

工业金属

紫金矿业 vs 南方铜业：估值情况及基本面对比

证券研究报告

2024 年 10 月 12 日

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

刘奕町 分析师
 SAC 执业证书编号: S1110523050001
 liuyiting@tfzq.com

陈凯丽 分析师
 SAC 执业证书编号: S1110524060001
 chenkailei@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《工业金属-行业深度研究:铜:高估的供给 VS 坚挺的需求,中长期布局趋势已现》 2024-04-08
- 《工业金属-行业深度研究:电解铝行业深度:供需趋紧,高利润有望延续》 2023-11-12
- 《工业金属-行业点评:阶梯电价推动节能降耗,铝价剑指新高》 2021-08-30

紫金矿业 vs 南方铜业估值差异：从 PE 角度看，紫金矿业和南方铜业有明显差距，截至 24 年 9 月 21 日，紫金的 PE (TTM) 为 16.3x，而南方铜业为 29.4x，南方铜业 pe 较紫金溢价 81%；但从 EV/EBITDA (海外更多使用的估值指标) 角度看，紫金估值为 12.1x，南方铜业为 17.0x，南方铜业溢价 41%，估值的差异较 PE 没有那么明显。部分投资者基于 PE 视角认为紫金作为铜龙头公司，和海外龙头相比估值折价明显，而部分基于 EV/EBITDA 这个海外更多使用的估值体系的视角的投资者，认为两者的估值差异相对有限。两者估值的差异除了与公司质地相关，也离不开其所处权益市场环境，或并不十分可比。本篇报告在解答 PE 以及 EV/EBITDA 两种估值体系下两个公司的估值差异来自于哪里的基础上，更多对两个公司的基本面情况进行多维度对比，探究两个公司的差异，以期深化对两者估值的理解。

两种估值体系下两个公司的估值差异来自于哪里？

紫金矿业较南方铜业相比，EV/EBITDA 折价较小而 PE 折价较大的原因主要在分子端：紫金矿业有息负债规模更高，因此两者总市值的比值在 0.74 但 EV (企业价值) 基本接近。而分母端两者归母净利润以及 EBITDA 的比值相对接近，紫金折旧摊销的规模更大但受益于较低的所得税率。

南方铜业 vs 紫金矿业基本面对比

市场有一些观点认为南方铜业较紫金矿业的估值溢价来自于其更低的有息负债水平、更高的铜储量、更低的成本水平以及更好的自由现金流带来的分红水平，我们对上述几个维度进行对比：

- 1) 紫金矿业有息负债水平确实更高，但 EV/EBITDA 的指标已经很好地剔除了有息负债水平的差异，而 EV/EBITDA 指标下南方铜业较紫金矿业估值仍有溢价，表明估值差异更多并非源于负债。此外由于 EBITDA 指标未考虑所得税，无法体现公司税收方面的差异。紫金矿业所得税率更低，公司整体所得税税负成本仅 15%，低于南方铜业的 39%，如果考虑到紫金的税收优势，两者的估值差异实际更大。
- 2) 虽然南方铜业铜资源量显著高于紫金，但紫金有大量的金及其他金属资源量，从这个维度上来说两者在资源方面可比性不高。
- 3) 通过不同口径成本的对比，紫金矿业成本水平或高于南方铜业，低成本对应着更强的业绩稳定性，而更高的成本也代表了在商品价格涨价周期中更高的弹性。
- 4) 过去几年确实南方铜业的自由现金流以及分红情况更高，但核心原因在于近几年由于其产量增速较低，整体资本开支较小，可以进行大额分红，而紫金较快的发展对应着较高的资本开支，也限制了其在过去一段时间内的现金流及分红。展望未来，随着南方铜业新项目的陆续投建，其资本开支水平也将显著提升，未来两者的自由现金流及分红的差异预计将显著缩小。

对比下来我们认为紫金矿业较南方铜业并无明显劣势，两者估值的差异或更多是由于所处的权益市场不同，此外结合两者成本、分红的差异，海外市场或更愿意给予低成本带来的业绩稳定性以及当期的高分红更高的估值。

风险提示：主观测算风险、产能建设不及预期风险、商品价格大幅波动、跨市场比较风险。

内容目录

1.紫金矿业&南方铜业估值对比.....	3
2.紫金矿业&南方铜业基本面对比.....	3
2.1 资源储量.....	3
2.2 盈利构成.....	4
2.3 成本情况.....	5
2.4 未来成长.....	7
2.5 现金流&投资者回报.....	8
3.紫金矿业&南方铜业估值差异.....	9
4.风险提示.....	10

图表目录

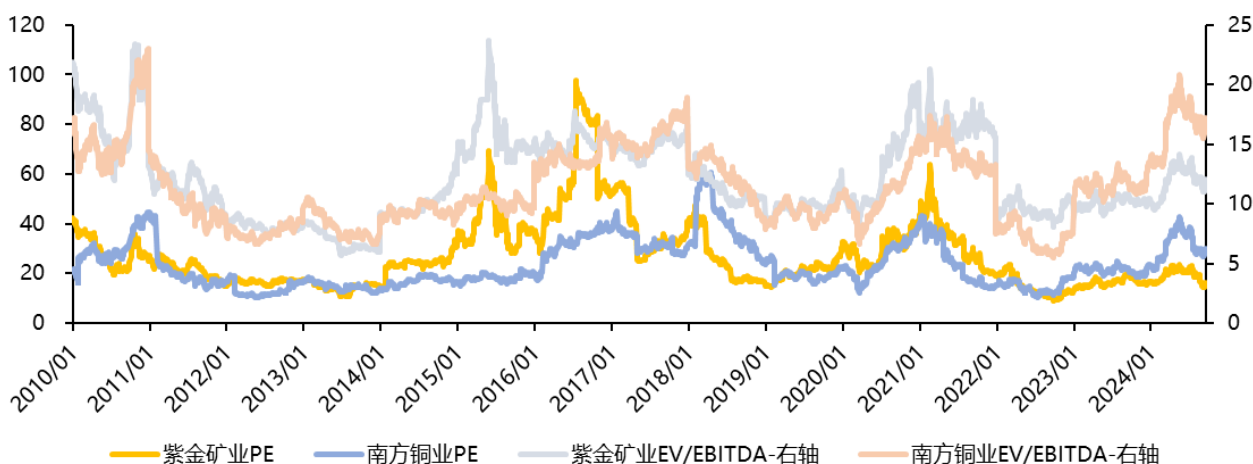
图 1：紫金矿业 vs 南方铜业估值对比.....	3
图 2：南方铜业矿山主要分布在墨西哥和秘鲁南部.....	3
图 3：南方铜业铜储量位列上市铜企第一.....	3
图 4：紫金矿业矿山及项目遍布全球.....	4
图 5：紫金矿业资源储量.....	4
图 6：2023 年铜及副产品钼为公司主要营收来源.....	4
图 7：公司收入体量中较大一块来自于贸易业务（2023）.....	4
图 8：公司毛利主要来自于矿山产铜和金（2023）.....	4
图 9：A 股市场黄金公司估值高于铜.....	5
图 10：南方铜业副产品抵扣前铜矿现金成本.....	5
图 11：南方铜业扣除副产品抵扣后铜矿现金成本.....	5
图 12：公司现金加维持性资本开支成本水平遥遥领先.....	5
图 13：南方铜业完全成本拆分.....	6
图 14：紫金矿业矿山产铜生产成本变化趋势（元/吨）.....	6
图 15：紫金矿业与南方铜业铜成本对比（美元/吨）.....	7
图 16：南方铜业远期铜产量预测（千吨）.....	7
图 17：2024-2028 年紫金矿业铜/产量指引复合增速约 9%.....	7
图 18：紫金矿业上市以来平均分红比例 40%.....	8
图 19：南方铜业上市以来平均分红比例 58%.....	8
图 20：紫金矿业 vs 南方铜业现金流对比（亿元）.....	8
图 21：过去几年紫金矿业铜产量增速显著高于南方铜业（万吨）.....	8
图 22：南方铜业资本开支规划（百万美元）.....	9
图 23：公司现金加维持性资本开支成本水平遥遥领先（亿元）.....	9

1. 紫金矿业&南方铜业估值对比

从 PE 角度看，紫金矿业和南方铜业有明显差距，截至 24 年 9 月 21 日，紫金的 PE (TTM) 为 16.3x，而南方铜业为 29.4x，南方铜业 pe 较紫金溢价 81%；但从 EV/EBITDA (海外更多使用的估值指标) 角度看，紫金估值为 12.1x，南方铜业为 17.0x，南方铜业溢价 41%，估值的差异较 PE 没有那么明显。

部分投资者基于 PE 视角认为紫金作为铜龙头公司，和海外龙头相比估值折价明显，而部分基于 EV/EBITDA 这个海外更多使用的估值体系的视角的投资者，认为两者的估值差异相对有限。两者估值的差异除了与公司质地相关，也离不开其所处权益市场环境，或许可比性不高。本篇报告在解答 PE 以及 EV/EBITDA 两种估值体系下两个公司的估值差异来自于哪里的基础上，更多对两个公司的基本面情况进行多维度对比，探究两个公司的差异，以期深化对两者估值的理解。

图 1：紫金矿业 vs 南方铜业估值对比



资料来源：Wind，天风证券研究所，数据截至 2024 年 9 月 21 号

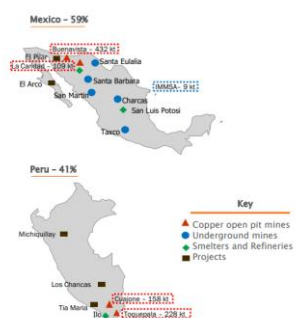
2. 紫金矿业&南方铜业基本面对比

我们将从资源储量、盈利构成、成本情况、成长性、现金流&投资者回报五个角度，对两个公司展开对比。

2.1 资源储量

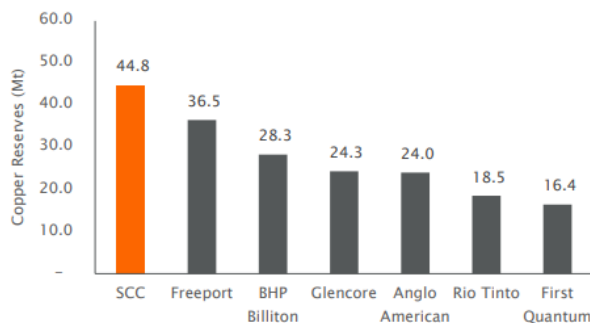
南方铜业：公司有四座主力铜矿山，主要分布在墨西哥和秘鲁南部。据公司披露，截至 2024 年 6 月公司铜资源量 7190 万吨（公司披露的该口径不含储量），储量 4480 万吨，储量位列上市铜企第一。由于前述资源量口径不含储量，实际上南方铜业包含储量口径的铜资源量达到 11670 万吨。

图 2：南方铜业矿山主要分布在墨西哥和秘鲁南部



资料来源：南方铜业公司公告，天风证券研究所

图 3：南方铜业铜储量位列上市铜企第一



资料来源：南方铜业公司公告，天风证券研究所

紫金矿业：公司在海外 15 个国家和中国 17 个省（自治区）拥有超 30 座大型、超大型矿产资源开发基地。2023 年末公司拥有铜资源量 7456 万吨，储量 3340 万吨。虽然公司铜的资源量和储量略低于南方铜业，但公司有较多的黄金及其他金属储量。

图 4：紫金矿业矿山及项目遍布全球



资料来源：紫金矿业公司公告，天风证券研究所

图 5：紫金矿业资源储量

	铜	金	铅锌	碳酸锂	银	钼
储量	3340	1148	470	443	1864	160
资源量	7456	2998	1068	1347	14739	306

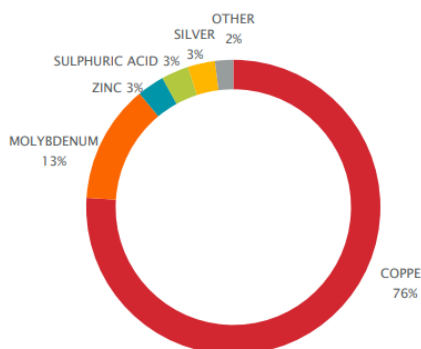
资料来源：紫金矿业公司公告，天风证券研究所

注：数据截至 2023 年年底，金银单位为吨，其他均为万吨

2.2 盈利构成

南方铜业：公司业务相对比较集中，铜以及副产品钼为公司收入及利润主要来源。23 年两者营收合计占比达到 89%。

图 6：2023 年铜及副产品钼为公司主要营收来源



资料来源：南方铜业公司公告，天风证券研究所

紫金矿业：当前公司盈利主要来源于铜和金，23 年铜/金毛利占比分别达到 45%/24%。是典型的铜金双主业的公司。

图 7：公司收入体量中较大一块来自于贸易业务（2023）

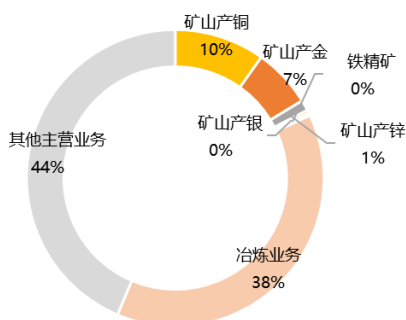
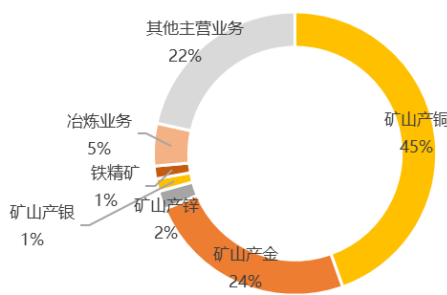


图 8：公司毛利主要来自于矿产铜和金（2023）

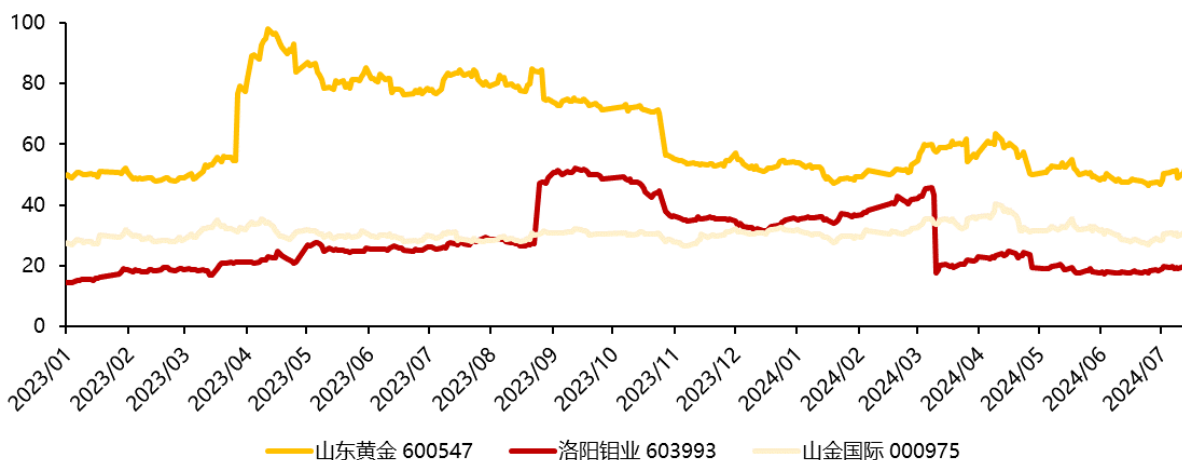


资料来源：紫金矿业公司公告，天风证券研究所

资料来源：紫金矿业公司公告，天风证券研究所

从 A 股铜和黄金公司 PE 角度看，以龙头公司为例，黄金公司整体 PE 水平更高，较纯铜的公司相比，紫金矿业铜和金双主业，应当享有更高的估值。

图 9：A 股市场黄金公司估值高于铜

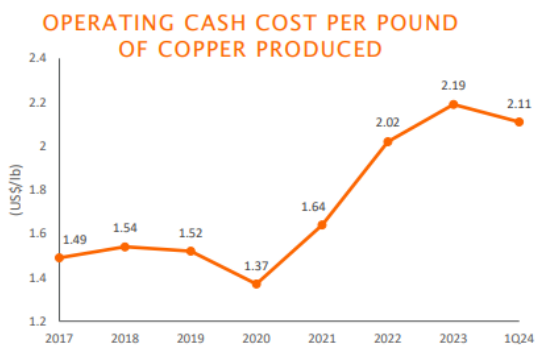


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3 成本情况

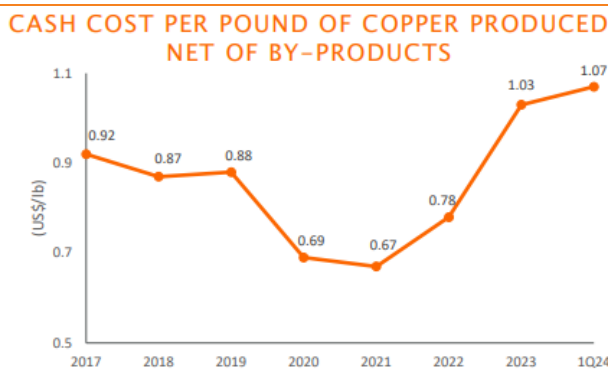
南方铜业：公司铜矿所伴生的钼等副产品有效降低了公司现金成本，2023 年公司不考虑副产品抵扣的现金成本在 2.19 美元/磅（对应 4827 美元/吨），而副产品抵扣后的现金成本水平仅 1.03 美元/磅（对应 2270 美元/吨）。公司铜矿现金+维持性资本开支成本水平位于全球前列。

图 10：南方铜业副产品抵扣前铜矿现金成本



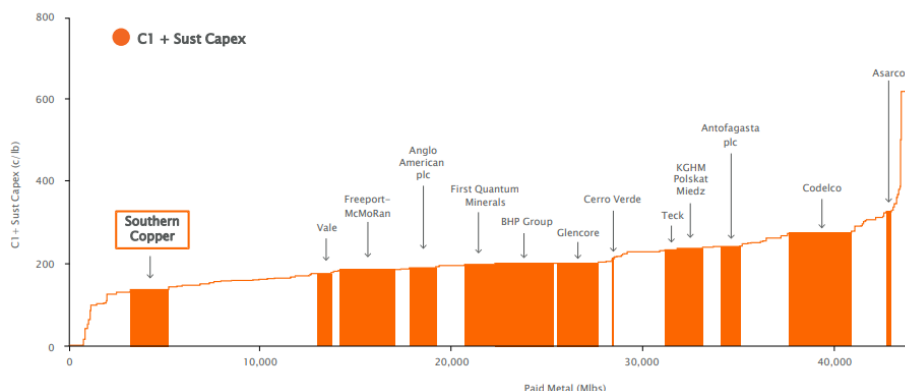
资料来源：南方铜业公司公告，天风证券研究所

图 11：南方铜业扣除副产品抵扣后铜矿现金成本



资料来源：南方铜业公司公告，天风证券研究所

图 12：公司现金加维持性资本开支成本水平遥遥领先



资料来源：南方铜业公司公告，天风证券研究所

我们通过报表的拆分，对南方铜业的完全成本进行测算。测算得 2023 年南方铜业完全成本水平为 6675 美元/吨，而扣除钼等副产品抵扣后完全成本水平为 4006 美元/吨。

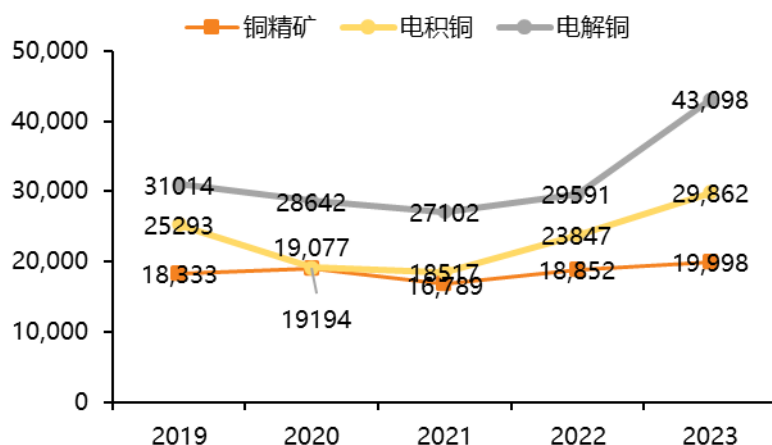
图 13：南方铜业完全成本拆分

	收入&成本	吨铜收入&吨成本
	百万美元	美元/吨
Net sales	9,896	11121
铜收入	7,521	8452
钼收入	1,286	1446
其他收入	1,089	1223
Operating costs and expenses		
Cost of sales (exclusive of depreciation, amortization and depletion)	4,688	5268
Selling, general and administrative	127	143
Depreciation, amortization and depletion	834	937
Exploration	55	62
Operating income	4,192	4711
Interest expense net of capitalized interest	-327	-367
Other income (expense)	4	4
Interest income	87	97
Income before income tax	3,956	4445
Income taxes	1,519	1707
Net income before equity earnings of affiliate	2,437	2739

资料来源：南方铜业公司公告，天风证券研究所

紫金矿业：2023 年公司矿山产铜精矿/电积铜/电解铜生产成本为 19998/29862/43098 元/吨（按照 7.2 美元兑人民币汇率对应成本 2778/4148/5986 美元/吨），其中铜精矿为公司主要产品，铜精矿销量占公司矿产铜比例达到 79%。如果按照三种产品的销量占比加权平均得到公司矿山产铜生产成本为 23270 元/吨（对应 3232 美元/吨）。

图 14：紫金矿业矿山产铜生产成本变化趋势（元/吨）



资料来源：紫金矿业公司公告，天风证券研究所

成本对比：由于紫金矿业利润构成相对分散，其各项费用无法准确分摊至铜和金的各个主体，因此要计算紫金的铜完全成本水平相对困难，难以和南方铜业进行直接的完全成本对比。而国内外报表口径的差异也导致国内的生产成本和海外的 cost of sales 不可比。此外，紫金矿业的自产铜主要产品为铜精矿（销售时有一定的折扣），而南方铜业的主要产品为电解铜（销售折价较小），产品种类也有一定差异。但总体对比来看，考虑到产品种类的

差异（铜精矿转换成电解铜还需要额外的成本），紫金自产铜的成本水平预计整体要高于南方铜业。

图 15：紫金矿业与南方铜业铜成本对比（美元/吨）

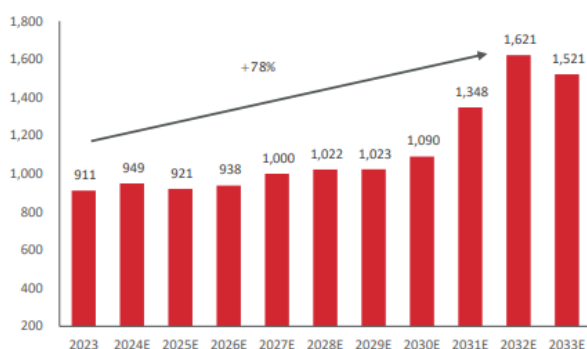
	紫金矿业	南方铜业	备注
生产成本/cost of sales	3232	2599	国内外报表口径不一致，不完全可比。国外的 cost of sales 剔除了折旧摊销成本
现金成本	未披露	2270	
完全成本	难以计算	4006	紫金的费用无法准确分摊至铜和金板块

资料来源：各公司公告，天风证券研究所

2.4 未来成长

南方铜业：2023 年公司铜产量达到 91.1 万吨，公司预计到 2032 年可以达到 162.1 万吨，九年间复合增速达到 6.6%，但主要增量都发生在 2030 年以后。

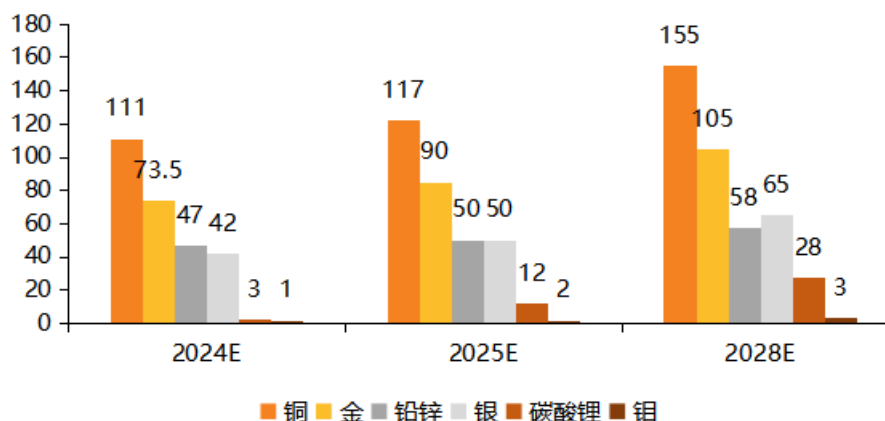
图 16：南方铜业远期铜产量预测（千吨）



资料来源：南方铜业公司公告，天风证券研究所

紫金矿业：2023 年公司铜产量 101 万吨，金产量 68 吨。公司发布五年规划，到 2028 年矿产铜产量将达到 150-160 万吨，金产量将达到 100-110 吨，我们取中值测算得公司 24-28 年矿产铜/金产量复合增速分别为 8.7%/9.3%。且产量扩张在年度之间相对比较均衡。

图 17：2024-2028 年紫金矿业铜/产量指引复合增速约 9%



资料来源：紫金矿业公司公告，天风证券研究所

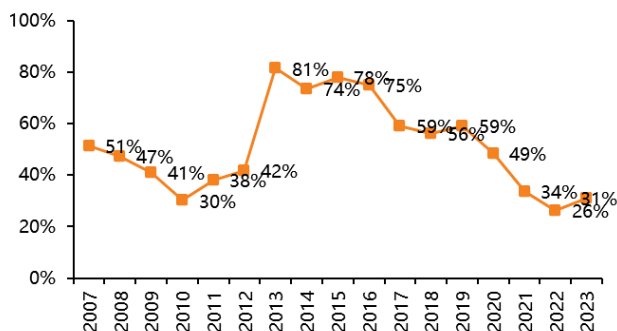
注：金的单位为吨，银的单位为十吨，其他为万吨

2.5 现金流&投资者回报

南方铜业：公司上市以来平均分红比例 58%，由于公司产能的扩张更多偏远期，近几年公司均实施了大额分红，分红比例超过 100%。

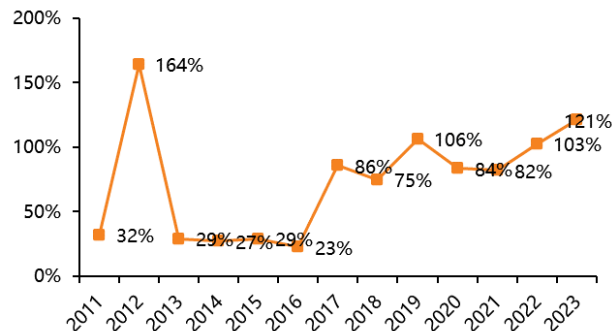
紫金矿业：公司上市以来平均分红比例 40%，近几年由于公司产能扩张需要的资本开支金额较大，分红比例约在 30%左右。

图 18：紫金矿业上市以来平均分红比例 40%



资料来源：Wind，天风证券研究所

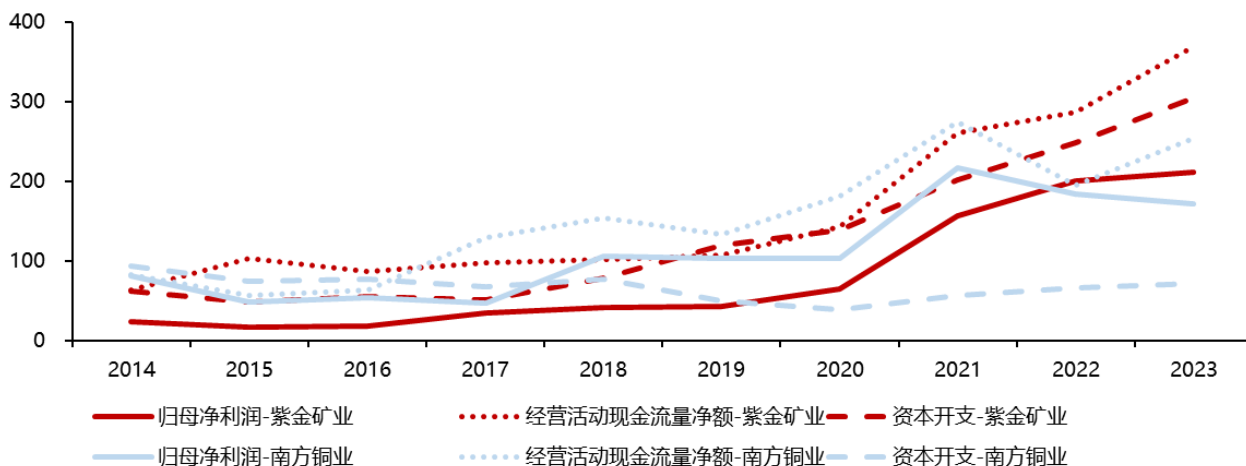
图 19：南方铜业上市以来平均分红比例 58%



资料来源：Wind，天风证券研究所

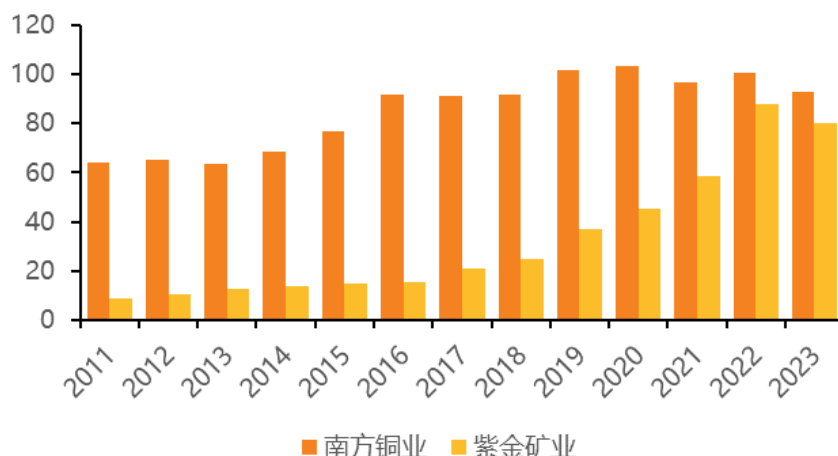
从近几年归母净利润（下图实线）及经营活动净现金流角度看（下图圆点虚线），近几年紫金矿业并未逊色于南方铜业，之所以产生分红的差异，我们认为核心在于近几年紫金持续处于产量扩张阶段，较大的资本开支（下图短划虚线）制约了公司分红能力。而南方铜业近几年产量未有明显扩张，因此具备大额分红能力（2018 年以来两者资本开支强度大幅拉开）。而从南方铜业的未来资本开支规划来看，到 2031 年间，公司的资本开支或将显著抬升，或带来公司分红比例的下滑。

图 20：紫金矿业 vs 南方铜业现金流对比（亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

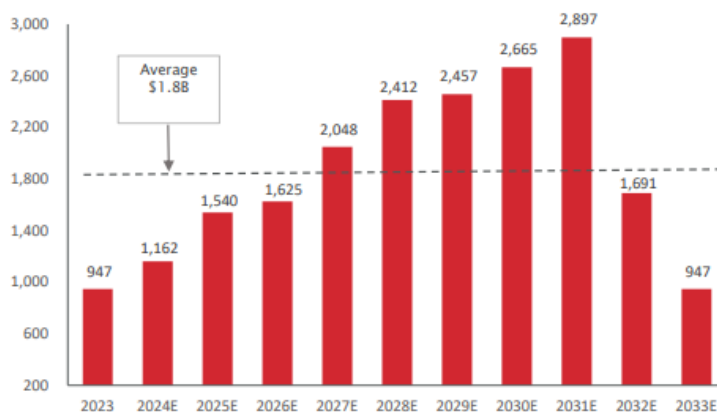
图 21：过去几年紫金矿业铜产量增速显著高于南方铜业（万吨）



资料来源: wind, 天风证券研究所

注: 上图口径中紫金矿业矿山产铜产量不包括联营及合营企业。

图 22: 南方铜业资本开支规划 (百万美元)



资料来源: 南方铜业公司公告, 天风证券研究所

3. 紫金矿业&南方铜业估值差异

两种估值体系下两个公司的估值差异来自于哪里?

EV (企业价值) = 股权价值 (总市值) + 带息债务 - 货币资金。我们计算了与企业价值以及 EBITDA 相关的几个紫金矿业与南方铜业的对应指标。可以发现, 紫金矿业较南方铜业相比, EV/EBITDA 折价较小而 PE 折价较大的原因主要在分子端: 紫金矿业有息负债规模更高, 因此两者总市值的比值在 0.74 但 EV (企业价值) 基本接近。而分母端两者归母净利润以及 EBITDA 的比值相对接近, 紫金折旧摊销的规模更大但受益于较低的所得税率。

图 23: 公司现金加维持性资本开支成本水平遥遥领先 (亿元)

	紫金矿业	南方铜业	紫金矿业/南方铜业
总市值	4221	5717	0.74
有息负债	1418	492	2.88
货币资金	184	82	2.24
企业价值 (EV) = 总市值 + 有息负债 - 货币资金	5455	6127	0.89

归母净利润 (TTM)	219	168	1.30
EBITDA	449	356	1.26
利润总额	313	280	1.12
所得税率	15%	38%	0.39
折旧摊销	103	59	1.75
财务费用	33	17	1.94

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：数据截至 24 年 9 月 21 日

市场有一些观点认为南方铜业较紫金矿业的估值溢价来自于其更低的有息负债水平、更高的铜储量、更低的成本水平以及更好的自由现金流带来的分红水平，我们对上述几个维度进行对比：

- 1) 紫金矿业有息负债水平确实更高，但 EV/EBITDA 的指标已经很好地剔除了有息负债水平的差异，而 EV/EBITDA 指标下南方铜业较紫金矿业估值仍有溢价，表明估值差异更多并非源于负债。此外由于 EBITDA 指标未考虑所得税，无法体现公司税收方面的差异。紫金矿业所得税率更低，公司整体所得税税负成本仅 15%，低于南方铜业的 38%，如果考虑到紫金的税收优势，两者的估值差异实际更大。
- 2) 虽然南方铜业铜资源量显著高于紫金，但紫金有大量的金及其他金属资源量，从这个维度上来说两者在资源方面并不十分可比。
- 3) 通过不同口径成本的对比，紫金矿业成本水平或高于南方铜业，低成本对应着更强的业绩稳定性，而更高的成本也代表了在商品价格涨价周期中更高的弹性。
- 4) 过去几年确实南方铜业的自由现金流以及分红情况更高，但核心原因在于近几年由于其产量增速较低，整体资本开支较小，可以进行大额分红，而紫金较快的发展对应着较高的资本开支，也限制了其在过去一段时间内的现金流及分红。展望未来，随着南方铜业新项目的陆续投建，其资本开支水平也将显著提升，未来两者的自由现金流及分红的差异预计将显著缩小。

对比下来我们认为紫金矿业较南方铜业并无明显劣势，两者估值的差异或更多是由于所处的权益市场不同，此外结合两者成本、分红的差异，海外市场或更愿意给予低成本带来的业绩稳定性以及当期的高分红更高的估值。

4.风险提示

测算具有主观性：本文涉及对公司成本等数据的测算，相关假设具有一定主观性，可能与公司实际经营情况存在一定差异，仅供参考。

产能建设不及预期：报告中对比的两家公司的成长性基于公司给出的产量指引，或存在产能建设不及预期风险。

商品价格大幅波动：两家公司的利润及现金流与铜价高度相关，若铜价大幅波动，公司经营情况或发生显著变化。

跨市场比较风险：选取的两家可比公司在不同证券交易所上市，所处市场存在一定的估值体系差异风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com