

## 紫金矿业 (601899.SH) 矿业巨舰乘风远航, 优质资源增储远景可期

2024年06月19日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

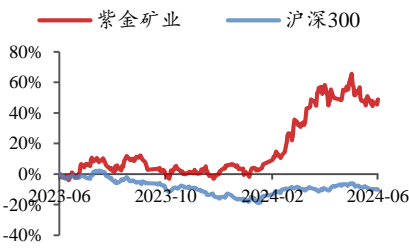
李怡然 (分析师)

liyiran@kysec.cn

证书编号: S0790523050002

日期	2024/6/19
当前股价(元)	17.32
一年最高最低(元)	19.79/11.21
总市值(亿元)	4,559.66
流通市值(亿元)	3,560.35
总股本(亿股)	263.26
流通股本(亿股)	205.56
近3个月换手率(%)	56.71

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### ● 铜金龙头地位稳固, 面向全球配置矿产资源

紫金矿业是大型跨国矿业集团及中国有色金属行业龙头之一, 主要在全球范围内从事金、铜、锌、锂等矿产资源的勘探与开发, 并适度延伸至冶炼加工和贸易业务, 拥有较完整的产业链。目前公司已在全球 15 个国家及中国 17 个省市拥有投资项目, 是国内金属矿产资源量最多的企业之一, 其中, 铜、金、锌(铅)产量均居国内领先地位。随着公司旗下铜、金项目持续放量, 并积极布局锂矿资源, 我们看好公司后续的业绩成长性, 预计 2024-2026 年公司的归母净利润分别为 303.60/366.10/413.09 亿元, 对应 EPS 为 1.15/1.39/1.57 元, 当前股价对应 PE 分别为 15.0/12.5/11.0 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

### ● 铜、金项目持续放量, 有望持续增厚公司盈利空间

2023 年, 公司实现了一批世界级矿山项目的并购与放量, 其中铜业务板块中卡莫阿-卡库拉铜矿、西藏巨龙铜矿、Timok 铜金矿等项目持续爬产, 而武里蒂卡金矿、山西紫金、招金矿业等项目为金业务板块贡献了增量, 公司全年矿产铜产量同比增长 11.13%, 矿产金产量同比增长 20.17%。我们认为, 公司将受益于铜板块中卡莫阿-卡库拉铜矿三期、巨龙铜矿二期项目的持续放量, 及金板块中波格拉金矿复产、Rosebel 金矿等项目扩产, 2024-2026 年矿产铜、矿产金板块有望维持高成长性, 预计矿产铜产量增速分别为 9.98%/12.49%/11.37%, 矿产金产量增速分别为 9.19%/17.48%/6.02%。

### ● 布局新能源领域, 形成“两湖两矿”的锂矿布局

2021 年起, 公司陆续布局了 3Q 盐湖、拉果错盐湖及湘源硬岩锂矿等优质锂矿资源, 资源储量超 1000 万吨碳酸锂当量, 并受邀主导马诺诺锂矿东北部绿地勘探开发。目前, 湘源硬岩锂矿一期已达产并正在推进项目二期落地, 3Q 盐湖及拉果错盐湖项目亦在有序推进过程中, 预计 2025 年将形成 12-15 万吨产能。在新能源领域快速发展的背景下, 公司在锂项目的布局有望形成新的业绩增长动力。

● 风险提示: 原材料价格波动风险; 政策变动风险; 项目进展不及预期风险。

### 财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	270,329	293,403	345,841	382,654	406,013
YOY(%)	20.1	8.5	17.9	10.6	6.1
归母净利润(百万元)	20,042	21,119	30,360	36,610	41,309
YOY(%)	27.9	5.4	43.8	20.6	12.8
毛利率(%)	15.7	15.8	17.7	18.6	19.3
净利率(%)	7.4	7.2	8.8	9.6	10.2
ROE(%)	19.9	19.2	21.5	20.7	18.9
EPS(摊薄/元)	0.76	0.80	1.15	1.39	1.57
P/E(倍)	22.8	21.6	15.0	12.5	11.0
P/B(倍)	5.1	4.2	3.3	2.6	2.1

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 行业龙头地位稳固，面向全球配置资源.....	5
1.1、 立足铜金矿山业务，布局全球优质资产.....	5
1.2、 公司股权结构相对稳定，领导团队资源开发与经营经验丰富.....	7
1.3、 营收及利润规模稳定增长，经营性现金流充裕.....	8
1.4、 并购择时+自主勘探技术形成比较优势，支撑公司长远发展.....	9
2、 铜：铜业务内生外延，未来增长势能强劲.....	11
2.1、 多个世界级铜矿项目放量，增厚铜业务盈利规模.....	11
2.2、 核心矿山开发持续推进，铜业务成长性可期.....	13
2.2.1、 卡莫阿-卡库拉铜矿：世界级超高品位大型铜矿，远期采选规模超 1900 万吨.....	13
2.2.2、 西藏巨龙铜矿：世界级超大型斑岩型铜矿，远期年产量有望超 60 万吨.....	15
2.2.3、 哈马戈泰铜金矿：世界级待开发铜金矿，毗邻中国边境.....	17
2.2.4、 西藏朱诺铜矿：国内稀缺的待开发超大型铜矿，预计年产量近 10 万吨.....	17
3、 黄金：并购与技改双重驱动，业务规模稳步提升.....	19
3.1、 矿山业务助推金板块营收高增，短期增量仍然可观.....	19
3.2、 并购多个优质金矿项目，金板块产量规模及储量均显著提升.....	20
3.2.1、 苏里南 Rosebel 金矿：南美洲最大在产金矿之一，技改后金产量将超 10 吨.....	20
3.2.2、 武里蒂卡金矿：世界级超高品位大型金矿之一，技改助推产量提升.....	22
3.2.3、 海域金矿：国内第二大单体金矿，有望于 2025 年起放量.....	23
4、 锂矿：开拓新能源金属领域，锂矿业务增厚业绩.....	24
4.1、 新能源汽车及储能领域持续高景气，用锂需求旺盛.....	24
4.2、 积极切入新能源领域，加快锂矿资源项目并购与开发.....	25
4.2.1、 3Q 盐湖：位于阿根廷“锂三角”的优质盐湖项目，2023 年底将建成投产.....	25
4.2.2、 西藏拉果错盐湖：国内优质的待开发盐湖资源，远期产锂规模为 5 万吨.....	27
4.2.3、 湘源硬岩锂矿：国内稀缺的大规模锂多金属矿，具备较好开发基础.....	28
5、 盈利预测与投资建议.....	29
6、 风险提示.....	31
附：财务预测摘要.....	32

## 图表目录

图 1： 2015 年起，公司在海内外进行资源布局的速度明显加快.....	5
图 2： 公司实际控制人为福建省上杭县财政局（截至 2024 年 3 月 31 日）.....	7
图 3： 2014-2023 年公司营收复合增长率达 19.56%.....	8
图 4： 2023 年公司铜、金业务营收规模占比为 67.30%.....	8
图 5： 2014-2023 年公司毛利复合增长率达 21.77%.....	8
图 6： 2023 年公司铜、金业务毛利润贡献达 72.72%.....	8
图 7： 主产品价格上涨叠加运营成本下降，2024Q1 公司归母净利率同比提升 1.05pct.....	9
图 8： 2024Q1 公司整体费用率较 2023 年同期基本持平.....	9
图 9： 2024Q1 公司资本开支同比增长 37.40%.....	9
图 10： 2024Q1 公司经营活动净现金流维持正增长.....	9
图 11： 把握周期价格低点，逆周期收购大量优质矿山资源.....	10
图 12： 在 2015 年后，公司多个项目在收购时的铜价分位数低于下四分位数（注：比较范围为收购公告日前后 180 天）.....	10

图 13: 2023 年公司勘探铜资源量占中国储量的 92%	11
图 14: 公司自主勘探成本远低于行业平均水平	11
图 15: 通过自主勘探, 公司有效降低单位资源交易对价	11
图 16: 2015-2023 年公司铜业务营收及毛利 CAGR 分别为 26.10%和 36.36%	12
图 17: 2023 年公司铜权益资源量同比增长 1.14%	12
图 18: 2023 年前三大矿山资源量占铜资源量的 65.11%	12
图 19: 2015-2023 年矿产铜产量 CAGR 为 26.84%	13
图 20: 2023 年公司前五大矿山矿产铜占比约 70.28%	13
图 21: 预计 2023-2026 年公司矿产铜产量 CAGR 将达 11.27% (单位: 万吨)	13
图 22: 公司为刚果(金)卡莫阿-卡库拉铜矿的实际控制人	14
图 23: 巨龙铜矿距离拉萨不足 100 公里, 运输条件便利	15
图 24: 公司持有巨龙铜业 50.1%股权, 将主导矿山开发	15
图 25: 哈马戈泰铜金矿位于蒙古国东南, 毗邻中国边境	17
图 26: 公司合计持有哈马戈泰铜金矿 45.7%的股权	17
图 27: 公司参与中汇实业的股权重组, 并获得西藏朱诺铜矿的探矿权	18
图 28: 2023 年公司金板块营收同比增长 18.93%	19
图 29: 2015-2023 年公司金板块毛利 CAGR 达 21.19%	19
图 30: 2023 年金资源量同比小幅下降 3.84%	19
图 31: 公司前五大矿山金权益资源量占比为 50.19%	19
图 32: 2015-2023 年矿产金产量 CAGR 为 7.79%	20
图 33: 2023 年前五大矿山贡献约 50.91%矿产金产量	20
图 34: 预计 2023-2026 年公司矿产金产量 CAGR 将达到 10.80%	20
图 35: Rosebel 金矿项目具备较为便利的交通条件	21
图 36: 2022 年公司通过全资子公司获得项目控制权	21
图 37: 武里蒂卡金矿位于安第斯山脉成矿带上	22
图 38: 公司通过境外子公司金山香港获得矿山控制权	22
图 39: 截至 2023 年末, 公司合计持有山东海域金矿 44%权益	23
图 40: 2023 年中国新能源汽车渗透率达 31.45%	24
图 41: 2020-2023 年磷酸铁锂电池产量 CAGR 达 144%	24
图 42: 保守场景下, 2028 年中国电化学储能装机规模有望达到 168.7GW	25
图 43: 3Q 盐湖锂矿资源占公司锂资源总量的 78%	25
图 44: 2025 年公司碳酸锂年产量有望超过 10 万吨	25
图 45: 公司通过境外全资子公司持有 3Q 盐湖 100%权益	26
图 46: 项目地东面公路可通往边境及港口, 便于运输	26
图 47: 项目地开发海拔在 3300-4100 米之间	26
图 48: 收购金石矿业后, 公司共持有西藏拉果错盐湖 70%股权	28
图 49: 实行多次股权收购后, 公司已获得湖南道县湘源硬岩锂矿 100%股权	29
表 1: 2022 年初迄今, 公司并购资源种类更加多元, 完成向锂、钼等矿种的拓展 (截至 2024 年 3 月 31 日)	5
表 2: 截至 2023 年末, 公司主营矿种中铜、金、锌(铅)资源量居全球前列 (按照权益法计算)	6
表 3: 2023 年, 公司矿产铜产量位列全球第 5 位, 且 2018-2023 年铜产量复合增长率居同业首位	6
表 4: 公司管理层在矿产资源开发与公司经营方面都拥有丰富的经验	7
表 5: 根据 2023 年 PFS 报告, 卡莫阿-卡库拉铜矿全生命周期的铜金属产量可达 1627.3 万吨	14
表 6: 2024 年卡莫阿-卡库拉铜矿选矿产能将持续扩张	15
表 7: 巨龙铜矿铜金属资源储量超过 1000 万吨	16

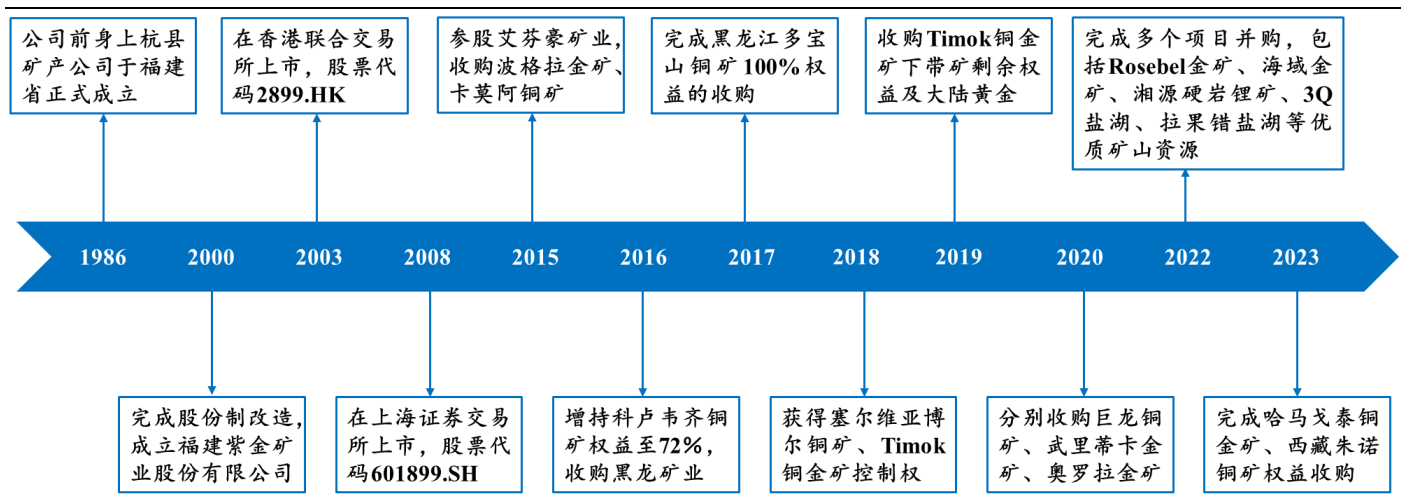
表 8: 巨龙铜矿二期项目达产后铜金属产量有望超过 30 万吨.....	16
表 9: 知不拉铜多金属矿铜金属储量约为 46.30 万吨.....	16
表 10: 知不拉铜多金属矿铜完成扩建后可稳定提供铜金属产量约 2 万吨.....	16
表 11: 截至 2022 年 2 月, 哈马戈泰铜金矿铜金属/金资源量分别为 293 万吨/243 吨.....	17
表 12: 获得朱诺铜矿后, 公司新增铜资源量达 220 万金属吨.....	18
表 13: 截至 2021 年底, Rosebel 金矿项目金资源量接近 700 万盎司.....	21
表 14: 技改项目完成后, Rosebel 金矿产量有望提升约 40%至 10.17 吨.....	21
表 15: 项目黄金及白银资源储量分别达 115.39、333.43 吨.....	22
表 16: 技改项目达产后, 武里蒂卡金矿金年产量有望达 9 万吨.....	23
表 17: 海域金矿保有黄金储量达 562.37 吨.....	24
表 18: 按照 400mg/L 的锂离子浓度边界品位测算, 3Q 盐湖碳酸锂当量总资源量约 763 万吨 (截至 2021 年 10 月) ..	27
表 19: 根据可研报告估算, 项目在全生命周期中可产出约 167.19 万吨当量碳酸锂.....	27
表 20: 除锂外, 项目生产的卤水中还富含硼、钾等资源.....	28
表 21: 矿山保有碳酸锂资源量约 216 万吨.....	29
表 22: 公司业绩拆分与盈利预测 .....	30
表 23: 与 A 股同类上市公司相比, 公司估值处于相对低估的位置.....	31

## 1、行业龙头地位稳固，面向全球配置资源

### 1.1、立足铜金矿山业务，布局全球优质资产

经过三十余载的发展，紫金矿业已逐步成长为国内有色金属矿业龙头之一。1986年，紫金矿业集团股份有限公司（以下简称“公司”）前身上杭县矿产公司成立，后于1993年改组为上杭县紫金矿业总公司，并启动开发福建紫金山金矿。2003年，公司在香港联交所成功上市，股票代码为2899.HK。2008年，公司在上海交易所上市，股票代码为601899.SH。2015年起，公司加快海内外优质资源并购和开发的步伐，分别收购了卡莫阿-卡库拉铜矿、Timok铜金矿、西藏巨龙铜矿等世界级铜矿项目。2021年后，公司积极布局新能源金属领域，分别收购西藏拉果错盐湖锂矿（70%权益）、阿根廷3Q锂盐湖（100%权益）等项目，并控股龙净环保（600388.SH）、参股招金矿业（1818.HK），提高业务及资源多样性。

图1：2015年起，公司在海内外进行资源布局的速度明显加快



资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

公司面向全球配置资产，持续收购全球优质矿山和资源。2022-2023年，公司持续巩固铜、金板块的资源优势，接连收购苏里南Rosebel金矿（95%权益）、蒙古哈马戈泰铜金矿（45.7%权益），海域金矿（44%权益）及招金矿业（20%权益）等。同时，公司积极拥抱能源结构转型升级的时代机遇，加快锂等新能源产业相关矿产资源的布局，目前已形成“两湖两矿”的锂矿布局（包括刚果（金）Manono锂矿）。截至2023年末，公司在中国17个省（区）和境外15个国家拥有重要矿业投资项目。

表1：2022年初迄今，公司并购资源种类更加多元，完成向锂、铜等矿种的拓展（截至2024年3月31日）

项目名称	矿种类型	资源量	收购权益	在产/建设	预计投产时间	现有/规划产量
阿根廷3Q盐湖锂矿	锂	当量碳酸锂854万吨	100%	建设	一期已基本建成	规划两期5万吨碳酸锂
拉果错盐湖锂矿	锂	当量碳酸锂216万吨	70%	建设	视市场行情实施投产运行	规划两期4.5万吨氢氧化锂
道县湘源锂多金属矿	锂	当量碳酸锂83万吨	100%	建设	一期已达产，二期预计2025年底投产	二期规划3万吨当量碳酸锂
沙坪沟铜矿	铜	铜219万吨	84%	拟建	暂无	规划产铜2.72万吨
Rosebel金矿	金	金193吨	95%	在产	-	产金10吨
萨瓦亚尔顿金矿	金	金60吨	70%	建设	2025年	规划产金3.3吨（露采阶段）



项目名称	矿种类型	资源量	收购权益	在产/建设	预计投产时间	现有/规划产量
海域金矿	金	金 562 吨	44% (包含招 金矿业 20% 权益)	建设	2025 年	规划权益产金 6.6-8.8 吨
招金矿业	金	金约 518 吨 (不含海 域金矿)	20%	在产	-	权益产金约 4 吨
哈马戈泰铜金矿	铜、金	铜 340 万吨、 金 261 吨	46%	勘探	暂无	-
朱诺铜矿	铜	铜 293 万吨	49%	正在办理 探转采	2026 年	规划铜 9.9 万吨

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司核心产品资源量及产量均居全球前列。公司作为全球有色金属矿业巨头之一，其中铜、金、锌（铅）等主营矿种的资源量和产量均居中国领先、全球前列地位。截至 2023 年末，公司矿产铜产量为 100.7 万吨，居全球第五位，矿产金产量为 67.7 吨，居全球第七位，矿产锌（铅）产量为 46.7 万吨，居全球第四位。

表2：截至 2023 年末，公司主营矿种中铜、金、锌（铅）资源量居全球前列（按照权益法计算）

矿种	单位	储量			资源量			储量/资源 量占比	资源量同比	
		证实	可信	合计	探明	控制	推断			
铜矿	金属万吨	720	2620	3340	1144	4725	1587	7456	45%	1%
金矿：	金属吨	290	859	1148	489	1484	1025	2998	38%	-4%
独立金矿	金属吨	220	634	854	362	1038	875	2275	38%	-5%
伴生金矿	金属吨	69	225	294	127	446	151	723	41%	-1%
锌矿	金属万吨	178	232	410	266	358	315	939	44%	-5%
铅矿	金属万吨	30	30	59	44	49	36	128	46%	-1%
当量碳酸锂	LCE 万吨	157	286	443	281	716	349	1347	33%	11%
银(含伴生)	金属吨	640	1224	1864	1765	2403	10571	14739	13%	1%
钼(含伴生)	金属万吨	66	94	160	75	106	125	306	52%	1%
铁矿	矿石亿吨	0.34	1.14	1.48	0.39	2.24	2.31	4.94	30%	3%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表3：2023 年，公司矿产铜产量位列全球第 5 位，且 2018-2023 年铜产量复合增长率居同业首位

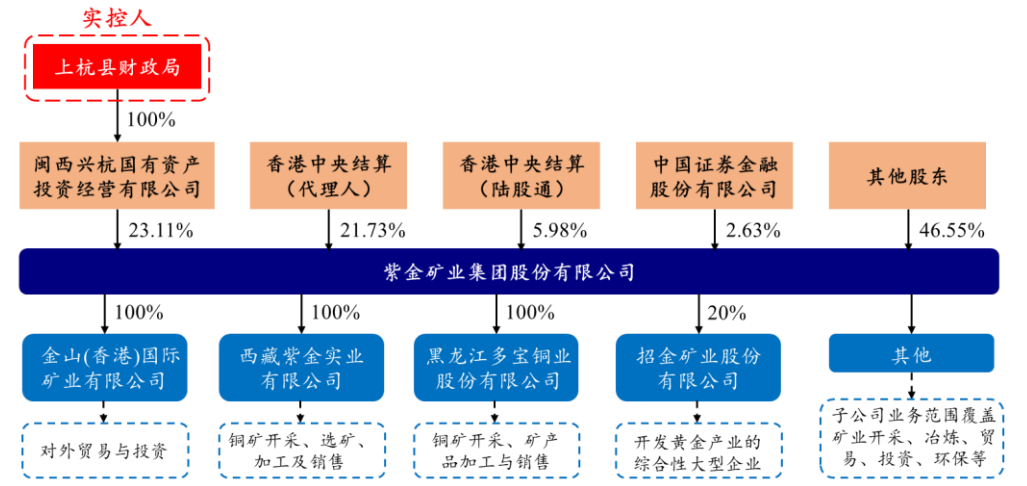
公司名称	国家	铜年产量 (万吨)						2018-2023 年 产量 CAGR	2023 年产 量排名	2022 年产 量排名	排名 变化
		2018	2019	2020	2021	2022	2023				
Freeport McMoran	美国	173.0	147.3	145.4	174.3	191.0	190.5	1.95%	1	1	0
BHP Billiton	澳大利亚	175.3	168.9	172.4	163.6	157.4	171.7	-0.42%	2	2	0
Codelco	智利	180.6	170.6	172.7	172.5	155.3	142.4	-4.64%	3	3	0
Glencore	瑞士	145.4	137.1	125.8	119.6	105.8	101.0	-7.02%	4	4	0
<b>紫金矿业</b>	<b>中国</b>	<b>24.9</b>	<b>37.0</b>	<b>45.3</b>	<b>58.4</b>	<b>90.6</b>	<b>100.7</b>	<b>32.25%</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>1</b>
Grupo Mexico	墨西哥	92.0	102.0	103.4	96.5	100.4	93.1	0.24%	6	5	(1)
Anglo American	英国	66.8	63.8	64.7	64.7	66.4	82.6	4.34%	7	8	1
First Quantum	加拿大	60.6	70.2	77.9	81.6	77.6	70.8	3.15%	8	7	(1)
Antofagasta	智利	72.5	77.0	73.4	72.2	64.6	66.1	-1.85%	9	9	0
Rio Tinto	英国	60.8	57.7	52.8	49.4	52.1	56.2	-1.53%	10	10	0

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

## 1.2、公司股权结构相对稳定，领导团队资源开发与经营经验丰富

公司实控人为上杭县财政局，整体股权结构稳定。截至2024年3月31日，闽西兴杭国有资产投资经营有限公司为公司控股股东并持有公司23.11%的股权，实际控制人为福建省上杭县财政局。其中，前五大股东合计持有公司54.76%的股权，较2023年末小幅下降0.29pct，整体股权结构稳定。

图2：公司实际控制人为福建省上杭县财政局（截至2024年3月31日）



资料来源：Wind、开源证券研究所

公司管理团队经验丰富，创始人及董事长陈景河先生为国内矿产资源勘探和开发领域专家。目前公司主要管理成员在公司任职时间均在20年以上，在矿产资源勘探、开发和经营方面有着丰富的经验。公司创始人及董事长陈景河是福建紫金山金矿的发现者和开发领导者，亦是国内矿产资源开发领域的专家，创立了“矿石流五环归一”矿业工程管理模式并实现显著的经济社会效益，曾获国家科技进步一等奖1项，省部级特等奖、一等奖18项，发明专利27项。

表4：公司管理层在矿产资源开发与公司经营方面都拥有丰富的经验

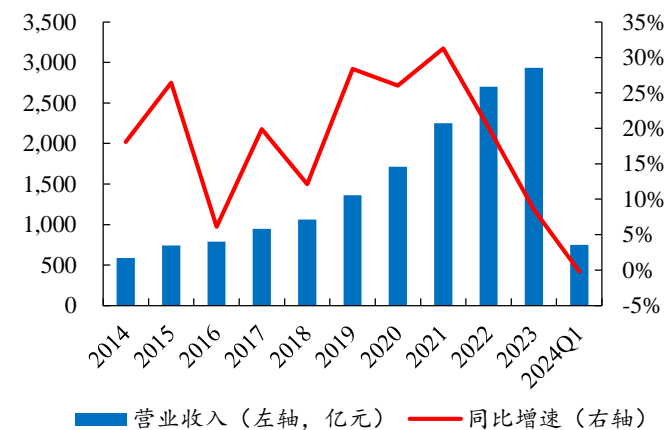
姓名	职务	学历	加入公司时间	主要经历
陈景河	董事长, 执行董事	硕士	32	中国矿业联合会副会长，中国有色金属工业协会副会长，中国黄金协会副会长，中国职业安全健康协会副理事长，世界黄金协会董事会成员。为紫金矿业的创始人及紫金山金铜矿的主要发现者；同时担任低品位难处理黄金资源综合利用国家重点实验室主任。
邹来昌	副董事长	硕士	28	厦门大学工商管理硕士，教授级高级工程师。1996年3月加入公司，2006-2019年任公司董事、兼任副总裁，2019年12月起任公司总裁。
林泓富	执行董事	硕士	27	清华大学工商管理硕士(EMBA)，高级工程师。1997年8月加入公司，历任黄金冶炼厂厂长，紫金山金矿副矿长，巴彦淖尔紫金有色金属公司总经理，董事长等职。
林红英	执行董事	本科	31	中国地质大学工商管理专业，高级会计师。1993年加入公司，于2009年11月至2016年12月任公司财务总监。
谢雄辉	执行董事	硕士	23	2001年加入公司，历任董事长秘书，董办副主任兼法律顾问，曾在琿春紫金，内蒙布龙图磷矿，崇礼紫金，黑龙江龙兴矿业，俄罗斯龙兴等任职。
吴健辉	执行董事	硕士	27	1997年8月加入公司，曾于紫金山金矿选矿厂，紫金山铜矿试验厂长，巴彦淖尔紫金，紫金铜业，西藏巨龙铜业等任职。

资料来源：Wind、开源证券研究所

### 1.3、营收及利润规模稳定增长，经营性现金流充裕

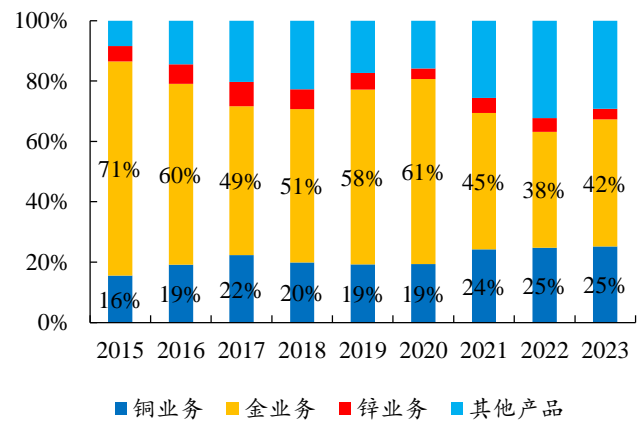
公司收入及盈利水平持续稳定增长。从营业收入看，2014-2023 年公司营业收入 CAGR 达 19.56%，营收规模从不足 600 亿元增长至 2934 亿元。2024Q1，公司营业收入为 747.77 亿元，同比小幅下降 0.22%。从盈利能力看，2014-2023 年公司毛利润 CAGR 为 21.77%，毛利润水平稳居国内行业同类型公司首位。2024Q1，公司毛利润为 124.17 亿元，同比增长 6.69%，主要得益于一季度公司进一步落实“提质、控本、增效”工作总方针，主要矿产品成本上升势头得到有效遏制，叠加铜、金价格持续上涨，公司整体毛利润规模提升。

图3：2014-2023 年公司营收复合增长率达 19.56%



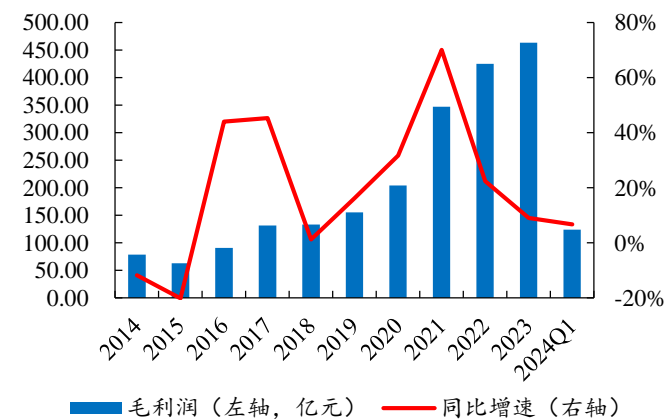
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2023 年公司铜、金业务营收规模占比为 67.30%



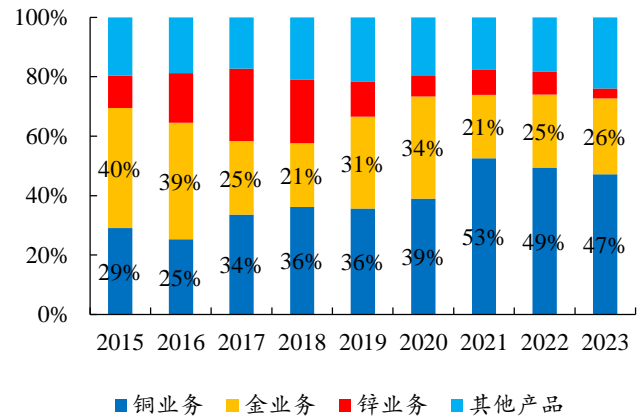
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图5：2014-2023 年公司毛利复合增长率达 21.77%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2023 年公司铜、金业务毛利润贡献达 72.72%

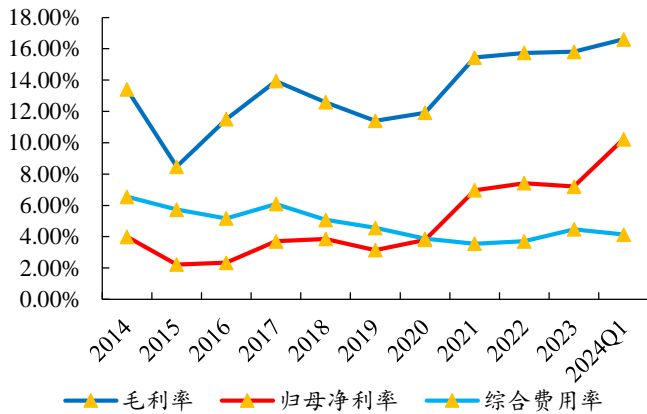


数据来源：公司公告、开源证券研究所

优质项目放量推动利润率中枢抬升，费用率维持平稳。从利润率看，2023 年随着西藏巨龙铜矿、Rosebel 金矿等项目持续放量，公司毛利润率同比提升 0.07pct，归母净利润率同比小幅下降 0.22pct。2024Q1，由于公司产品价格提升叠加销售成本环比下降，公司毛利润率和归母净利润率同比提升 1.08pct/1.05pct，盈利能力持续改善。从费用率看，2023 年公司整体费用率同比提升 0.77pct，其中，由于融资规模增加及外币借款利率提高，财务费用率同比增长 0.41pct。2024Q1，除销售费用率小幅提升 0.02pct 外，财务/管理/研发费用率均基本持平。

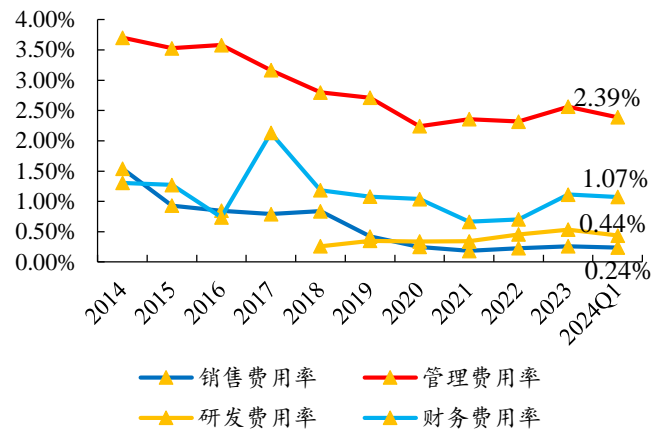


图7：主产品价格上涨叠加运营成本下降，2024Q1 公司归母净利率同比提升 1.05pct



数据来源：Wind、开源证券研究所

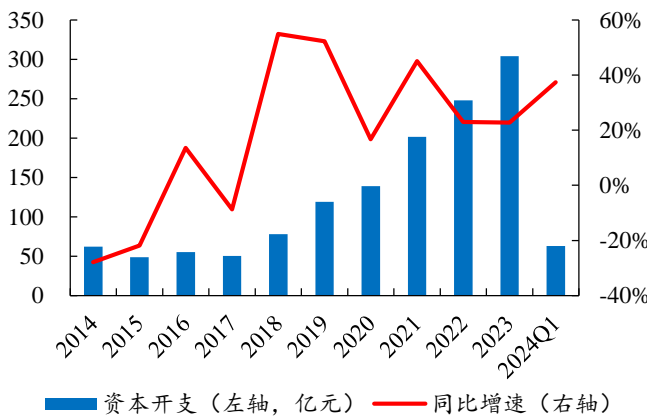
图8：2024Q1 公司整体费用率较 2023 年同期基本持平



数据来源：Wind、开源证券研究所

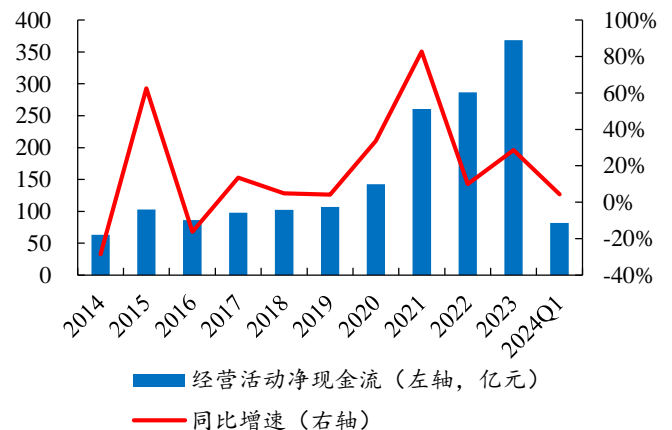
**资本开支持续增长，现金流保持充裕。**从资本开支看，近年公司持续推动国内外优质矿山项目的并购和开发，资本支出持续维持高增长，但从流动性看，公司资本开支仍处于合理范围内，假设未来各期经营活动现金流净额与 2023 年持平，仍能覆盖较大比例需归还的借款本金和利息。**从现金流看**，2023 年公司经营活动产生的现金流量净额维持增长态势，同比增长 28.53%，随着未来铜、金矿项目产量释放，以及锂矿项目投产，公司经营活动现金流有望受益于产品销量提升而增长。

图9：2024Q1 公司资本开支同比增长 37.40%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2024Q1 公司经营活动净现金流维持正增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.4、并购择时+自主勘探技术形成比较优势，支撑公司长远发展

**公司并购团队具备优秀的择时能力，提高并购资源的性价比。**从收购时点看，公司往往能在价格低点迅速购入资产，如在 2014 年 11 月购入刚果（金）科卢韦齐铜矿项目、2015 年 5 月投资卡莫阿-卡库拉铜矿项目。**从收购效果看**，公司购买的资源主要以勘探阶段或在建阶段的矿山为主，并购成本相对较低，结合公司优秀的勘探和矿山开发技术，往往能实现低成本、高回报。

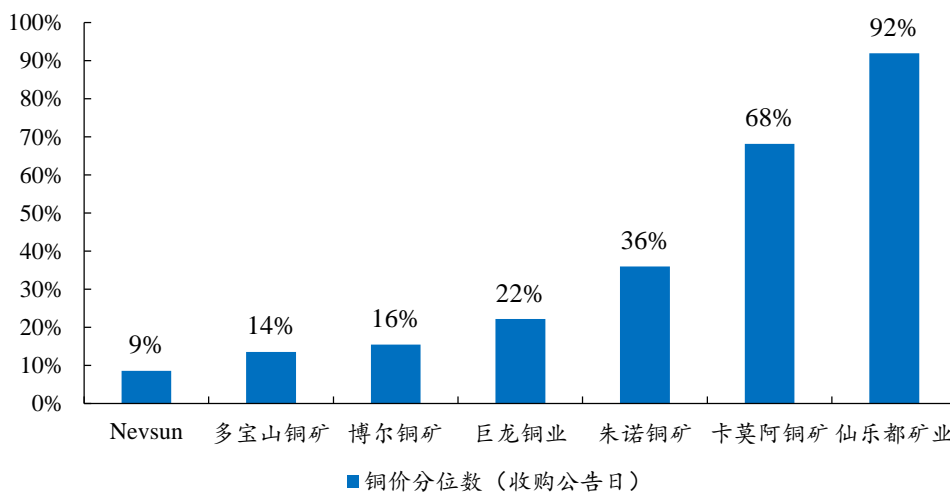
图11: 把握周期价格低点, 逆周期收购大量优质矿山资源



数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

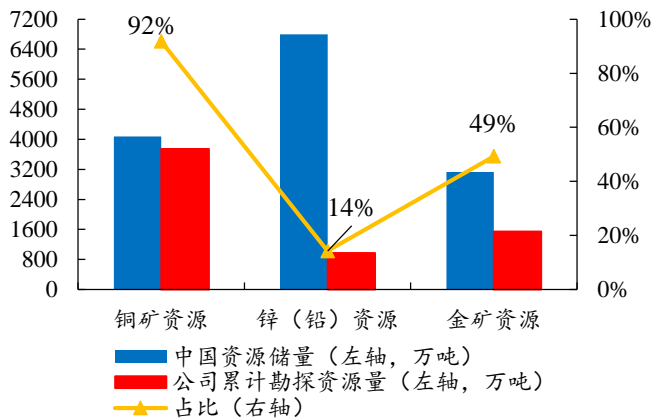
公司进行项目并购时多处于价格低点。通过比较项目收购公告日及公告日前后180天的LME铜价数据可知, 2015年后公司加快铜矿资源的并购且多个铜矿项目中收购时的价格分位数低于下四分位数, 其中, 公司重要项目如西藏巨龙铜业和博尔铜矿收购时对应的价格分位数分别为22%和16%。

图12: 在2015年后, 公司多个项目在收购时的铜价分位数低于下四分位数(注: 比较范围为收购公告日前后180天)

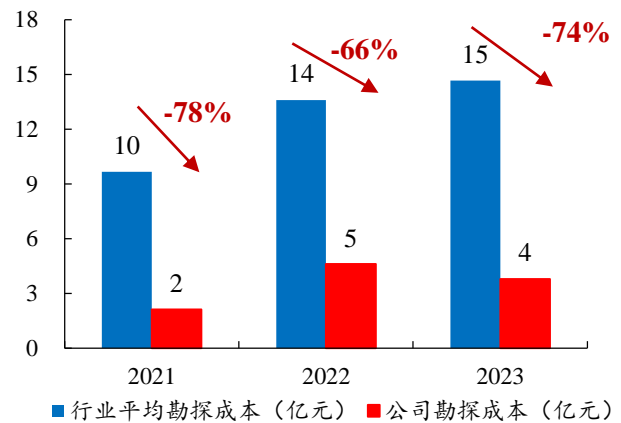


数据来源: Wind, 公司公告、开源证券研究所 (注: 收购时, Nevsun公司的资产主要包括Bisha铜矿项目60%权益, Timok铜金矿上带矿100%权益及下带矿60.4%权益)

公司在自主地质勘探方面具有明显比较优势。公司以既有矿山就矿找矿为重点, 通过自主勘探获得超过50%金、铜资源及超过90%锌(铅)资源。公司自主地质找矿勘察项目与既有重点项目布局相匹配, 在境内建立地勘总院、中色紫金、西南地勘平台, 在境外建立欧洲中色紫金(巴尔干)、非洲金山矿业(坦桑尼亚)、澳大利亚亚太资源等平台, 推动公司在欧洲、非洲及澳大利亚的找矿与勘探业务。截至2023年末, 公司通过自主勘探累计获得铜/金/锌(铅)资源3740万吨/1540吨/969万吨。

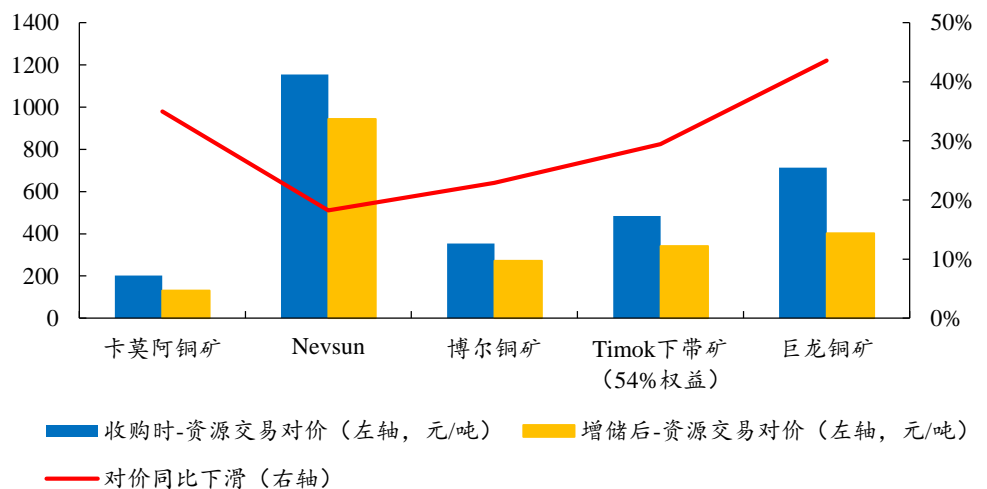
**图13: 2023年公司勘探铜资源量占中国储量的92%**


数据来源: 中国自然资源部、公司公告、开源证券研究所 (注: 金矿资源单位为吨)

**图14: 公司自主勘探成本远低于行业平均水平**


数据来源: MinEx Consulting、Wind、公司公告、开源证券研究所 (注: 根据公司当年新增铜和金资源量测算)

**资源自主勘探有效降低公司的资源成本。**截至2023年末,公司在多个项目的自主勘探成果显著,其中卡莫阿-卡库拉铜矿、西藏巨龙铜矿、塞尔维亚Timok铜金矿较收购时分别新增铜矿资源量1850/840/375万吨。通过对比收购公告日及2023年末分别折算后的单吨资源对价,公司核心项目巨龙铜矿、卡莫阿-卡库拉铜矿的资源交易对价分别下降43.59%和34.96%。

**图15: 通过自主勘探,公司有效降低单位资源交易对价**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所 (注: Nevsun项目按照首次收购时所包含的Bisha铜锌矿60%权益、Timok铜金矿上带矿100%权益、Timok铜金矿下带矿46%权益计算)

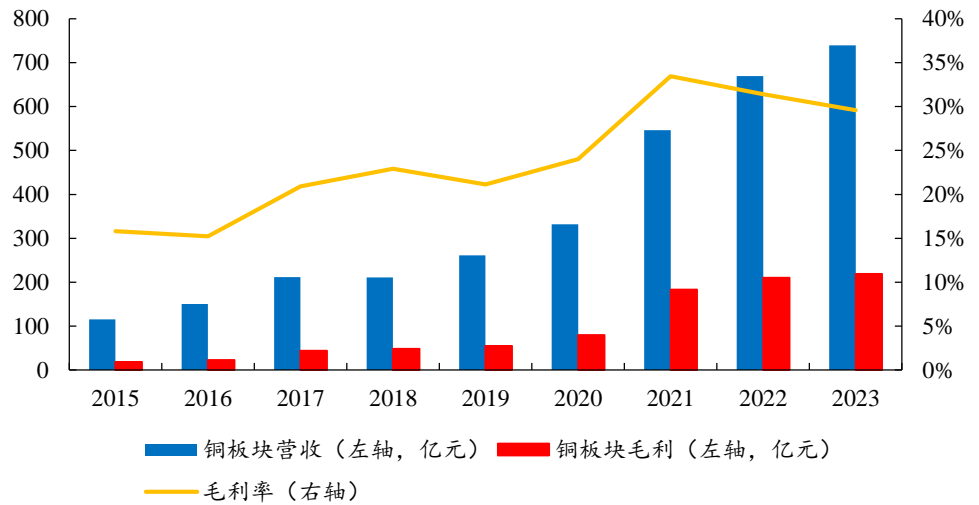
## 2、铜: 铜业务内生外延, 未来增长势能强劲

### 2.1、多个世界级铜矿项目放量, 增厚铜业务盈利规模

**2015年后公司加快铜矿资源并购和自主勘探, 铜业务营收规模和盈利水平持续提高。**2023年,公司铜业务板块营业收入同比增长10.46%至739.67亿元,毛利润同比增长4.05%至218.86亿元,毛利润率为29.59%。从复合增速看,2015-2023年公司铜业务营业收入CAGR达26.10%,毛利润CAGR达36.36%,随着卡莫阿-卡库

拉铜矿、巨龙铜矿扩产项目落地及朱诺铜矿等新并购项目的投产，叠加铜价中枢提高，公司铜业务营收及利润规模有望进一步扩大。

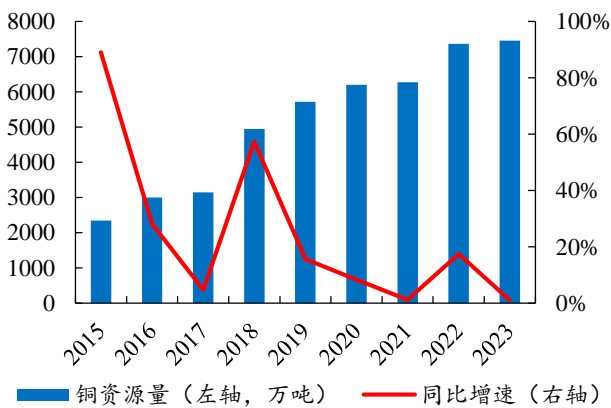
**图16：2015-2023 年公司铜业务营收及毛利 CAGR 分别为 26.10%和 36.36%**



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

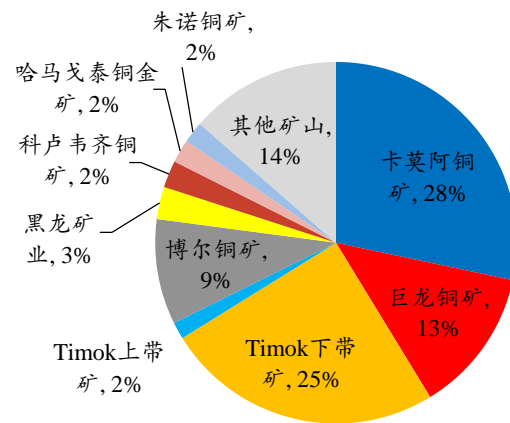
从资源量看，截至2023年末，公司拥有铜权益储量3340万吨，同比增长4.06%，铜权益资源量为7456万吨，同比增长1.14%。其中，卡莫阿-卡库拉铜矿权益资源量占公司权益资源总量的25.75%，塞尔维亚矿业Timok铜金矿占比为26.41%，巨龙铜矿占比为12.95%，三个世界级矿山资源储量占比之和达65.11%。

**图17：2023 年公司铜权益资源量同比增长 1.14%**



数据来源：公司公告、开源证券研究所

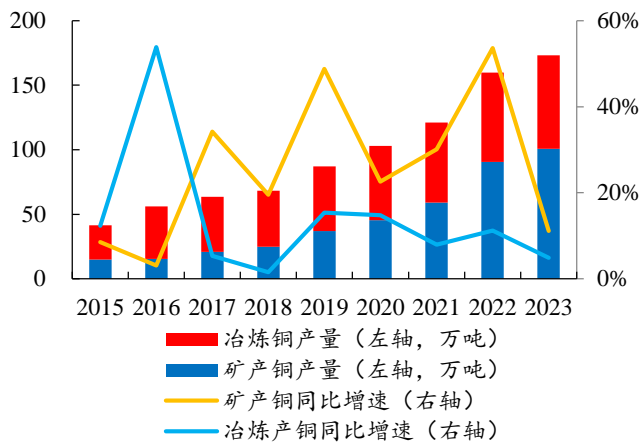
**图18：2023 年前三大矿山资源量占铜资源量的 65.11%**



数据来源：公司公告、开源证券研究所

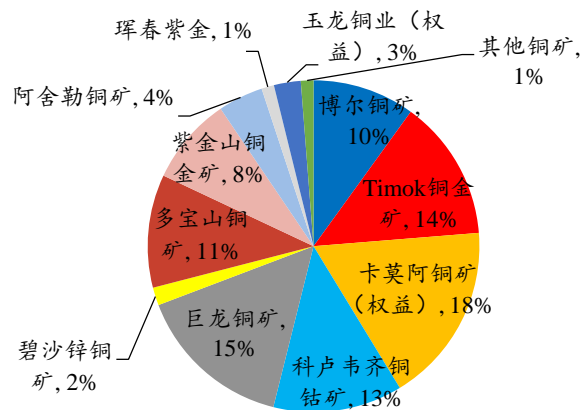
从产量看，2023年公司矿产铜产量合计为100.73万吨，同比增长11.13%，其中，西藏巨龙铜矿、塞尔维亚Timok铜金矿、刚果（金）卡莫阿-卡库拉铜矿及玉龙铜矿（公司持有20%权益）技改项目产能落地贡献主要增量，对应矿产铜年产量分别提高3.94/2.75/2.70/2.63万吨。从增速情况看，2015-2023年公司矿产铜产量CAGR达26.84%，冶炼产铜产量CAGR为13.45%。

图19: 2015-2023年矿产铜产量 CAGR 为 26.84%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

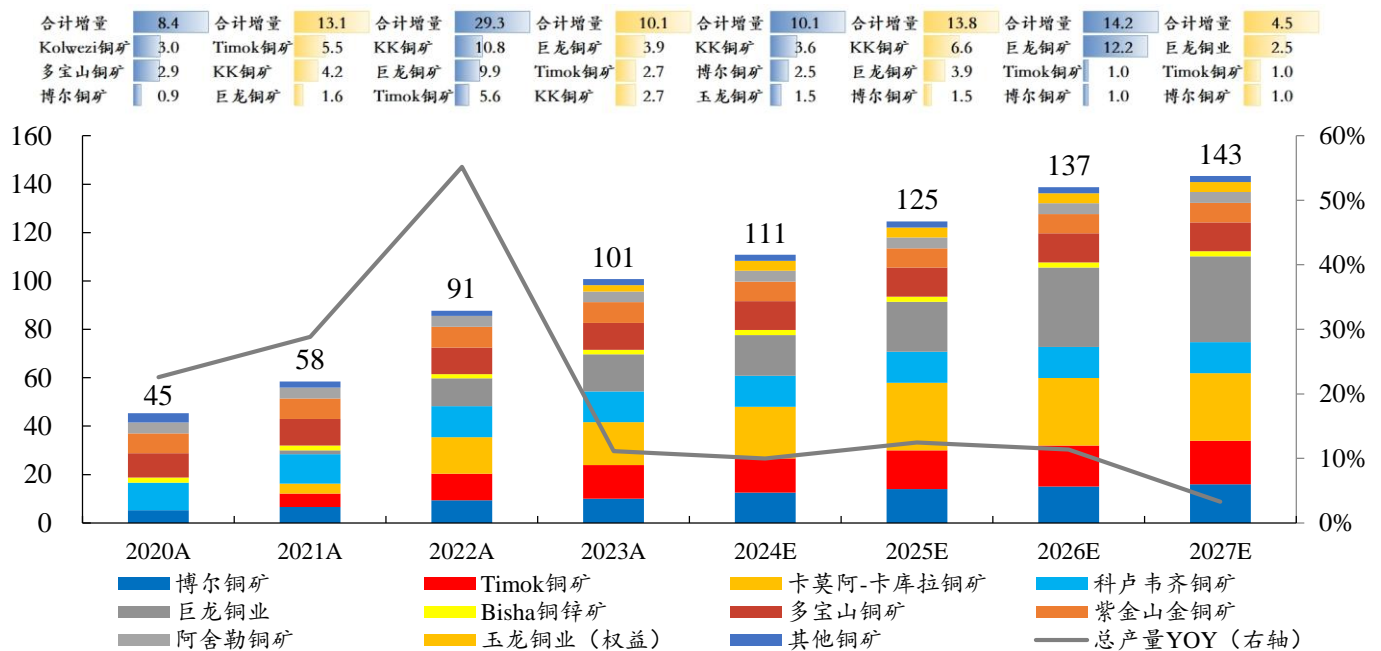
图20: 2023年公司前五大矿山矿产铜占比约 70.28%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

由于卡莫阿-卡库拉铜矿、巨龙铜矿等项目持续放量，预计 2023-2026 年公司矿产铜产量 CAGR 将达 11.27%。基于公司的建设计划和项目投产节奏，预计 2024-2026 年公司矿产铜产量将分别同比增长 9.98%/12.49%/11.37%。2026 年起，预计除卡莫阿-卡库拉铜矿三期项目、巨龙铜矿二期项目、Timok 铜矿下带矿项目放量外，公司新并购哈马戈泰铜金矿、朱诺铜矿有望投产，公司矿产铜产量成长性有望延续。

图21: 预计 2023-2026 年公司矿产铜产量 CAGR 将达 11.27% (单位: 万吨)



数据来源: 公司公告、公司官网等、开源证券研究所

## 2.2、核心矿山开发持续推进，铜业务成长性可期

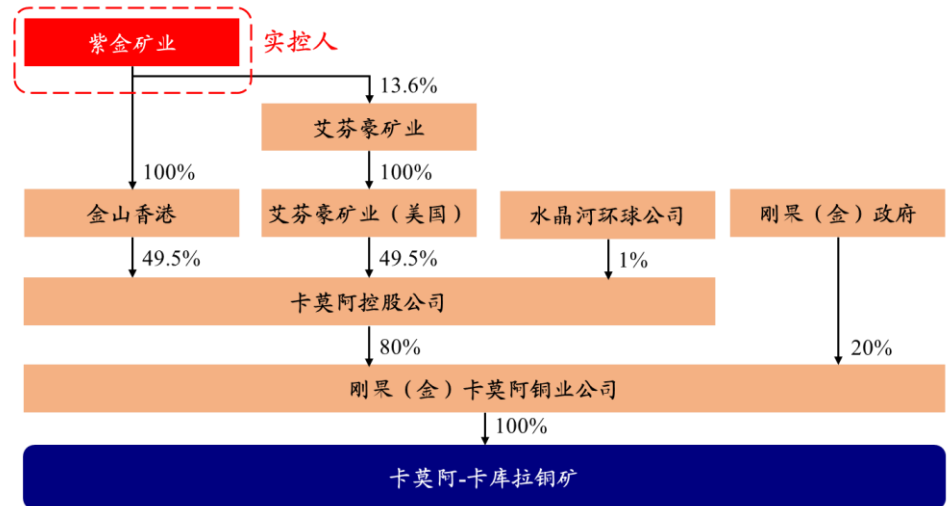
### 2.2.1、卡莫阿-卡库拉铜矿：世界级超高品位大型铜矿，远期采选规模超 1900 万吨

卡莫阿-卡库拉铜矿是世界级超高品位大型铜矿。卡莫阿-卡库拉铜矿位于刚果（金）的卢阿拉巴省，靠近被 Wood Macknize 评为世界上最大的高品位铜矿发现地的科卢韦齐镇。目前卡莫阿-铜矿的许可面积达 397.4 平方公里，包含四个矿体：卡库拉（在产）、坎索科（待开发）、卡库拉西（计划中）和卡莫阿北（计划中）。



公司为卡莫阿-卡库拉铜矿实际控制人，并与加拿大矿业公司艾芬豪共同开发。目前卡莫阿项目由卡莫阿铜业有限公司运营，分别由公司（持股 39.6%），艾芬豪矿业（持股 39.6%），刚果民主共和国政府（持股 20.0%）及水晶河环球公司（持股 0.8%）共同持有。由于公司是艾芬豪矿业的第二大股东（持股约 13.6%），因此公司实际持有卡莫阿-卡库拉铜矿约 45.0%的股权，为卡莫阿-卡库拉铜矿实际控制人。

图22：公司为刚果（金）卡莫阿-卡库拉铜矿的实际控制人



资料来源：公司公告、公司官网等、开源证券研究所

卡莫阿-卡库拉铜矿前十年年均铜金属产量预计为 62 万吨，全生命周期铜金属产量可达 1627 万吨。根据 2023 年艾芬豪矿业披露的可研进展，目前卡莫阿-卡库拉铜矿的矿石处理量约为 910.6 万吨，2025-2029 年年均矿石处理量能提升至 1419.4 万吨，对应矿石平均品位及回收率为 5.30%及 87.02%，预计前 10 年年均矿石处理量为 1442.8 万吨，对应的矿石平均品位及回收率分别为 4.94%和 87.02%。

表5：根据 2023 年 PFS 报告，卡莫阿-卡库拉铜矿全生命周期的铜金属产量可达 1627.3 万吨

项目	单位	2023-2024 均值	2025-2029 均值	前 10 年均值	全生命周期	
					平均值	合计
矿石处理量	万吨	910.6	1419.4	1442.8	1443.0	47619.5
铜矿石品位	%	5.75	5.30	4.94	3.94	3.94
铜精矿生产量	万吨	91.7	143.1	137.9	114.6	3780.2
回收率	%	87.0	87.0	87.0	86.6	86.6
铜金属量	万吨	45.5	65.4	62.0	49.3	1627.3
C1 现金成本	美元/吨	3197	2535	2690	2888	2888

数据来源：艾芬豪矿业官网、开源证券研究所

三期选厂项目提前投产，项目铜产能将提升至 60 万吨/年以上。项目一期选矿厂和二期选矿厂分别于 2021 年 5 月和 2022 年 3 月开始投产，合计采选产能达 760 万吨/年，年产铜金属量超 40 万吨。同时，2022 年二季度公司开始对现有产能进行技术改造，并于 2023 年二季度将选矿产能提升至 920 万吨/年。2024 年 5 月，项目运营者艾芬豪矿业宣布卡莫阿-卡库拉项目三期采选工程超预期投产，矿石处理规模达到 1420 万吨/年，铜产量将提升至 60 万吨/年以上，成为全球第四大铜矿。同时，公司预计将实施项目三期扩产方案及项目四期，矿山产量规模有望进一步提升。

表6：2024年卡莫阿-卡库拉铜矿选矿产能将持续扩张

项目	单位	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
矿石处理产能	万吨	380	760	920	1420	1420	1420	1420
产能利用率	%	50%	80%	84%	70%	95%	95%	95%
铜回收率	%	87%	87%	90%	90%	92%	92%	92%
铜矿品位	%	6.5%	6.4%	5.7%	5.3%	5.0%	5.0%	5.0%
铜金属产量	万吨	10.6	33.3	39.4	47.4	62.1	62.1	62.1

数据来源：公司公告、艾芬豪官网、开源证券研究所等

### 2.2.2、西藏巨龙铜矿：世界级超大型斑岩型铜矿，远期年产量有望超 60 万吨

收购巨龙铜业，并入世界级矿山巨龙铜矿。巨龙铜业主营业务为铜矿勘探和开发，旗下拥有驱龙铜多金属矿（后与荣木错拉铜多金属矿合并为“巨龙铜矿”）、荣木错拉铜多金属矿和知不拉铜多金属矿，其中驱龙铜矿为中国已探明最大斑岩型铜矿，远景储量超 2000 万吨。2020 年，公司出资 38.83 亿元收购巨龙铜业 50.1% 权益。

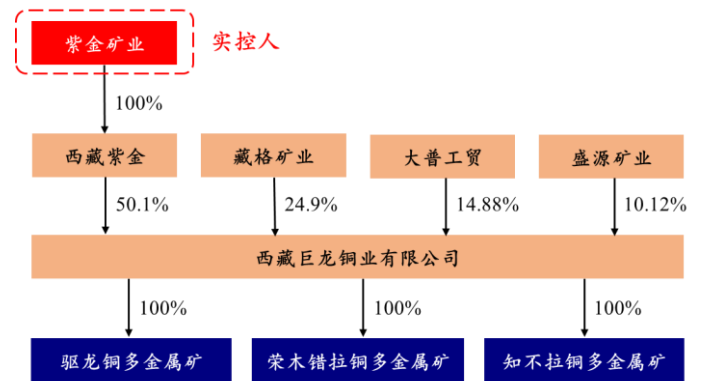
巨龙铜矿项目所处地区基本设施齐全，开发条件充足。从交通条件看，巨龙铜矿位于墨竹工卡县城西南方向约 20 公里处，从公路通往拉萨市城关区不足 100 公里，至拉萨火车站货运场 94 公里，至拉萨贡嘎机场约 123 公里，运输条件便利。从水电条件看，矿区地处拉萨河南岸，水资源可满足生产生活以及矿山建设需要，同时 110 千伏高压输电线已通至矿区，为矿山开发提供了电力保障。从社区条件看，矿区内所有农牧民已经搬迁出至甲玛乡政府所建设的搬迁安置房和相应配套设施，根据公司与县政府签订的协议分年度发放补贴，不会对矿区运营造成影响。

图23：巨龙铜矿距离拉萨不足 100 公里，运输条件便利



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图24：公司持有巨龙铜业 50.1% 股权，将主导矿山开发



资料来源：公司公告、开源证券研究所

巨龙铜矿铜金属储量有望超过 1000 万吨，且储有大量低品位铜矿资源。由于原驱龙铜多金属矿和荣木错拉铜多金属矿均处于驱龙斑岩铜钼矿床且属于同一矿体，因此实行了矿权合并，合并后矿山更名为巨龙铜矿。巨龙铜矿位于世界主要斑岩铜矿成矿域之一的特提斯-喜马拉雅成矿区域的冈底斯成矿带，是世界级的超大型低品位斑岩型铜钼矿。根据公司的勘探数据，巨龙铜矿矿石量约 25.65 亿吨，其中铜金属量为 1040.85 万吨，钼金属量为 72.49 万吨。同时该矿存在大量的低品位铜矿资源，按照 0.15% 的边界品位计算，资源总量将超过 2000 万吨。

**表7：巨龙铜矿铜金属资源储量超过 1000 万吨**

类别	矿石量 (亿吨)	品位 (%)			金属量 (万吨)		
		铜	铜	铜当量	铜	铜	铜当量
探明	8.03	0.44	0.03	0.52	350.33	21.98	416.71
控制	13.52	0.40	0.03	0.48	541.67	36.91	653.20
推断	4.10	0.36	0.03	0.46	148.85	13.60	189.92
合计	25.65	0.41	0.03	0.49	1040.85	72.49	1259.83

数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：截至 2019 年 12 月）

巨龙铜矿项目将分为三个阶段进行建设。(1) 项目一期：一期 10 万吨/日采选工程已于 2021 年 12 月底建成投产，2022 年底改扩建至 15 万吨/日，2023 年矿石处理量计划为 15 万吨/日，产铜量计划为 15-16 万吨/年（包含知不拉铜矿产量）；(2) 项目二期：二期已于 2024 年 2 月获批，矿石处理量将提升 20 万吨/日至 35 万吨/日，预计 2025 年底建成投产，铜金属生产量有望达到 35 万吨/年（包含知不拉铜矿产量）；(3) 项目三期：三期计划于 2030 年建成投产，矿石处理量将达到 65 万吨/日，产铜量为 60-65 万吨/年（包含知不拉铜矿产量）。

**表8：巨龙铜矿二期项目达产后铜金属产量有望超过 30 万吨**

项目	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
矿石处理产能 (万吨)	3650	5475	5475	5475	12775	12775	12775
产能利用率	13%	60%	85%	92%	50%	85%	92%
铜回收率	60%	86%	86%	86%	86%	86%	86%
铜矿品位	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
铜金属产量 (万吨)	1.0	9.9	13.7	14.8	18.7	30.9	33.4

数据来源：公司公告、开源证券研究所

知不拉铜多金属矿改扩建后产能将超 2 万吨。根据 2012 年核查数据，知不拉铜矿保有矿石量约 3137 万吨，其中铜储量为 46.30 万吨。根据公司规划，该矿将采用“露采+地采”开发模式，其中前 8 年为露采，2022 年扩建后，矿山采选规模为 6000 吨/日，铜金属产量约为 2.2 万吨/年，第 9-15 年将转为地采，采选规模为 3000 吨/日。

**表9：知不拉铜多金属矿铜金属储量约为 46.30 万吨**

项目	矿石量 (亿吨)	品位		金属量	
		铜 (%)	金 (g/t)	铜 (万吨)	金 (吨)
控制	0.18	1.76	0.29	31.66	5.32
推断	0.13	1.49	0.29	14.64	3.74
合计	0.31	1.50	0.29	46.30	9.06

数据来源：藏格矿业公告、开源证券研究所（注：截至 2012 年 11 月）

**表10：知不拉铜多金属矿完成扩建后可稳定提供铜金属产量约 2 万吨**

项目	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
矿石处理产能 (万吨)	146	219	219	219	219	219	219
产能利用率	60%	70%	92%	92%	92%	92%	92%
铜回收率	60%	88%	88%	88%	88%	88%	88%
铜矿品位	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
铜金属产量 (万吨)	0.6	1.5	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0

数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 2.2.3、哈马戈泰铜金矿：世界级待开发铜金矿，毗邻中国边境

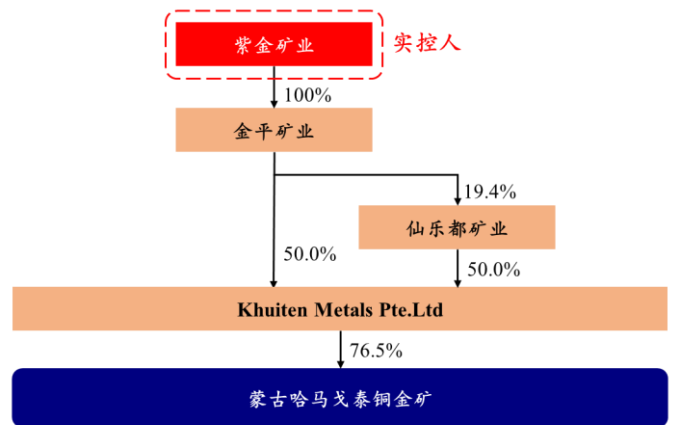
哈马戈泰铜金矿为世界级的待开发铜金矿。哈马戈泰铜金矿项目位于蒙古南戈壁省斑岩铜矿带，矿体厚大，主矿体沿走向及深部呈开放状态，增储潜力大。2022年，公司通过三阶段协议获得仙乐都矿业 19.4% 股权，以及仙乐都矿业子公司 Khuiten Metals Pte.Ltd 的 50% 股权，作为项目第一大股东，公司将主导项目的开发运营。

项目地接近中蒙边境，基础设施建设条件充足。从用电条件看，项目靠近蒙古朝格特车齐县和曼莱县两地现有的电力线，且距离项目 70 公里的 Tsogtsetsii 煤矿将规划建设一座发电厂，电力条件可满足矿山生产的需要。从交通条件看，目前蒙古已规划朝格特车齐县至中国边境城镇甘其毛都的铁路线，有利于直接运往中国市场。

图25：哈马戈泰铜金矿位于蒙古国东南，毗邻中国边境



图26：公司合计持有哈马戈泰铜金矿 45.7% 的股权



资料来源：仙乐都矿业官网、开源证券研究所

资料来源：公司公告、开源证券研究所

项目现处于预可研状态，有望在 2024 年后启动建设。根据仙乐都矿业 2021 年年报，哈马戈泰铜金矿项目矿石量约为 11 亿吨，内含约 293 万吨铜金属和 780 万盎司金（换算后为 243 吨）。根据 2022 年 6 月完成的初步经济评估报告，该项目计划采用常规露天加地下开采和浮选工艺生产铜精矿，项目净现值为 6.3 亿美元，投资回报率为 20%，投资回收期为 4 年。公司已在 2023 年初启动项目全面预可行性研究，预计在 18 个月内交付采选工艺方案，及符合国际 JORC 准则或 NI 43-101 规定的矿产储备报告，并于 2024 年决定最终的投资方案。

表11：截至 2022 年 2 月，哈马戈泰铜金矿铜金属/金资源量分别为 293 万吨/243 吨

项目		矿石量 (亿吨)	品位		金属量	
			铜 (%)	金 (g/t)	铜 (万吨)	金 (万盎司)
露天开采	控制	3.79	0.3	0.2	100	300
	推断	3.74	0.2	0.2	76	230
地下开采	控制	0.76	0.3	0.3	25	70
	推断	2.90	0.3	0.2	92	180
合计		11.19	-	-	293	780

数据来源：仙乐都矿业官网、开源证券研究所

### 2.2.4、西藏朱诺铜矿：国内稀缺的待开发超大型铜矿，预计年产量近 10 万吨

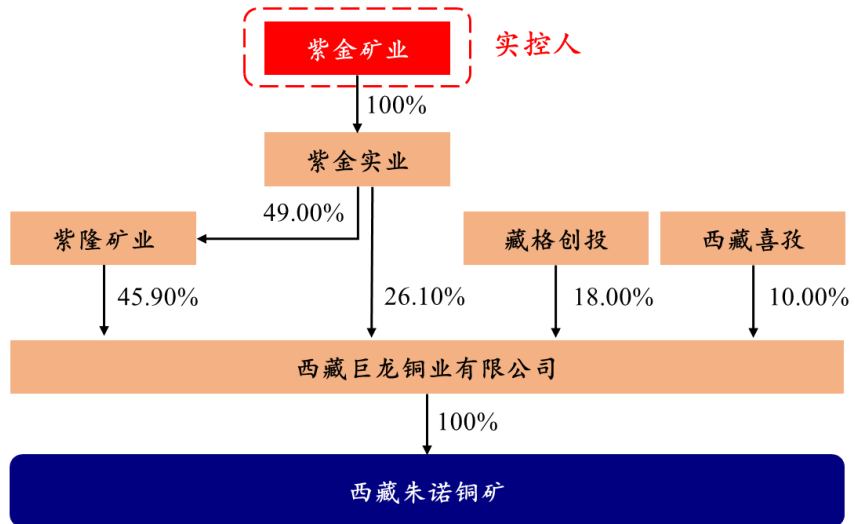
公司出资 16.46 亿元收购境内未开发的超大型铜矿。朱诺铜矿位于西藏自治区日喀则地区，是中国境内稀缺的未开发超大型铜矿，资源量大且矿床边部及中深部仍



有一定找矿潜力。2023年8月，公司通过子公司紫金实业和紫隆矿业参与中汇实业的股权重组，并出资16.46亿元获得朱诺铜矿的探矿权。

朱诺铜矿地处高原，但具备水、电、交通等基础设施建设条件。公司位于日喀则地区昂仁县城北东方向约170公里，有简易公路连接，且日喀则市至拉萨市的铁路已开通，交通条件相对便利；矿区所在地水系较发育，水资源可满足矿山生产、生活用水，而阿里与藏中电网途经距矿区较近的拉孜县和昂仁县，可为矿山开发提供可靠电源；矿区内少有永久性居民，且不涉及禁止开发区和限制开发区，开发障碍小。

**图27：公司参与中汇实业的股权重组，并获得西藏朱诺铜矿的探矿权**



资料来源：公司公告、开源证券研究所

朱诺铜矿为大型斑岩型矿床，资源禀赋优异。朱诺铜矿地处世界三大斑岩成矿域之一特提斯-喜马拉雅成矿域的冈底斯成矿带，属大型斑岩型矿床。矿体上部为工业矿，品位较高，低品位矿多沿工业矿体四周分布，主要集中于下部。因矿体边部及中深部未完全封闭，矿床边部及中深部仍有一定找矿潜力。同时，该矿体厚度大，埋藏浅，以山坡坑为主，适合露天大规模开采。

根据西藏自治区自然资源厅的数据，截至2023年5月，朱诺铜矿（控制+推断）资源量共计铜矿石量35363.27万吨，铜金属量220.30万吨，平均品位0.62%，同时包括伴生钼金属量为2.59万吨，金金属量0.11万吨。

**表12：获得朱诺铜矿后，公司新增铜资源量达220万金属吨**

类别	矿石量 (亿吨)	品位 (%)	金属量 (万吨)	预计开采年限
控制	1.41	0.68	95.34	
推断	2.13	0.59	124.97	处于探矿阶段，探矿权有效期至2027年
合计	3.54	0.62	220.30	
尚难以利用	4.65	0.29	134.02	

数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：截至2023年5月）

公司拥有高海拔矿山运营经验，项目落地后有望新增铜产量近10万吨。朱诺铜矿项目作业位置均在海拔4460-5850米标高，属于高海拔矿山，而公司此前已成功开发并运营高海拔矿区巨龙铜矿（海拔3900-5560米），具备高海拔地区开发实力，有助于快速推进朱诺铜矿项目的勘查和开发。根据公司规划，该项目将采用露天开采，设计采选规模为2400万吨/年，露天开采服务年限20年，达产后产铜量9.9万吨/年。

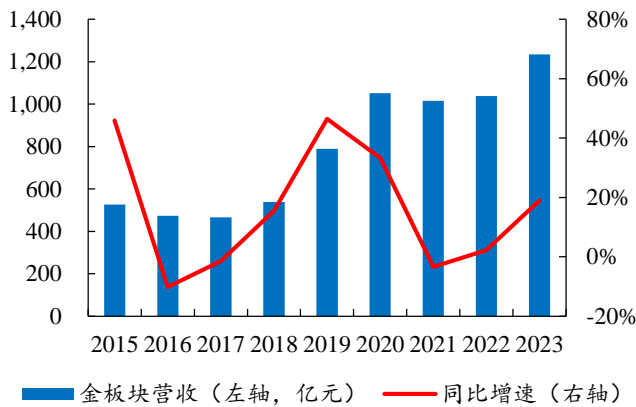


## 3、黄金：并购与技改双重驱动，业务规模稳步提升

### 3.1、矿山业务助推金板块营收高增，短期增量仍然可观

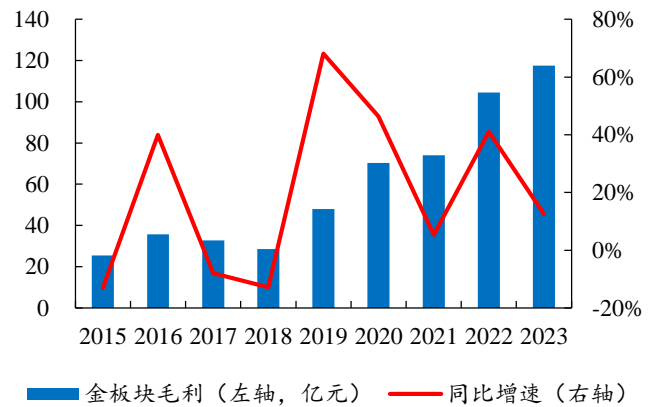
矿产金产量提高增强金板块盈利能力。2023年，公司金板块营业收入合计为1234.93亿元，同比增长18.93%，毛利润为118.41亿元，同比增长13.36%，而2015-2023金板块毛利润CAGR达21.19%。2023年，公司完成并购罗斯贝尔金矿并在当年实现增效，成为公司金板块又一骨干盈利项目，随着波格拉金矿复产，陇南紫金、山西紫金等一批改扩建项目投产，公司金板块业务盈利能力有望持续增强。

图28：2023年公司金板块营收同比增长18.93%



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

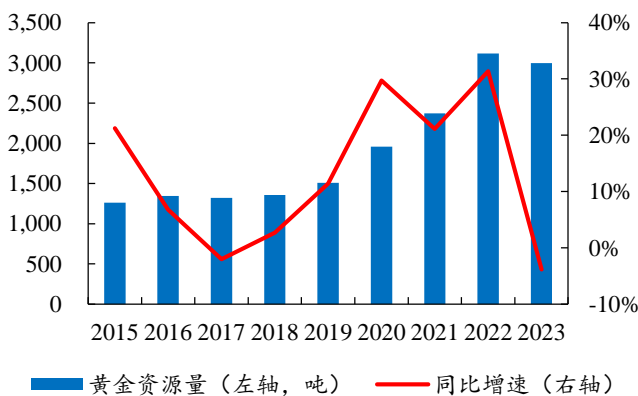
图29：2015-2023年公司金板块毛利CAGR达21.19%



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

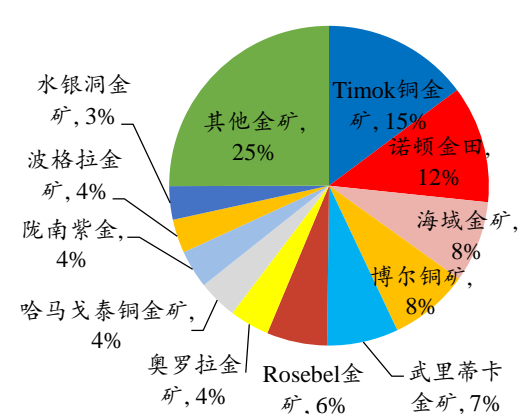
从资源量看，截至2023年末，公司共拥有黄金权益储量1148.49吨，较2022年下降3.57%，黄金资源量为2997.53吨，较2022年下降3.84%，但整体均处于历史高位。其中，Timok铜金矿黄金资源量占比为14.79%，诺顿金田和海域金矿占比分别为11.87%和8.25%，2022年迄今，公司新并购的海域金矿、哈马戈泰铜金矿等项目贡献的资源量增量占比约为25.04%。

图30：2023年金资源量同比小幅下降3.84%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图31：公司前五大矿山金权益资源量占比为50.19%

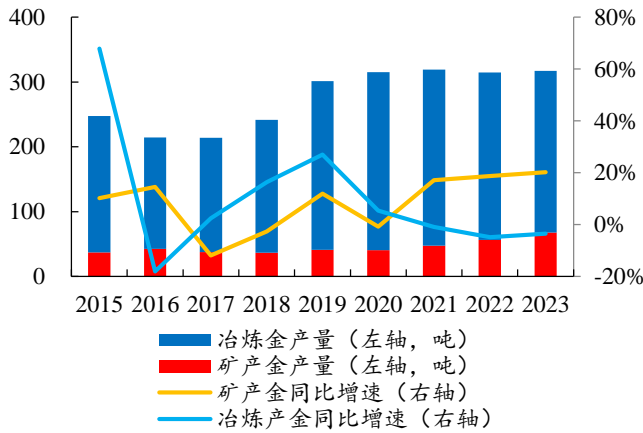


数据来源：公司公告、开源证券研究所

从产量看，2023年公司矿产金产量合计为67.73吨，同比增长20.17%，2015-2023年矿产金产量CAGR为7.79%，而冶炼产金产量合计为249.52吨，同比小幅减少3.49%。其中，Rosebel金矿、山西紫金、诺顿金田贡献主要增量，矿产金产量分别

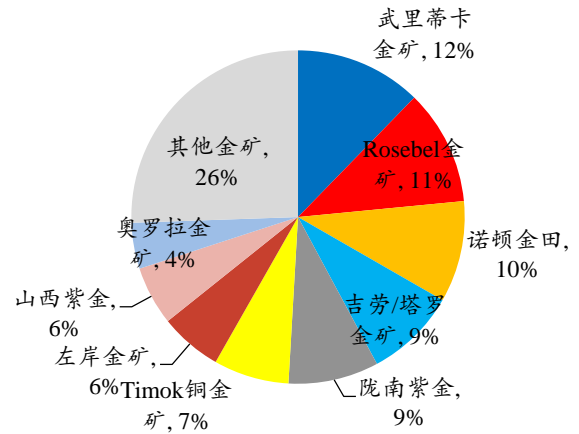
同比增长 7.57、1.81、1.16 吨，后续随着罗斯贝尔金矿、陇南紫金等矿山的技改扩建项目落地，公司矿产金产量有望进一步增长。

图32：2015-2023 年矿产金产量 CAGR 为 7.79%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

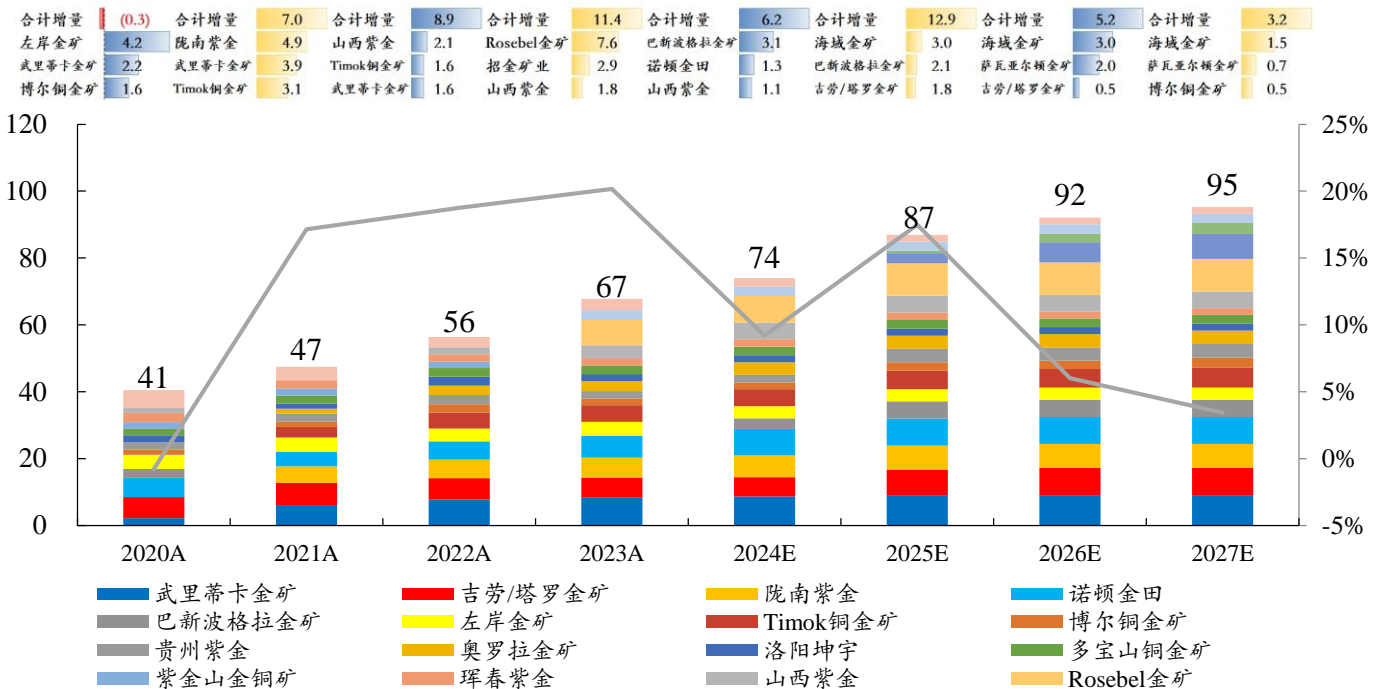
图33：2023 年前五大矿山贡献约 50.91% 矿产金产量



数据来源：公司公告、开源证券研究所

多个在建及技改项目放量，矿产金增量可期。随着 Rosebel 金矿完成交割、山西紫金技改项目落地，公司金板块矿山业务持续放量，预计 2024-2026 年公司矿产金产量将分别同比增长 9.19%/17.48%/6.02%。而随着海域金矿、萨瓦尔顿金矿等新并购项目建成并实现投产，叠加 Timok 铜金矿产量增长，公司矿产金产量仍有提升空间。

图34：预计 2023-2026 年公司矿产金产量 CAGR 将达到 10.80%



数据来源：公司公告、公司官网等、开源证券研究所

## 3.2、并购多个优质金矿项目，金板块产量规模及储量均显著提升

### 3.2.1、苏里南 Rosebel 金矿：南美洲最大在产金矿之一，技改后金产量将超 10 吨

Rosebel 金矿为南美洲最大的在产金矿之一。Rosebel 金矿项目位于南美洲苏里南 Brokopondo 地区，其中，Rosebel 矿区于 2004 年投产，Saramacca 矿区于 2020 年

下半年投产，2004-2021年Rosebel金矿共产金约176吨。从开发条件看，项目距离首都Paramaribo仅100公里，交通便利，且靠近Afobaka水电站，可满足用电需求。

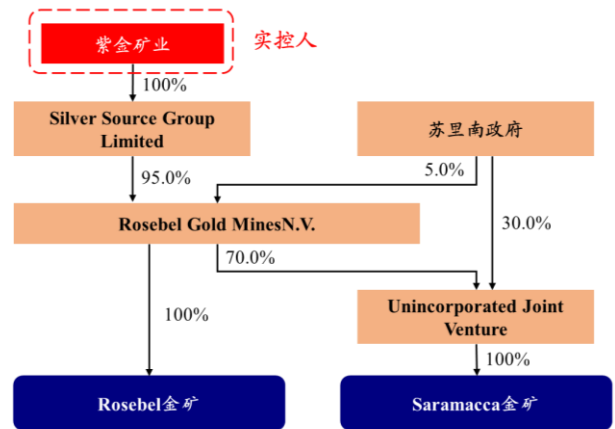
2022年10月公司与IMG签署Rosebel金矿项目股权收购协议。2022年10月，公司通过全资子公司Silver Source Group Limited出资3.6亿美元向加拿大公司IMG收购Rosebel Gold Mines N.V.公司95%股权，获得Rosebel和Saramacca矿区控制权。

图35: Rosebel金矿项目具备较为便利的交通条件



资料来源: IAMGOLD 官网、开源证券研究所

图36: 2022年公司通过全资子公司获得项目控制权



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

Rosebel项目资源量居公司所有金矿项目前列。截至2021年底，Rosebel项目(包括12个矿床以及低品位矿堆)矿石资源量为1.96亿吨，包含金资源量为217.45吨(100%权益)，平均品位1.11克/吨；目前可采储量包括7个矿床及低品位矿堆，金金属量约为119吨，平均品位1.09克/吨。

表13: 截至2021年底，Rosebel金矿项目金资源量接近700万盎司

矿区	类别	矿石量 (亿吨)	品位 (克/吨)	黄金储量 (吨)	剩余开采年限
Rosebel 矿区	探明+控制	1.51	0.99	148.97	18年
	推断	0.16	0.88	14.15	
	合计	1.67	0.98	163.12	
Saramacca 矿区	探明+控制	0.23	2.03	47.12	20年
	推断	0.06	1.20	7.25	
	合计	0.29	1.87	54.36	
总计	-	1.96	1.11	217.45	-

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

技改项目完成后，Rosebel金矿产量有望进一步提高。2019-2021年受主矿区欠剥离、公共卫生事件及气候因素的影响，项目产量明显下滑，分别为8.2/7.6/5.8万吨，2023年2月项目完成交割后，公司计划进行技改，设计处理能力为1250万吨/年软岩或770万吨/年硬岩，技改项目达产后有望年均产金近10吨。

表14: 技改项目完成后，Rosebel金矿产量有望提升约40%至10.17吨

项目	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
矿石处理产能 (万吨)	850	1000	1000	1000	1000
产能利用率	89%	80%	95%	95%	95%
回收率	92%	92%	94%	94%	94%

项目	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
品位 (克/吨)	1.09	1.08	1.08	1.08	1.08
黄金产量 (吨)	7.6	7.9	9.7	9.7	9.7

数据来源: Rosebel 金矿技术报告、公司公告、开源证券研究所

### 3.2.2、武里蒂卡金矿：世界级超高品位大型金矿之一，技改助推产量提升

哥伦比亚武里蒂卡金矿为世界级超高品位金矿。武里蒂卡金矿是哥伦比亚第一座大型现代化地下矿山，为国家级战略利益项目，原由加拿大矿业公司大陆黄金持有其 100% 权益。2020 年，公司通过境外子公司金山香港收购大陆黄金 100% 股权，后金山香港通过设立紫金美洲，并引入合作方参股紫金美洲。截至 2023 年末，公司合计持有大陆黄金 69.28% 股权。

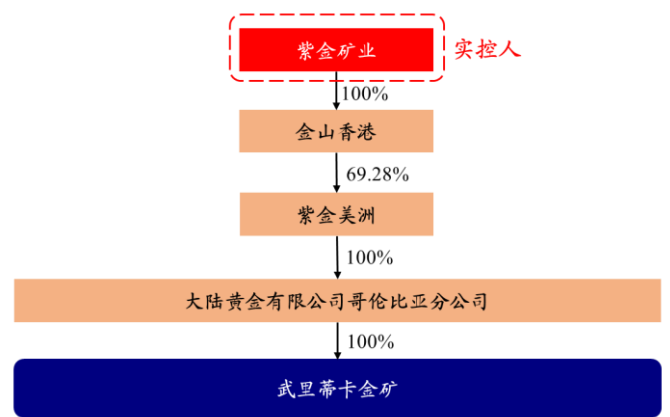
武里蒂卡金矿具备良好的开发条件。武里蒂卡金矿位于哥伦比亚的安蒂奇省，距离哥伦比亚第二大城市麦德林市约 72 公里。矿区地处安第斯山脉地区，电力、水力等基础设施完善，且泛美公路从矿区西侧通过，并有 4 公里的柏油公路直达矿山，交通较为便利，有利于矿山后续的经营和发展。

图37：武里蒂卡金矿位于安第斯山脉成矿带上



资料来源: Rosebel 金矿技术报告

图38：公司通过境外子公司金山香港获得矿山控制权



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

项目资源禀赋优异，金矿品位较高。项目矿权面积为 617 平方公里，采矿权有效期至 2041 年。根据大陆黄金在 2019 年 3 月披露的 NI43-101 报告，武里蒂卡金矿探明+控制+推断的矿石资源量为 3789 万吨，平均品位为 9.3 克/吨，合计黄金金属量 352.17 吨，同时在矿体深部及外围找矿方面有更好的前景，具备探矿增储潜力。同时，大陆黄金在武里蒂卡金矿项目周边拥有 12 处采矿权及 1 处探矿权，其他地区合计拥有 1 处采矿权及 11 处探矿权，均位于安第斯成矿带中，探矿前景可观。

表15：项目黄金及白银资源储量分别达 115.39、333.43 吨

类别		矿石量 (万吨)	品位 (g/t)		金属量 (吨)	
			黄金	白银	黄金	白银
资源量	探明+控制	1602	10.3	40.8	165.5	653.2
	推断	2187	8.6	37.3	187.2	815.5
储量	证实的	68	21.1	60.0	14.3	40.8
	概略的	1304	7.8	22.5	101.1	292.7
	合计	1372	8.4	24.3	115.4	333.4

数据来源: 公司公告、开源证券研究所 (注: 截至 2019 年 3 月)



完成项目收购后，公司积极进行技改以提高产能规模。项目于2020年上半年建成投产，设计产能为3000吨/日，后续公司技改将采选规模提升至4000吨/日，达产后年产量有望提升至9.1万吨。在选冶技术方面，公司采用“重选+氰化浸出-锌置换选冶工艺”，金回收率可达到90.8%-94.1%区间。

**表16: 技改项目达产后，武里蒂卡金矿年产量有望达9万吨**

项目	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
矿石处理产能(万吨)	110	146	146	146	146	146	146
产能利用率	75%	73%	80%	83%	88%	88%	88%
回收率	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%
品位(克/吨)	8	8	8	8	8	8	8
黄金产量(吨)	6.1	7.6	8.3	8.6	9.1	9.1	9.1

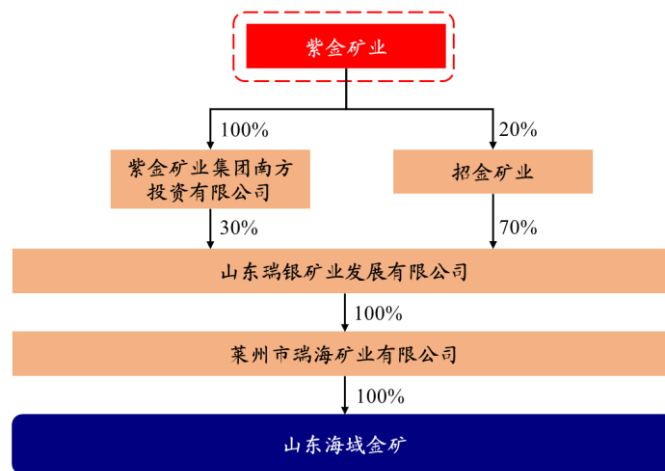
数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 3.2.3、海域金矿：国内第二大单体金矿，有望于2025年起放量

**参股国内最大单体金矿，增厚国内金资源储备。**海域金矿位于山东省莱州市北部，由瑞银矿业全资子公司瑞海矿业持有其100%权益。2022年10月，公司出资39.85亿元收购瑞银矿业30%股权，后于同年11月，出资40.63亿元收购招金矿业20%股权。收购完成后，公司合计持有海域金矿44%权益，新增权益金资源量为247.34吨。

**海域金矿交通条件便利，毗邻众多大中型金矿。**海域金矿距城区仅26公里，与莱州港为邻，具有基础设施完善、水陆交通便利、电力供应充足等优势。同时矿区地处渤海湾，地形低平，西南部毗邻三山岛金矿，附近大中型金矿密布。

**图39: 截至2023年末，公司合计持有山东海域金矿44%权益**



资料来源：公司公告、开源证券研究所

**项目保有黄金资源量超500吨。**在瑞海矿业对矿区进行补充勘探后，截至2021年12月，公司保有黄金资源量为562.37吨，平均品位4.20克/吨，其中储量为212.21吨，平均品位为4.42克/吨。由于海域金矿周边大中型矿产富集，成矿地质条件优越，且主矿体在勘探范围深部尚未封闭，未来仍有增储潜力。

**项目预计于2025年建成投产，达产后年产量有望超15万吨。**根据瑞海矿业的建设计划，项目总计投资约60亿元，预计于2025年可建成投产。项目将采用地下开采的模式，拟采用“粗碎-半自磨+顽石破碎-浮选”流程，选矿回收率可达97%，



设计采选规模为 12000 吨/日，达产后黄金产量为 15-20 吨/年，服务年限达 23 年。

**表17：海域金矿保有黄金储量达 562.37 吨**

类别	矿石量 (万吨)	金品位 (克/吨)	金金属量 (吨)
资源量	探明	1534	95.86
	控制	3603	153.80
	探明+控制	5137	249.66
储量	推断	8264	312.71
	证实的	1435	81.48
	概略的	3369	130.73
	合计	4803	212.21

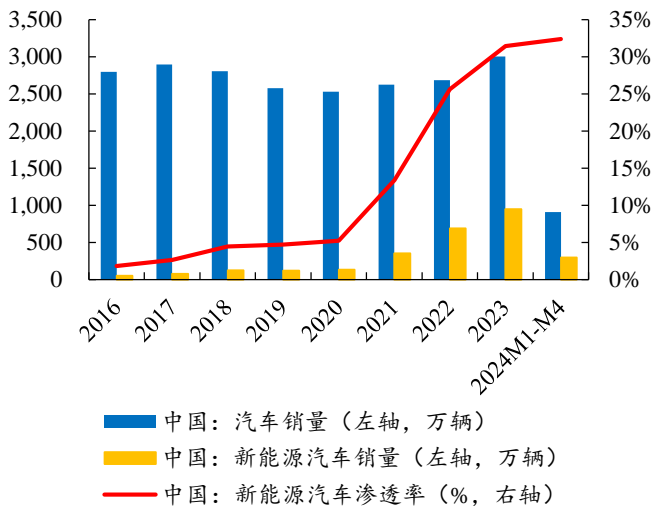
数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 4、锂矿：开拓新能源金属领域，锂矿业务增厚业绩

### 4.1、新能源汽车及储能领域持续高景气，用锂需求旺盛

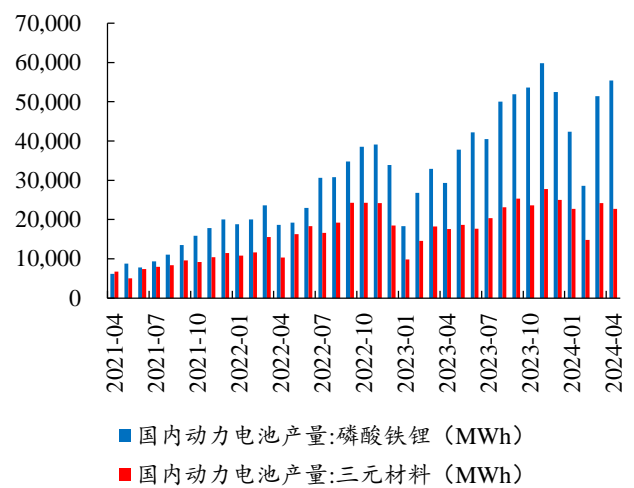
**新能源汽车渗透率持续提升，动力电池消费旺盛。**锂的终端应用包括动力电池、消费电子、储能等领域，随着新能源汽车、储能行业快速发展，用锂需求快速增长。从汽车销量看，2018 年，国内新能源汽车销量首次突破百万辆，渗透率仅为 4.45%，而 2023 年国内新能源汽车销量同比增长 37.48%，渗透率提升至 31.45%。受益于新能源汽车领域发展，动力电池销量亦持续增长，2020-2023 年磷酸铁锂/三元材料动力电池产量 CAGR 分别为 143.99%/72.80%，锂电池产销量高增将带动锂需求量提升。

**图40：2023 年中国新能源汽车渗透率达 31.45%**



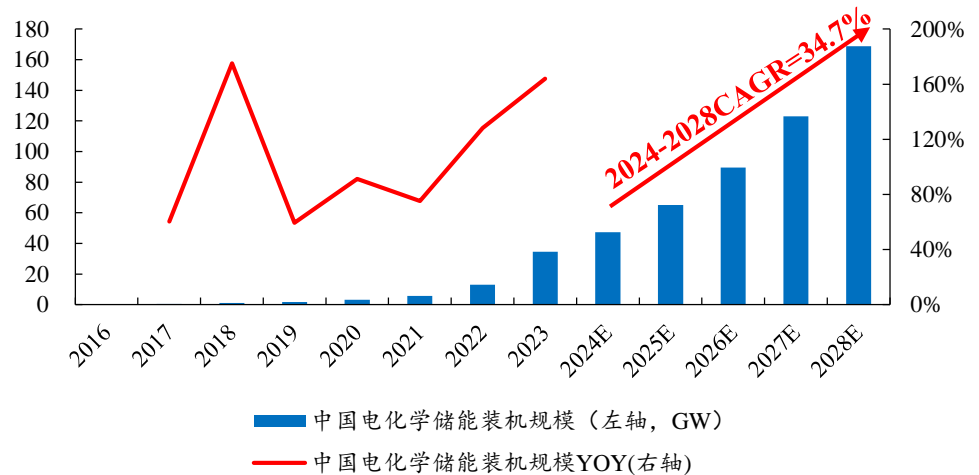
数据来源：Wind、开源证券研究所

**图41：2020-2023 年磷酸铁锂电池产量 CAGR 达 144%**



数据来源：Wind、开源证券研究所

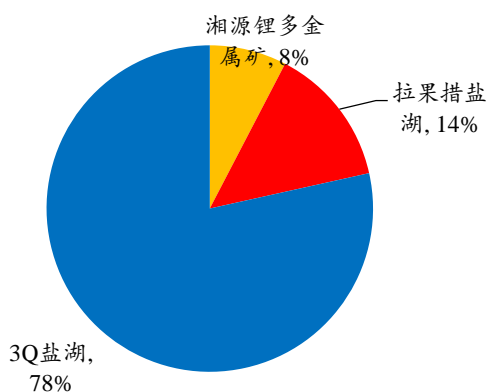
**碳中和背景下，电化学储能需求持续增长。**在碳达峰、碳中和的社会发展背景下，全球对风电、光伏等可再生能源设施的投资和建设力度持续加大，亦催动储能设施需求增长。储能设备可用于调节发电端与用电端之间的错配，有利于新能源发电体系的发展。根据 CNESA 统计，2023 年中国电化学储能装机规模为 34.5GW，同比增长 163.9%，保守场景下，预计 2024-2028 年中国电化学储能装机规模 CAGR 为 37.4%，2028 年累计规模将达到 168.7GW。

**图42：保守场景下，2028年中国电化学储能装机规模有望达到168.7GW**


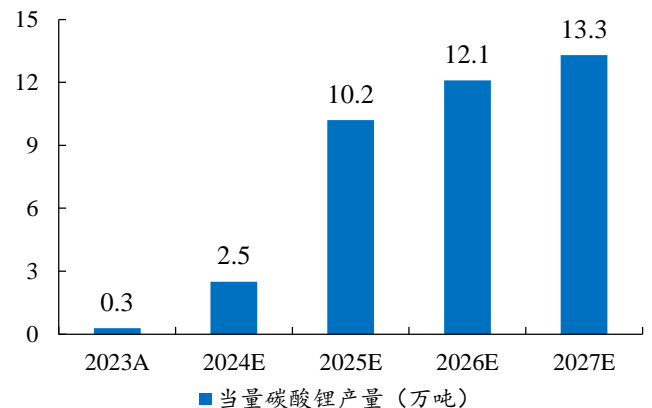
数据来源：CNESA、Wind、开源证券研究所

#### 4.2、积极切入新能源领域，加快锂矿资源项目并购与开发

公司积极开拓新能源领域业务，推进锂矿资源的并购和开发。2021年起，公司先后并购了阿根廷3Q盐湖锂矿、西藏拉果措盐湖锂矿、湖南道县湘源硬岩锂矿项目，并于2023年受邀与刚果矿业开发股份有限公司合作勘探开发马诺诺锂矿东北部的绿地项目，形成“两湖两矿”的锂资源格局，碳酸锂当量资源储量超1000万吨。目前，湖南道县湘源硬岩锂矿一期30万吨/年采选系统已实现达产，二期500万吨/年采选项目计划于2025年二季度建成投产，3Q盐湖锂矿及拉果措盐湖项目亦将根据市场行情实施投产运行。根据公司规划，2025年公司当量碳酸锂产能将达到12-15万吨。

**图43：3Q盐湖锂矿资源占公司锂资源总量的78%**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图44：2025年公司碳酸锂年产量有望超过10万吨**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

##### 4.2.1、3Q盐湖：位于阿根廷“锂三角”的优质盐湖项目，2023年底将建成投产

收购阿根廷优质盐湖项目，拓展新能源金属储备。2021年10月，公司出资49.39亿元收购加拿大上市公司新锂公司全部已发行且流通的普通股，通过全资子公司Liex S.A.全资持有。2022年1月交割完成后，公司共持有新锂公司100%股权及其旗下核心资产位于阿根廷西北部卡塔马卡省的3Q盐湖项目。

图45：公司通过境外全资子公司持有 3Q 盐湖 100%权益



资料来源：公司公告、开源证券研究所

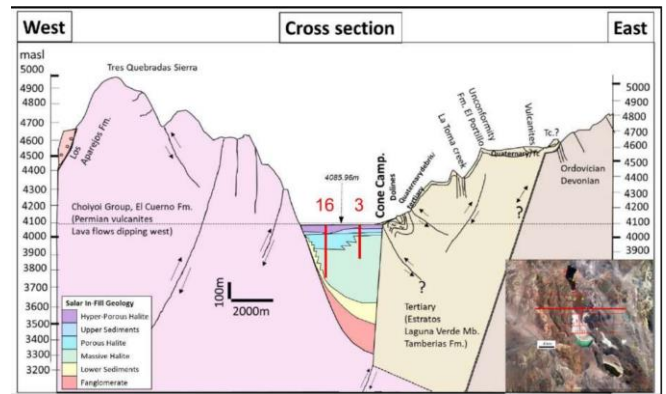
**3Q 盐湖具备资源量丰富、开发条件好等优势。**3Q 锂盐湖项目属于蒸发岩晶间卤水与碎屑岩孔隙卤水复合的卤水型锂矿床，区域内卤水均锂矿化，整体锂离子浓度含量 $\geq 400\text{mg/L}$ 。从地理位置看，项目位于阿根廷锂生产区卡塔马卡省，距项目地 68 公里的 RN60 公路可通至边境及港口，交通条件便利；从开发条件看，项目地内无社区及居民，开发限制较小；从气候环境看，项目地平均海拔约 4100 米，年降水量约 70-190 毫米，蒸发量约 1800 毫米。盐湖外围有充足水源补给，能满足生产需求。

图46：项目地东面公路可通往边境及港口，便于运输



资料来源：3Q 盐湖项目可研报告

图47：项目地开发海拔在 3300-4100 米之间



资料来源：3Q 盐湖项目可研报告

**3Q 项目位于著名的普纳高原“锂三角”，资源量较大且具备扩产能力。**3Q 项目拥有 13 个采矿权，矿权面积总计为 353 平方公里。根据 400mg/L 的锂离子浓度边界品位测算，3Q 盐湖总资源量约 763 万吨 LCE，其中探明+控制的资源量为 536.9 万吨 LCE，推断资源量为 226.1 万吨 LCE。由于项目卤水盆地向东倾斜，显示为同沉积断层控制，且高品位的区域在东面更集中，后续有较好找矿前景。

**项目一期产能为 2 万吨电池级碳酸锂，后续有增产潜力。**根据公司产量规划，项目一期设计产能为 2 万吨电池级碳酸锂，目前已基本建成，并正在推动二期 3 万吨电池碳酸锂项目；项目采用工艺为常规的“蒸发-除杂-碳酸化沉锂”工艺，可从井采卤水中提取电池级碳酸锂。

**表18: 按照 400mg/L 的锂离子浓度边界品位测算, 3Q 盐湖碳酸锂当量总资源量约 763 万吨 (截至 2021 年 10 月)**

类别		平均浓度 (mg/L)			金属量 (万吨)			
		锂	钾	镁	锂	钾	镁	碳酸锂当量
800mg/L 边界品位	探明	923	8366	1532	18.6	168.2	30.8	98.8
	控制	922	8335	1529	14.3	128.8	23.6	75.9
	探明+控制	923	8353	1531	32.8	297.0	54.4	174.7
	推断	918	8210	1535	3.1	27.5	5.1	16.3
400mg/L 边界品位	探明	792	7382	1402	35.6	332.2	63.1	189.7
	控制	576	5616	2371	65.2	636.0	268.5	347.2
	探明+控制	637	6119	2095	100.9	968.2	331.6	536.9
	推断	561	5475	2301	42.5	414.2	174.1	226.1

数据来源: 3Q 盐湖项目可研报告、开源证券研究所

**表19: 根据可研报告估算, 项目在全生命周期中可产出约 167.19 万吨当量碳酸锂**

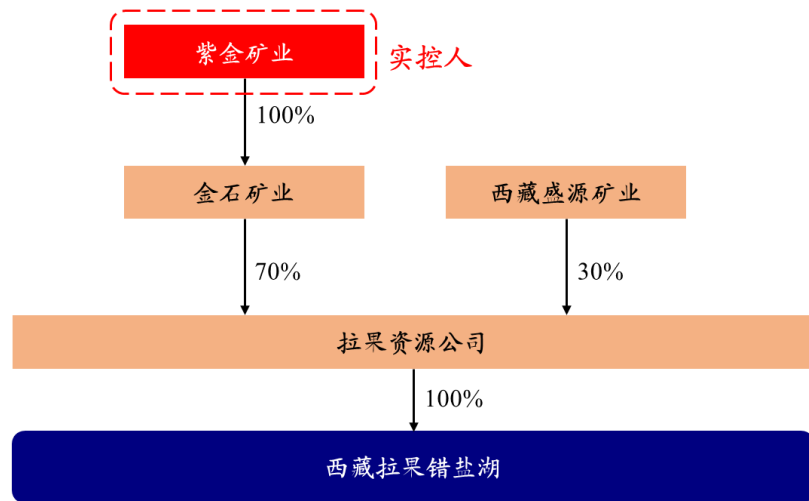
年份	卤水体积 (万立方)	锂离子平均 浓度 (mg/L)	锂金属 (万吨)		当量碳酸锂 (万吨)	
			控制	推断	控制	推断
第一年	470	655	0.17	0.14	0.90	0.73
第二年	960	747	0.40	0.32	2.12	1.69
第三到十年	6560	942	3.85	2.21	20.52	11.77
前 20 年	16190	912	9.31	5.15	49.54	27.42
全 50 年	40800	786	20.37	11.02	108.43	58.76

数据来源: 3Q 盐湖项目可研报告、开源证券研究所

#### 4.2.2、西藏拉果错盐湖: 国内优质的待开发盐湖资源, 远期产锂规模为 5 万吨

**收购拉果错盐湖项目, 布局国内锂资源。**拉果错盐湖为待开发的大型硫酸钠亚型卤水湖, 由金石矿业持有其 70% 权益。2022 年 4 月, 公司出资 76.82 亿元收购包含金石矿业在内的资产包, 交易完成后, 公司将通过金石矿业持有西藏拉果错盐湖项目 70% 股权, 剩余权益由西藏盛源矿业持有。

**项目位于高海拔地区, 但具备基础建设条件。**从交通条件看, 项目位于改则县南约 60 公里, 从改则县向东行 920 公里与青藏公路和青藏铁路相接, 相接处再南行 390 公里可达拉萨, 交通条件相对便利。从电力条件看, 根据 2023 年中报, 公司将与中广核合作打造拉果错“零碳提锂”源网荷储示范项目, 规模约为 340MW 光伏、540MWh 储能, 预计 2025 年项目将实现 100% 可再生能源供应。从用水条件看, 拉果错盐湖地处藏北高原西部, 海拔为 4467-4800 米, 由于地形为内流盆地, 区内水系形成以湖泊为中心的向心水系汇入拉果错盐湖, 可满足工业用水及生活用水。

**图48：收购金石矿业后，公司共持有西藏拉果错盐湖 70%股权**


资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

拉果错盐湖锂矿是国内少数的大型优质锂盐湖矿床之一，可采资源量大。拉果错盐湖表卤水矿贮存在拉果错盆地最低洼区域，湖表水体即为卤水矿体，卤水中锂、硼、钾含量均达到工业指标要求。根据公司披露数据，拉果错盐湖保有资源量 214 万吨 LCE，平均锂离子浓度为 270mg/L，此外，镁锂比为 3.32，伴生氧化硼 382 万吨、平均含量 2.57g/L，氯化钾 744 万吨、平均含量 5.13g/L，还包含丰富的氯化钠、氯化镁、氧化铷、氧化铯等资源。

**表20：除锂外，项目生产的卤水中还富含硼、钾等资源**

类别	镁锂比	离子平均浓度 (g/L)				资源含量(万吨)		
		锂	氧化硼	氯化钾	碳酸锂	氧化硼	氯化钾	
资源量	3.32	0.27	2.57	5.13	214	382	744	

数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：截至 2012 年底）

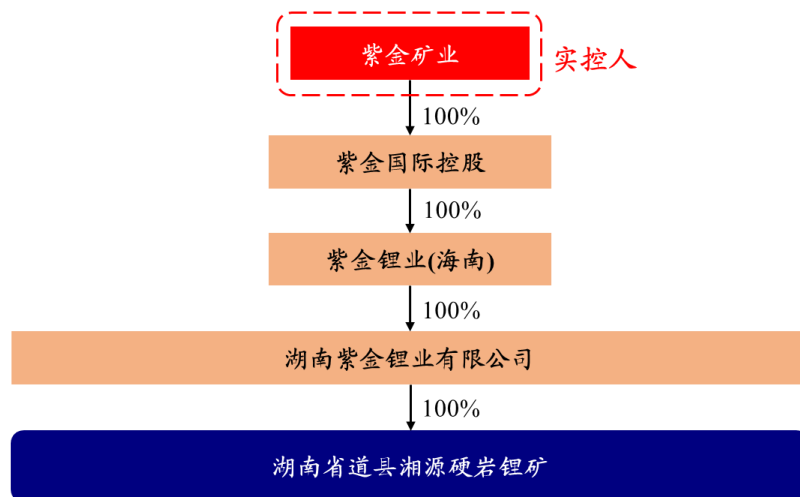
调整工艺路线后，项目产量及经济效益有效提升。拉果错盐湖项目原定设计生产规模为 1 万吨/年碳酸锂。公司完成收购后，将项目工艺改用为“吸附+膜处理”联合工艺，项目一期产量调整为 2 万吨/年碳酸锂，项目二期投产后，产量将提升到 4-5 万吨/年碳酸锂，项目经济效益明显提升。根据 2023 年年报，拉果错盐湖项目产能将视情况实施投产运行。

#### 4.2.3、湘源硬岩锂矿：国内稀缺的大规模锂多金属矿，具备较好开发基础

收购厚道矿业后，公司获得湖南道县湘源硬岩锂矿的控制权。湘源硬岩锂矿位于湖南省永州市道县，原由厚道矿业持有。2022 年 6 月，公司出资约 18 亿元收购厚道矿业合计 71.14% 股权，并更名为湖南紫金锂业有限公司，2023 年公司进一步收购湖南紫金锂业少数股东权益，实现对湘源硬岩锂矿 100% 控股。

项目已有多年开发历史，开发基础好。湘源硬岩锂矿位于湖南省道县、江华、宁远三县交界区，距离道县县城东南方向直距约 45 公里，交通条件便利。此外，项目已有多年开采历史，原开发重点为锡、钨金属，但由于锡、钨资源近于枯竭而在近年停产。在新能源需求增长的背景下，矿床伴生的锂金属将成为主要的开发矿种，根据公司调研，项目具备重启技改生产的条件。



**图49：实行多次股权收购后，公司已获得湖南道县湘源硬岩锂矿 100%股权**


资料来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

项目资源量丰富，且具备较大的增储潜力。根据公司披露的数据，截至 2016 年 9 月，湘源硬岩锂矿保有氧化锂的资源量为 87.4 万吨，除锂资源外，可综合利用的资源还包括锡、钨、铷、铯等伴生金属。由于项目为硬岩锂，品位较低，有利于充分发挥公司在低品位、难选冶矿山开发利用方面的核心竞争力，同时矿体未封闭，深部和外围矿化异常显著，具有较大增储潜力。

**表21：矿山保有碳酸锂资源量约 216 万吨**

项目	矿石量 (万吨)	品位(%)			资源量(万吨)		
		Rb <sub>2</sub> O	Li <sub>2</sub> O	Cs <sub>2</sub> O	Rb <sub>2</sub> O	Li <sub>2</sub> O	Cs <sub>2</sub> O
控制+推断	4831	0.23	0.56	0.0130	10.87	26.91	0.60
预测	24984	0.15	0.24	0.0007	37.88	60.49	0.18
总计	29815	0.16	0.29	0.0026	48.76	87.40	0.78

数据来源：公司公告、开源证券研究所（注：截至 2016 年 9 月）

项目作为大型云英岩型低品位锂矿床，适合大规模露天开采。公司已重启项目 30 万吨/年的采选系统，并在 2023 年 7 月达产，2023 年全年产量为 0.29 万吨，二期 500 万吨/年采选工程项目正在推进，计划 2025 年二季度建成投产。远期采选规模有望达到 1000 万吨，年产碳酸锂当量 6-7 万吨。

## 5、盈利预测与投资建议

根据公司在建项目规划和主营业务景气度的分析，我们对公司的盈利预测如下：

**销量假设：**（1）**铜业务：**随着旗下铜矿的持续放量，假设 2024-2026 年矿产铜销量分别为 84/94/107 万吨，冶炼产铜销量分别为 72/82/82 万吨；（2）**金业务：**受益于 Rosebel 金矿、波格拉金矿等项目放量，假设 2024-2026 年矿产金销量分别为 71/84/89 吨，冶炼金销量维持在 256 万吨；（3）**锌业务：**假设矿产锌及冶炼产锌销量维持相对稳定，矿产锌销量为 42/42/43 万吨，冶炼产锌销量维持在 34 万吨；（4）**锂业务：**根据公司 2023 年年报公布的投产计划，假设碳酸锂当量销量为 2.5/10/12 万吨；（5）**其他业务：**假设 2024-2026 年其他矿种和业务保持不变或小幅增长，包括矿产银销量为 410/539/539 吨，铁精矿销量维持在 155 万吨。

**价格假设：(1) 铜业务：**我们预计偏紧的供需结构将对铜价中枢形成支撑，并随着下游需求恢复，供给缺口有望继续扩大并利好铜价，假设 2024-2026 年铜价分别为 9500/10000/11000 美元/吨；**(2) 金业务：**随着全球逐步进入降息周期，金价有望逐步走强，假设 2024-2026 年金价分别为 550/570/550 元/克；**(3) 锌业务：**由于锌市场基本面相对稳定，假设 2024-2026 年锌价为 2.2/2.3/2.3 万元/吨；**(4) 锂业务：**目前全球矿端供给逐步过剩，但下游新能源领域需求仍维持一定增速，锂价有望维持在目前价格中枢，假设 2024-2026 年碳酸锂价格为 10/10/11 万元/吨。

**表22：公司业绩拆分与盈利预测**

业务	项目	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
矿产金	销量 (吨)	61	67	71	84	89
	营业收入 (亿元)	224.19	270.91	367.95	449.21	456.76
	营收 YOY	40.80%	20.84%	35.82%	22.08%	1.68%
	毛利润 (亿元)	107.55	122.10	201.30	246.36	234.83
冶炼产金	销量 (吨)	258	248	256	256	256
	营业收入 (亿元)	1005.80	1112.56	1393.92	1444.61	1393.92
	营收 YOY	0.53%	10.61%	25.29%	3.64%	-3.51%
	毛利润 (亿元)	5.54	6.59	8.36	8.67	8.36
矿产铜	销量 (万吨)	74	81	84	94	107
	营业收入 (亿元)	362.54	414.74	565.39	645.35	762.27
	营收 YOY	27.98%	14.40%	36.32%	14.14%	18.12%
	毛利润 (亿元)	215.82	226.08	360.46	405.43	474.62
冶炼产铜	销量 (万吨)	69	72	72	82	82
	营业收入 (亿元)	411.36	437.31	493.29	574.65	632.12
	营收 YOY	9.52%	6.31%	12.80%	16.49%	10.00%
	毛利润 (亿元)	11.84	13.52	2.70	3.07	12.35
矿产锌	销量 (万吨)	40	41	42	42	43
	营业收入 (亿元)	62.74	49.18	50.89	53.44	56.73
	营收 YOY	11.17%	-21.61%	3.48%	5.01%	6.15%
	毛利润 (亿元)	30.55	10.74	9.97	10.99	11.97
冶炼产锌	销量 (万吨)	32	33	34	34	34
	营业收入 (亿元)	70.95	63.91	65.98	67.73	69.32
	营收 YOY	10.14%	-9.92%	3.23%	2.66%	2.35%
	毛利润 (亿元)	3.52	4.52	3.96	4.06	4.16
碳酸锂	销量 (万吨)			2.5	10.2	12.1
	营业收入 (亿元)			23.06	90.27	117.79
	营收 YOY			-	291%	30.49%
其他业务合计	毛利润 (亿元)			4.31	29.07	45.19
	营业收入 (亿元)	1739.65	1865.30	2010.60	2174.92	2347.02
	营收 YOY	32.29%	6.40%	6.95%	7.12%	6.92%
合计	毛利润 (亿元)	84.43	124.13	102.18	112.01	119.80
	营业收入 (亿元)	<b>2703.29</b>	<b>2934.03</b>	<b>3458.44</b>	<b>3826.54</b>	<b>4060.13</b>
	营收 YOY	<b>20.09%</b>	<b>8.54%</b>	<b>17.87%</b>	<b>10.64%</b>	<b>6.10%</b>
	毛利润 (亿元)	<b>425.45</b>	<b>463.79</b>	<b>611.99</b>	<b>712.15</b>	<b>783.30</b>

数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

基于以上假设，我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 303.60/366.10/413.09 亿元，对应 EPS 分别为 1.15/1.39/1.57 元。考虑到公司矿产铜、矿产金业务的营收规模均居国内行业前列，我们选取 A 股中以铜或金业务为主的同类型公司洛阳钼业、西部矿业、金诚信、山东黄金进行比较，以 2024 年 6 月 19 日股价为基准，2024-2026 年可比公司平均估值分别为 19.0/16.1/13.9 倍。公司矿产金、矿产铜产量和销量均稳居首位，并有望受益于铜、金价格提升增厚利润空间，叠加碳酸锂业务将形成业绩增量，而公司目前估值低于可比公司平均水平，因此首次覆盖给予“买入”评级。

表23：与 A 股同类上市公司相比，公司估值处于相对低估的位置

股票代码	股票简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
603993.SH	洛阳钼业	8.4	0.4	0.5	0.7	0.9	22.0	15.9	11.6	9.5
601168.SH	西部矿业	17.6	1.2	1.5	1.7	1.9	15.0	11.5	10.4	9.5
603979.SH	金诚信	51.3	1.7	2.8	3.7	4.5	30.7	18.2	13.7	11.3
600547.SH	山东黄金	28.2	0.5	0.9	1.0	1.1	54.2	30.4	28.5	25.0
可比公司平均 PE							30.5	19.0	16.1	13.9
601899.SH	紫金矿业	17.3	0.8	1.2	1.4	1.6	21.6	15.0	12.5	11.0

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：西部矿业、金诚信盈利预测与估值均来自 Wind 一致预测，洛阳钼业、山东黄金盈利预测与估值来自开源证券研究所，数据截至 2024 年 6 月 19 日收盘）

## 6、风险提示

**(1) 原材料价格波动风险：**公司主要产品为矿产品或初加工产品，产品价格与原材料价格相关性较强，若未来原材料价格大幅上涨，将影响公司盈利预测；

**(2) 政策变动风险：**公司多个项目分布在刚果（金）、苏里南、哥伦比亚等发展中国家，当地政治局势或相关产业政策变动对公司的生产经营有较大影响，将影响公司的业绩水平；

**(3) 项目进展不及预期：**公司有多个在建项目或技改扩建项目，若项目规划发生变动或建设进度不及预期，将影响公司盈利水平。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	79644	77629	97457	101265	119061
现金	20244	18449	21746	30006	34726
应收票据及应收账款	8646	8331	11849	10944	13514
其他应收款	3656	2834	5666	4784	7536
预付账款	3795	2677	4952	3489	5467
存货	28104	29290	36845	35515	40619
其他流动资产	15199	16048	16399	16527	17199
<b>非流动资产</b>	226400	265377	291368	314240	327351
长期投资	25067	31632	39515	48591	58790
固定资产	72746	81466	96422	104740	107196
无形资产	68280	67892	73952	81084	85489
其他非流动资产	60306	84387	81479	79824	75876
<b>资产总计</b>	306044	343006	388825	415505	446412
<b>流动负债</b>	71170	84182	105869	104827	107280
短期借款	23666	20989	34890	23141	24298
应付票据及应付账款	13493	16284	21840	24508	29676
其他流动负债	34011	46909	49138	57178	53306
<b>非流动负债</b>	110419	120460	107288	89916	67421
长期借款	92690	102818	89860	72380	49940
其他非流动负债	17729	17643	17428	17535	17482
<b>负债合计</b>	181589	204643	213156	194743	174701
少数股东权益	35513	30857	38329	47339	57506
股本	2633	2633	2633	2633	2633
资本公积	25552	25866	25866	25866	25866
留存收益	56125	70637	107501	151969	202135
<b>归属母公司股东权益</b>	88943	107506	137340	173423	214205
<b>负债和股东权益</b>	306044	343006	388825	415505	446412

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	28679	36860	35434	71739	52104
净利润	24767	26540	37833	45620	51476
折旧摊销	10044	10100	11632	13888	15655
财务费用	1905	3268	2482	1918	756
投资损失	-2874	-3491	-3345	-3704	-3744
营运资金变动	-5746	237	-13391	14142	-12041
其他经营现金流	583	206	224	-124	3
<b>投资活动现金流</b>	-50981	-33965	-34292	-33159	-25083
资本支出	24794	30429	31510	26798	19010
长期投资	-15702	-4468	-7883	-9077	-10199
其他投资现金流	-10485	932	5100	2715	4127
<b>筹资活动现金流</b>	27258	-5817	-10696	-17468	-22302
短期借款	5437	-2677	13901	-11749	1157
长期借款	42316	10127	-12958	-17479	-22441
普通股增加	-0	-0	0	0	0
资本公积增加	346	315	0	0	0
其他筹资现金流	-20841	-13582	-11638	11760	-1018
<b>现金净增加额</b>	6035	-1974	-9554	21112	4720

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	270329	293403	345841	382654	406013
营业成本	227784	247024	284644	311439	327683
营业税金及附加	4268	4850	5497	6083	6454
营业费用	620	766	777	859	912
管理费用	6265	7523	8346	9235	9798
研发费用	1232	1567	1536	1699	1803
财务费用	1905	3268	2482	1918	756
资产减值损失	-79	-385	-491	-386	-506
其他收益	485	542	513	527	520
公允价值变动收益	-255	-19	-137	-78	-107
投资净收益	2874	3491	3345	3704	3744
资产处置收益	-5	37	16	27	21
<b>营业利润</b>	30946	31937	46684	56164	63376
营业外收入	108	120	114	117	116
营业外支出	1061	769	746	749	832
<b>利润总额</b>	29993	31287	46053	55532	62660
所得税	5226	4748	8220	9912	11184
<b>净利润</b>	24767	26540	37833	45620	51476
少数股东损益	4725	5420	7472	9010	10167
<b>归属母公司净利润</b>	20042	21119	30360	36610	41309
EBITDA	46981	48892	62166	73338	81071
EPS(元)	0.76	0.80	1.15	1.39	1.57

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	20.1	8.5	17.9	10.6	6.1
营业利润(%)	23.4	3.2	46.2	20.3	12.8
归属于母公司净利润(%)	27.9	5.4	43.8	20.6	12.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	15.7	15.8	17.7	18.6	19.3
净利率(%)	7.4	7.2	8.8	9.6	10.2
ROE(%)	19.9	19.2	21.5	20.7	18.9
ROIC(%)	13.9	12.9	14.3	16.4	16.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	59.3	59.7	54.8	46.9	39.1
净负债比率(%)	88.3	93.4	74.7	43.0	25.5
流动比率	1.1	0.9	0.9	1.0	1.1
速动比率	0.6	0.5	0.5	0.5	0.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.1	0.9	0.9	1.0	0.9
应收账款周转率	52.2	37.4	37.4	37.4	37.4
应付账款周转率	23.7	18.9	17.0	15.3	13.8
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.76	0.80	1.15	1.39	1.57
每股经营现金流(最新摊薄)	1.09	1.40	1.35	2.73	1.98
每股净资产(最新摊薄)	3.38	4.08	5.22	6.59	8.14
<b>估值比率</b>					
P/E	22.8	21.6	15.0	12.5	11.0
P/B	5.1	4.2	3.3	2.6	2.1
EV/EBITDA	4.0	4.1	3.4	2.5	2.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。



## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn