
表格目录	30

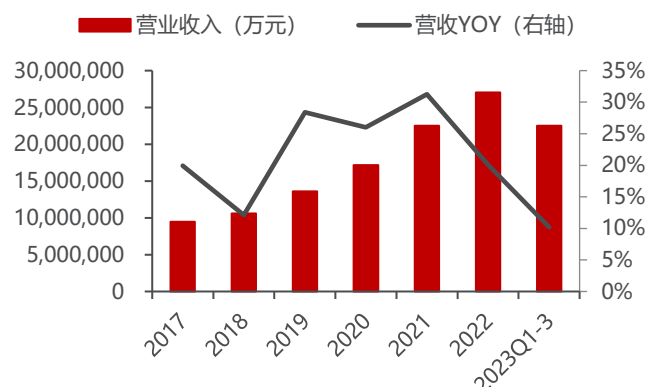
1 事件：公司公布 2023 年三季报,Q3 业绩超预期

公司发布 2023 年三季报。2023 年 Q1-3，公司实现营收 2250.08 亿元，同比增长 10.2%；归母净利润 161.65 亿元，同比减少 3%；扣非归母净利润 152.08 亿元，同比减少 4.5%。

分季度来看，2023Q3，公司实现营收 746.74 亿元，同比增长 4.1%、环比减少 0.9%；归母净利润 58.63 亿元，同比增长 45.2%、环比增长 20.6%；扣非归母净利润 55.52 亿元，同比增长 42.4%、环比增长 29.5%。业绩超我们预期。

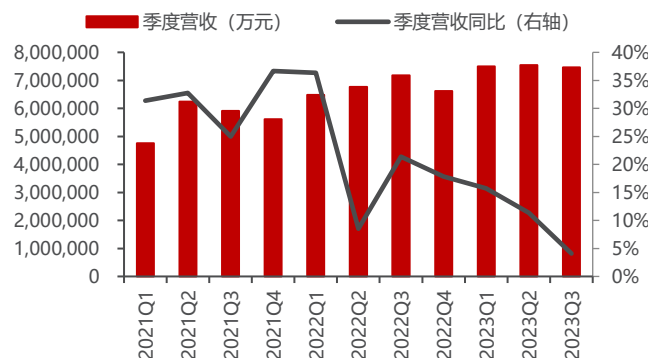
公司延长回购股份实施期限并上调回购股份价格上限，彰显公司管理层信心。公司将股份回购实施期限延长 6 个月，实施期限由 2023 年 10 月 20 日止延长至 2024 年 4 月 19 日止，并将回购股份价格上限由不高于人民币 8.5 元/股调整为不高于人民币 13 元/股。回购金额不变，仍为 2.5 亿元到 5 亿元之间，截至 10 月 20 日，公司已累计回购股份 455 万股，占公司总股本比例为 0.017%，购买价格最高为 8.10 元/股，最低为 7.89 元/股，已支付总金额为 3632 万元。

图1：2023 年前三季度，公司实现营收 2250.08 亿元



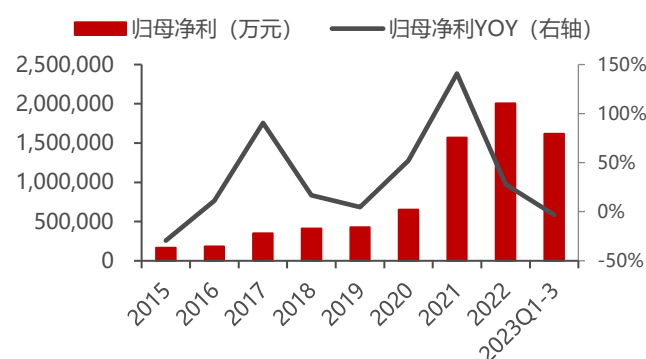
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2023Q3，公司实现营收 746.74 亿元



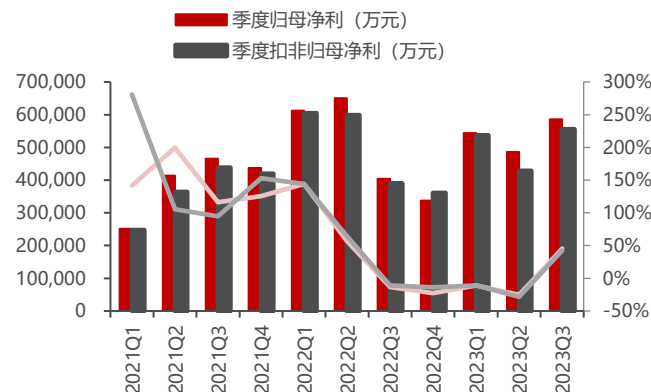
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2023 年前三季度，公司实现归母净利润 161.65 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2023Q3，公司实现归母净利润 58.63 亿元

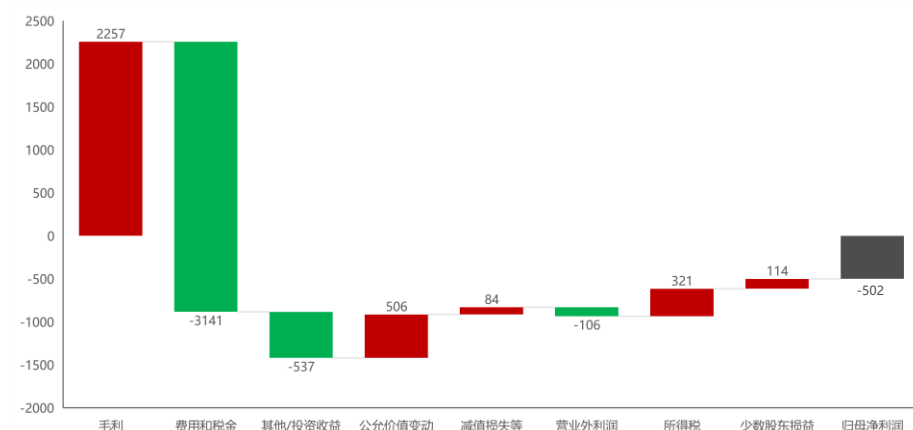


资料来源：wind，民生证券研究院

2 2023 年三季度业绩拆解：毛利同环比大幅增加，但成本和费用拖累归母净利润

2023 前三季度 vs 2022 前三季度：2023 年前三季度，公司实现归母净利润 161.65 亿元，同比减少 5 亿元，核心在于费用和税金同比增加 31.4 亿元。其他减利点还来自于其他/投资收益(-5.37 亿元)；同比增利点主要在于毛利(+22.57 亿元)、公允价值变动(+5.06 亿元)。2023 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。但是四费同比增长 27.5 亿元，主要是由于财务费用和管理费用分别同比增长 13.7/10.0 亿元。财务费用主要是融资规模增加所致，短期借款/长期负债同比增长 5.4%/15%，资产负债率同比上升 0.73pct 至 59.02%，管理费用增加主要是合并企业增加所致。

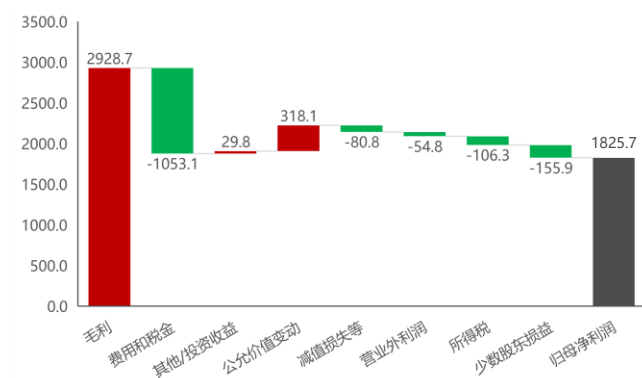
图5：2023 年前三季度，公司毛利同比增加 22.57 亿元（单位：百万元）



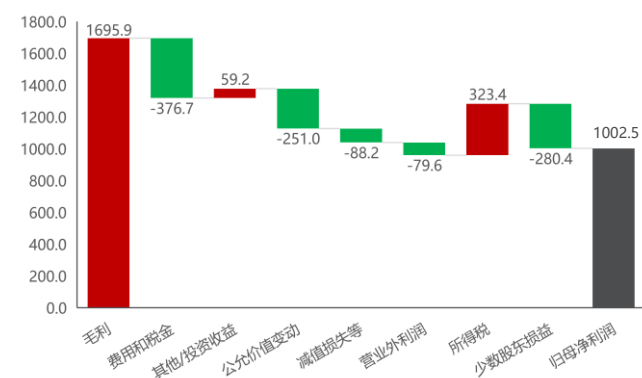
资料来源：wind，民生证券研究院

分季度同比来看，2023Q3 vs 2022Q3：2023Q3 归母净利润 58.63 亿元，同比增加 18.26 亿元，核心在于毛利同比增加 29.29 亿，毛利增长主要得益于主要金属品种铜金等产销量增长，以及冶炼等其他非主营业务盈利同比增长。减利点主要是费用和税金 (-10.53 亿元)，主要是由于并表企业增加，财务费用和管理费用同比增长。

分季度环比来看，2023Q3 vs 2023Q2：2023Q3 归母净利润环比增长 10.02 亿元，核心在于毛利环比增加 16.96 亿元，毛利增长主要得益于主要金属品种产销量提升，以及部分小金属业务盈利环比提升。其他增利点还有所得税环比减少 3.2 亿元，主要是因为 Q2 有波格拉税务事项影响高基数。减利点主要是费用和税金 (-3.77 亿元)。费用和税金环比提升主要是由于财务费用/管理费用环比分别提升 1.2/1.1 亿元。

图6：2023Q3 业绩同比变化拆分（单位：百万元）


资料来源：wind，民生证券研究院

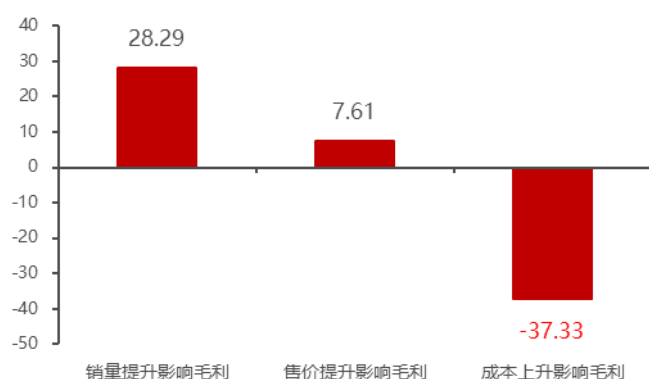
图7：2023Q3 业绩环比变化拆分（单位：百万元）


资料来源：wind，民生证券研究院

3 毛利端拆解：矿端盈利保持稳定，冶炼端+其他非主营产品增厚为 2023 前三季度增加因素

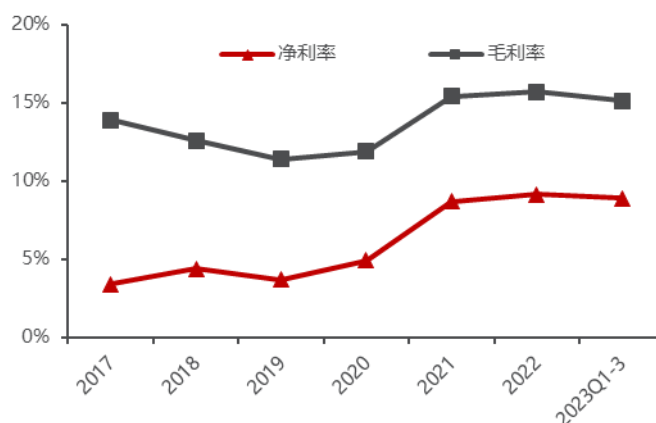
整体来看，1) 2023Q1-Q3 公司毛利润 (包括矿山+冶炼+其他非主营产品) 同比增加 22.57 亿元，综合毛利率同比降 0.44pct 至 15.16%。2) 分季度看，2023Q3 公司单季度毛利润同比升 32.00%、环比升 16.33%至 120.82 亿元，毛利率同比升 3.42pct、环比升 2.40pct 至 16.18%。我们认为，公司 2023Q1-Q3 毛利润同比上升的核心原因在于冶炼端、其他非主营产品毛利润增加，而矿山端毛利润同比略微下降，主要由于成本上升减少矿山产品毛利 37.33 亿元，同时由于产能释放，金、铜销量增加明显，销量增加和售价提升增厚矿山产品毛利 28.29 亿元、7.61 亿元。2023Q1-Q3 综合毛利率同比降低 0.44pct，主要由于金、铜、锌、银、铁精矿成本普遍提升以及锌、铁精矿价格下降带来的矿产品毛利率下降，2023Q1-Q3 矿产品毛利率为 50.29%，同比-6.09pct。分季度看，2023Q3 毛利率环比上升 3.42pct 主要由于冶炼端毛利率的提升。

图8：2023Q1-Q3 年矿山产品毛利增长分解 (亿元)



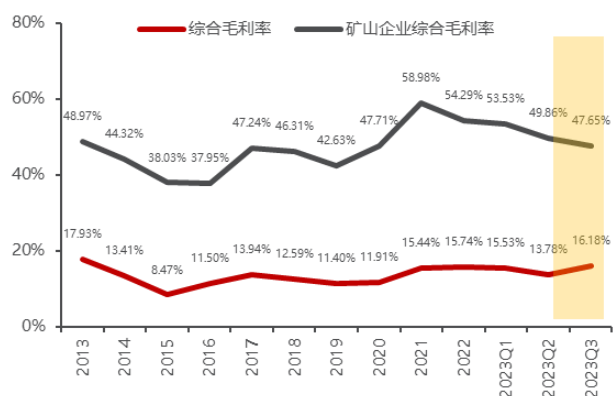
资料来源：wind，民生证券研究院

图9：2023Q1-Q3 公司综合毛利率降至 15.16%



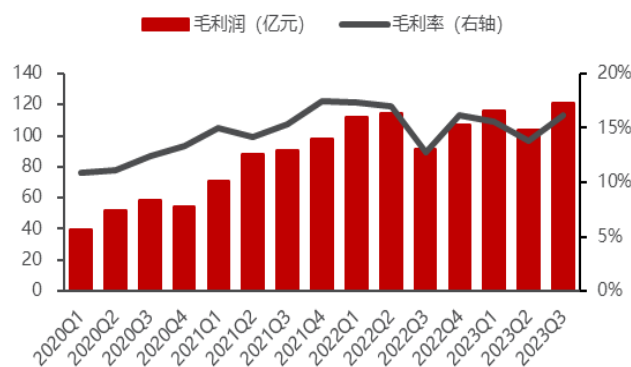
资料来源：wind，民生证券研究院

图10：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11：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,矿山金、矿产铜、矿产锌盈利表现突出。

- ✓ 2023Q3 矿产品及冶炼端毛利环比增加 7.93 亿元,其中,矿产品及冶炼端毛利环比增加部分是矿产金 (+2.18 亿元)、矿产铜 (+5.22 亿元)、冶炼铜 (+0.08 亿元)、矿产锌 (1.62 亿元),毛利环比降低部分是矿产银 (-0.04 亿元)、冶炼锌 (-0.44 亿元)、铁精矿 (-0.71 亿元),整体的毛利环比增加。
- ✓ 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+9.03 亿元,业绩大幅提振。

表1: 公司分季度毛利变化 (亿元)

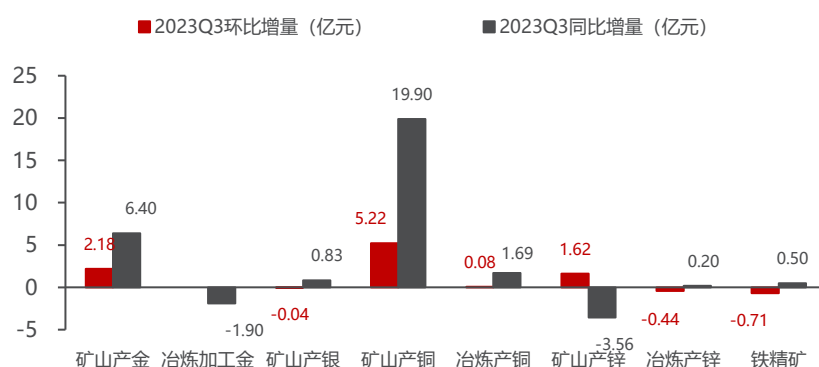
	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q2 毛利占比 (%)	2023Q3 毛利占比 (%)	2023Q3 同比 (%)	2023Q3 环比 (%)
矿产金	29.2	24.5	29.4	30.9	28.8	30.9	27.69%	25.61%	26.06%	7.59%
矿产银	1.7	1.1	1.4	1.7	1.9	1.9	1.87%	1.57%	77.08%	-1.82%
矿山铜板块	76.1	52.0	54.8	72.6	66.7	71.9	64.23%	59.54%	38.24%	7.83%
冶炼产铜	1.5	2.0	5.3	3.7	3.6	3.7	3.51%	3.08%	83.30%	2.18%
矿产产锌	8.5	6.3	5.0	4.6	1.1	2.7	1.04%	2.23%	-56.90%	150.56%
冶炼产锌	0.4	0.6	1.4	1.4	1.2	0.8	1.15%	0.62%	36.05%	-36.82%
铁精矿	2.7	1.0	1.2	2.6	2.2	1.5	2.13%	1.24%	49.62%	-32.03%
矿产品和冶炼端	120.29	89.41	100.63	117.40	105.54	113.46	101.61%	93.91%	26.90%	7.51%
其他产品等	-5.50	2.12	6.31	-1.02	-1.67	7.36	-1.61%	6.09%	-246.76%	540.52%
合计	114.79	91.54	106.94	116.38	103.86	120.82	100.00%	100.00%	32.00%	16.33%

注: 1、其他产品(含内部抵消)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。

资料来源: wind, 公司公告, 民生证券研究院

图12: 2023Q3 分产品毛利变化



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

从分产品的毛利占比来看 (2023Q3 环比 2023Q2)，2023Q3 矿产品和冶炼端的毛利占比环比下降至 93.91%，其他非主营产品毛利润占比环比提升至 6.09%。其中，Q2→Q3，冶炼端毛利占比降低：冶炼铜毛利占比从 3.51%→3.08% 环比下降；冶炼锌毛利占比从 1.15%→0.62%，环比下降。Q2→Q3，矿山端毛利占比仅矿山锌上升，其余均有所下降：矿产锌毛利占比从 1.04%→2.23%，环比有所上升；矿产金毛利占比从 27.69%→25.61%，矿产银毛利占比从 1.87%→1.57%，矿山铜毛利占比从 64.23%→59.54%，铁精矿毛利占比从 2.13%→1.24%，环比下降。我们认为：

冶炼端毛利占比环比下滑主要由于销量下降：冶炼铜 Q3 售价环比增幅大于单位成本增幅，，但销量环比下降导致毛利占比降低；冶炼产锌 Q3 售价环比增幅低于成本环比增幅，且销量大幅降低，其毛利占比环比下降。

矿山端锌的毛利占比环比提升：矿产锌由于售价增幅显著高于成本增幅，同时销量小幅提升，带动毛利占比提升；矿山端金、银、铜、铁精矿的毛利占比环比下滑：矿山金、铜虽销量环比提升，但售价增幅低于成本增幅，单位盈利空间缩小；矿山银受制于售价增幅不足以弥补成本增幅和销量下滑，毛利占比降低；铁精矿销量大幅滑坡，且售价降低，虽成本环比下降，难阻毛利占比下滑。

销量端：2023Q3，矿产金、矿产银、矿产铜、矿产锌、铁精矿环比分别+12.46%、-1.37%、+9.55%、+0.56%、-30.56%。

价格端：2023Q3，矿产金、矿产银、矿产铜、矿产锌、铁精矿环比分别+0.24%、+1.19%、+3.80%、+29.78%、-4.59%。

成本端：2023Q3，矿产金、矿产银、矿产铜、矿产锌、铁精矿环比分别+4.11%、+2.99%、+10.70%、+15.20%、-8.00%。其中矿产铜成本环比提升由于，1) 公司层面：巨龙铜矿位于西藏，高原矿成本相对较高，随着一期产能持续释放，巨龙产量占比提高导致公司矿产铜成本环比增加；2) 行业层面：矿山品位下滑、全球通胀导致原材料及人工成本增加、社区干扰影响产能利用率等因素，全球铜矿开采成本整体呈现抬升趋势。

表2：公司分产品销量、单价和 单位成本变化 (2023Q3 环比 2023Q2)

	单位	2023Q2				2023Q3				2023Q3 环比 (%)			
		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	16,386	15,416	407	221	17,753	17,337	408	230	8.34%	12.46%	0.24%	4.11%
矿产银	千克, 元/克	103,380	104,812	3.54	1.69	102,721	103,372	3.58	1.74	-0.64%	-1.37%	1.19%	2.99%
矿产铜小计	吨, 元/吨	247,770	239,434	49,530	21,666	262,007	262,288	51,413	23,985	5.75%	9.55%	3.80%	10.70%
冶炼产铜	吨, 元/吨	187,011	187,230	59,602	57,655	182,762	182,832	60,845	58,808	-2.27%	-2.35%	2.09%	2.00%
矿产锌	吨, 元/吨	112,206	104,428	9,478	8,447	106,026	105,016	12,300	9,731	-5.51%	0.56%	29.78%	15.20%
冶炼产锌	吨, 元/吨	89,567	89,693	18,405	17,078	62,219	62,081	18,749	17,537	-30.53%	-30.79%	1.87%	2.69%
铁精矿	万吨, 元/吨	46	65	582	244	113	45	555	224	144.94%	-30.56%	-4.59%	-8.00%

资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

同比角度，2023Q3 矿产品及冶炼端毛利同比增加 24.05 亿元，贡献主要的毛利增量，其他非主营产品毛利同比增加 5.24 亿元。其中，矿产品及冶炼端毛利同比增加主要由于矿产铜(+19.90 亿元)、矿产金(+6.40 亿元)、冶炼产铜(+1.69)、矿产银(+0.83 亿元)、铁精矿(+0.50 亿元)、冶炼产锌(+0.20 亿元)，矿山锌板块 Q3 毛利额同比降低 3.56 亿元。毛利额同比增加的主要增量矿产铜、矿产金冶炼产铜销量、售价、成本均同比增加，但售价增加均略高于成本增加，其单位盈利增加，毛利分别同比+38.24%、+83.30%；矿产银虽销量同比降低、成本同比增加，但受益于售价增幅较大，其毛利同比增加；铁精矿售价虽有所下滑，但其销量大增且成本降低，毛利同比增加；冶炼产锌毛利同比增加受益于成本大幅下降，消除量价齐跌的影响；矿产锌毛利同比降低由于价跌本升所致，虽销量小幅上升，但不足以抵消其单位盈利空间同比大幅下降。

表3：公司分产品销量、单价和单位成本变化 (2023Q3 同比 2022Q3)

	单位	2022Q3				2023Q3				2023Q3 同比 (%)			
		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	13,951	15,867	348	193	17,753	17,337	408	230	27.25%	9.26%	17.38%	18.98%
矿产银	千克, 元/克	98,739	104,623	2.64	1.61	102,721	103,372	3.58	1.74	4.03%	-1.20%	35.61%	7.85%
矿产铜小计	吨, 元/吨	222,307	229,214	43,075	20,371	262,007	262,288	51,413	23,985	17.86%	14.43%	19.36%	17.74%
冶炼产铜	吨, 元/吨	181,434	181,230	53,602	52,481	182,762	182,832	60,845	58,808	0.73%	0.88%	13.51%	12.06%
矿产锌	吨, 元/吨	96,499	101,649	14,668	8,508	106,026	105,016	12,300	9,731	9.87%	3.31%	-16.14%	14.37%
冶炼产锌	吨, 元/吨	66,706	66,341	21,804	20,971	62,219	62,081	18,749	17,537	-6.73%	-6.42%	-14.01%	-16.37%
铁精矿	万吨, 元/吨	81	29	586	241	113	45	555	224	39.15%	55.85%	-5.24%	-7.01%

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，2023Q3 矿产锌 (+149.15%)、冶炼产铜 (+4.64%) 单位毛利环比提升，冶炼产锌 (-8.72%)、矿产金 (-4.33%)、铁精矿 (-2.12%)、矿产铜 (-1.56%)、矿产银 (-0.45%) 单位毛利环比均下降。其中，矿产锌环比：单价增幅大于成本增幅，单位毛利环比上升，同比：单价下降且成本升高，导致单位毛利同比下降；冶炼产铜由于单价增幅大于成本增幅，单位毛利环比、同比均增加；冶炼产锌环比：单价增幅小于成本增幅，导致单位毛利环比下降，同比：单价降幅小于成本降幅，单位毛利同比上升；矿产金、矿产铜、矿产银环比：单价增幅小于成本增幅，单位毛利环比下降，同比：单价提升大于成本提升，单位毛利同比上升；铁精矿由于单价下降大于成本下降，单位毛利环比、同比均下降。

表4：公司分产品单位毛利同比、环比变化

	2022Q3	2023Q2	2023Q3	2023Q3 同比	2023Q3 环比
矿产金	155	187	178	15.37%	-4.33%
矿产银	1.03	1.85	1.84	79.23%	-0.45%
矿山铜小计	22703	27864	27428	20.81%	-1.56%
冶炼产铜	1121	1947	2036.9	81.70%	4.64%
矿产锌	6160	1031	2569.6	-58.29%	149.15%
冶炼产锌	833	1327	1211.1	45.38%	-8.72%
铁精矿	344	338	331	-4.00%	-2.12%

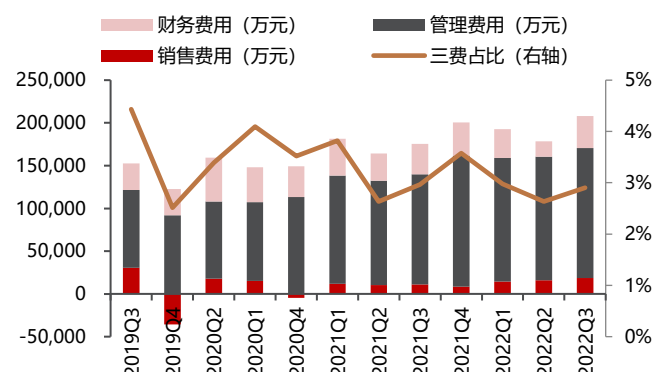
注：矿产金、冶炼加工金、矿产银单位均为元/克；矿产铜、冶炼铜、矿产锌、冶炼锌、铁精矿单位均为元/吨；

资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

4 费用端：期间费用增加，资产负债率小幅下降

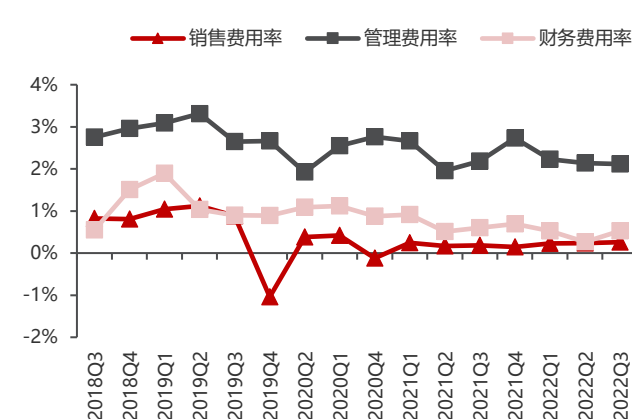
从期间费用的变化来看，2023Q1-Q3 销售、管理、研发、财务费用增加。同比来看：2023Q1-Q3 公司销售费用、管理费用、财务费用、研发费用分别为 5.44 亿元、54.06 亿元、22.58 亿元、11.30 亿元，分别同比+0.53 亿元、+9.97 亿元、+13.66 亿元、+3.31 亿元，销售、管理费用同比增加主要由于合并企业数量增加，财务费用增加主要由于融资规模增加导致利息费用增加，研发费用增加主要由于研发项目增多；分季度看，2023Q3 期间费用（含研发费用）合计 32.49 亿元，环比增加 2.45 亿元，其中销售费用、管理费用、财务费用、研发费用分别环比变化 +0.20 亿元、+1.10 亿元、+1.24 亿元、-0.09 亿元。

图13：公司三费情况



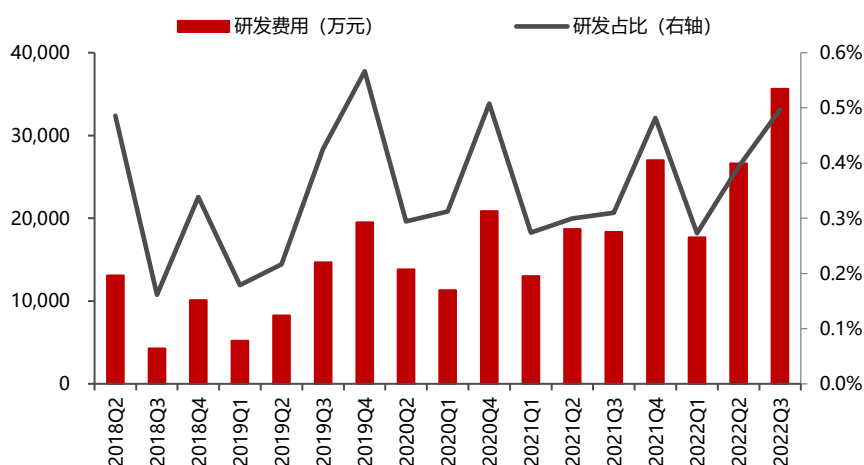
资料来源：wind，民生证券研究院

图14：公司费用率变化



资料来源：wind，民生证券研究院

图15：公司研发费用情况

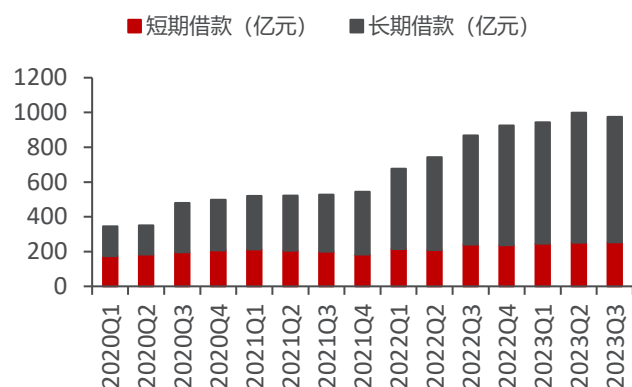


资料来源：wind，民生证券研究院

长短期借款增加，2023Q3 资产负债率较 2022 年末下降 0.31pct 至 59.02%。
2023Q3 末公司借款总额为 974.36 亿元，较 2022 年 12 月末的 924.86 亿元增

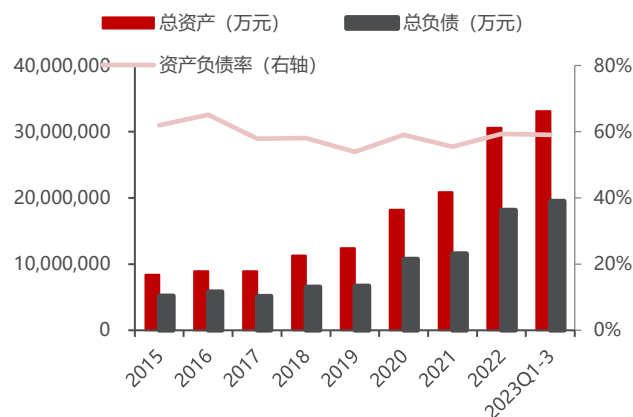
加 49.50 亿元，其中长期借款增加 32.75 亿元，短期借款增加 16.75 亿元；公司债务可控，截至 2023Q3 公司资产负债率为 59.02%，较 2022 年末小幅下降。

图16：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17：公司资产负债率变化



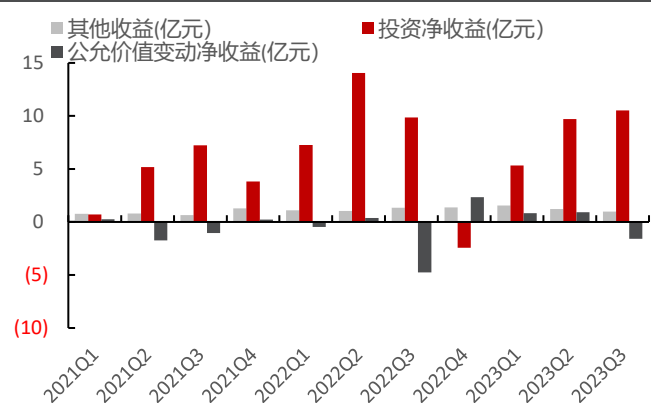
资料来源：wind，民生证券研究院

5 Q3 环比维度非经常性利润下降, 或指示经营业绩更优

环比来看, 2023Q3 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 1.92 亿元, 资产/信用减值损失环比减利 0.85 亿元, 此外, 营业外收支环比减利 0.80 亿元, 综合来看环比减利 3.57 亿元, 此或指示公司三季度经常性利润较归母净利润数据更优。

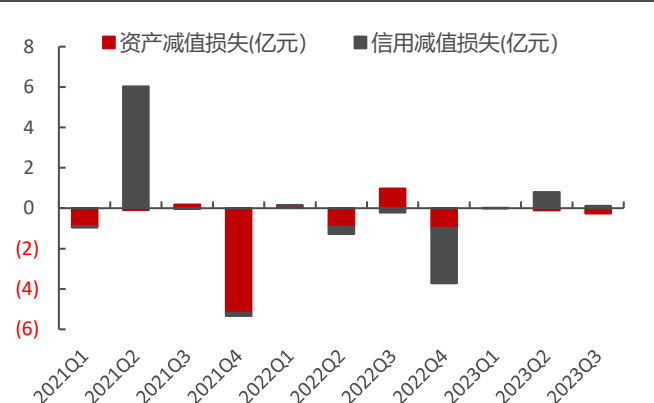
详细来看, 2023Q3 非经常性损益项目环比增量主要体现在: 计入当期损益的对非金融企业收取的资金占用费 (+0.24 亿元)、债务重组损益 (+39 万元)、所得税影响额 (+1.47 亿元)、少数股东权益影响额 (税后) (+1.54 亿元); **Q3 环比的减量体现在:** 非流动资产处置损益 (-0.10 亿元)、计入当期损益的政府补助 (-0.24 亿元)、除同公司正常经营业务相关的有效套期保值业务外的公允价值变动损益和投资收益 (-3.62 亿元)、单独进行减值测试的应收款项减值准备转回 (-1.16 亿元)、除上述各项之外的其他营业外收入和支出 (-0.73 亿元)、其他符合非经常性损益定义的损益项目 (-0.02 亿元)。

图18: 其他收益、投资净收益及公允价值变动净收益



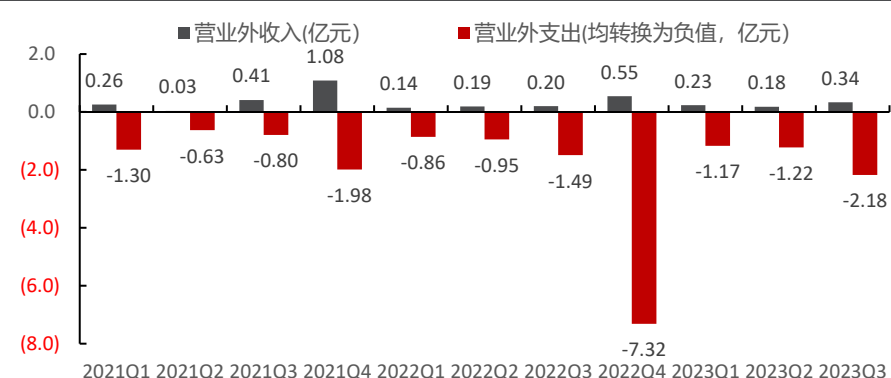
资料来源: wind, 民生证券研究院

图19: 资产/信用减值损失



资料来源: wind, 民生证券研究院

图20: 公司营业外收支



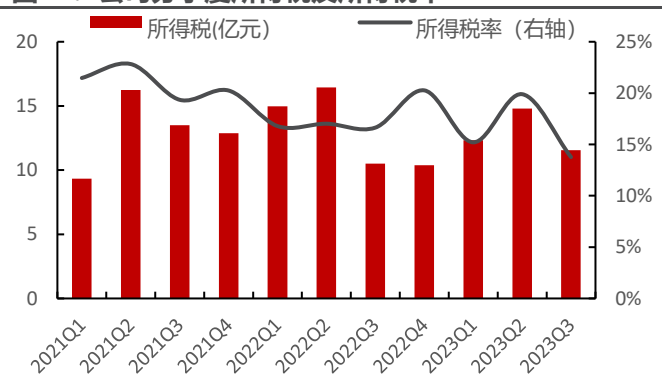
资料来源: wind, 民生证券研究院

表5：非经常性损益项目环比比较（单位：百万元）

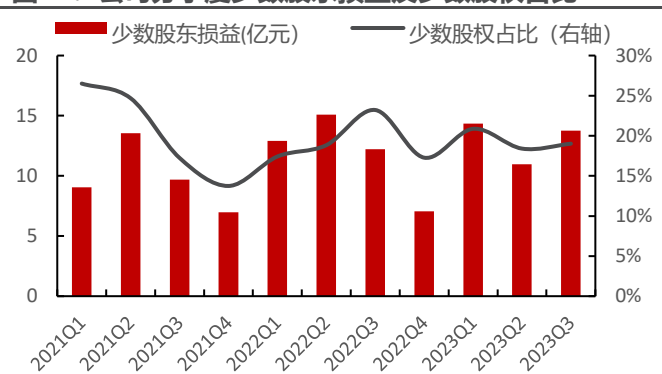
非经常性损益项目	2023Q2	2023Q3	环比增减
非流动资产处置损益	5.36	-5.04	-10.40
计入当期损益的政府补助，但与公司正常经营业务密切相关，符合国家政策规定、按照一定标准定额或定量持续享受的政府补助除外	121.73	97.31	-24.42
计入当期损益的对非金融企业收取的资金占用费	393.64	418.13	24.49
债务重组损益	0.00	0.39	0.39
除同公司正常经营业务相关的有效套期保值业务外，持有交易性金融资产、交易性金融负债产生的公允价值变动损益，以及处置交易性金融资产、交易性金融负债和可供出售金融资产取得的投资收益	220.34	-141.65	-361.99
单独进行减值测试的应收款项减值准备转回	107.74	-8.57	-116.32
除上述各项之外的其他营业外收入和支出	-96.94	-170.16	-73.22
其他符合非经常性损益定义的损益项目	2.26	0.00	-2.26
少数股东权益影响额（税后）	109.31	-44.44	-153.75
所得税影响额	70.85	-75.71	-146.56
合计	573.98	310.56	-263.42

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2023Q3 所得税率环比下降 6.1pct，少数股东权益环比增加 2.80 亿元，少数股东损益占比环比上升 0.61pct。2023Q3 公司所得税率环比下降 6.1pct 至 13.8%。另外，公司少数股东损益增加，2023Q3 少数股东损益增加 2.80 亿元至 13.76 亿元，占比提升 0.61pct 至 19.0%，主要系金属价格环比提升，非全资子公司利润提升，导致少数股东损益增加。

图21：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22：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

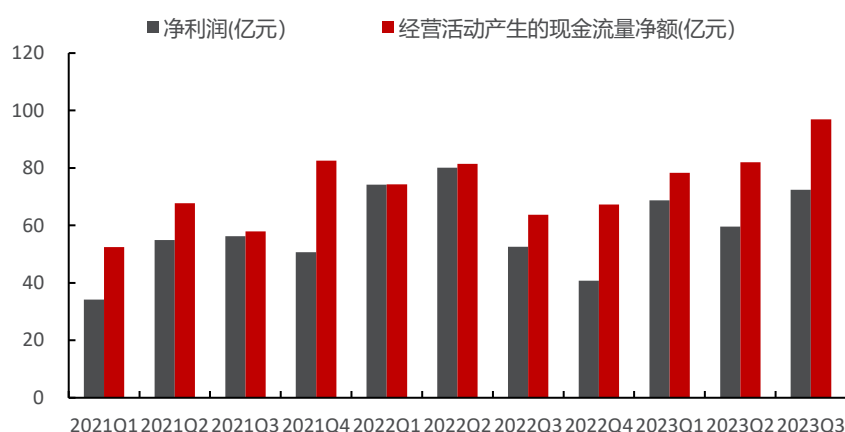
6 经营性现金流同环比均上升

2023Q3 公司实现经营活动现金净流入 96.95 亿元，同比增长 52.14%，环比增加 18.26%。随着 TImok 上带矿、卡莫阿卡库拉一序列一二期、巨龙铜矿、塞紫铜、诺顿金田等项目的爬产，公司铜金产量将得到进一步提升，公司经营性现金流情况有望持续改善。

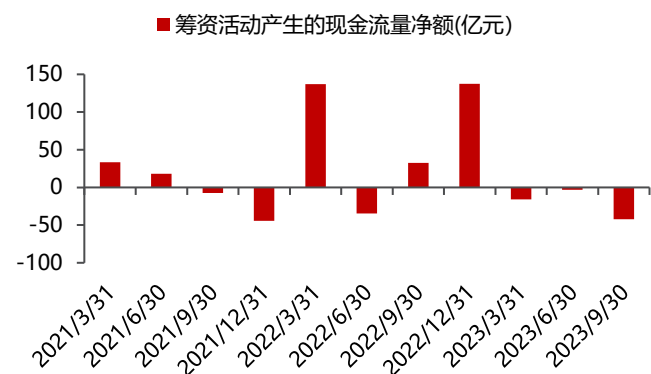
2023Q3 公司筹资活动产生的现金净流出额为 42.22 亿元，上年同期为现金净流入 32.63 亿元，融资规模同比减少 74.85 亿元。根据公司未到期债务情况，预计 2023 年需偿还约 25 亿元规模的债务，且均在下半年，基于目前公司的现金流情况，我们认为公司的资金压力较小。

2023Q3 公司投资活动产生的现金净流出为 93.29 亿元，上年同期为现金净流出 83.14 亿元，或主要系多个项目正处于投建过程中。

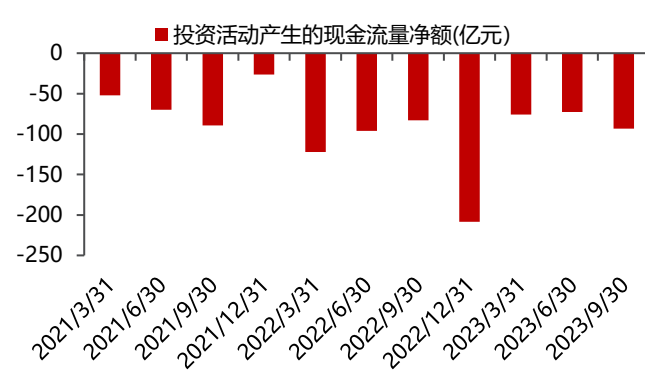
图23：公司净利润及经营活动净现金流



资料来源：wind，民生证券研究院

图24：公司单季度筹资活动净现金流


资料来源：wind，民生证券研究院

图25：公司单季度投资活动净现金流


资料来源：wind，民生证券研究院

表6：公司未到期债券情况（单位：亿元）

债券代码	债券类型	利率类型	起息日	到期日	剩余期限 (年)	发行规模 (亿元)	当前余额 (亿元)	票面利率 (%)
102281888.IB	一般中期票据	固定利率	2022-08-24	2032-08-24	8.8301	7.00	7.00	3.80
102381477.IB	一般中期票据	固定利率	2023-06-21	2030-06-21	6.6521	7.50	7.50	3.67
102282230.IB	一般中期票据	累进利率	2022-10-13	2029-10-13	3.9616+2	15.00	15.00	3.20
115808.SH	一般公司债	累进利率	2023-08-18	2028-08-18	2.8082+2	20.00	20.00	2.83
115350.SH	一般公司债	累进利率	2023-05-11	2028-05-11	2.5370+2	10.00	10.00	2.96
102381003.IB	一般中期票据	累进利率	2023-04-21	2028-04-21	2.4822+2	10.00	10.00	3.10
102282287.IB	一般中期票据	累进利率	2022-10-19	2027-10-19	1.9781+2	15.00	15.00	2.79
185806.SH	一般公司债	累进利率	2022-05-26	2027-05-26	1.5781+2	35.00	35.00	2.94
102280542.IB	一般中期票据	累进利率	2022-04-22	2027-04-22	1.4849+2	20.00	20.00	3.15
185486.SH	一般公司债	固定利率	2022-03-08	2027-03-08	3.3616	15.00	15.00	3.60
102101852.IB	一般中期票据	累进利率	2021-09-14	2026-09-14	0.8822+2	15.00	15.00	3.25
188495.SH	一般公司债	累进利率	2021-08-03	2026-08-03	0.7671+2	20.00	20.00	3.10
188162.SH	一般公司债	固定利率	2021-06-03	2026-06-03	2.6000	5.00	5.00	3.87
102000148.IB	一般中期票据	固定利率	2020-02-21	2025-02-21	1.3205	10.00	10.00	3.51
101901191.IB	一般中期票据	固定利率	2019-08-30	2024-08-30	0.8411	25.00	25.00	3.95
188161.SH	一般公司债	固定利率	2021-06-03	2024-06-03	0.6000	15.00	15.00	3.46
132100045.IB	一般中期票据	固定利率	2021-04-27	2024-04-27	0.4986	3.00	3.00	3.71
101900303.IB	一般中期票据	固定利率	2019-03-11	2024-03-11	0.3699	10.00	10.00	4.30
012382811.IB	超短期融资债券	固定利率	2023-07-27	2023-12-12	0.1233	5.00	5.00	2.22
102002180.IB	一般中期票据	固定利率	2020-11-23	2023-11-23	0.0712	20.00	20.00	4.20

资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

7 项目跟踪：铜金板块持续增长，锂钼战略金属打造新成长曲线

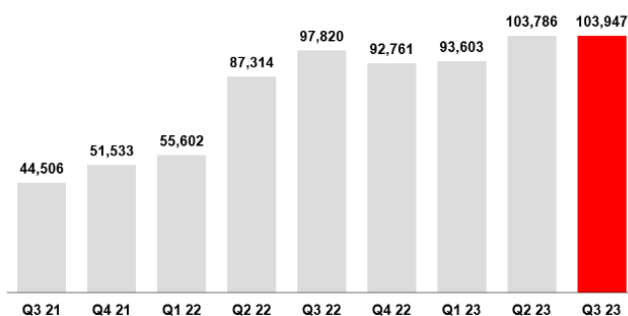
7.1 铜板块：三大世界级铜矿产能持续释放，两大储备项目逐步推进

铜板块：三大世界级铜矿（卡莫阿-卡库拉、Timok、巨龙铜矿）均于 2021 投产，后期扩产规划均在进行中，卡莫阿三期矿山+冶炼厂，Timok 下带矿自然崩落法的应用、巨龙铜矿二期，均在积极推进当中，预计将持续贡献增量。

刚果金卡莫阿-卡库拉：2023 年第三季度破纪录生产 10.4 万吨铜，共处理 224 万吨矿石，平均入选品位 5.55%。2023 年至今共产铜 30.1 万吨，有望按计划实现 2023 年度生产指导目标(39-43 万吨)。目前卡莫阿二期扩建项目已满产，铜产能达到 45 万金属吨。三期选厂的球磨机组件已运抵现场，选厂工程现已完成 56%，计划于 2024 年第四季度投产，三期投产后，卡莫阿-卡库拉铜矿的总矿石处理量将达 1,420 万吨/年，铜产能将提升至约 65 万吨/年，这将使卡莫阿-卡库拉铜矿成为全球第三大铜矿山。

此外三期项目还配套有火法冶炼厂，目前冶炼厂项目已完成 50%以上，将按计划于 2024 年第四季度投产。冶炼厂的精矿处理能力达 120 万吨/年，将处理 I 期和 II 期来自卡库拉和 III 期及后续 IV 期来自卡莫阿选厂的精矿。卡莫阿-卡库拉 2023 综合开发方案显示，冶炼厂将处理卡莫阿-卡库拉约 80%的精矿。根据与卢阿拉巴铜冶炼厂签订的为期十年的协议，卡莫阿铜业继续将部分精矿送往距离卡莫阿-卡库拉铜矿约 50 公里、靠近科卢韦齐镇的卢阿拉巴铜冶炼厂代加工，预计每年处理约 15 万吨铜精矿。此外，冶炼厂每年将生产 65 万至 80 万吨的浓硫酸副产品。

图26：卡莫阿 2023Q3 破纪录生产 10.4 万吨铜



资料来源：艾芬豪公众号，民生证券研究院

图27：冶炼厂正进行钢结构安装，公司预计 2024 年 Q4 投产



资料来源：艾芬豪公众号，民生证券研究院

塞尔维亚 Timok+博尔铜矿：Timok 上带矿和博尔铜矿 2022 年铜产量分别为 11.1/9.3 万吨，金产量分别为 4.7/2.6 吨，2023 年计划铜产量分别为各 12 万吨，金产量 5.1/2.4 吨。

- ✓ **Timok 铜金矿：上带矿达产，积极推进下带矿自然崩落法建设。**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。上矿带投产后，公司目前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，正在推进前期工作及证照办理。
- ✓ **博尔铜矿：VK 矿技改项目完成贡献 2023 年铜增量，积极推进 JM 矿自然崩落法技改。**①VK 矿新增 4 万吨/天技改于 2022 年二季度投产；②JM 矿技改：由填充法变更为崩落法采矿，力争 2025 年底建成投产。

巨龙铜矿：2022 年产铜 11.5 万吨，钼 2330 吨，预计 2023 年产铜 15.2 万吨，钼 3940 吨；二期 20 万吨/天改扩建筹备正在推进，建成后年产铜 26 万吨；二、三期全面建成后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。公司 2020 年收购巨龙铜矿 50.1%股权，交割于 2020 年 7 月完成。巨龙铜业拥有驱龙铜多金属矿、荣木错拉铜多金属矿和知不拉铜多金属矿；收购时项目合计拥有平均品位 0.41%的铜金属量 1040 万吨，伴生 0.028%的钼金属量约 73 万吨。2022 年最新铜资源量为 1890 万吨，平均品位 0.33%，银 13143 吨，平均品位 2.51 克/吨，钼 115.71 万吨，平均品位 0.02%。

储备项目：蒙古哈马戈泰铜金矿。2023 年 3 月 10 日，公司通过全资子公司金平矿业完成了对仙乐都矿业 (Xanadu Mines) 的投资。合计花费 3 亿元，持有仙乐都 19.42%股权以及辉腾金属（即哈马戈泰铜金矿项目公司）50%股权，进而拥有蒙古哈马戈泰铜金矿项目约 45.7%权益，并在该项目预可研（PFS）交付或自交易交割之日（3 月 10 日）起 18 个月（两者孰早）后主导项目开发运营。根据仙乐都矿业 2021 年年报，哈马戈泰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）。根据 2022 年 6 月完成的初步经济评估报告（PEA），项目计划采用常规露天加地下开采和浮选工艺生产铜金精矿，项目净现值（NPV）为 6.3 亿美元，投资回报率（IRR）为 20%，投资回收期 4 年；该项目后续将投入约 1,790 万美元（较原概略研究 2,000 万美元有所优化），预计用 18 个月时间完成预可研，估算符合 JORC 标准的矿产储量。

哈马戈泰铜金矿项目资源量大，品位较低，投资总额不高，有较大的开发潜力和前景。项目所在地附近已发现多个大型铜矿。哈马戈泰铜金矿项目位于蒙古南戈

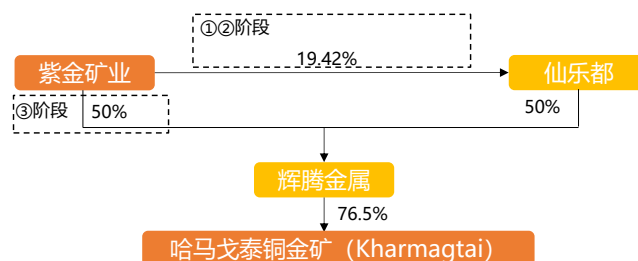
壁省斑岩铜矿带，距离乌兰巴托约 420 公里。该区已发现多个斑岩型铜金矿床，项目以南 120 公里为奥尤陶勒盖(Oyu Tolgoi)铜金矿(力拓主导,权益占比 33.5%，拥有铜资源量 1050 万吨，金资源量 140 吨)，项目以东 170 公里为查干苏布尔加(Tsagaan Suvarga) 铜钼矿（1982 年勘探推算铜资源量 118 万吨）。

图28：卡莫阿 2023Q3 破纪录生产 10.4 万吨铜



资料来源：公司公告，民生证券研究院

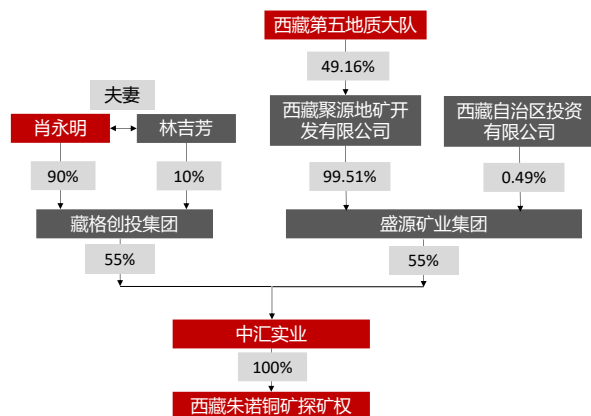
图29：紫金矿业持有哈马戈泰铜金矿 45.7%权益



资料来源：公司公告，民生证券研究院

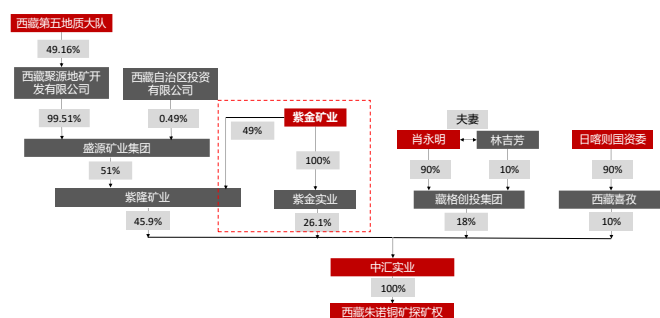
储备项目：西藏朱诺铜矿。2023 年 8 月 21 日，公司全资子公司紫金实业与紫隆矿业（公司持股 49%）共同参与中汇实业股权重组。本次重组中，紫金实业将通过受让中汇实业股权，及对中汇实业和紫隆矿业增资等方式，共计出资人民币 16.46 亿元，穿透后合计最终获得中汇实业 48.591%股权，中汇实业在重组完成后将持有西藏朱诺铜矿探矿权，且紫金实业在后续主导朱诺铜矿的建设及运营。**股权结构：**收购完成后，标的公司的四大股东分别为紫隆矿业（45.9%），紫金实业（26.1%）、藏格创投（18%）、西藏喜孜（10%），其中紫金矿业实际持有朱诺铜矿 48.591%的股权，西藏喜孜实控人为日喀则市国资委。**资源情况：**特大型斑岩型矿床，新增铜资源量 220.3 万吨，占 2022 年权益铜资源量的 3%。**开发方案：**露天开采。设计采选规模为 2400 万吨/年，露天开采总服务年限 20 年（不含基建期 2 年），达产后年平均产铜金属 9.9 万吨。紫金权益量为 4.81 万吨，占 2022 年铜权益年产量的 6.7%。**自然地理和基础设施情况：**朱诺铜矿位于西藏自治区日喀则地区昂仁县城北东方向，有简易公路相通，总里程约 170 公里，距离巨龙铜矿所在地 600 公里左右。项目采选作业均在海拔 4,460~5,850 米标高，作业条件较恶劣。水源丰富，阿里与藏中电网途经距矿区较近的拉孜县和昂仁县，可提供可靠电源。矿区内少有永久性居民，不涉及禁止开发区和限制开发区。

图30：收购前项目公司股权结构图



资料来源：wind，民生证券研究院

图31：收购后项目公司股权结构图



资料来源：wind，民生证券研究院

表7：朱诺铜矿铜资源量情况

资源类型	矿石量 (万吨)	铜平均品位 (%)	铜金属量 (吨)
控制	14,052	0.68%	953,367
推断	21,311	0.59%	1,249,655
总计	35,363	0.62%	2,203,022
难利用矿产资源	46,511	0.29%	1,340,225
控制+推断+难利用	81,874	0.43%	3,543,246

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表8：朱诺铜矿各金属品种对应的资源量情况（控制+推断）

金属品种	矿石量 (万吨)	品位 (%，g/t)	金属量 (吨，千克)
铜	35363.27	0.62%	2203021.54
钼	12797.16	0.02%	25946.25
金	721.62	0.15	1091.07
银	399.52	1.93	7.72

资料来源：自然资源部，民生证券研究院

注：金银品位单位为 g/t，金属量单位为千克

7.2 金板块：新老项目相继投产，黄金产量持续增长

金板块：老矿山中，海外武里蒂卡金矿、奥罗拉金矿、诺顿金田贡献增量，波格拉项目有望于 2024 年复产，国内山西紫金及贵州紫金技改推进贡献增量；新矿山中，罗斯贝尔金矿 2023 年并表贡献增量，海域金矿、萨瓦亚尔顿金矿持续推进过程中。

哥伦比亚武里蒂卡金矿：2022 年产金 7.7 吨，银 18 吨，2023 年计划产金 8.2 吨。目前已完成 4000 吨/天采、选矿技改工程，年产黄金将超 8 吨。

圭亚那奥罗拉金矿：2022 年产金 2.7 吨，2023 年计划产金 3.7 吨。正在推进项目技改和流程优化，达产后年产黄金产量 4 吨以上。

澳大利亚诺顿金田：2022 年产金 5.5 吨，2023 年计划产金 8 吨。500 万吨/年低品位金矿堆浸项目 2022 年 9 月份已建成投产，达产后年新增金约 2.5 吨。难选冶金矿项目基本建成，将进一步延长帕丁顿选厂服务年限。

巴新波格拉金矿：峰回路转，重现光明，波格拉金矿有望于 2024 年上半年恢复运营。2023 年 10 月 13 日，巴新《国民报》报道，巴布亚新几内亚政府和新波格拉矿业有限公司双方签署了《13 号特别采矿租赁合同 (SML13)》《矿山开发合同》《财政稳定协议》和《特别托管融资协议》。这为启动波格拉金矿复产扫清了最主要的法律证照和审批障碍。巴里克总裁兼首席执行官马克·布里斯托(Mark Bristow)表示，根据补偿协议，预计将在年底前重新启动矿山运营。一旦补偿协议达成，将加速招聘工作以推进项目复产。

表9：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，由巴新国有企业库马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。
2022 年 9 月 13 日	BNL 与库马尔矿业、MRE 签署了新波格拉金矿合资公司的股东协议。股东协议为满足启动协议生效的一些列协议中的一份。

2023 年 3 月 30 日	其他尚未达成的协议包括 BNL 运营波格拉金矿的经营协议，以及新波格拉合资公司成立后将申请新的采矿权、矿山开发合同。BNL 与巴新各方积极洽谈“启动协议”需要满足的一系列协议和条件。
2023 年 10 月 13 日	巴新《国民报》报道，巴布亚新几内亚政府和新波格拉矿业有限公司双方签署了《13 号特别采矿租赁合同（SML13）》《矿山开发合同》《财政稳定协议》和《特别托管融资协议》。这为启动波格拉金矿复产扫清了最主要的法律证照和审批障碍。巴里克总裁兼首席执行官马克·布里斯托(Mark Bristow)表示，根据补偿协议， 预计将在年底前重新启动矿山运营 。一旦补偿协议达成，将加速招聘工作以推进项目复产。

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

山西紫金：2022 年产金 2.1 吨，2023 年计划产金 5.45 吨。6000 吨/日矿山智能化采选改扩建项目 2023Q3 建成，年新增矿产金 3-4 吨。

贵州紫金：2022 年产金 2.8 吨，2023 年计划产金 3.3 吨。水银洞金矿及簸箕田金矿改扩建提速，1000 吨/日加压预氧化项目计划 2023 年建成，4000 吨/日选矿项目正推进前期筹备，计划 2024 年建成。

苏里南罗斯贝尔金矿：2023 年并表，2-12 月计划产金 6.1 吨。罗斯贝尔金矿为南美洲最大的在产露天金矿之一。技改规划建设规模为 10Mt/a，建成达产后将形成 10 吨/年均产金能力。

海域金矿：设计采选规模为 1.2 万吨/日，整体投产达产后年矿产黄金约 15-20 吨，有望晋升为国内最大的黄金矿，预计 2025 年投产。

表10：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

萨瓦亚尔顿金矿：国内少有的百吨级未开发超大型金矿，规划建设规模 8000 吨/日，产品为载金炭，建成达产后年产金约 2.76 吨。目前正积极建设中。

表11：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

7.3 战略金属板块：“两湖一矿” 锂资源加快建设，加码战

略矿种钼

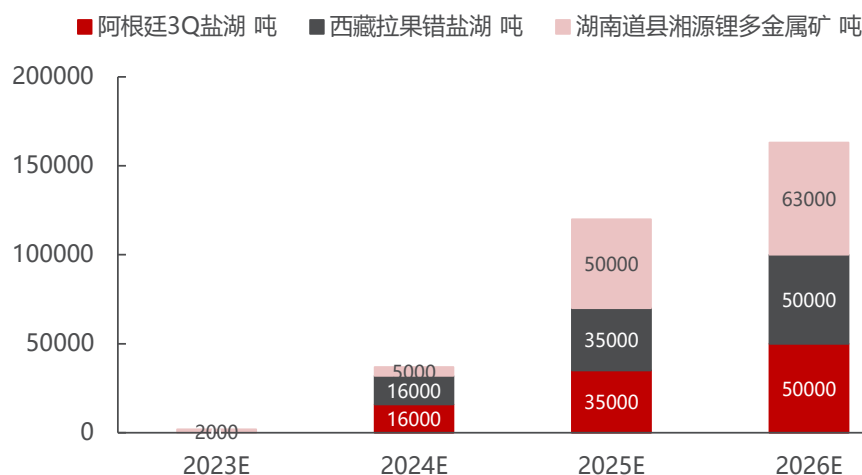
锂板块：2023 年为建设大年，两湖目标均为年底建成投产，云母矿二期项目积极推进。公司预计 2023 年碳酸锂产量为 0.3 万吨，2025 年将达到 12 万吨，我们预计其中阿根廷 3Q 盐湖、西藏拉果错盐湖和湖南道县湘源锂多金属矿或将分别实现 3.5/3.5/5 万吨产量。由于目前湖南道县湘源锂多金属矿仍未拿到采矿证，我们预计 2024 年该矿山或难以贡献满产产量，因此对年初预测的 2024 年锂产量进行下调。

表12：“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	216 万吨，平均锂离子浓度 275mg/L，镁锂比 3.32	一期产量拟调整为 2 万吨/年电池级氢氧化锂项目，计划 2023 年底建成投产，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	按控制及推断资源量（332+333），经最新核实的资源储量结果，矿区推断级别以上当量碳酸锂 84 万吨，品位 1.06%	矿山已率先重启一期 30 万吨/年采选系统，2023 年将贡献 2000 吨产量。二期 500 万吨/年工程正积极推进，投产后将贡献 2-3 万吨碳酸锂产量。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

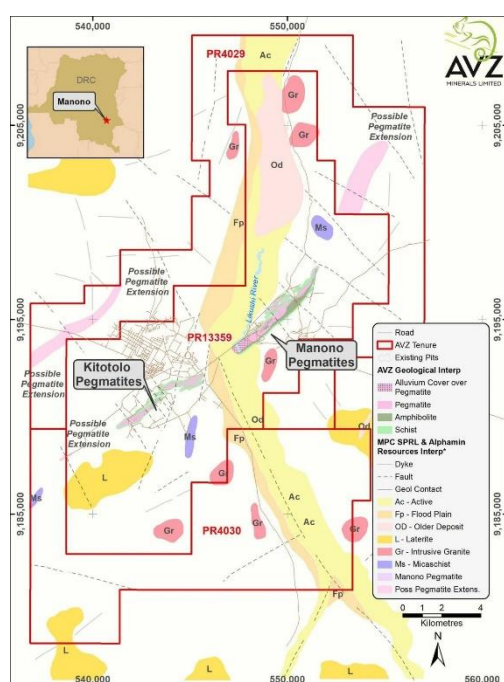
图32：预计 2025 年公司将实现 12 万吨的碳酸锂产量



资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

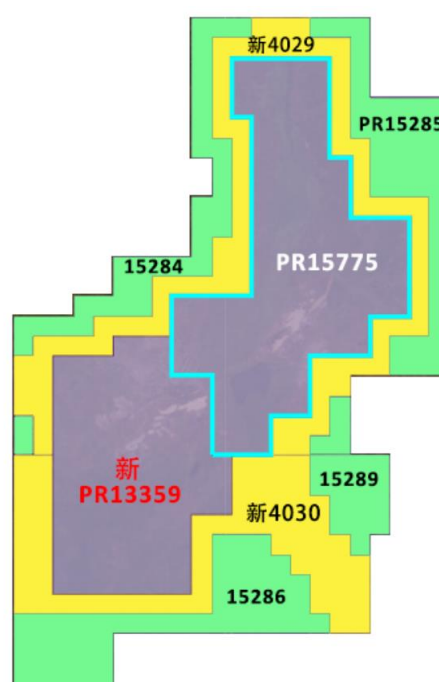
Manono 锂矿：矿权范围重新划分，公司权益获得再平衡。2023 年 10 月 23 日，公司境外子公司金祥锂业与刚果矿业开发股份有限公司（COMINIÈRE）的合资公司曼诺诺锂业简易股份有限公司（金祥锂业持有 61% 股权，COMINIÈRE 持有 39% 股权）已获得刚果（金）国家矿业部批准的 Manono 锂矿东北部项目的探矿权（编号 PR15775）。原 Manono 东北延伸和西南延伸的外围探矿权被切分，刚果环境和矿业咨询公司分割外部延伸区；AVZ 仅仅保留了阉割后的外部延伸带，且其矿权被刚果环境和矿业咨询公司勘查区块包围。

图33：收购前项目公司股权结构图



资料来源：行走的石头公众号，民生证券研究院

图34：收购后项目公司股权结构图



资料来源：行走的石头公众号，民生证券研究院

公司此前 15%股份的交易达成“和解”，从 Manono 锂矿的复杂股权关系中获得了权益再平衡。合资协议约定，在项目公司获得编号 PR15775 探矿权之后，双方同意 COMINIÈRE 应向公司退还的购买 Dathcom15%股份的收购款 3,344 万美元直接抵扣为金祥锂业获得项目公司 61%权益所需支付的部分对价。由金祥锂业主导项目的地质勘查、开发建设及运营管理，并负责解决后续以项目公司为主体的各项内外部融资，尽快完成地质勘查和可研编制工作。项目落地后，预计在可研和融资方案确定后 2 年内完成项目建设，并同步建设锂冶炼产业园，产品在市场公允前提下优先供应在刚果（金）的下游企业。

紫金矿业控制的 PR15775 并不包括已经探明的高品位锂矿资源，但出露 Manono 伟晶岩带，且 AVZ 过往勘查已经有钻探发现了矿化，勘查前景很好。据 AVZ 官方网站信息，早在 2017 年施工的 MO17DD007 钻孔在 Manono 伟晶岩带中的 Carrière de l'Est 伟晶岩中发现见矿厚度高达 251 米，Li₂O 品位高达 1.48%，锡品位 913ppm 的矿化。

图35：根据过往勘察结果，PR15775 具备良好的勘查前景

Pegmatite	Main Pegmatite Intersection	Drill-hole ID
Roche Dure	235.0m @ 1.66% Li ₂ O, 1001ppm Sn	MO17DD001
Roche Dure	202.8m @ 1.57% Li ₂ O, 1078ppm Sn	MO17DD002
Mpete	45.7m @ 1.59% Li ₂ O, 1230ppm Sn	MO17DD005
Tempete	65.9m @ 1.51% Li ₂ O	MO17DD006
Carrière de l'Est	250.9m @ 1.48% Li ₂ O, 913ppm Sn	MO17DD007

资料来源：AVZ 官网，民生证券研究院

钼板块：拟发行可转债收购安徽沙坪沟钼矿 84%权益，公司预计 2023 年钼产量 0.6 万吨，随着项目投产，2025 年公司钼产量预计可达 1.6 万吨。

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）。

表13：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14：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

8 盈利预测与投资建议

公司铜金产量持续增长，锂钼项目打造新成长曲线，叠加铜金价格景气，我们持续看好公司的阿尔法逻辑的兑现。考虑到锂价下跌及铜金成本上行，我们下调公司 2024-2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年公司将实现归母净利 220 亿元、246 亿元、300 亿元，对应 10 月 27 日收盘价的 PE 为 14x、13x 和 11x，维持“推荐”评级。

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,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)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	270,329	310,294	342,274	400,256
营业成本	227,784	263,629	292,002	341,102
营业税金及附加	4,268	4,654	4,621	5,203
销售费用	620	1,024	1,027	1,081
管理费用	6,265	6,982	7,530	8,606
研发费用	1,232	1,148	1,164	1,201
EBIT	30,335	32,856	35,931	43,064
财务费用	1,905	3,879	3,835	3,663
资产减值损失	-79	-75	-54	-54
投资收益	2,874	3,724	4,107	4,803
营业利润	30,946	33,305	36,828	44,945
营业外收支	-953	-589	-256	-266
利润总额	29,993	32,716	36,572	44,679
所得税	5,226	5,562	6,217	7,595
净利润	24,767	27,154	30,355	37,083
归属于母公司净利润	20,042	21,995	24,587	30,037
EBITDA	40,503	45,495	50,041	58,335

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	20,244	30,366	40,366	49,475
应收账款及票据	8,646	6,430	7,815	9,468
预付款项	3,795	3,429	3,977	4,749
存货	28,104	30,431	33,799	39,880
其他流动资产	18,855	19,263	21,731	24,717
流动资产合计	79,644	89,919	107,688	128,289
长期股权投资	25,067	28,067	31,067	34,067
固定资产	72,746	82,550	88,819	92,083
无形资产	68,280	73,674	77,893	81,070
非流动资产合计	226,400	242,947	253,577	261,083
资产合计	306,044	332,866	361,265	389,372
短期借款	23,666	29,596	30,728	11,537
应付账款及票据	13,493	13,316	15,144	17,956
其他流动负债	34,011	30,986	34,061	38,797
流动负债合计	71,170	73,898	79,932	68,290
长期借款	68,820	73,095	74,095	86,752
其他长期负债	41,599	41,263	41,273	41,283
非流动负债合计	110,419	114,358	115,368	128,034
负债合计	181,589	188,256	195,301	196,324
股本	2,633	2,633	2,633	2,633
少数股东权益	35,513	40,672	46,439	53,485
股东权益合计	124,455	144,610	165,964	193,047
负债和股东权益合计	306,044	332,866	361,265	389,372

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	20.09	14.78	10.31	16.94
EBIT 增长率	18.17	8.31	9.36	19.85
净利润增长率	27.88	9.74	11.79	22.17
盈利能力 (%)				
毛利率	15.74	15.04	14.69	14.78
净利率	9.16	8.75	8.87	9.26
总资产收益率 ROA	6.55	6.61	6.81	7.71
净资产收益率 ROE	22.53	21.16	20.57	21.52
偿债能力				
流动比率	1.12	1.22	1.35	1.88
速动比率	0.64	0.74	0.85	1.20
现金比率	0.28	0.41	0.50	0.72
资产负债率 (%)	59.33	56.56	54.06	50.42
经营效率				
应收账款周转天数	10.69	7.07	7.76	8.02
存货周转天数	45.03	42.13	42.25	42.67
总资产周转率	0.88	0.93	0.95	1.03
每股指标 (元)				
每股收益	0.76	0.84	0.93	1.14
每股净资产	3.38	3.95	4.54	5.30
每股经营现金流	1.09	1.46	1.63	1.87
每股股利	0.20	0.27	0.34	0.38
估值分析				
PE	16	14	13	11
PB	3.6	3.0	2.6	2.3
EV/EBITDA	10.37	9.23	8.23	6.80
股息收益率 (%)	1.67	2.21	2.85	3.16

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	24,767	27,154	30,355	37,083
折旧和摊销	10,168	12,639	14,110	15,271
营运资金变动	-5,611	-2,837	-2,350	-3,426
经营活动现金流	28,679	38,361	42,972	49,147
资本开支	-24,657	-24,144	-21,866	-19,898
投资	-27,729	-5,947	-3,708	-3,722
投资活动现金流	-50,981	-26,647	-21,467	-18,817
股权募资	774	0	0	0
债务募资	32,746	9,869	2,143	-6,525
筹资活动现金流	27,258	-1,592	-11,506	-21,221
现金净流量	6,035	10,122	10,000	9,110

插图目录

图 1: 2023 年前三季度, 公司实现营收 2250.08 亿元	3
图 2: 2023 年前三季度, 公司实现归母净利 161.65 亿元	3
图 3: 2023Q3, 公司实现营收 746.74 亿元	3
图 4: 2023Q3, 公司实现归母净利润 58.63 亿元	3
图 5: 2023 年前三季度, 公司毛利同比增加 22.57 亿元 (单位: 百万元)	4
图 6: 2023Q3 业绩同比变化拆分 (单位: 百万元)	5
图 7: 2023Q3 业绩环比变化拆分 (单位: 百万元)	5
图 8: 2023Q1-Q3 年矿山产品毛利增长分解 (亿元)	6
图 9: 2023Q1-Q3 公司综合毛利率降至 15.16%	6
图 10: 公司综合毛利率及矿产品综合毛利率变化	6
图 11: 公司分季度毛利润及毛利率变化	6
图 12: 2023Q3 分产品毛利变化	7
图 13: 公司三费情况	11
图 14: 公司费用率变化	11
图 15: 公司研发费用情况	11
图 16: 公司短期借款和长期借款情况 (单位: 亿元)	12
图 17: 公司资产负债率变化	12
图 18: 其他收益、投资净收益及公允价值变动净收益	13
图 19: 资产/信用减值损失	13
图 20: 公司营业外收支	13
图 21: 公司分季度所得税及所得税率	14
图 22: 公司分季度少数股东损益及少数股权占比	14
图 23: 公司净利润及经营活动净现金流	15
图 24: 公司单季度筹资活动净现金流	16
图 25: 公司单季度投资活动净现金流	16
图 26: 卡莫阿 2023Q3 破纪录生产 10.4 万吨铜	17
图 27: 冶炼厂正进行钢结构安装, 公司预计 2024 年 Q4 投产	17
图 28: 卡莫阿 2023Q3 破纪录生产 10.4 万吨铜	19
图 29: 紫金矿业持有哈马戈泰铜金矿 45.7%权益	19
图 30: 收购前项目公司股权结构图	20
图 31: 收购后项目公司股权结构图	20
图 32: 预计 2025 年公司将实现 12 万吨的碳酸锂产量	24
图 33: 收购前项目公司股权结构图	24
图 34: 收购后项目公司股权结构图	24
图 35: 根据过往勘察结果, PR15775 具备良好的勘查前景	25

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 (亿元)	7
表 2: 公司分产品销量、单价和单位成本变化 (2023Q3 环比 2023Q2)	8
表 3: 公司分产品销量、单价和单位成本变化 (2023Q3 同比 2022Q3)	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)	16
表 7: 朱诺铜矿铜资源量情况	20
表 8: 朱诺铜矿各金属品种对应的资源量情况 (控制+推断)	20
表 9: 波格拉事件梳理	21
表 10: 山东海域金矿概况	22
表 11: 新疆巫恰县萨瓦亚尔顿金矿概况	22

表 12: “两湖一矿”锂资源布局	23
表 13: 沙坪沟钼矿概况	26
表 14: 沙坪沟钼矿资源量情况.....	26
公司财务报表数据预测汇总.....	29

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