

## 紫金矿业 (601899.SH)

### 对标海外铜矿龙头，紫金显著低估成长性更佳

#### 买入(维持评级)

当前价格：15.78元  
目标价格：20.48元

#### 投资要点：

➤ **资源角度看，紫金矿业估值低、弹性大。**1) **资源量及储量：**截至23年，紫金矿业铜储量预计3400万吨，接近自由港3406万吨，低于南方铜业4403万吨，紫金平均品位0.55%，高于自由港0.46%和南方铜业0.39%。金储量1191万吨，高于自由港383万吨和南方铜业158万吨。假设将金储量按铜金价格比折算，根据最新市值，22年紫金吨铜资源市值1.01万元，低于自由港和南方铜业的1.16/1.22万元。2) **产量：**23年，自由港产量191万吨位列全球第一，紫金101万吨位列第四，南方铜业91万吨。2024年紫金计划111万吨，增10万吨，自由港/南方铜业预计增0/2.6万吨。从规划项目来看，紫金矿业有至少30万吨铜矿项目待投产，南方铜业和自由港分别有21万吨和13万吨，紫金未来增量更为庞大。

➤ **成本角度看，紫金矿业处于成本曲线左侧，吨盈利占优。**1) **成本：**紫金矿业凭借自身逆周期投资的能力持续并购优质资产，为资产升值提供了充分的空间，2022年公司矿产铜单位销售成本为19862元/吨，高于南方铜业的11566元/吨，低于自由港的22242元/吨，处于全球成本曲线的左侧。

2) **盈利：**在低成本的基础上，公司凭借优秀的成本管控能力，使得其盈利能力受行业波动影响小，自2019年以来紫金矿业已实现连续三年净利率稳步提升，2022年净利率已提升至9.16%，我们认为，随着紫金矿业持续收购优质矿产资源叠加现有矿山完成改扩建，公司盈利能力仍有上升空间，未来将逐步向南方铜业看齐。

➤ **估值角度看，紫金矿业估值较低。**从相对估值来看，2024年，紫金矿业的PE为17X，远低于南方铜业和自由港的30X和29X；紫金矿业的PB为3.3X，低于南方铜业和自由港9.8X和3.6X；紫金矿业的EV/EBITDA为7.2X，高于自由港6.9X，远低于南方铜业14.8X。从绝对估值来看，考虑到公司未来仍有增长潜力，根据FCFF估值模型，计算得出公司合理市值为5539亿元。

➤ **盈利预测及投资建议：**根据最新产量指引，我们预计2023-2025年公司归母净利润分别为211/245/293亿元（前值211/255/324亿元），同比+6%/+16%/+20%，EPS分别为0.8/0.93/1.11元。参考可比公司，给予公司22倍PE，对应目标价20.48元，维持“买入”评级。

➤ **风险提示：**铜金价格不及预期，产能释放不及预期，海外政策变动风险

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	225,102	270,329	310,639	335,086	367,076
增长率	31%	20%	15%	8%	10%
净利润(百万元)	15,673	20,042	21,145	24,509	29,316
增长率	141%	28%	6%	16%	20%
EPS(元/股)	0.60	0.76	0.80	0.93	1.11
市盈率(P/E)	26.5	20.7	19.6	17.0	14.2
市净率(P/B)	5.8	4.7	4.0	3.2	2.6

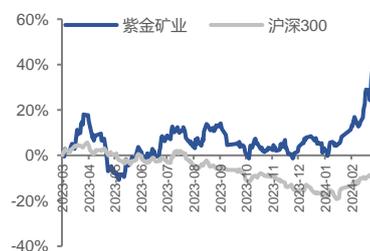
数据来源：公司公告、华福证券研究所

注：每股指标按照最新股本数全面摊薄

#### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	26326/20556
总市值/流通市值(百万元)	415424/324378
每股净资产(元)	3.87
资产负债率(%)	59.02
一年内最高/最低(元)	15.96/10.3

#### 一年内股价相对走势



#### 团队成员

分析师 王保庆  
执业证书编号：S0210522090001  
邮箱：WBQ3918@hfzq.com.cn

#### 相关报告

【华福有色】紫金矿业(601899)：资源布局加速，矿业龙头稳固——20230706

【华福有色】紫金矿业(601899.SH)：紫金矿业(601899.SH)：认购索拉里斯15%股份，铜资源布局再下一城——20240111

【华福有色】紫金矿业(601899.SH)：业绩预增点评：产量超预期兑现，带动业绩稳步增长——20240129

## 投资要件

### 关键假设

**矿产铜：**该板块是公司毛利贡献最大的板块，占整体毛利的 50%以上。考虑到巨龙和卡莫阿的放量，预计 23-25 年产量分别为 101/111/121 万吨；考虑到未来供需关系及宏观因素影响，未来铜价将进一步上涨，预计 23-25 年伦铜价格为 8478/8750/9375 美元/吨；考虑到铜矿品位下降，预计 23-25 年单吨成本为 2.2/2.3/2.4 万元/吨。

**矿产金：**该板块是公司业绩来源的第二大板块，约占整体毛利的 20%-30%。根据公司产量指引，矿产金产销量将稳步提升，预计 23-25 年产量分别为 68/74/90 吨；考虑到美国通胀放缓及衰退预期，预计 23-25 年伦敦金价格为 1941/2000/2000 美元/盎司；2022 年板块平均成本为 192 元/克，考虑到矿山品位下降，预计 23-25 年单位成本为 210/218/227 元/克。

**矿产锌：**根据最新产量指引，预计 2023-2025 年矿产锌产销量为 47/47/44 万吨；2021/2022 年板块平均价格（不含税）为 14135/15623 元/吨，2022 年受欧洲能源危机及宏观因素影响，锌价飙升，随着能源危机的缓解，预计锌价逐步回落，2023-2025 年板块平均价格为 13000/12000/12000 元/吨；2022 年板块平均成本 8015 元/吨，考虑到矿山品位下降，预计 23-25 年单位成本为 8800/9064/9245 元/吨。

### 我们区别于市场的观点

本文增添绝对估值法对紫金矿业的市值低估予以验证。铜行业属于重资产、强周期行业，其业绩情况与资本规模、矿产品价格高度相关，因此相对估值法方面，市场上多选择 PB 估值法、PE 估值法和 EV/EBITDA 估值法，但考虑到各公司的业绩占比以及未来成长性的差异，我们增选绝对估值法加以印证，以此来估计公司的合理市值。从相对估值来看，2024 年，紫金矿业的 PE 为 17X，远低于南方铜业和自由港的 30X 和 29X；紫金矿业的 PB 为 3.3X，低于南方铜业和自由港 9.8X 和 3.6X；紫金矿业的 EV/EBITDA 为 7.2X，高于自由港 6.9X，远低于南方铜业 14.8X。从绝对估值来看，考虑到公司未来仍有增长潜力，根据 FCFF 估值模型，计算得出公司合理市值为 5539 亿元。

### 股价上涨的催化因素

矿产品价格上涨；公司新产能投产进度超预期等。

### 估值与目标

根据最新产量指引，我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 211/245/293 亿元（前值 211/255/324 亿元），同比+6%/+16%/+20%，EPS 分别为 0.8/0.93/1.11 元。参考可比公司，给予公司 22 倍 PE，对应目标价 20.48 元，维持“买入”评级。

### 风险提示

铜金价格不及预期，产能释放不及预期，海外政策变动风险



## 正文目录

1	海内外铜矿企龙头.....	5
2	对标自由港、南方铜业，紫金矿业资源、成本均具备优势.....	8
2.1	从资源角度看，紫金矿业估值低、弹性大.....	8
2.2	紫金矿业处于成本曲线左侧，吨盈利占优.....	11
3	紫金矿业价值被低估，估值或将得到修复.....	15
3.1	相对估值法.....	15
3.2	绝对估值法.....	17
4	盈利预测及投资建议.....	18
5	风险提示.....	18

## 图表目录

图表 1: 紫金矿业资源储量情况 (截至 2022 年)	5
图表 2: 紫金矿业主要铜矿山情况 (2022 年)	5
图表 3: 紫金矿业历年产量及预测	5
图表 4: 紫金矿业各产品收入占比	5
图表 5: 紫金矿业各产品毛利占比	5
图表 6: 自由港资源储量情况 (截至 2023 年)	6
图表 7: 自由港各矿山产量及占比	6
图表 8: 自由港各产品收入占比	7
图表 9: 自由港各产品毛利占比	7
图表 10: 南方铜业矿山分布情况	7
图表 11: 南方铜业历年产量及预测	7
图表 12: 南方铜业各产品收入占比	8
图表 13: 市值资源量比(万吨, 亿元/万吨, 2022 年)	8
图表 14: 市值储量比(万吨, 亿元/万吨, 2022 年)	8
图表 15: 各公司主力矿山剩余开采年限	9
图表 16: 各公司历史产量及预测 (万吨)	10
图表 17: 市值产量比(万吨, 亿元/万吨, 2022 年)	10
图表 18: 24-26 年各公司项目增量预测 (万吨)	11
图表 19: 紫金矿业逆周期投资能力强	11
图表 20: 2022 年铜矿企业生产成本曲线	12
图表 21: 历史吨铜成本对比 (元/吨)	12
图表 22: 矿产铜毛利率对比	13
图表 23: 企业净利率对比 (%)	13
图表 24: 企业 ROE 对比 (%)	13
图表 25: 铜价走势	13
图表 26: 资产负债率对比 (%)	14
图表 27: 企业分红率对比 (%)	14
图表 28: 企业股息率对比 (%)	14
图表 29: 资本开支对比	15
图表 30: 历史 PE (TTM) 估值对比	16
图表 31: 23-25 年 PE 对比	16
图表 32: 历史 PB 估值对比	16
图表 33: 23-25 年 PB 估值对比	16
图表 34: 历史 EV/EBITDA 估值对比	17
图表 35: 23-25 年 EV/EBITDA 估值对比	17
图表 36: 紫金矿业 FCFF 估值敏感性分析表	18
图表 37: 可比公司估值 (截至 2024 年 3 月 18 日)	18
图表 38: 盈利预测	20

## 1 海内外铜矿企龙头

紫金矿业是我国矿产企业龙头，目前在我国 15 个省（区）和海外 15 个国家拥有重要矿业投资项目，铜、金资源自主勘探比例超过 46%，锌铅自主勘探比例超过 80%。公司主营的铜、金、锌等矿种资源量和储量均为中国领先、世界前十位。截至 2022 年底，公司铜资源量达 7,372 万吨，黄金资源量达 3,117 吨，锌（铅）资源量达 1,118 万吨，银资源量达 1.46 万吨，矿产资源优势明显。紫金矿业核心铜矿为刚果（金）卡莫阿铜矿（45%权益）、中国巨龙铜业（50.1%权益）、塞尔维亚丘卡卢-佩吉铜（金）矿（100%权益），2023 年公司全年铜产量 101 万吨，同比+11.0%。

图表 1：紫金矿业资源储量情况（截至 2022 年）

	铜/万吨	金/吨	锌(铅)/万吨	碳酸锂/万吨	银/吨	钼/万吨
储量	3209	1191	480	429	1864	154
资源量	7372	3117	1118	1215	14612	302
权益储量/中国储量	92%	40%	11%	43%	/	/

数据来源：公司年报，华福证券研究所

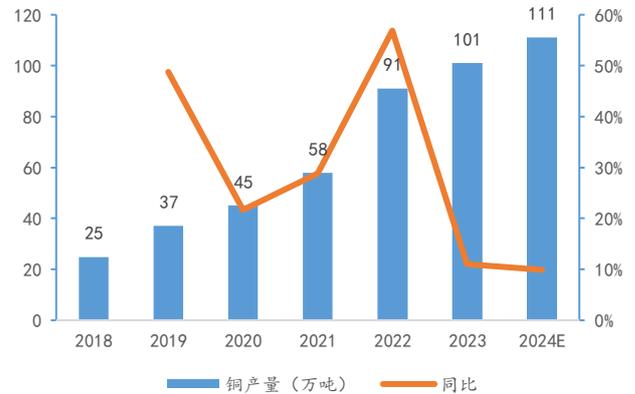
图表 2：紫金矿业主要铜矿山情况（2022 年）

名称	持有权益	矿产铜/吨	权益产铜/吨
刚果(金)卡莫阿铜矿	44.98%	150,013	150,013
刚果(金)科卢韦齐铜矿	72%	128,233	92,328
西藏巨龙铜业	50.10%	114,977	57,603
塞尔维亚紫金矿业	100%	111,021	111,021
黑龙江多宝山	100%	110,568	110,568
塞尔维亚紫金铜业	63%	92,977	58,575
福建紫金山铜金矿	100%	86,012	86,012
阿舍勒铜矿	51%	44,136	22,509
厄立特里亚碧沙矿业	55%	17,098	9,404
吉林珲春紫金	100%	12,138	12,138
其他		10,144	7,944
总计		877,317	718,115

数据来源：公司年报，华福证券研究所

注：卡莫阿为权益产量

图表 3：紫金矿业历年产量及预测

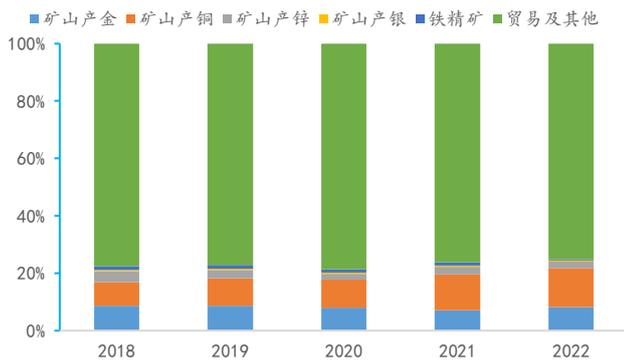


数据来源：公司公告，华福证券研究所

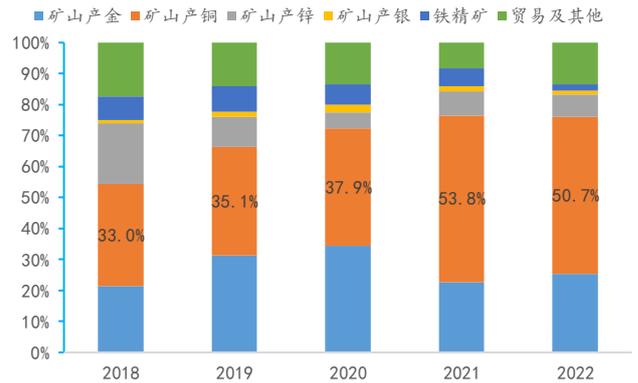
从业务收入及毛利占比来看，矿产铜是公司最主要的毛利贡献点，其次是矿产金和矿产锌。2022 年矿产铜、金、锌收入占比（考虑贸易）分别为 13.4%、8.3%、2.3%，毛利占比分别为 50.7%、25.3%和 7.2%。

图表 4：紫金矿业各产品收入占比

图表 5：紫金矿业各产品毛利占比



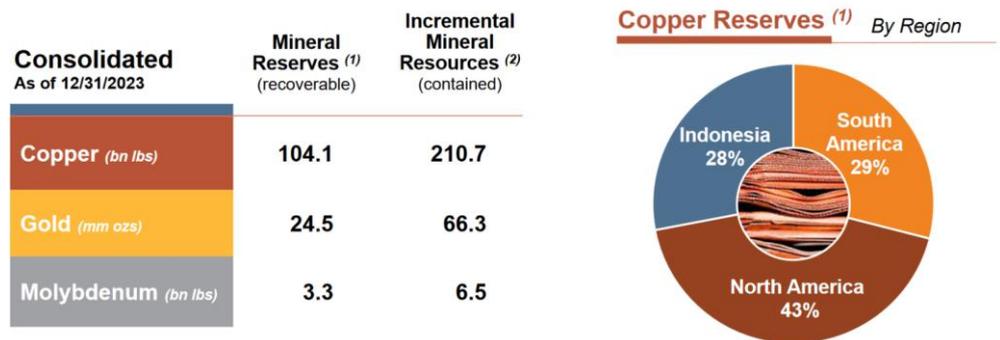
数据来源：公司公告，华福证券研究所



数据来源：公司公告，华福证券研究所

自由港为全球最大的矿产铜企业，拥有大量的铜、金、钼资源。目前在产铜矿山 10 座，分布在美国、智利、秘鲁和印度尼西亚四个国家，截至 2023 年末公司铜的可采储量为 1041 亿磅（约 4722 万吨），其中北美、南美、印尼区域储量占比分别为 43%、29%、28%。公司核心矿山为印尼的 Grasberg 矿（权益 48.76%）、秘鲁的 Cerro Verde 矿（权益 53.56%）和美国的 Morenci 矿（权益 72%），23 年产量合计占比达 76.4%。

图表 6：自由港资源储量情况（截至 2023 年）



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 7：自由港各矿山产量及占比

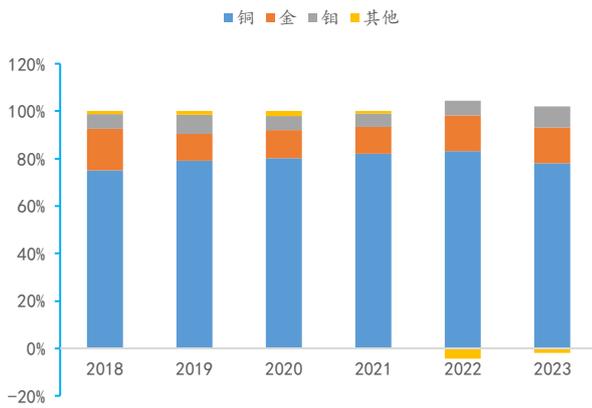
区域	矿山	权益	2018	2019	2020	2021	2022	2023
北美	Morenci	72%	31.03	33.11	32.07	28.62	28.85	26.08
	Safford	100%	5.58	4.99	7.30	12.02	12.93	11.11
	Sierrita	100%	6.89	7.26	8.07	8.57	8.35	8.39
	Bagdad	100%	9.03	9.89	9.80	8.35	7.48	6.62
	Chino	100%	7.85	7.94	4.17	5.62	5.9	6.4
	Tyrone	100%	2.49	2.18	2.04	2.49	2.68	2.31
	Miami	100%	0.73	0.68	0.77	0.54	0.5	0.54
	Other	100%	0.09	0.05	0.09	-	-0.14	-0.23
	合计			63.68	66.09	64.32	66.22	66.54
南美	Cerro Verde	53.56%	47.58	45.50	37.19	40.23	44.18	44.68

	El Abra	51%	9.07	8.16	7.21	7.26	9.16	9.84
	合计		56.65	53.66	44.41	47.49	53.34	54.52
印尼	Grasberg	48.76%	52.62	27.53	36.70	60.60	71.08	75.3
	合计		52.62	27.53	36.70	60.60	71.08	75.3

数据来源：公司公告，华福证券研究所

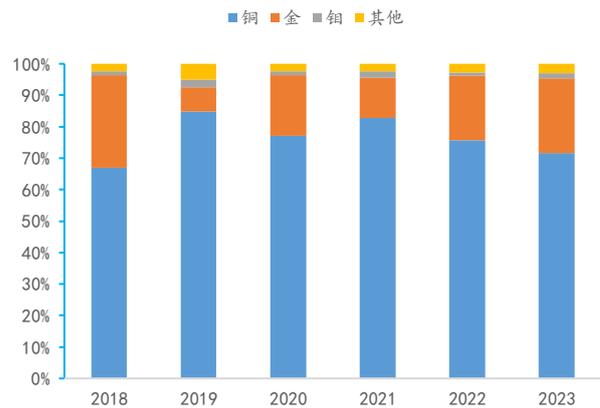
从业务收入及毛利占比来看，矿产铜贡献公司绝大部分业绩，其次为金。2023年矿产铜、金收入占比分别为78.0%、15.2%，毛利占比分别为71.7%、23.7%。

图表 8：自由港各产品收入占比



数据来源：公司公告，华福证券研究所

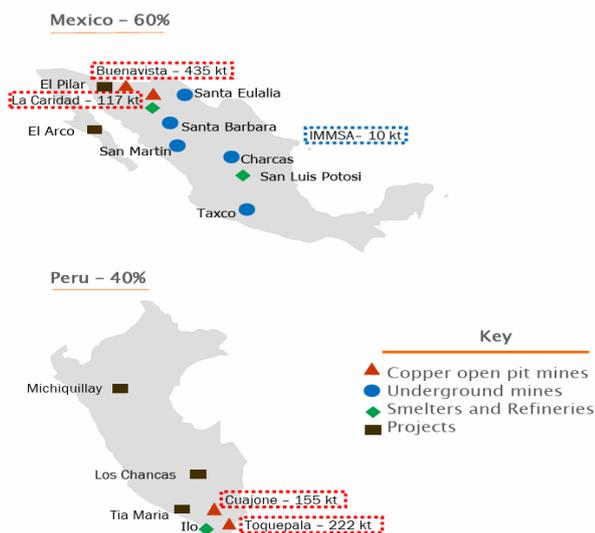
图表 9：自由港各产品毛利占比



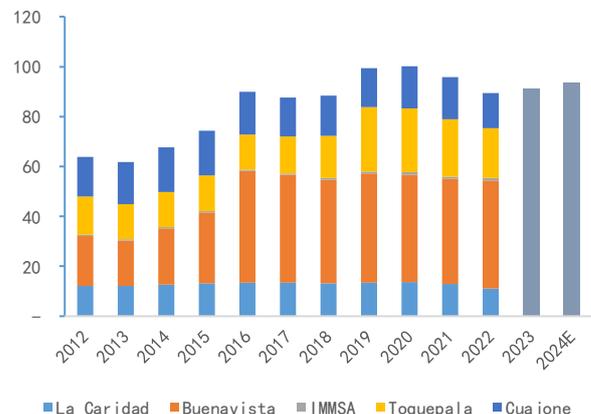
数据来源：公司公告，华福证券研究所

南方铜业 (SCCO) 是全球核心铜生产企业之一，其控股股东为墨西哥集团，持有其股权 88.9%。公司拥有大量的铜、钼资源，截至 2022 年末，公司拥有铜金属储量 4404 万吨，钼金属储量 146 万吨，是全球铜储量最大的矿企。公司主力矿山主要分布在墨西哥和秘鲁，包括墨西哥的 Buenavista、La Caridad、以及秘鲁的 Toquepala、Cujajone 矿，由于主力矿山资源禀赋优异，公司在不进行探储的情况下仍有 40 余年开采年限。2023 年公司铜产量为 91.10 万吨，同比+1.8%。

图表 10：南方铜业矿山分布情况



图表 11：南方铜业历年产量及预测



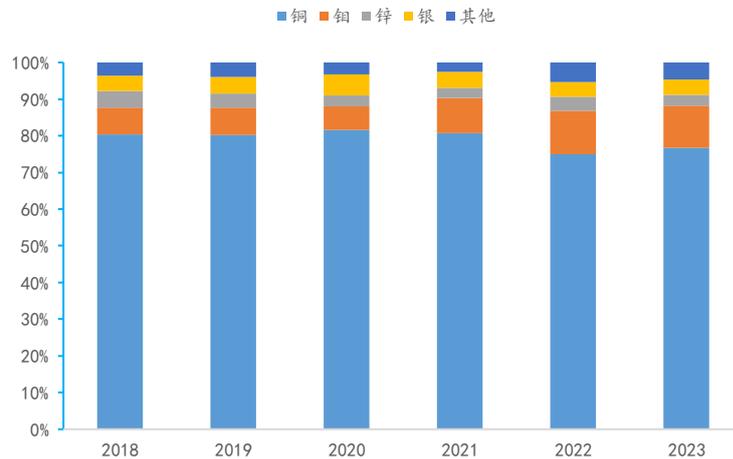
数据来源：公司公告，华福证券研究所

数据来源：公司公告，华福证券研究所

注：IMMSA 矿为权益产量

南方铜业为较纯粹的铜矿标的。从营收占比来看，铜的占比始终维持在 75%以上，其次为伴生的钼，23 年占比为 11%。

图表 12：南方铜业各产品收入占比



数据来源：公司公告，华福证券研究所

## 2 对标自由港、南方铜业，紫金矿业资源、成本均具备优势

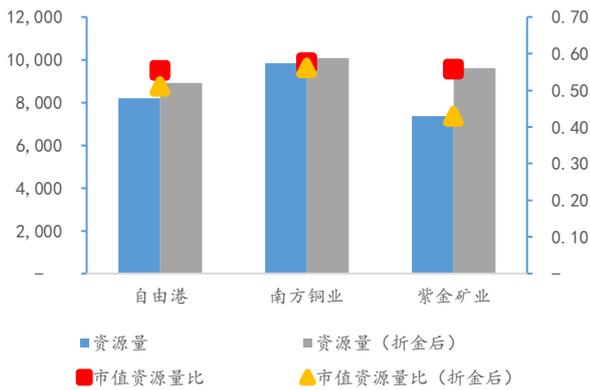
### 2.1 从资源角度看，紫金矿业估值低、弹性大

**2023 年紫金矿业铜权益资源量有望超过自由港。**截至 2022 年底，紫金矿业保有铜资源量 7372 万吨，储量 3209 万吨，均不及自由港和南方铜业，但仍在积极的进行并购探储，23 年新收购的朱诺铜矿和 24 年初收购的瓦林查项目为公司带来约 265 万吨权益铜资源量，预计 23 年的铜资源量(预计 7600 万吨)将超过自由港(7153 万吨)，铜储量(预计 3400 万吨)将接近自由港。

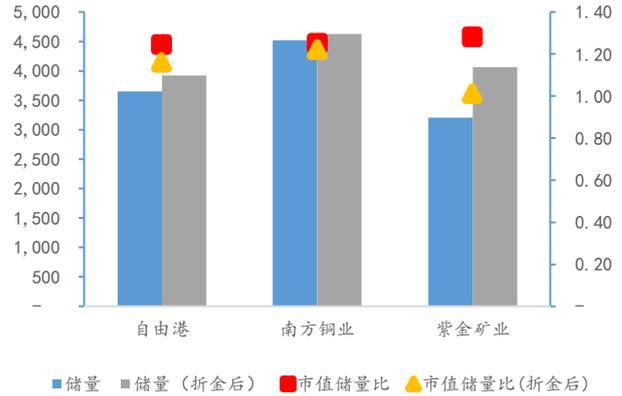
**从市值资源量比、市值储量比角度看，紫金矿业估值偏低。**市值资源量比、市值储量比一定程度上可反应公司的估值高低，但并不绝对，紫金矿业由于贵金属资源占比远高于自由港和南方铜业(紫金矿业金储量 1191 万吨，高于自由港 383 万吨和南方铜业 158 万吨)，而贵金属业务的估值一般高于基本金属，因此 2022 年公司整体的市值资源量比和市值储量比略高于南方铜业和自由港。假设将金资源量按照铜金价格比折算，其市值资源量比、市值储量比远低于海外铜企。另外，从海外最新发布的年报来看，23 年自由港和南方铜业资源量和储量均有所下滑，而紫金通过并购资源量及储量预计进一步提升，由此进一步印证公司估计偏低。

图表 13：市值资源量比(万吨,亿元/万吨,2022 年)

图表 14：市值储量比(万吨,亿元/万吨,2022 年)



数据来源：公司公告，华福证券研究所



数据来源：公司公告，华福证券研究所

从矿山剩余可采年限看，南方铜业最具优势，其次为紫金。从公司公告披露的主力矿山剩余开采年限来看，南方铜业由于资源储量较大，除 Buenavista 外其余矿山的剩余可开采年限均在 40 年以上；紫金矿业最为核心以及成长力的卡莫阿铜矿、巨龙铜矿和 TIMOK 下带矿的剩余可开采年限为 42、44、37 年，也较为优异；自由港剩余可开采年限均不到 35 年。从平均品位来看，紫金平均品位 0.55%，高于自由港 0.46%和南方铜业 0.39%。

图表 15：各公司主力矿山剩余开采年限

	矿山	资源量/万吨	储量/万吨	品位 (%)	剩余开采年限
紫金矿业	卡莫阿铜矿	4312	1862	3.94	42
	巨龙铜矿	1890	1468	0.26	44
	TIMOK 铜金矿下带矿	1855	747	0.69	37
	TIMOK 铜金矿上带矿	145	93	2.88	15
	博尔铜矿	1079	674	0.45	17
南方铜业	Cuajone	389	634	0.48	47
	Toquepala	1733	1379	0.47	49
	Buenavista	3353	1071	0.41	25
	La Caridad	1117	445	0.21	40
自由港	Morenci	1668	558	0.31	28
	Safford	1755	295	0.4	33
	Cerro Verde	1411	1202	0.35	28
	Grasberg	2354	1315	1.02	17

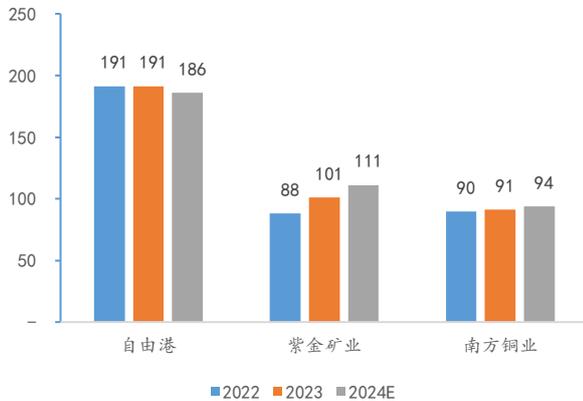
数据来源：公司公告，华福证券研究所

注：紫金矿业资源量及储量为截止到 2022 年数据；南方铜业和自由港为截止到 2023 年数据

产量方面来看，紫金矿业的市值产量比低于南方铜业。自由港是全球最大的矿产铜供应商，2023 年矿产铜产量达 191 万吨，占全球比重为 8.5%，紫金矿业产量为 101 万吨，正式超过南方铜业 (91 万吨) 成为全球第 4 大铜矿企业，2024 年产量将进一步扩张达到 111 万吨，较 23 年增 10 万吨，自由港、南方铜业预计增 0/2.6 万吨。为衡量公司的业绩价格弹性，我们采用市值产量比指标，一般来说，在铜价上涨周期中，比值相对较小的拥有更高的弹性，根据 2024 年 3 月 17 日市值计算，自由

港和紫金矿业具有更小的市值产量比，分别对应 24/41 亿元/万吨。为消除黄金对市值的影响，我们同样将金产量按照铜金价格比折算，折算后，自由港的市值产量比仍为最低，其次为紫金矿业。

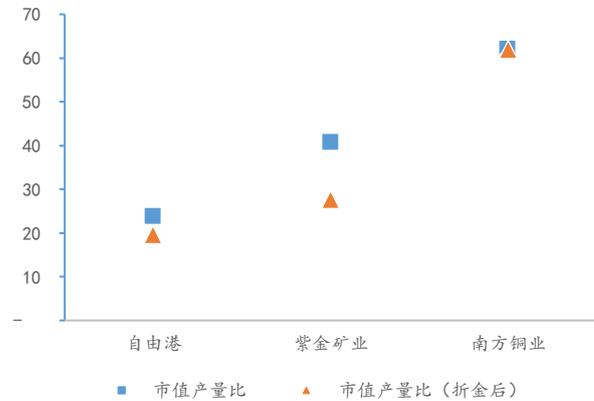
图表 16: 各公司历史产量及预测 (万吨)



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

注: 自由港 2024 年预测值为销量, 预计产量将略高于销量

图表 17: 市值产量比(万吨,亿元/万吨,2022 年)



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

从较为确定的未来项目增量来看，紫金矿业有至少 30 万吨铜矿项目待投产，南方铜业有 21 万吨铜矿项目待投产，自由港有 13 万吨铜矿项目待投产，紫金矿业未来增量更为庞大。

**紫金矿业未来增量:** 1) 卡莫阿铜矿: 现有选矿产能为 920 万吨/年, 对应矿产铜量 45 万吨, 目前已基本达成; 正在建设三期 500 万吨/年选厂, 计划于 2024 年第四季度投产, 达产后预计产能将提升至 60 万吨以上。2) 多宝山铜矿: 正在实施铜山铜矿崩落法采矿工程, 预计 24 年 7 月投产。3) 巨龙铜业: 二期选矿厂已于 24 年 2 月收到核准批复, 预计 2025 年底建成投产, 达产后巨龙铜矿每年采选矿石量将超过 1 亿吨规模, 矿产铜年产量将从 2023 年的 15.4 万吨提高至约 30-35 万吨, 远期巨龙铜矿还将进一步规划实施三期工程, 最终可望实现每年采选矿石量约 2 亿吨规模。4) 博尔铜矿: JM 矿由填充法变更为崩落法采矿, 力争 2025 年底建成投产, 技改达产后预计矿产铜金属量达 15-16 万吨。

**南方铜业未来增量:** 1) Pilares: 为距离 La Caridad 6 公里的露天矿, 规划生产铜精矿年产能 3.5 万吨, 将被投入 La Caridad 的湿法冶炼厂提升其整体品位, 23 年该项目已达产; 2) Buenavista: 公司在该矿床内新建一座选矿厂, 规划产能为 10 万吨锌和 2 万吨铜, 截至 23Q4 调试进度已达 99%, 预计于 24Q1 开始生产爬坡, 预计 24 年将生产 5.45 万吨锌和 1.19 万吨铜, 在未来五年平均每年生产 9.02 万吨锌和 2.07 万吨铜; 3) El Pilar: 为墨西哥的绿地项目, 规划产能为 3.6 万吨湿法铜, 预计 2025 年投产; 4) Tia Maria: 为秘鲁的绿地项目, 规划产能为 12 万吨湿法铜, 预计 2026 年投产, 但该项目多年来受社区问题干扰开发, 预计项目延期概率较大。

**自由港未来增量：**1) 北美矿区：公司计划将位于亚利桑那州西北部的 Bagdad 选矿厂的选矿能力扩大一倍以上，目前已完成技术研究，该项目预计能增加产量约 9-11 万吨，建设时间约 3-4 年，最快预计于 2027 年投产。2) 印尼矿区：2023 年 12 月印尼地区已完成新磨矿设施的安装，这有利于地下矿采矿量的增加；同时该地区还在推进一个磨矿回收项目，通过安装新的铜清洁回路，预计每年额外产铜 2.7 万吨，该项目计划 24 年下半年投产。

图表 18：24-26 年各公司项目增量预测（万吨）

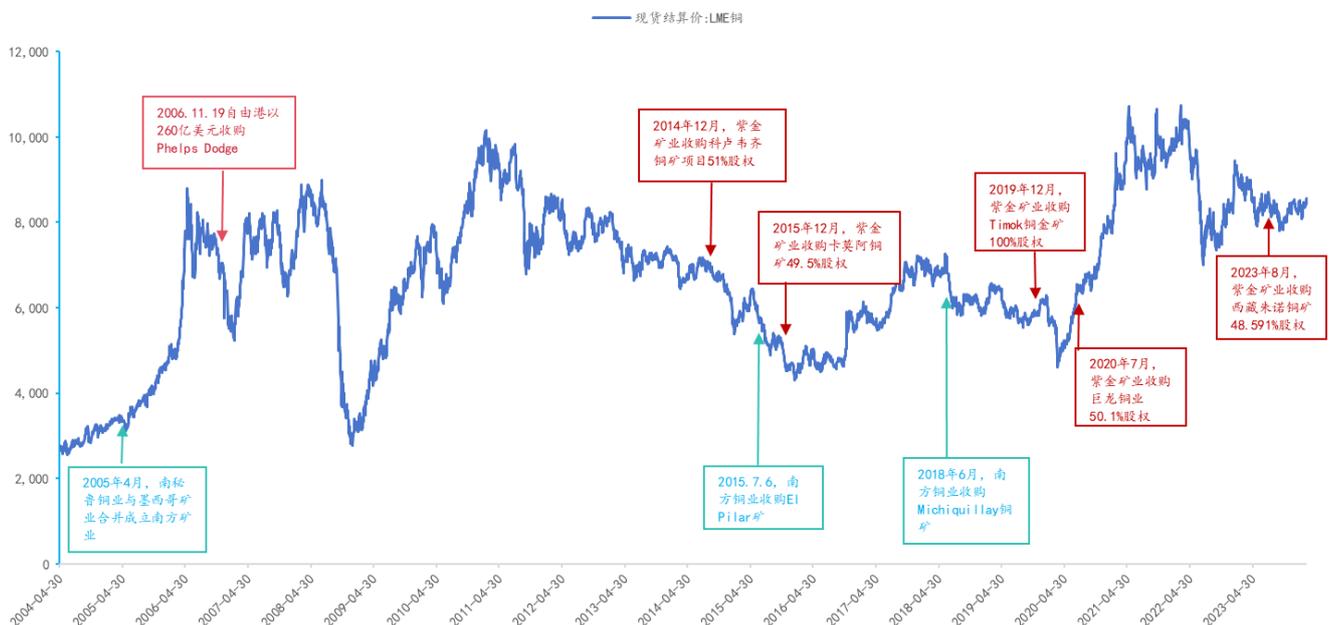
所属企业	铜矿	国家	2024	2025	2026
紫金矿业	Kamola-Kakula 铜矿	刚果（金）	4.0	13.0	5.0
	巨龙铜矿	中国	-	4.0	16.0
	合计	/	4.0	17.0	21.0
南方铜业	Buenavista	墨西哥	1.2	0.9	-
	El Pilar	墨西哥	-	1.5	2.0
	合计	/	1.2	2.4	2.0
自由港	Grasberg	印度尼西亚	2.0	3.0	-

数据来源：公司公告，华福证券研究所

## 2.2 紫金矿业处于成本曲线左侧，吨盈利占优

相较同行，紫金矿业的收购成本较低。为保持成本具备竞争力，紫金矿业利用自身逆周期投资的能力持续并购优质资产，2015-2016 年在铜价持续下跌时购买科韦齐铜矿和卡莫阿铜矿，2019-2020 年在铜价回升前夕收购 Timok 铜矿和巨龙铜矿，几次并购均彰显了公司魄力（优秀的专家团队及管理团队）与实力（强劲的现金流），为资产升值提供了充分的空间。

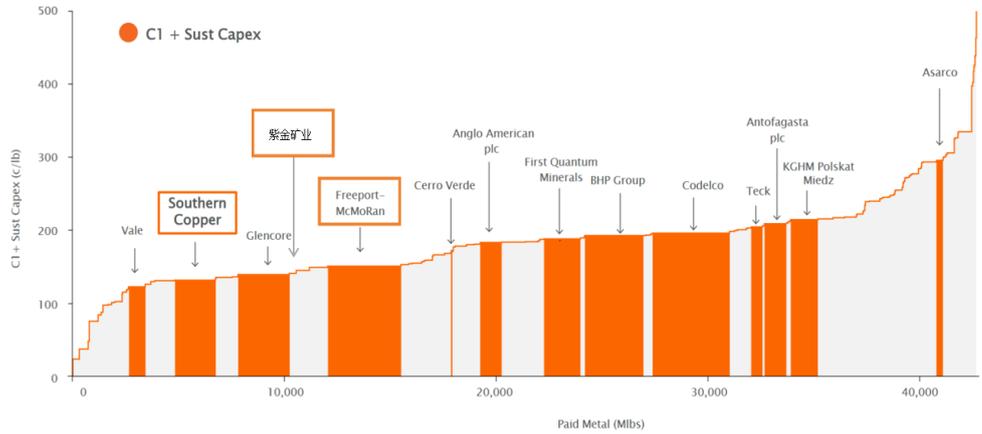
图表 19：紫金矿业逆周期投资能力强



数据来源：公司公告，华福证券研究所

南方铜业由于副产品收益高吨铜成本较低，紫金矿业仅次于南方铜业。由于南方铜业的主力矿山大多伴生丰富的钼资源，而近年来钼价较高，因此考虑副产品收益后南方铜业的矿产铜 C1 成本较低，23 年全年现金成本为 1.03 美元/磅(16001 元/吨)。紫金矿业 2022 年矿山产铜单位销售成本为 19862 元/吨，高于南方铜业，但远低于自由港的 1.5 美元/磅（约 22243 元/吨），整体处于铜企成本曲线的左端位置。

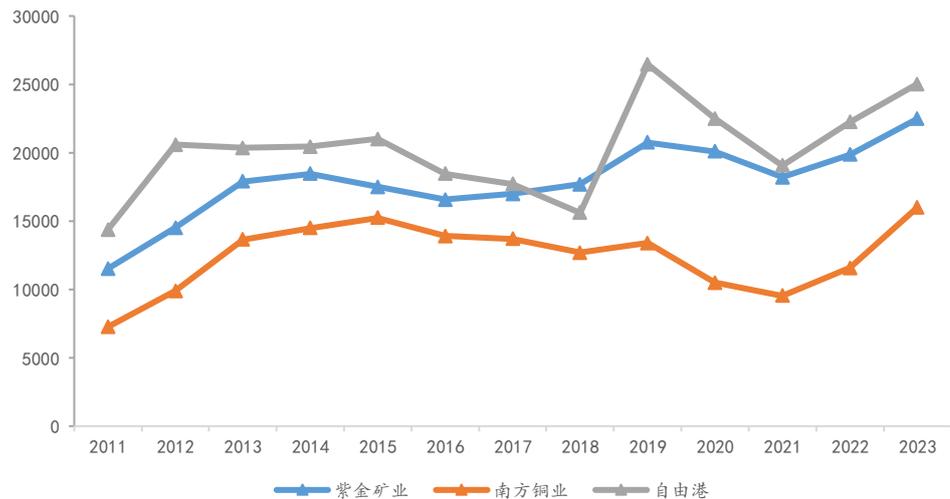
图表 20：2022 年铜矿企业生产成本曲线



数据来源：公司公告，华福证券研究所

从历史成本走势看，随着矿山开采年限的增加，三大矿企均面临着不同程度的成本提升，2011-2023 年期间紫金矿业、南方铜业、自由港吨铜成本的复合增长率分别为 5.7%、6.8%、4.7%，自由港和紫金矿业的上涨幅度相对较少，彰显出公司较强劲的成本管理能力。

图表 21：历史吨铜成本对比（元/吨）



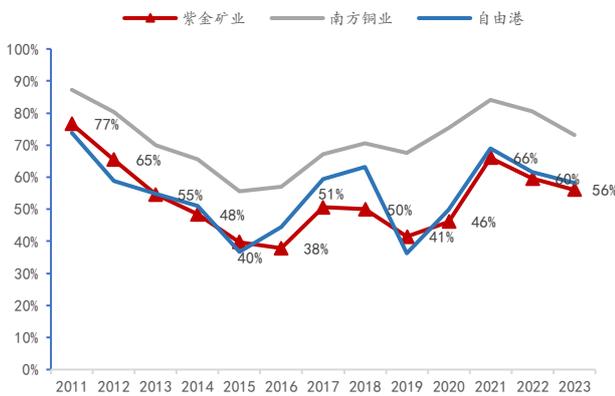
数据来源：公司公告，华福证券研究所

注：紫金矿业 2023 年成本为 Q1-Q3 的平均成本

受成本影响，紫金矿业盈利能力虽不及南方铜业，但相对稳定。由于铜属于周期性行业，公司盈利能力与矿产品价格高度相关，因此三家矿企毛利率与净利率走势基本一致，但紫金矿业凭借优秀的企业管理能力，使得公司净利率在铜价下跌的情况波

动幅度较小。自 2019 年以来紫金矿业已实现连续三年净利率的提升，2021 年净利率增长尤其明显，同比提升 3.78pct，2022 年净利率进一步提升至 9.16%；而自由港和南方铜业在 2021 年净利率达到高点后，正经历连续两年的下滑趋势，自由港和南方铜业的净利率分别从 2021 年的 23.48%和 31.2%下降至 2023 年的 16.41%和 24.6%。从 ROE 来看，紫金矿业的 ROE 相较其他企业也较为稳定，2022 年即使在铜价下跌的情况下，ROE 仍有小幅提升，并且超过自由港（23.48%），逐渐接近南方铜业（32.51%）。我们认为，随着紫金矿业持续收购优质矿产资源叠加现有矿山完成改扩建，公司盈利能力仍有上升空间。

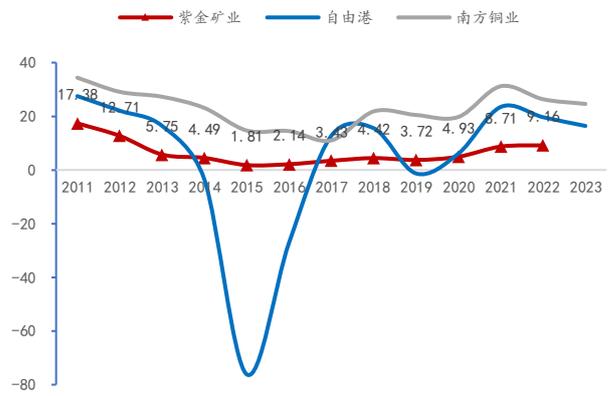
图表 22：矿产铜毛利率对比



数据来源：公司公告，华福证券研究所

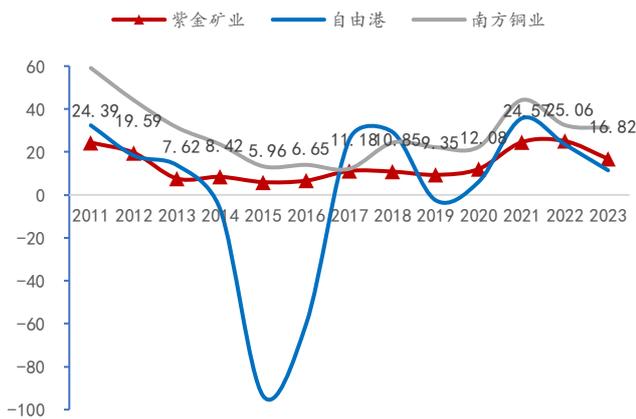
注：紫金矿业 2023 为 Q1-Q3 毛利率

图表 23：企业净利率对比 (%)



数据来源：WIND，华福证券研究所

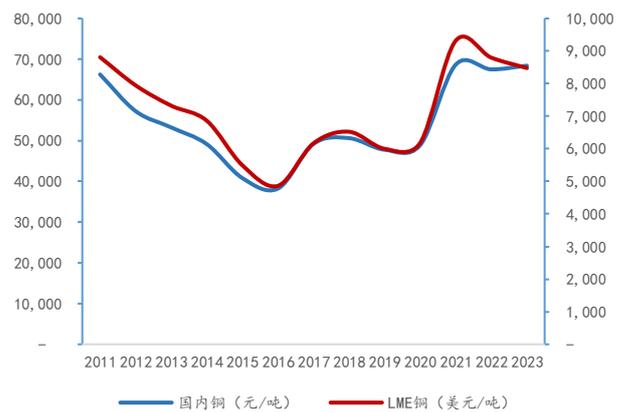
图表 24：企业 ROE 对比 (%)



数据来源：WIND，华福证券研究所

注：紫金矿业 2023 为 Q1-Q3 的 ROE

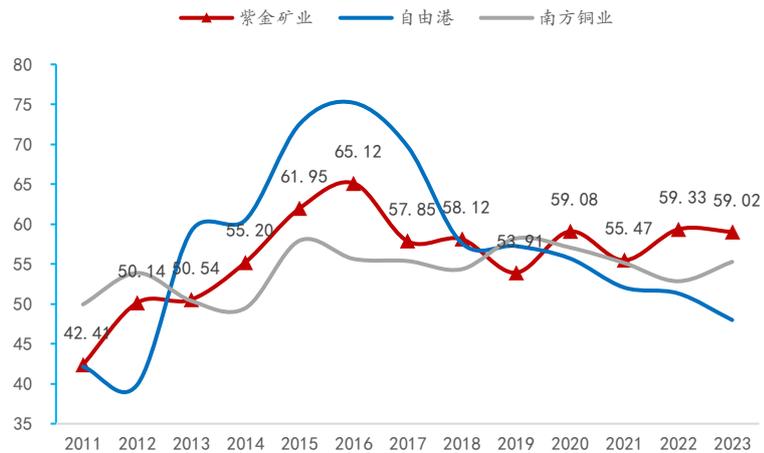
图表 25：铜价走势



数据来源：WIND，华福证券研究所

对比自由港、南方铜业，紫金矿业资产负债率略高。2016 年以来紫金矿业并购投资较为频繁，长期借款增多的同时资产规模大幅扩张，资产负债率由 2016 年的 65.1% 逐渐降至 2023Q3 的 59.0%，但仍高于自由港和南方铜业。

图表 26: 资产负债率对比 (%)



数据来源: WIND, 华福证券研究所

注: 紫金矿业 2023 为 Q1-Q3 的资产负债率

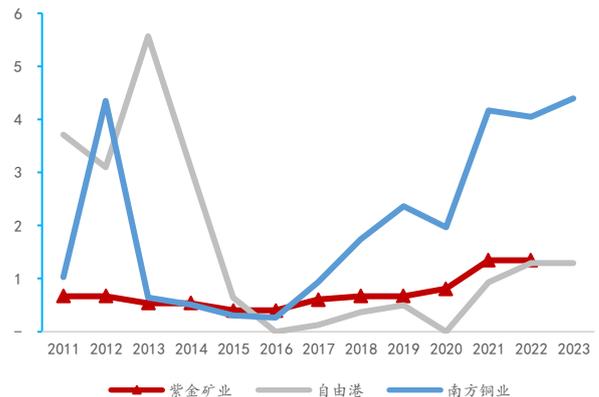
南方铜业和紫金矿业保持多年来保持稳定分红。从三家企业的历史分红情况来看, 自由港由于本身盈利波动较大, 使得每年分红情况并不稳定, 其中在 2016 年和 2020 年由于上年的亏损未进行分红, 与之相反, 南方铜业与紫金矿业由于盈利相对稳定, 2011 年以来分红从未间断。从分红率来看, 2016 年以来紫金矿业的分红率逐年下降, 而南方铜业的分红率稳中有升, 主要因为南方铜业创立时间较早, 其高速并购发展期集中在 2010 年以前, 2012 年以来以稳步扩建为主, 对流动性资金的需求相对较小, 而紫金矿业 2016 年以来大肆扩张, 先后收购了多宝山铜矿、博尔铜矿、Timok 铜矿、巨龙铜业等, 同时铜矿新建、扩建项目较多占用了较多的现金流。

图表 27: 企业分红率对比 (%)



数据来源: WIND, 华福证券研究所

图表 28: 企业股息率对比 (%)

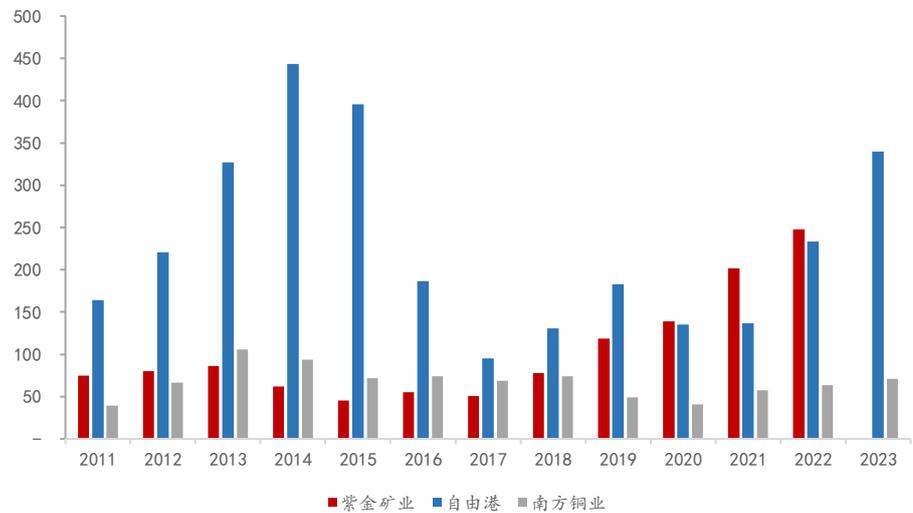


数据来源: WIND, 华福证券研究所

资本开支的情况可以进一步印证公司的资金占用情况, 2020 年开始紫金矿业资本开支已超过自由港。铜矿企业的资本开支会受到铜价影响, 具有较强的周期性, 通常铜矿资本开支一般落后于铜价 1-2 年, 2017-2018 年受铜价低迷影响, 各家企业均缩减了资本开支。从历史上来看, 自由港始终维持着较高的资本支出, 南方铜业受益于本身矿质优异资本开支相对较少, 紫金矿业于 2018 年开始发力, 每年保持着较高增速增长, 于 2020 年超过自由港, 成为三家探矿、扩建最为积极的公司, 彰

显出公司维持高成长性的决心。

**图表 29：资本开支对比**



数据来源：公司公告，华福证券研究所

### 3 紫金矿业价值被低估，估值或将得到修复

铜行业属于重资产、强周期行业，其业绩情况与资本规模、矿产品价格高度相关，因此相对估值法方面，市场上多选择 PB 估值法、PE 估值法和 EV/EBITDA 估值法，但考虑到各公司的业绩占比以及未来成长性的差异，我们增选绝对估值法加以印证，以此来估计公司的合理市值。

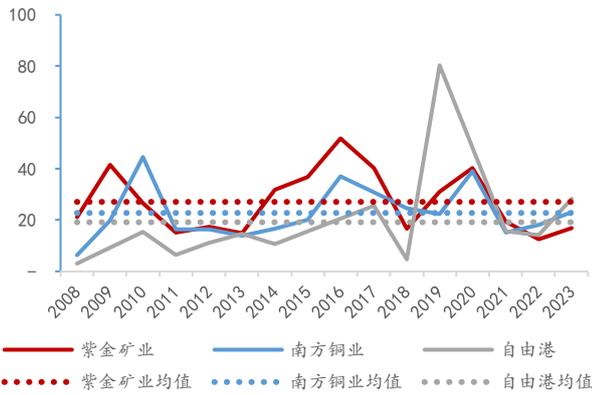
#### 3.1 相对估值法

##### 1) PE 估值：

紫金 23 年 PE (TTM) 低于海外核心铜企，且低于上市以来平均水平。纵观历史，紫金矿业、南方铜业和自由港的估值变动趋势一致，均为在铜价上涨时 PE 下跌。从 PE 均值来看，2008-2023 年紫金矿业 PE 均值为 27.09X，高于南方铜业 (22.79X) 和自由港 (19.17X)，我们认为高估值主要来源于稳健的盈利能力、高成长性以及贵金属的加成。2020 年开始，随着铜价的上涨三者 PE 均值均开始下滑，2022 年紫金矿业的 PE 已明显低于南方铜业和自由港。进入 2023 年，铜矿端偏紧的预期逐渐得到市场认可，三者估值均有所回升，南方铜业和自由港均回升至均值以上，而紫金矿业的 PE 仍然远低于平均水平。因此我们认为目前紫金矿业远被低估，预计未来将在铜价的景气周期中将享受估值修复。

根据最新业绩预测，紫金矿业 24 年 PE 远低于南方铜业和自由港。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 211/245/293 亿元，同比+6%/+16%/+20%，EPS 分别为 0.8/0.93/1.11 元，对应当前股价 PE 为 20/17/14X，24 年低于南方铜业的 30 倍、自由港的 29X。

图表 30: 历史 PE (TTM) 估值对比



数据来源: WIND, 华福证券研究所

图表 31: 23-25 年 PE 对比

	公司	2023E	2024E	2025E
EPS (元/股) /(美元/股)	紫金矿业	0.80	0.93	1.11
	南方铜业	3.14	3.43	4.51
	自由港	1.54	1.56	2.08
PE	紫金矿业	19.65	16.95	14.17
	南方铜业	32.80	29.99	22.83
	自由港	28.97	28.52	21.43

数据来源: WIND, Bloomberg, 华福证券研究所

2) PB 估值:

南方铜业 PB 始终处于领先地位。由于南方铜业 ROE 较高, 2008-2023 年其 PB 均值 (5.66X) 远高于紫金矿业 (3.79X) 和自由港 (2.66X)。从 PB 趋势来看, 除了 2015 年紫金矿业收购 Kamo a 铜矿、2018 年南方铜业收购 Michiquillay 铜矿使得 PB 有所提升以外, 三者走势与铜价走势基本一致。2023 年, 在铜价同比增长 1.3% 的情况下, 仅有南方铜业 PB 走势上扬, 紫金矿业和自由港均有不同程度下降, 且低于历史均值, 据此我们认为从 PB 角度看, 紫金矿业和自由港处于低估值区间。

根据最新业绩预测, 紫金矿业 24 年 PB 远低于南方铜业和自由港。我们预计 2023-2025 年公司归属母公司所有者权益分别为 1045/1285/1573 亿元, 对应当前市值 PB 为 4.0/3.2/2.6X, 低于 24 年南方铜业和自由港的 PB 分别为 9.8 和 3.6 倍。

图表 32: 历史 PB 估值对比



数据来源: WIND, 华福证券研究所

图表 33: 23-25 年 PB 估值对比

	公司	2023E	2024E	2025E
归属母公司 所有者 权益	紫金矿业(亿元)	1,045	1,285	1,573
	南方铜业(亿美元)	74	81	89
	自由港(亿美元)	167	179	198
PB	紫金矿业	3.98	3.23	2.64
	南方铜业	10.74	9.82	8.98
	自由港	3.83	3.58	3.23

数据来源: WIND, Bloomberg, 华福证券研究所

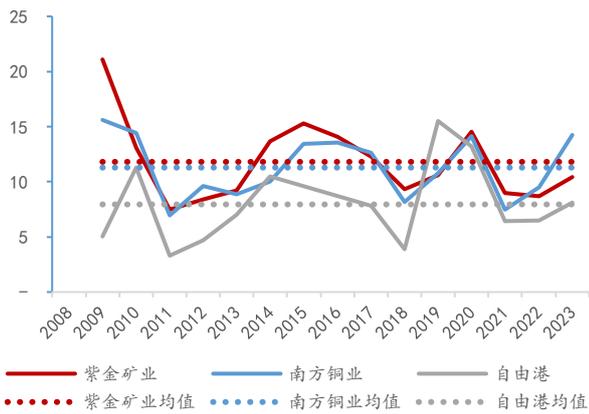
3) EV/EBITDA 估值:

紫金当前 EV/EBITDA 低于历史均值。从 EV/EBITDA 历史均值来看, 受益于较高的盈利能力, 2008-2023 年紫金矿业 (11.81X) 和南方铜业 (11.29X) 远高于自由

港 (7.95X)。2023 年在估值回暖的态势下, 自由港和南方铜业 EV/EBITDA 均达到历史平均以上水平, 而紫金仍处于相对低位, 据此我们认为从 EV/EBITDA 角度看, 紫金矿业估值偏低。

根据最新业绩预测, 紫金矿业 24 年 EV/EBITDA 远低于南方铜业。我们预计 2023-2025 年公司 EBITDA 分别为 508/575/674 亿元, 对应当前市值 EV/EBITDA 为 8.0/7.1/6.0X, 24 年估值低于南方铜业的 14.8X, 高于自由港的 6.9X。

图表 34: 历史 EV/EBITDA 估值对比



数据来源: WIND, 华福证券研究所

图表 35: 23-25 年 EV/EBITDA 估值对比

	公司	2023E	2024E	2025E
EBITDA	紫金矿业(亿元)	508	575	674
	南方铜业(亿美元)	50	54	70
	自由港(亿美元)	88	92	104
EV/EBITDA	紫金矿业	8.00	7.06	6.02
	南方铜业	15.83	14.77	11.45
	自由港	7.28	6.94	6.13

数据来源: WIND, Bloomberg, 华福证券研究所

### 3.2 绝对估值法

根据已有的项目规划公告, 公司于 2023-2028 年仍有较大的资源增长潜力, 我们采用 FCFF 方法进行估值。

无风险利率 (Rf): 根据 Wind 数据, 截至 2024 年 3 月 18 日, 我国 10 年期国债收益率为 2.34%, 因此, 我们假设无风险利率为 2.34%;

风险溢价 (Rm-Rf): 根据 Wind 数据, 截至 2024 年 3 月 18 日, 沪深 300 的风险溢价为 5.00%;

β 系数: 根据中信行业分类, 公司所属的 CS 铜行业两年期的 β 系数为 0.69;

公司权益资本成本(Ke): 根据 CAPM 模型计算得到  $Ke = Rf + \beta * (Rm - Rf) = 6.5\%$ ;

长期贷款利率(Kd): 假设 Kd 为 6.0%;

所得税率(T): 参考 22 年公司实际所得税率, 未来盈利后税率按 17% 计算;

WACC: 公式为  $WACC = Kd * Wd * (1 - T) + Ke * (1 - Wd) = 6.19\%$ ;

永续增长率 (Growth): 我们认为公司仍有增长潜力, 假设永续增长率为 0.5%。

根据 FCFF 估值模型, 敏感性测试结果显示公司合理股价为 21.0 元, 合理价值为 5539 亿元, 对应 24 年隐含 PE 为 23 倍。

图表 36: 紫金矿业 FCFF 估值敏感性分析表

目标价敏感性分析		WACC				
初始目标价=	21.0	5.2%	5.7%	6.2%	6.7%	7.2%
Perpetual Growth	-0.5%	21.9	19.7	17.8	16.2	14.8
	0.0%	24.1	21.5	19.3	17.5	15.9
	0.5%	26.7	23.6	21.1	18.9	17.1
	1.0%	29.9	26.1	23.1	20.6	18.6
	1.5%	34.0	29.3	25.6	22.7	20.2

数据来源: WIND, 华福证券研究所

#### 4 盈利预测及投资建议

作为全球前 5 大、我国最大的铜矿供应商,紫金矿业无论在资源规模、资本开支、成长性、盈利稳定性等方面均具备绝对优势,通过对标海外铜矿龙头,发现其合理市值远被低估。

选取自由港、南方铜业、江西铜业、赤峰黄金、银泰黄金、驰宏锌锗作为可比公司,以 2024 年 3 月 18 日收盘价计算,可比公司 2023-2025 年预测 PE 均值分别为 25/22/18 倍。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 211/245/293 亿元,对应 EPS 为 0.80/0.93/1.11 元/股。2024 年 3 月 18 日公司收盘价 15.78 元,对应 23-25 年 PE 为 20/17/14 倍,估值均低于行业平均水平。参考可比公司,给予公司 22 倍 PE,对应目标价 20.48 元,维持“买入”评级。

图表 37: 可比公司估值(截至 2024 年 3 月 18 日)

证券代码	可比公司	EPS (元)			PE			最新股价 (元/美元)
		2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
600362.SH	江西铜业	1.9	1.7	1.7	12.3	13.3	13.5	23.01
SCCO.N	南方铜业	3.1	3.4	4.5	32.7	29.9	22.7	102.60
FCX.N	自由港	1.5	1.6	2.1	28.9	28.4	21.4	44.48
600988.SH	赤峰黄金	0.5	0.7	0.9	30.3	20.2	16.8	14.64
000975.SZ	银泰黄金	0.6	0.7	0.8	30.0	25.5	21.5	16.69
600497.SH	驰宏锌锗	0.4	0.4	0.5	13.7	12.4	10.6	5.56
	平均	-	-	-	24.6	21.6	17.8	-

数据来源: WIND, Bloomberg, 华福证券研究所

#### 5 风险提示

##### 铜金价格不及预期

公司整体销售利润受铜、黄金价格影响,若降息不及预期、全年铜矿投产速度超预期或国内经济增速缓慢导致下游需求疲软,或将导致铜、金价格下跌,对公司盈利产生负面影响。



### 产能释放不及预期

公司盈利增长部分取决于矿产铜及矿产金项目的扩产计划如期释放,若产能释放不及预期,或将影响公司业绩。

### 海外政策变动风险

公司在海外拥有众多矿山资源采矿权,海外国家在矿产资源相关政策的变化可能也会给公司带来一定的政策风险。

图表 38: 盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	20,244	21,745	31,059	53,070	营业收入	270,329	310,639	335,086	367,076
应收票据及账款	8,646	7,091	9,215	9,236	营业成本	227,784	261,847	279,622	301,177
预付账款	3,795	3,033	3,282	3,715	税金及附加	4,268	4,904	5,361	5,873
存货	28,104	30,622	32,246	34,412	销售费用	620	712	768	842
合同资产	1,227	1,410	1,521	1,666	管理费用	6,265	7,199	7,766	8,507
其他流动资产	18,855	16,755	18,581	19,851	研发费用	1,232	1,415	1,603	1,844
流动资产合计	79,644	79,246	94,383	120,284	财务费用	1,905	4,429	4,663	5,194
长期股权投资	25,067	25,067	25,067	25,067	信用减值损失	-329	20	67	93
固定资产	72,746	80,200	93,067	116,570	资产减值损失	-79	20	-277	-258
在建工程	21,617	22,617	25,946	23,530	公允价值变动收益	-255	-260	-258	-259
无形资产	68,280	74,827	80,718	88,195	投资收益	2,874	2,000	2,189	1,500
商誉	718	789	868	955	其他收益	485	410	400	300
其他非流动资产	37,972	38,974	39,975	40,918	营业利润	30,946	32,312	37,416	45,007
非流动资产合计	226,400	242,474	265,642	295,235	营业外收入	108	142	143	131
资产合计	306,044	321,720	360,025	415,518	营业外支出	1,061	688	740	830
短期借款	23,666	9,196	0	0	利润总额	29,993	31,766	36,819	44,308
应付票据及账款	13,493	15,578	17,571	19,746	所得税	5,226	5,401	6,259	7,754
预收款项	89	25	34	47	净利润	24,767	26,365	30,560	36,554
合同负债	7,412	7,766	8,377	9,177	少数股东损益	4,725	5,220	6,051	7,238
其他应付款	9,535	8,127	8,381	8,681	归属母公司净利润	20,042	21,145	24,509	29,316
其他流动负债	16,975	18,367	19,320	19,340	EPS (按最新股本摊薄)	0.76	0.80	0.93	1.11
流动负债合计	71,170	59,060	53,684	56,992					
长期借款	68,820	75,820	88,400	103,315					
应付债券	23,871	24,587	25,324	26,084					
其他非流动负债	17,729	17,021	17,351	17,835					
非流动负债合计	110,419	117,427	131,075	147,233					
负债合计	181,589	176,487	184,759	204,225					
归属母公司所有者权益	88,943	104,500	128,482	157,272					
少数股东权益	35,513	40,733	46,784	54,022					
所有者权益合计	124,455	145,233	175,266	211,293					
负债和股东权益	306,044	321,720	360,025	415,518					

现金流量表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	28,679	41,807	47,749	59,096
现金收益	36,757	45,353	51,234	59,684
存货影响	-8,795	-2,518	-1,624	-2,166
经营性应收影响	-8,135	2,298	-2,097	-196
经营性应付影响	7,800	614	2,256	2,488
其他影响	1,053	-3,940	-2,020	-715
投资活动现金流	-50,981	-28,383	-37,595	-46,959
资本支出	-51,135	-29,560	-38,098	-46,500
股权投资	-15,439	0	0	0
其他长期资产变化	15,593	1,177	503	-459
融资活动现金流	27,258	-11,923	-840	9,874
借款增加	45,928	-6,035	4,251	15,349
股利及利息支付	-11,475	-5,973	-6,220	-6,922
股东融资	774	0	0	0
其他影响	-7,969	85	1,129	1,447

主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	20.1%	14.9%	7.9%	9.5%
EBIT 增长率	21.3%	13.5%	14.6%	19.3%
归母公司净利润增长率	27.9%	5.5%	15.9%	19.6%
获利能力				
毛利率	15.7%	15.7%	16.6%	18.0%
净利率	9.2%	8.5%	9.1%	10.0%
ROE	16.1%	14.6%	14.0%	13.9%
ROIC	16.7%	17.4%	17.2%	17.0%
偿债能力				
资产负债率	59.3%	54.9%	51.3%	49.1%
流动比率	1.1	1.3	1.8	2.1
速动比率	0.7	0.8	1.2	1.5
营运能力				
总资产周转率	0.9	1.0	0.9	0.9
应收账款周转天数	7	8	8	8
存货周转天数	37	40	40	40
每股指标(元)				
每股收益	0.76	0.80	0.93	1.11
每股经营现金流	1.09	1.59	1.81	2.24
每股净资产	3.38	3.97	4.88	5.97
估值比率				
P/E	21	20	17	14
P/B	5	4	3	3
EV/EBITDA	16	14	12	10

数据来源: 公司报告, 华福证券研究所

## 分析师声明

本人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。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn