

“三步走”一阶段圆满收官，多元化矿种齐头并进

2023 年 03 月 28 日

➤ **事件：公司发布 2022 年年报。**2022 年，公司实现营收 2703.29 亿元，同比增长 20.1%；归母净利润 200.42 亿元，同比增长 27.9%；扣非归母净利润 195.31 亿元，同比增长 33%。2022Q4，公司实现营收 661.38 亿元，同比增长 17.8%、环比减少 7.8%；归母净利润 33.75 亿元，同比减少 22.8%、环比减少 16.4%；扣非归母净利润 36.08 亿元，同比减少 13.9%、环比减少 7.5%。业绩符合业绩预告。

➤ **2022 年业绩大幅增长主要受益于销量提升。**销量增长带来毛利增厚 93.18 亿元，主要得益于巨龙、Timok、卡莫阿等铜金矿山相继投产、满产贡献增量。售价降低和成本提升分别使毛利减少 15.11/18.86 亿元。2022 年综合毛利率同比增长 0.30pct，其中矿山端毛利率同比-4.69pct 至 54.29%，矿产品毛利率下降主要原因是矿产铜价格下降、金锭、电积铜成本同比上涨，金锭单位成本同比上升 27.73%至 251.43 元/克。主要是由于中塔（品位下降、俄乌影响等）、以及大陆黄金（安保费用变会计口径算入生产辅助成本），电积铜单位成本同比上涨 28.79%至 23847 元/吨，主要是因为生产用硫酸、石灰等辅料价格上涨。

➤ **2022Q4 归母净利润同比环比均下降，主要由于人民币升值产生汇兑损失，导致费用端财务费用大幅增加，同比/环比分别减利 6.2/6.4 亿元，以及乌后紫金罚款影响归母净利润 4.52 亿元。**2022Q4，①销量端：矿产金、矿产银、矿产铜、矿产锌、铁精矿环比分别变化-0.24%、+1.03%、+6.19%、-2.45%、+23.96%。铁精矿销量环比增长较多是因为三季度受疫情影响销售不畅，四季度有一定恢复。②价格端：矿产金、矿产银、矿产铜、矿产锌、铁精矿环比分别变化+16.50%、+19.76%、+1.51%、-5.87%、-4.75%。③成本端：矿产金、矿产银、矿产铜、矿产锌、铁精矿环比分别为+13.53%、+16.71%、+4.12%、+3.05%、-6.62%。

➤ **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 下带矿、卡莫阿二期扩建以及三期四期建设、巨龙二期三期，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，波格拉复产老将回归，海域金矿、Rosebel、萨瓦亚尔顿购建新生力量，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，项目建设持续推进中，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，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。我们预计 2023-2025 年公司将实现归母净利 241 亿元、290 亿元、372 亿元，对应 3 月 28 日收盘价的 PE 为 13x、11x 和 9x，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**项目进度不及预期，铜金等金属价格下跌，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)	270329	334623	371894	431480
增长率 (%)	20.1	23.8	11.1	16.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	20042	24144	28966	37170
增长率 (%)	27.9	20.5	20.0	28.3
每股收益 (元)	0.76	0.92	1.10	1.41
PE	16	13	11	9
PB	3.6	3.0	2.5	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 3 月 28 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

研究助理 张弋清

执业证书：S0100121120057

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

研究助理 李挺

执业证书：S0100122090040

邮箱：liting@mszq.com

相关研究

1.紫金矿业 (601899.SH) 2022 年业绩预告点评：量价齐升业绩同比大增，期待铜金锂钼齐发力-2023/01/30

2.紫金矿业 (601899.SH) 动态报告：参与竞标中国最大铅锌矿，加码铅锌领域布局-2023/01/16

3.紫金矿业 (601899.SH) 2022 年三季度业绩点评：价跌本升 Q3 业绩承压，内生增长+外延并购持续发力-2022/10/24

4.紫金矿业 (601899.SH) 动态报告：底部收购 Rosebel 金矿，优质资源再下一城-2022/10/20

5.紫金矿业 (601899.SH) 2022 年半年度业绩点评：量价齐升业绩创新高，期待“两湖一矿”锂资源放量-2022/08/15

目录

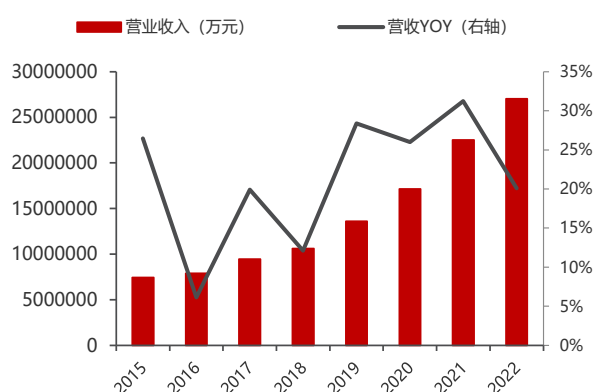
1 事件：公司发布 2022 年年报	3
2 2022 年业绩拆解：毛利同比大幅增加	4
3 毛利端拆解：销量增加推动 2022 年业绩增长	5
4 费用端：Q4 负债率环比上升 1.04pct，管理费用环比增加	10
5 Q4 环比维度非经常性利润下降，或表明经营利润数据更优	12
6 经营性现金流充裕，且随着项目投产达产有望持续增加	15
7 子公司视角的量、利与成本	17
7.1 矿产金：产量稳步增长，中塔泽拉夫尚利润翻倍增长	17
7.2 矿产铜：超额完成年度产量规划，期待 2023 年的绽放	18
7.3 铅锌矿：产量稳步增长，符合预期	20
7.4 铁精矿：需求疲软铁矿石价格承压，产量符合预期	22
7.5 矿产银：资源储量增加，产量快速增长	22
8 项目跟踪：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	24
8.1 铜板块：三大世界级铜矿产能持续释放	24
8.2 金板块：新老项目相继投产，黄金产量持续增长	27
8.3 战略金属板块：“两湖一矿”锂资源加快建设，加码战略矿种钼	30
9 盈利预测与投资建议	33
10 风险提示	34
插图目录	36
表格目录	36

1 事件：公司发布 2022 年年报

公司发布 2022 年年报：2022 年，公司实现营收 2703.29 亿元，同比增长 20.1%；归母净利润 200.42 亿元，同比增长 27.9%；扣非归母净利润 195.31 亿元，同比增长 33%。

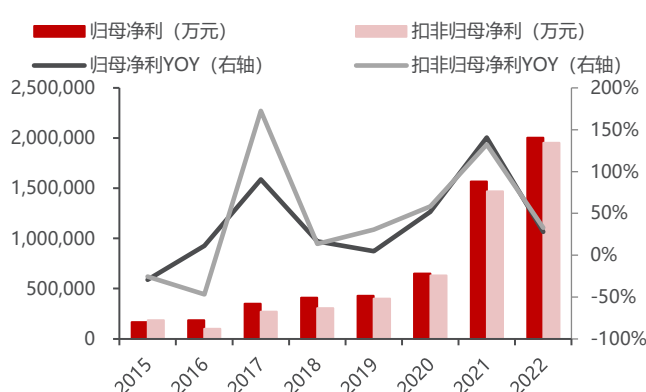
分季度来看，2022Q4，公司实现营收 661.38 亿元，同比增长 17.8%、环比减少 7.8%；归母净利润 33.75 亿元，同比减少 22.8%、环比减少 16.4%；扣非归母净利润 36.08 亿元，同比减少 13.9%、环比减少 7.5%。业绩符合预期。

图1：2022 年，公司实现营收 2703 亿元



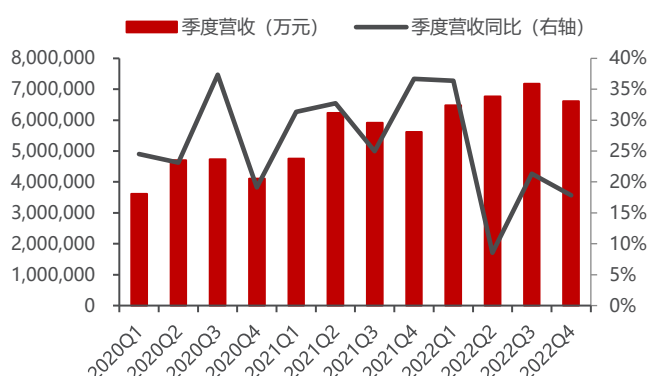
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2022 年，公司实现归母净利润 200.42 亿元



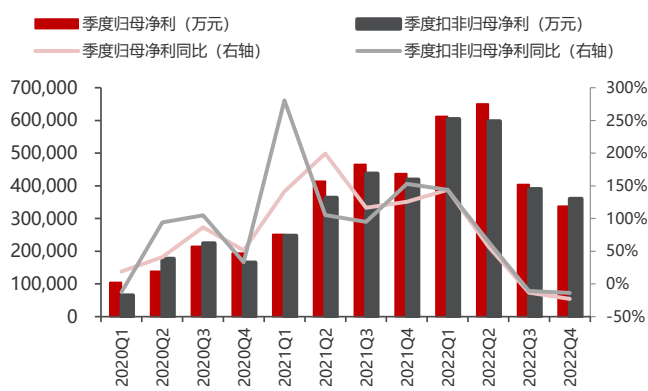
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2022Q4，公司实现营收 661 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：2022Q4，公司实现归母净利润 33.75 亿元

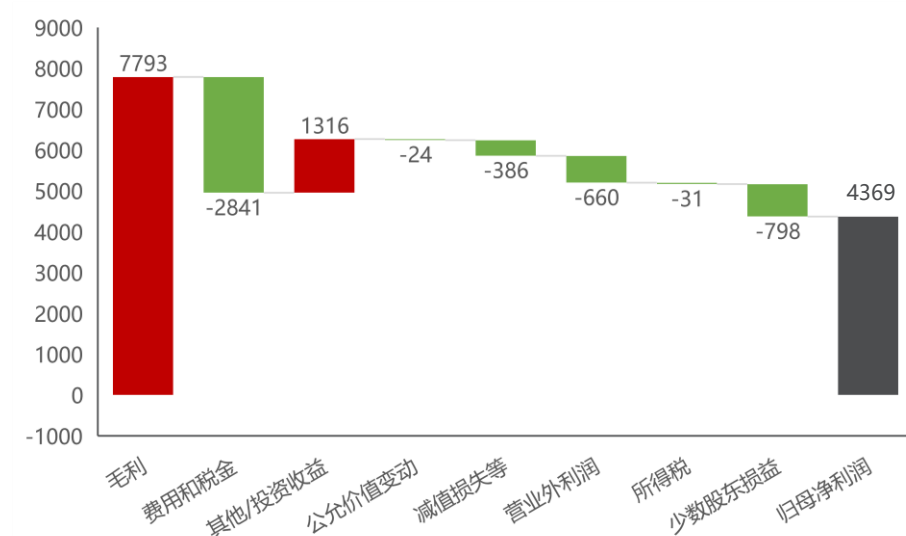


资料来源：wind，民生证券研究院

2 2022 年业绩拆解：毛利同比大幅增加

2022 vs 2021: 2022 年公司实现归母净利润 200.42 亿元, 同比增加 43.69 亿元, 核心在于毛利端同比增长 77.93 亿元。其他增利点还来自于其他/投资收益 (+13.16 亿元); 同比减利点主要在于费用及税金 (-28.41 亿元), 少数股东损益 (-7.98 亿元)、营业外利润 (-6.6 亿元) 和减值损失等 (-3.86 亿元)。

图5：2022 年，公司毛利同比增加 77.93 亿元（单位：百万元）

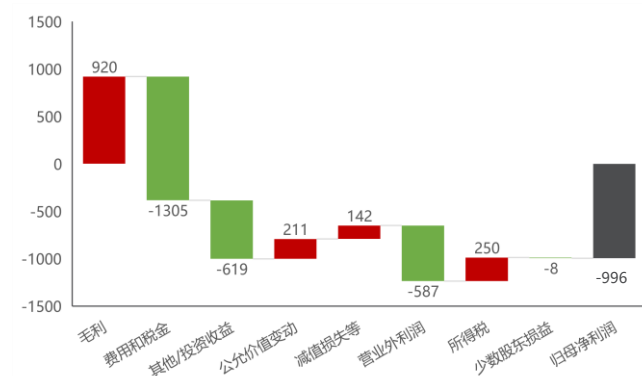


资料来源：wind，民生证券研究院

分季度同比来看，2022Q4 vs 2021Q4: 2022Q4 归母净利润 33.75 亿元, 同比减少 9.96 亿元, 核心在于费用及税金同比减利 13.05 亿元。主要由于人民币升值产生汇兑损失，导致费用端财务费用大幅增加，同比减利 6.2 亿元，其他减利点还来自于其他/投资收益同比减利 6.19 亿元，营业外利润减利 5.87 亿元，主要是受到乌后紫金罚款影响；主要的增利点包括毛利 (+9.2 亿元)，所得税 (+2.5 亿元)，公允价值变动 (+2.11 亿元) 和减值损失等 (+1.42 亿元)。

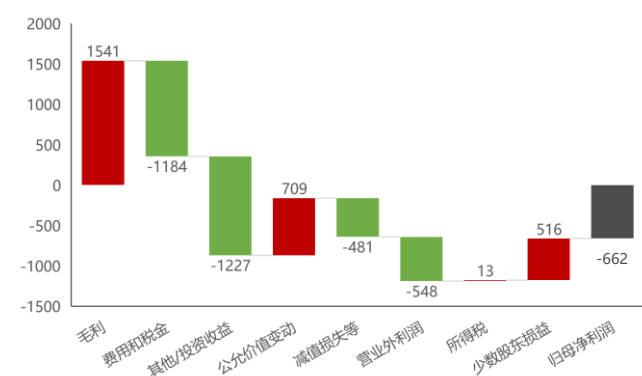
分季度环比来看，2022Q4 vs 2022Q3: 2022Q4 归母净利润环比减少 6.62 亿元, 核心在于费用及税金和其他投资收益环比减利 11.84 和 12.27 亿元。主要是由于人民币升值带来的汇兑损失以及外汇远期合约平仓的投资损失，其他的减利点还来自于营业外利润 (-5.48 亿元)、减值损失等 (-4.81 亿元)；主要的增利点在于毛利 (+15.41 亿元)，公允价值变动 (+7.09 亿元)，少数股东损益 (+5.16 亿元) 和所得税 (+0.13 亿元)。

图6：2022Q4 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7：2022Q4 业绩环比变化拆分（单位：百万元）

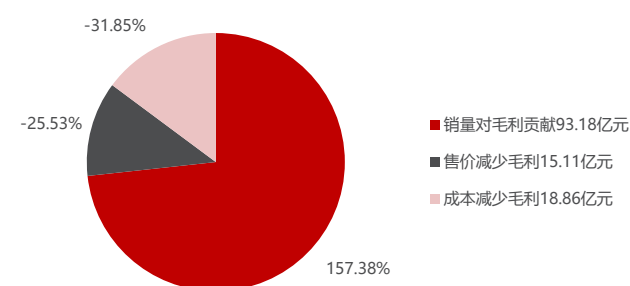


资料来源：wind，民生证券研究院

3 毛利端拆解：销量增加推动 2022 年业绩增长

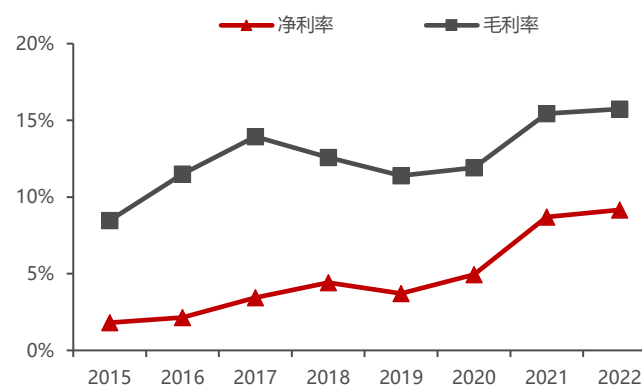
整体来看，1) 2022 年公司毛利润同比增长 77.93 亿元，综合毛利率同比增长 0.3pct 至 15.74%。2) 分季度看，2022Q4 公司单季度毛利润同比增 9.41%、环比增 16.83%至 106.94 亿元，毛利率同比降 1.24pct、环比增 3.41pct 至 16.17%。我们认为，公司 2022 年毛利润同比增长的核心原因在于矿山端毛利增加，而矿山端毛利增长的核心是产品的量增，其中销量增长带来矿山端毛利增厚 93.18 亿元，贡献矿山产品毛利增长额的 157.38%；主要由于矿山铜价格下滑，售价下降减少矿山产品毛利 15.11 亿元，占比-25.53%；同时由于大宗商品价格上涨，导致原料成本上涨，及运输距离增加等因素，导致矿产品成本上升，减少矿山端毛利 18.86 亿元，占比-31.85%。2022 年综合毛利率同比增长 0.3pct，其中矿产品毛利率为 54.29%，同比-4.69pct。分季度看，2022Q4 毛利率环比上升主要在于冶炼端和其他非主营产品毛利率提升。

图8：2022 年矿山产品毛利增长分解

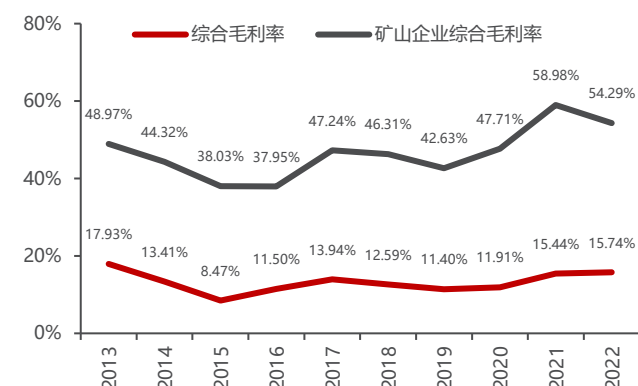


资料来源：wind，民生证券研究院测算

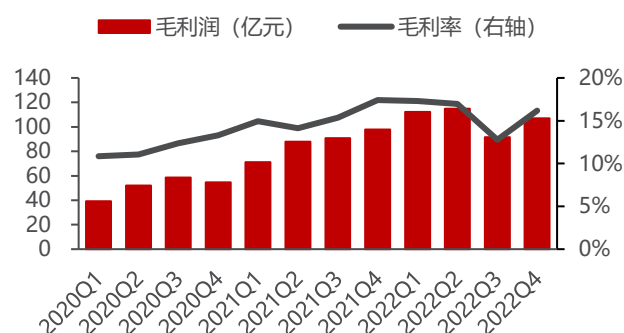
图9：2022 年公司综合毛利率为 15.74%



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，矿产金、矿产铜和冶炼铜表现突出。

- ✓ 2022Q4 矿产品及冶炼端毛利环比增加 11.22 亿元，其中，矿产品及冶炼端毛利环比降低的部分是矿产锌 (-1.3 亿元)。但由于矿产金 (+5.0 亿元)、冶炼加工金 (+0.3 亿元)、矿产银 (+0.3 亿元)、矿产铜 (+2.8 亿元)、冶炼产铜 (+3.3 亿元)、冶炼产锌 (+0.8 亿元)、铁精矿 (+0.2 亿元) 产品对业绩的抬升，整体的毛利环比提高。
- ✓ 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）毛利环比增长 4.19 亿元，同样是 2022Q4 毛利额环比增长的主要原因。

表1：公司分季度毛利变化（亿元）

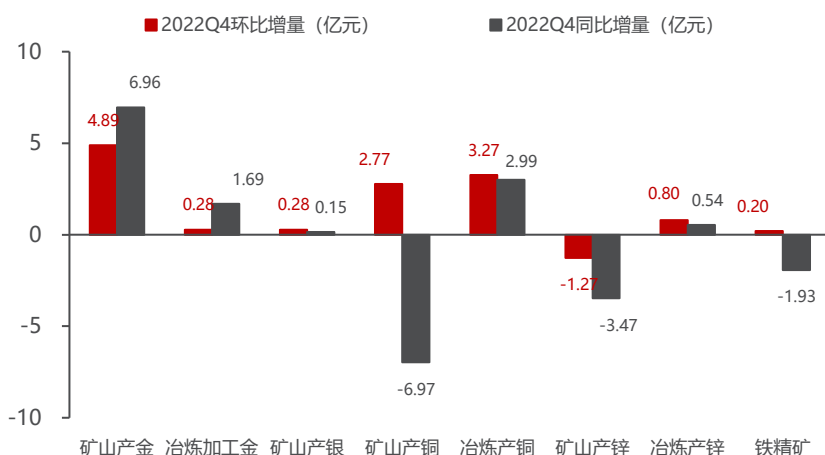
	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2022Q3 毛利占比 (%)	2022Q4 毛利占比 (%)	2022Q4 同比 (%)	2022Q4 环比 (%)
矿产金	20.3	22.5	24.3	29.2	24.5	29.4	26.82%	27.53%	30.94%	19.93%
冶炼加工金	0.7	0.5	1.2	0.3	1.9	2.2	2.08%	2.04%	344.52%	14.49%
矿产银	1.1	1.2	1.6	1.7	1.1	1.4	1.17%	1.26%	12.25%	25.82%
矿山铜板块	54.6	61.8	64.6	77.1	52.0	54.8	56.85%	51.25%	-11.28%	5.32%
冶炼产铜	0.8	2.3	3.1	1.5	2.0	5.3	2.22%	4.95%	129.95%	160.81%
矿产产锌	5.6	8.5	10.8	8.5	6.3	5.0	6.84%	4.67%	-40.99%	-20.21%
冶炼产锌	1.0	0.8	1.3	0.4	0.6	1.4	0.60%	1.27%	65.50%	145.25%
铁精矿	6.1	3.1	3.3	2.7	1.0	1.2	1.10%	1.12%	-61.69%	19.70%
矿产品和冶炼端	90.29	100.68	110.15	121.31	89.41	100.63	97.68%	94.10%	-0.05%	12.54%
其他产品等	0.42	-2.94	2.03	-6.52	2.12	6.31	2.32%	5.90%	-315.05%	197.39%
合计	90.71	97.74	112.18	114.79	91.54	106.94	100.00%	100.00%	9.41%	16.83%

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12：2022Q4 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（2022Q4 环比 2022Q3），其他非主营产品毛利润占比上升至 5.90%，2022Q4 矿产品和冶炼端的毛利占比环比降低至 94.10%。其中，Q3→Q4，冶炼端毛利占比提升的有冶炼产铜、冶炼产锌：冶炼产铜毛利占比从 2.22%→4.95%，冶炼产锌毛利占比从 0.60%→1.27%，环比增加；而冶炼加工金毛利占比从 2.08%→2.04%，环比下降。Q3→Q4，矿山端毛利占比提高的有矿山金、矿山产银和铁精矿，其余均下降：矿山产金毛利占比从 26.82%→27.53%，矿山产银毛利占比从 1.17%→1.26%，铁精矿毛利占比从 1.10%→1.12%；而矿山铜毛利占比从 56.85%→51.25%，矿山产锌毛利占比从 6.84%→4.67%，环比下降。我们认为：

- ✓ 冶炼端铜毛利占比环比提升的核心来自单价环比增长，冶炼锌毛利占比提升主要由于售价环比下降幅度较小和产量环比增加：冶炼铜 Q4 单位成本环比提高，但是价格的提高幅度大于成本，增加了单位盈利空间，尽管销量下滑，但毛利占比提升；冶炼锌 Q4 售价环比下降，但是单位成本的下降幅度大于售价，增加了单位盈利空间，同时销量增长，毛利占比提升；
- ✓ 冶炼金毛利占比环比下滑主要受到了单位盈利空间缩小因素影响：冶炼产金 Q4 销量环比增长，但是冶炼产金单价和单位成本均环比上涨，且成本的增幅高于销售单价的增幅；
- ✓ 矿山端铜、锌的毛利占比环比下滑源于单位盈利空间的缩小：矿山铜销量环比增加，单价虽有提高，但单位成本环比上升幅度更大，压缩单位盈利空间；矿山锌售价环比下降，单位成本环比增大，且销量环比下滑，毛利占比因而环比下滑。矿山产金、银、铁精矿的毛利占比环比上升主要受益于单位盈利

空间扩大(矿山产金、矿山产银、铁精矿)和销量增加(矿山产银、铁精矿)。

销量端:2022Q4,矿产金、矿产银、矿产铜、矿产锌、铁精矿环比分别-0.24%、+1.03%、+6.19%、-2.45%、+23.96%。铁精矿销量环比增长较多是因为三季度受疫情影响销售不畅,四季度有一定恢复。

价格端:2022Q4,矿产金、矿产银、矿产铜、矿产锌、铁精矿环比分别+16.50%、+19.76%、+1.51%、-5.87%、-4.75%。

成本端:2022Q4,矿产金、矿产银、矿产铜、矿产锌、铁精矿环比分别+13.53%、+16.71%、+4.12%、+3.05%、-6.62%。成本端上涨主要为金锭和电积铜,2022年金锭单位成本同比上升27.73%至251.43元/克。主要或由于中塔(品位下降,治理边坡、俄乌影响)、以及大陆黄金(安保费用变会计口径算入生产辅助成本),2022年电积铜单位成本同比上涨28.79%至23847元/吨,主要或因为生产用硫酸、石灰等辅料价格上涨。

表2: 公司分产品销量、单价和单位成本变化(2022Q4 环比 2022Q3)

	单位	2022Q3				2022Q4				2022Q4 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	13951	15867	348	193	15378	15829	405	219	10.23%	-0.24%	16.50%	13.53%
冶炼加工金	千克, 元/克	62912	62876	381	378	67110	66664	397	394	6.67%	6.02%	4.16%	4.13%
矿产银	千克, 元/克	98739	104623	2.64	1.61	105117	105697	3.16	1.88	6.46%	1.03%	19.76%	16.71%
矿产铜小计	吨, 元/吨	222307	229214	43075	20371	244820	243401	43727	21210	10.13%	6.19%	1.51%	4.12%
冶炼产铜	吨, 元/吨	181434	181230	53602	52481	163082	163119	57664	54416	-10.11%	-9.99%	7.58%	3.69%
矿产锌	吨, 元/吨	96499	101649	14668	8508	103106	99154	13806	8767	6.85%	-2.45%	-5.87%	3.05%
冶炼产锌	吨, 元/吨	66706	66341	21804	20971	88823	88586	21666	20135	33.16%	33.53%	-0.63%	-3.98%
铁精矿	万吨, 元/吨	81	29	586	241	134	36	558	225	65.17%	23.96%	-4.75%	-6.62%

资料来源: wind, 公司公告, 民生证券研究院

同比角度, 2022Q4 矿产品及冶炼端毛利与 2022Q4 基本维持同一水平, 其他非主营产品毛利同比大幅增加 9.25 亿元。其中矿产品及冶炼端毛利同比增长主要来自于矿产金 (+7.0 亿元)、金锭 (+1.7 亿元)、矿山产银 (+0.2 亿元)、冶炼产铜(+3.0 亿元)、冶炼产锌 (+0.5 亿元), 而减少的部分主要来自于矿山产铜 (-7.0 亿元)、矿山产锌 (-3.5 亿元)、铁精矿 (-1.9 亿元)。毛利额同比的主要增量矿产金核心受益于销量同比大增 21.05%, 虽单价增幅 (17.91%) 小于单位成本增幅 (27.67%), 但毛利仍同比增长 30.94%; 金锭主要受益于价增, 销量虽同比减少 20.58%, 但单价同比增 13.20%、高于单位成本增幅 12.46%; 矿山银毛利的同比增长核心受益于销量大增, 虽然单价增幅 (0.94%) 小于单位成本增幅 (19.97%), 但是销量大幅增长 37.17%, 毛利仍实现同比增长 12.25%。冶炼铜毛利同比增长主要由于单位盈利空间和销量增加, 单价降幅 (7.97%) 小于单位成本降幅 (11.04%), 同时销量同比增长 5.61%, 毛利实现同比增长 129.95%。冶炼锌毛利同比增长主要由于单位盈利空间扩大, 单价提高 (2.41%), 单位成本下

降 (-0.62%), 虽销量同比减少 3.18%, 但毛利实现同比增长 65.5%。

表3: 公司分产品销量、单价和单位成本变化 (2022Q4 同比 2021Q4)

表9：公司分产品销量、单价和单位成本变化（2022Q4同比2021Q4）													
2021Q4						2022Q4				2022Q4 同比 (%)			
	单位	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	13002	13076	344	172	15378	15829	405	219	18.27%	21.05%	17.91%	27.67%
冶炼加工金	千克, 元/克	83754	83936	351	350	67110	66664	397	394	-19.87%	-20.58%	13.20%	12.46%
矿产银	千克, 元/克	75165	77055	3.13	1.57	105117	105697	3.16	1.88	39.85%	37.17%	0.94%	19.97%
矿产铜小计	吨, 元/吨	176052	173693	53942	18378	244820	243401	43727	21210	39.06%	40.13%	-18.94%	15.41%
冶炼产铜	吨, 元/吨	154864	154458	62660	61168	163082	163119	57664	54416	5.31%	5.61%	-7.97%	-11.04%
矿产锌	吨, 元/吨	111006	114907	15465	8097	103106	99154	13806	8767	-7.12%	-13.71%	-10.73%	8.28%
冶炼产锌	吨, 元/吨	88606	91498	21156	20261	88823	88586	21666	20135	0.24%	-3.18%	2.41%	-0.62%
铁精矿	万吨, 元/吨	55	58	827	283	134	36	558	225	145.63%	-37.29%	-32.54%	-20.28%

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, 2022Q4 矿产金 (+20.22%), 冶炼加工金 (+7.99%), 矿产银 (+24.54%), 冶炼产铜 (+189.76%), 冶炼产锌 (+83.66%) 单位毛利环比上升, 其余产品单位毛利环比均下降。其中, 矿产金、冶炼金、冶炼铜由于价增, 单位毛利同比、环比均实现增长; 矿产银环比: 单价增幅大于成本增幅, 单位毛利环比上涨。同比: 单价增幅小于成本增幅, 单位毛利同比下降; 冶炼锌单价降幅小于成本降幅, 单位毛利环比上涨; 矿山铜、矿产锌和铁精矿由于单价上涨幅度低于单位成本、或单价下降幅度大于单位成本, 导致单位毛利同、环比减少。

表4: 公司分产品单位毛利同比、环比变化

	2021Q4	2022Q3	2022Q4	2022Q4 同比	2022Q4 环比
矿产金	172	155	186	8.16%	20.22%
冶炼加工金	0.58	3.03	3.27	459.69%	7.99%
矿产银	1.56	1.03	1.28	-18.17%	24.54%
矿山铜小计	35564	22703	22517	-36.69%	-0.82%
冶炼产铜	1492	1121	3248	117.74%	189.76%
矿产锌	7368	6160	5039	-31.61%	-18.20%
冶炼产锌	895	833	1530	70.94%	83.66%
铁精矿	544	344	332	-38.91%	-3.44%

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

从库存角度看, 多数产品库存减少, 矿产锌和铁精矿库存增加, 分别同比增长了 15.85% 和 3468.28%。2022 年底, 矿产金库存量为 3160kg, 同比减少 60.85%, 全年产销率达 107.9%, 库存量对应产量的生产月数达 0.67 月; 矿山铜、矿山银、

冶炼加工贸易金、冶炼铜和冶炼锌库存分别同比下降 25.47%、57.58%、39.14%、77.19%和 3.67%，库存量对应产量的生产月数都不超过 1 个月，维持正常库存水平。

表5：公司 2022 年产品产销率与库存情况

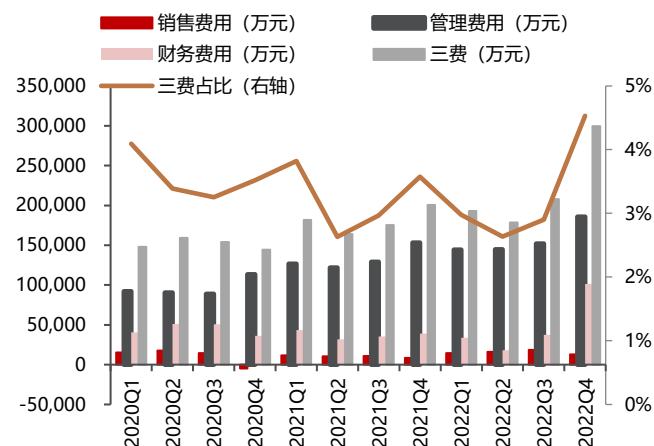
主要产品	单位	生产量	销售量	产销率	库存量	库存对应生产月数	库存量比上年增减 (%)
矿山产金	千克	56,360	60,821	107.92%	3,160	0.67	-60.85
矿山产铜 (含卡莫阿权益)	吨	877,317	884,311	100.80%	20,467	0.28	-25.47
矿山产锌	吨	402,321	401,564	99.81%	5,539	0.17	15.85
矿山产银	千克	387,458	403,391	104.11%	11,737	0.36	-57.58
铁精矿 (不含非控股企业)	万吨	335	182.24	54.40%	67.05	2.40	3468.28
冶炼加工贸易金	千克	258,550	258,791	100.09%	375	0.02	-39.14
冶炼产铜	吨	690,849	691,837	100.14%	292	0.01	-77.19
冶炼产锌	吨	318,454	318,488	100.01%	893	0.03	-3.67

资料来源：wind，公司公告，民生证券研究院

4 费用端：Q4 负债率环比上升 1.04pct，管理费用环比增加

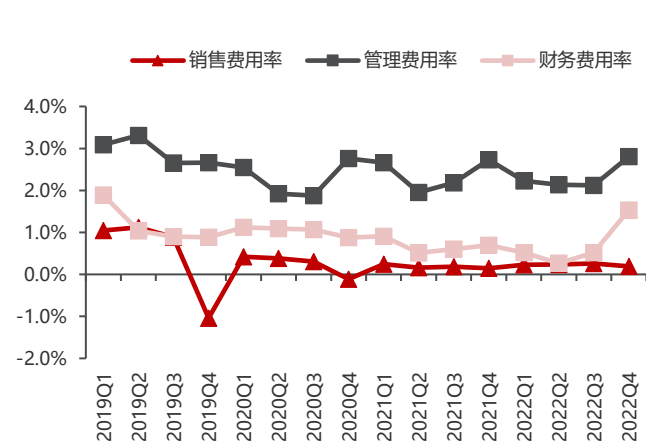
从期间费用的变化来看，2022Q4 公司管理费用环比增长 3.36 亿元。2022 年公司销售费用、管理费用、财务费用、研发费用分别为 6.20 亿元、62.65 亿元、19.05 亿元、12.32 亿元。**同比来看：**销售费用增加 2.08 亿元，主要是由于 2022 年合并企业增加；管理费用增加 9.56 亿元，原因主要在于合并企业的在建转产增加；财务费用增加 4.09 亿元，主要是由于公司融资规模扩大，利息费用增加，以及人民币升值带来汇兑损失增加；研发费用增加 4.61 亿元。**分季度看**，2022Q4 期间费用（含研发费用）合计 34.29 亿元，环比增加 9.92 亿元，其中销售费用、管理费用、财务费用、研发费用分别环比变化-0.58 亿元、+3.36 亿元、+6.38 亿元、+0.76 亿元。

图13：公司三费情况



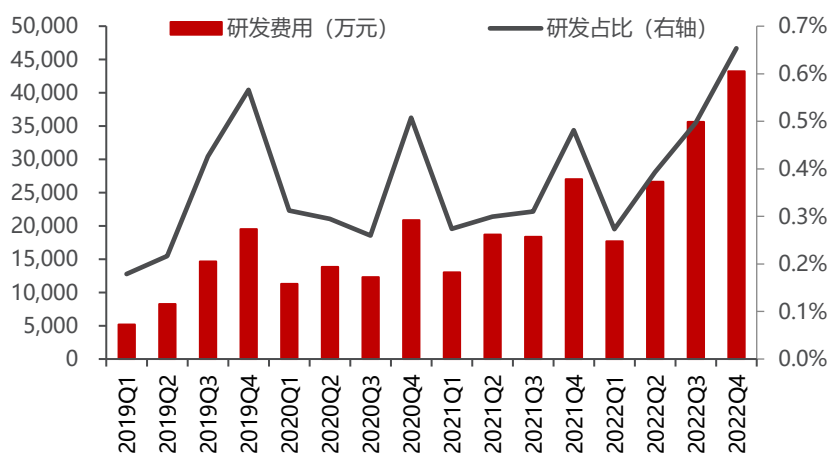
资料来源：wind，民生证券研究院

图14：公司费用率变化



资料来源：wind，民生证券研究院

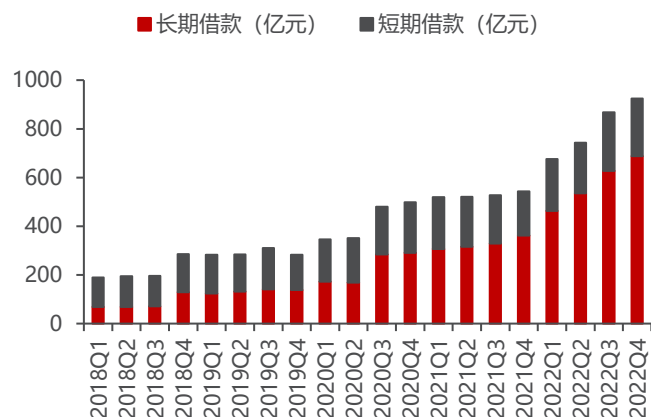
图15：公司研发费用情况



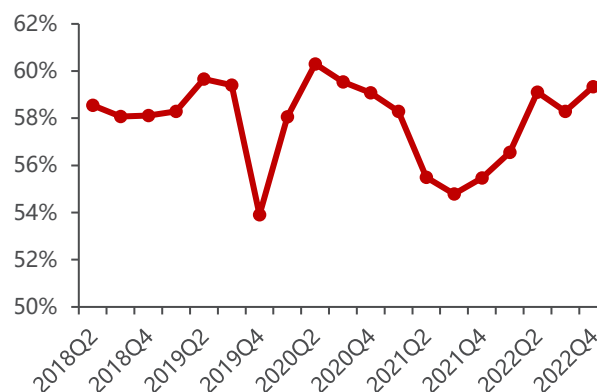
资料来源：wind，民生证券研究院

截至2022年底,公司负债率较2022年三季度末上升1.04pct.至59.33%。

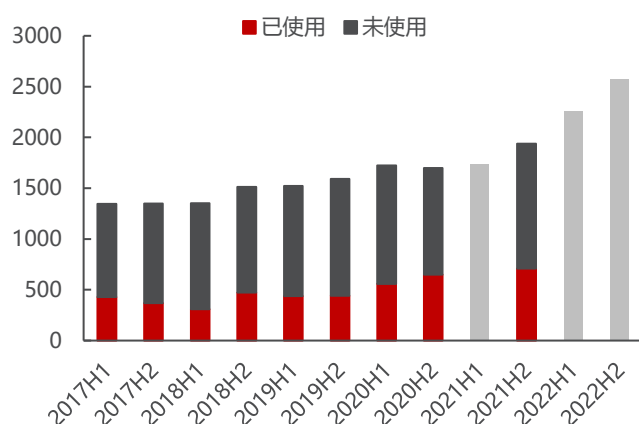
2022年12月月末公司借款总额为1255亿元，较2021年12月末的769.95亿元增加485.05亿元，其中一年内须予偿还的借款约为308亿元。公司由银行所提供的无指定用途的授信额度约2570亿元人民币，债务负担可控。

图16：公司短期借款和长期借款情况


资料来源：wind，民生证券研究院

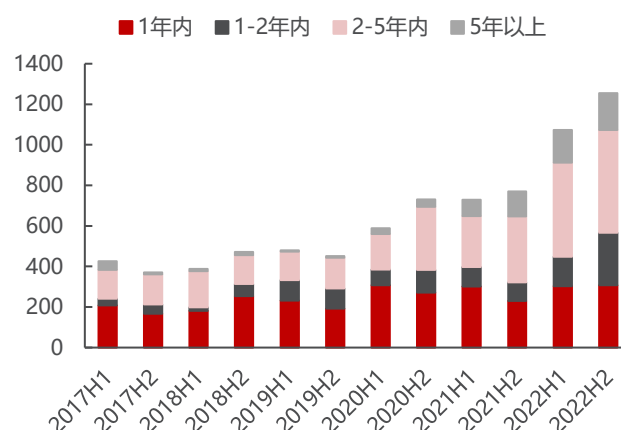
图17：公司资产负债率变化 (%)


资料来源：wind，民生证券研究院

图18：公司近五年银行授信额度使用情况 (单位: 亿元)


资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：2021H1、2022H1 和 H2 未分别披露已使用授信与未使用授信

图19：公司近五年借款偿还计划 (单位: 亿元)


资料来源：公司公告，民生证券研究院

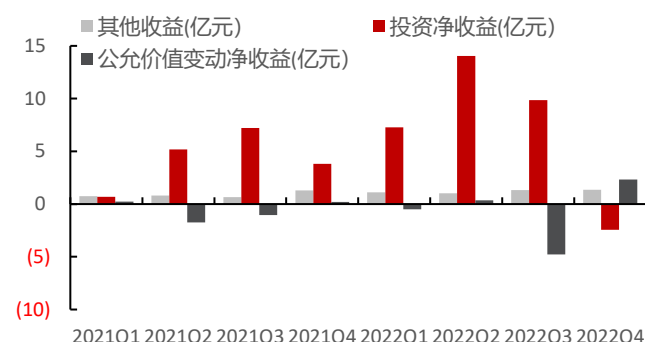
5 Q4 环比维度非经常性利润下降, 或表明经营利润数据更优

环比来看，2022Q4 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）环比减少 5.18 亿元，资产/信用减值损失环比减利 4.49 亿元，此外，营业外收支环比利润减少 5.48 亿元，主要是由于乌后紫金罚款影响利润。综合来看，环比减少利润 15.15 亿元，或指示公司四季度主业经营利润数据更优，经营效益也更好。

详细来看，2022Q4 非经常性损益项目环比减量主要体现在：其他营业外收

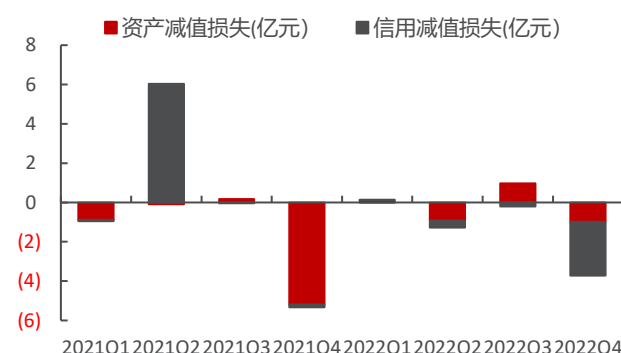
入和支出 (-4.19 亿元), 非流动资产处置损益 (-1.61 亿元), 少数股东权益影响 (-1.52 亿元), 除同公司正常经营业务相关的有效套期保值业务外的公允价值变动损益和投资收益 (-1.06 亿元), 所得税影响额 (-0.50 亿元); **Q4 环比的增量体现在:** 计入当期损益的对非金融企业收取的资金占用费 (+1.17 亿元)。2022 年, 计入当期损益的对非金融企业收取的资金占用费带来的公允价值损益增加 12.11 亿元、其他营业外收入和支出的损失为 7.83 亿元。

图20: 其他收益、投资净收益及公允价值变动净收益环比变化 (单位: 亿元)



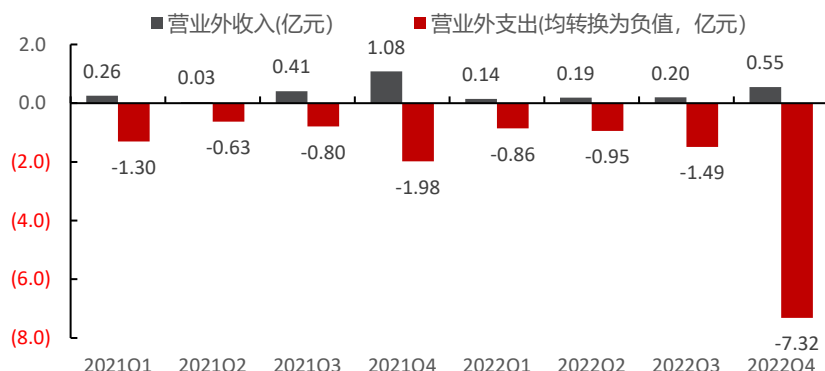
资料来源: wind, 民生证券研究院

图21: 资产/信用减值损失环比变化 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

图22: 公司营业外收支环比 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

表6: 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	2022Q3	2022Q4	环比增减
非流动资产处置损益	-13.03	-174.41	-161.38
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	133.77	136.29	2.52
计入当期损益的对非金融企业收取的资金占用费	303.75	420.36	116.61
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	-190.41	-296.37	-105.96

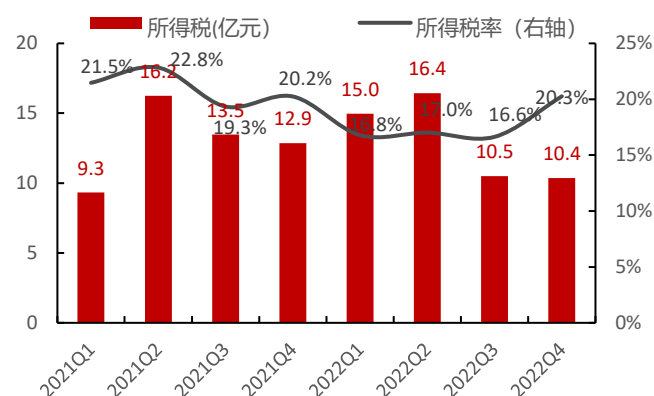
性金融负债和可供出售金融资产取得的投资收益

除上述各项之外的其他营业外收入和支出	-117.58	-536.15	-418.57
其他符合非经常性损益定义的损益项目	28.41	24.37	-4.05
少数股东权益影响额(税后)	16.05	-135.54	-151.59
所得税影响额	-9.27	-59.05	-49.78
合计	138.23	-233.07	-371.30

资料来源：公司公告，民生证券研究院

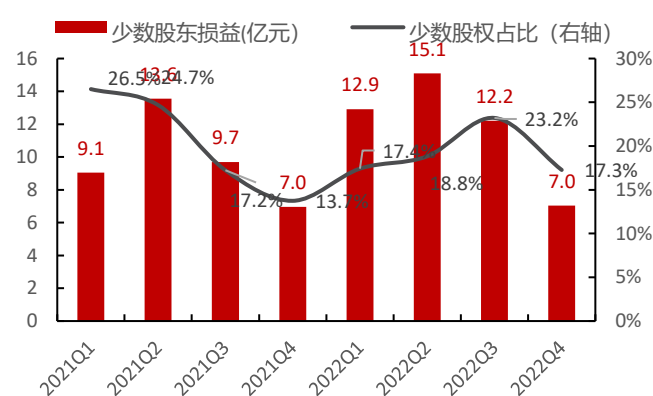
2022Q4 所得税率环比上升，少数股权占比环比下降。2022Q4 公司所得税率环比增 3.6pct 至 20.3%。另外，公司 Q4 少数股东损益环比下降 5.16 亿元，少数股东损益占比下降 5.9pct 至 17.3%，从披露子公司盈利情况来看，主要系部分子公司亏损导致少数股东损益环比下降。

图23：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24：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

表7：重要非全资控股公司净利润（2021vs2022，单位：万元）

板块	公司名称	所属矿山/产品	权益	2021	2022	同比	2022 年归母净利润同比增减
黄金板块	奥同克有限责任公司	左岸金矿	60%	62,964	46938	-25.45%	-16026
	中塔泽拉夫尚有限责任公司	吉劳、塔罗金矿	70%	75,287	175608	133.25%	100321
	大陆黄金（哥伦比亚）	武里蒂卡金矿	69.28%	22012	21102	-4.13%	-910
铜板块	穆索诺伊矿业简易股份有限公司	科卢韦齐铜矿	72%	284,376	180172	-36.64%	-104204
	新疆阿舍勒铜业股份有限公司	阿舍勒铜矿	51%	134,114	116797	-12.91%	-17317
	塞尔维亚紫金铜业	波尔铜矿 (JM/VK/NC/MS)	63%	187,124	189151	1.08%	2027
锌板块	碧沙矿业股份公司	Bisha 铜锌矿	55%	64,088	68591	7.03%	4503
	乌拉特后旗紫金矿业有限公司	庙沟-三贵口铅锌矿	95%	8,744	-36519	-517.65%	-45263
	俄罗斯龙兴有限责任公司	克兹尔-塔什特克锌多金属矿	70%	33,287	45257	35.96%	11970

锌冶炼	巴彦淖尔紫金有色金属有限公司	锌锭	87.2%	25,359	25493	0.53%	134
铁矿板块	新疆金宝矿业有限公司	铁精矿	56%	139,124	46949	-66.25%	-92175
	福建马坑矿业股份有限公司	铁精矿	41.5%	99,621	63492	-36.27%	-36129

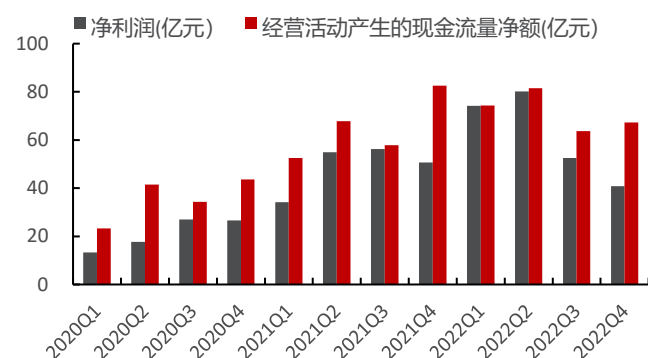
资料来源：公司公告，民生证券研究院

6 经营性现金流充裕，且随着项目投产达产有望持续增加

2022 年公司实现经营活动现金净流入 286.79 亿元,同比增加流入 26.06 亿元。其中 Q1-Q4 分别为 74.28 亿元、81.48 亿元、63.73 亿元、67.30 亿元。除 Q3 经营活动现金净流入有所下滑 (环比-21.79%), Q2、Q4 均实现了环比增长,分别为 9.69%、5.61%。当前经济背景下,铜金价格有望呈现上行走势,随着 TImok 上带矿、卡莫阿卡库拉一序列一二期、巨龙铜矿等项目的投产,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。

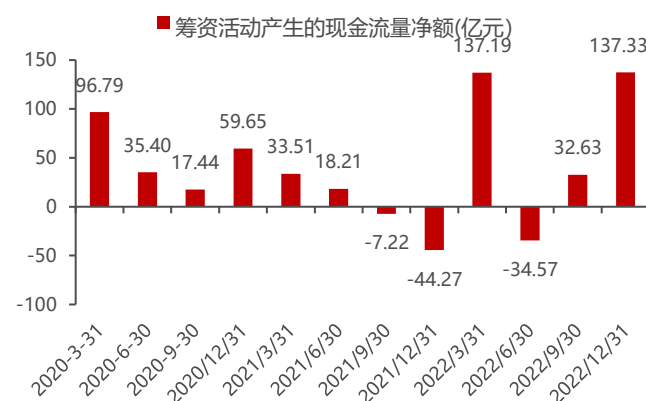
2022 年公司筹资活动产生的现金净流入额为 272.58 亿元,上年同期为现金净流入额 0.23 亿元,融资规模同比大幅增加。根据公司未到期债务情况,预计 2023 年需偿还约 35 亿元规模的债务,基于公司的现金流情况,我们认为公司的资金压力较小。

图25：公司单季度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26：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

表8：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	9.42	7	7	3.80
102282230.IB	一般中期票据	累进利率	2022-10-13	2029-10-13	4.56+2	15	15	3.20
102282287.IB	一般中期票据	累进利率	2022-10-19	2027-10-19	2.57+2	15	15	2.79
185806.SH	一般公司债	累进利率	2022-05-26	2027-05-26	2.17+2	35	35	2.94

102280542.IB	一般中期票据	累进利率	2022-04-22	2027-04-22	2.08+2	20	20	3.15
185486.SH	一般公司债	固定利率	2022-03-08	2027-03-08	3.96	15	15	3.60
102101852.IB	一般中期票据	累进利率	2021-09-14	2026-09-14	1.48+2	15	15	3.25
188495.SH	一般公司债	累进利率	2021-08-03	2026-08-03	1.36+2	20	20	3.10
188162.SH	一般公司债	固定利率	2021-06-03	2026-06-03	3.19	5	5	3.87
102000148.IB	一般中期票据	固定利率	2020-02-21	2025-02-21	1.92	10	10	3.51
101901191.IB	一般中期票据	固定利率	2019-08-30	2024-08-30	1.44	25	25	3.95
188161.SH	一般公司债	固定利率	2021-06-03	2024-06-03	1.19	15	15	3.46
132100045.IB	一般中期票据	固定利率	2021-04-27	2024-04-27	1.09	3	3	3.71
101900303.IB	一般中期票据	固定利率	2019-03-11	2024-03-11	0.96	10	10	4.30
102002180.IB	一般中期票据	固定利率	2020-11-23	2023-11-23	0.67	20	20	4.20
012200197.IB	超短期融资债券	固定利率	2022-11-03	2023-07-31	0.35	5	5	1.91
012283719.IB	超短期融资债券	固定利率	2022-10-26	2023-07-23	0.33	5	5	1.85
012283658.IB	超短期融资债券	固定利率	2022-10-21	2023-07-18	0.32	5	5	1.84

资料来源: wind, 公司公告, 民生证券研究院

7 子公司视角的量、利与成本

7.1 矿产金：产量稳步增长，中塔泽拉夫尚利润翻倍增长

产量端：2022 年产量 56.36 吨，同比增长 18.76%，完成年度规划 60 吨的 93.93%。2022 年，奥同克 (-0.49 吨)、曙光金铜矿 (-0.31 吨)、福建紫金山金铜矿 (-0.18 吨)、泽拉夫尚 (-0.1 吨)、其他 (-0.03 吨) 产量略微下降，但塞尔维亚紫金矿业 (+1.59 吨)、亚武里蒂卡 (+1.57 吨)、圭亚那奥罗拉 (+1.33 吨)、义兴寨 (+1.16 吨)、诺顿金田 (+1.13 吨)、洛阳坤宇 (+1.12 吨)、塞尔维亚紫金铜业 (+0.90 吨)、陇南紫金 (+0.59 吨)、贵州水银洞 (+0.37 吨) 以及多宝山 (+0.26 吨) 贡献了较多增量。

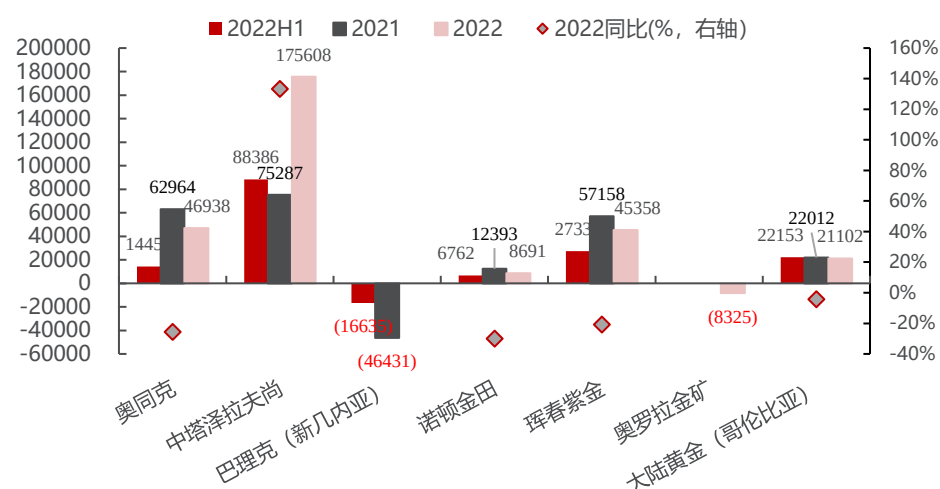
表9：2022 矿产金产量同比+18.76% (单位：千克)

主要企业或矿山	权益	2021	2022	2022 同比
塔吉克斯坦泽拉夫尚公司	70%	6,588	6,456	-2.00%
澳洲诺顿金田黄金公司	100%	4,374	5,501	25.77%
吉尔吉斯斯坦奥同克公司	60%	4,319	3,831	-11.30%
吉林珥春曙光金铜矿	100%	2,524	2,219	-12.08%
福建紫金山金铜矿	100%	2,112	1,930	-8.62%
黑龙江多宝山铜业	100%	2,346	2,609	11.21%
贵州水银洞金矿	56%	2,401	2,773	15.49%
河南洛阳坤宇黄金公司	70%	1,576	2,696	71.07%
哥伦比亚武里蒂卡	69.28%	6,106	7,679	25.76%
塞尔维亚紫金铜业	63.00%	1,656	2,560	54.59%
山西紫金义兴寨金矿	100%	900	2,062	129.11%
甘肃陇南紫金	84%	4,936	5,525	11.93%
塞尔维亚紫金矿业	100%	3,138	4,730	50.73%
圭亚那奥罗拉	100%	1,393	2,725	95.62%
集团其他黄金企业合计		3090	3,065	-0.81%
总计		47,459	56,360	18.76%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

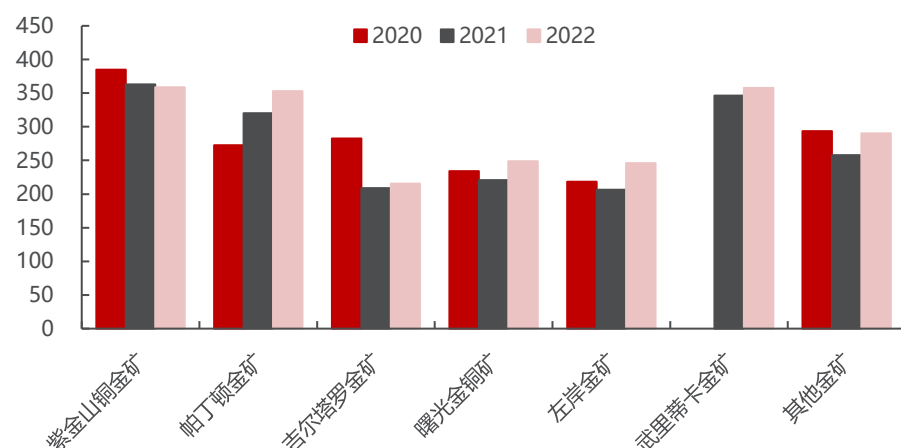
利润端：黄金板块重要参控股公司整体净利润同比增长。中塔泽拉夫尚 2022 年实现净利润 17.56 亿元，同比增长 133.25%；奥同克、诺顿金田、珥春紫金分别实现净利润 4.69 亿元、0.87 亿元和 4.54 亿元，同比分别下滑 25.45%、29.87% 和 20.64%；另外，大陆黄金实现净利润 2.11 亿元，奥罗拉金矿（圭亚那金田）亏损 0.83 亿元。

图27：黄金板块重要参控股公司净利润（单位：万元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

图28：黄金板块单位完全成本（含所得税）测算（单位：元/克）



资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

注：紫金山金铜矿成本测算参考紫金矿业集团股份有限公司利润表数据

7.2 矿产铜：超额完成年度产量规划，期待 2023 年的绽放

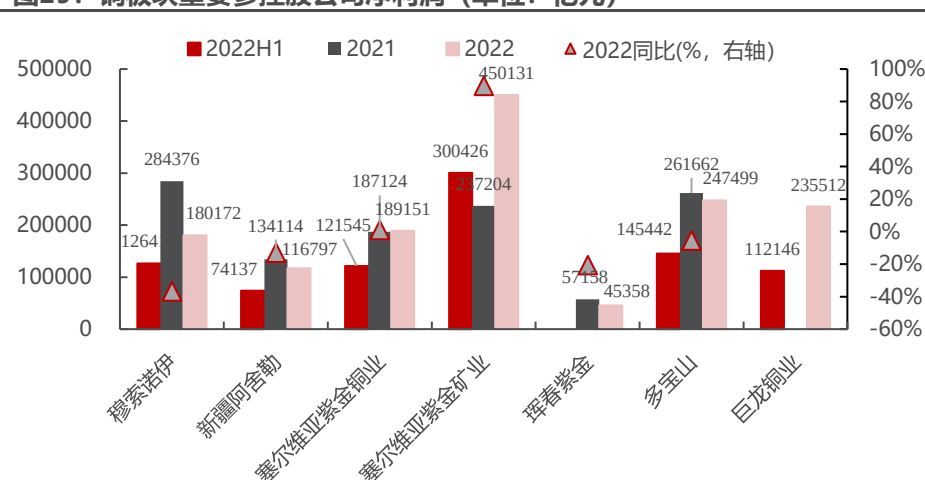
产量端：2022 产量 87.73 万吨，同比+50.18%，超额完成年度规划 86 万吨。2022 年，西藏巨龙、卡莫阿铜业（权益）、塞尔维亚紫金矿业、塞尔维亚紫金铜业、科卢韦齐铜矿、多宝山铜矿、紫金山金铜矿等优质项目持续增量增效，分别同比增长 632.80%、257.77%、101.42%、40.81%、5.91%、0.98%、1.12%。

表10：2022 矿产铜产量同比+50.18%（单位：吨）

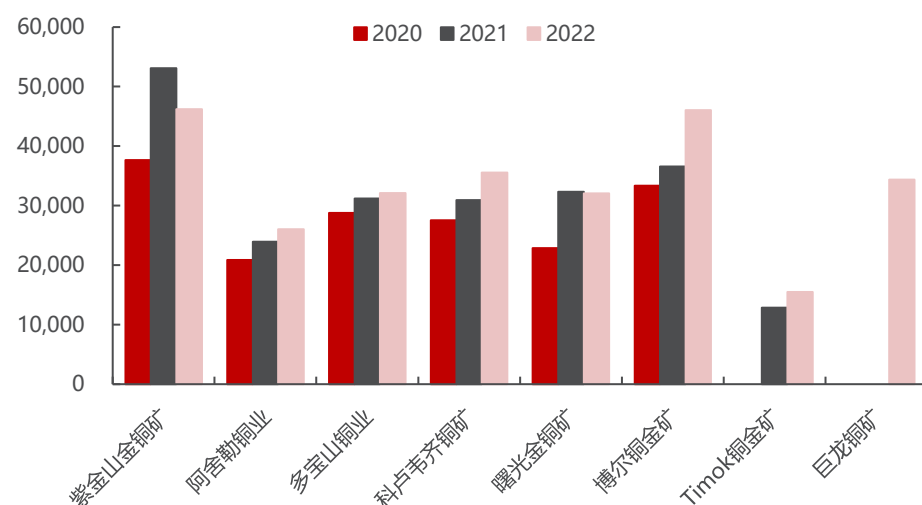
主要企业或矿山	权益	2021	2022	2022 同比
刚果（金）科卢韦齐铜矿	72%	121,072	128,233	5.91%
黑龙江多宝山铜业	100%	109,490	110,568	0.98%
福建紫金山金铜矿	100%	85,061	86,012	1.12%
塞尔维亚紫金铜业(紫金波尔铜业有限公司)	63%	66,031	92,977	40.81%
新疆阿舍勒铜业公司	51%	45,124	44,136	-2.19%
厄立特里亚碧沙矿业股份公司	55%	20,224	17,098	-15.46%
吉林珥春曙光金铜矿	100%	13,338	12,138	-9.00%
西藏巨龙	50.1%	15,690	114,977	632.80%
卡莫阿铜业（权益）	39.6%	41,930	150,013	257.77%
塞尔维亚紫金矿业	100%	55,119	111,021	101.42%
其他矿山合计		11,086	10,144	-8.50%
总计		584,165	877,317	50.18%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

利润端：铜价下滑，铜板块重要参控股公司整体净利润同比微增。2022 年矿产铜单价从 2021 年的 53583 元/吨下降到 49078 元/吨，同时单位成本从 2021 年的 18194 元/吨上升至 19862 元/吨，毛利率由 2021 年的 66.05%下降至 59.53%。穆索诺伊、阿舍勒、珥春紫金、多宝山 2022 年净利润分别同比减少 36.64%、12.91%、20.64%和 5.41%，塞尔维亚紫金矿业和塞尔维亚紫金铜业 2022 年净利润分别同比增长 89.77%、1.08%。

图29：铜板块重要参控股公司净利润（单位：亿元）


资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

图30：铜板块单位完全成本（含所得税）测算（单位：元/吨）


资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

注：紫金山金铜矿成本测算参考紫金矿业集团股份有限公司利润表数据

7.3 铅锌矿：产量稳步增长，符合预期

产量端：2022 年矿产锌产量 40.23 万吨，同比增加 1.48%，矿产锌铅产量合计完成年度规划 48 万吨的 83.81%。新疆阿舍勒、乌拉特后旗紫金、碧沙矿业和新疆紫金矿业矿产锌产量分别同比下滑 17.36%、10.17%、7.03%和 0.93%，俄罗斯图瓦龙兴矿产锌产量同比增长 37.31%，其他矿山矿产锌产量同比增长 31.59%。矿产铅方面，2022 年产量 3.97 万吨，同比实现 4.53%的增长。

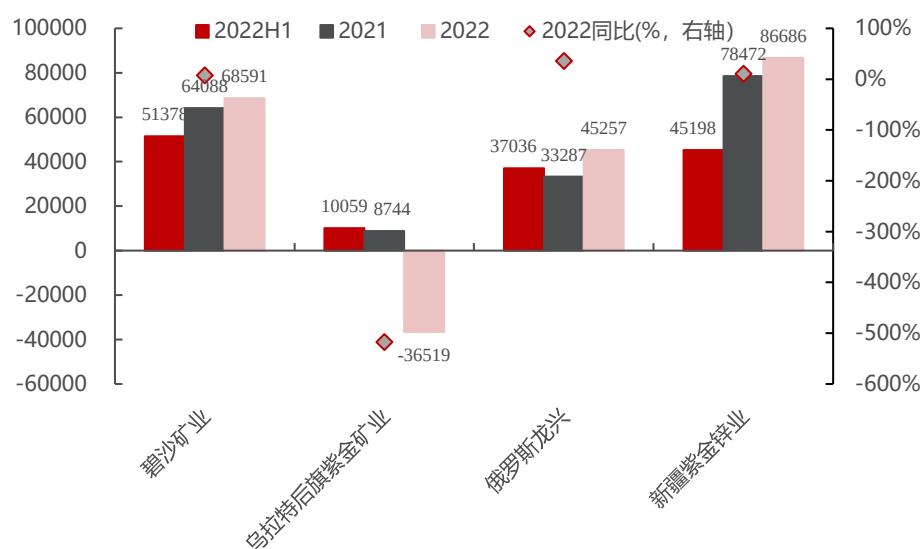
表11：2022 矿产锌产量同比+1.48%，矿产铅产量同比+4.53%（单位：吨）

主要企业 或矿山	权益	2021			2022			2022 同比		
		矿产锌 (吨)	矿产铅 (吨)	矿产锌+ 铅合计 (吨)	矿产锌 (吨)	矿产铅 (吨)	矿产锌+ 铅合计 (吨)	矿产锌 %	矿产铅 %	矿产锌+ 铅合计 %
碧沙矿业	55%	129,641		129,641	120,529		120,529	-7.03%		-7.03%
新疆紫金 矿业	100%	142,084	20,188	162,272	140,760	20,225	160,985	-0.93%	0.18%	-0.79%
乌拉特后 旗紫金	95%	50,432	10,662	61,094	45,302	9,984	55,286	-10.17%	-6.36%	-9.51%
俄罗斯图 瓦龙兴	70%	62,183	4,398	66,581	85,382	6,219	91,601	37.31%	41.41%	37.58%
新疆阿舍 勒铜业	51%	11,397		11,397	9,419		9,419	-17.36%		-17.36%
其他矿山 合计		706	2,694	3,400	929	3,233	4,163	31.59%	20.01%	22.44%
总计		396,443	37,942	434,385	402,321	39,661	441,983	1.48%	4.53%	1.75%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

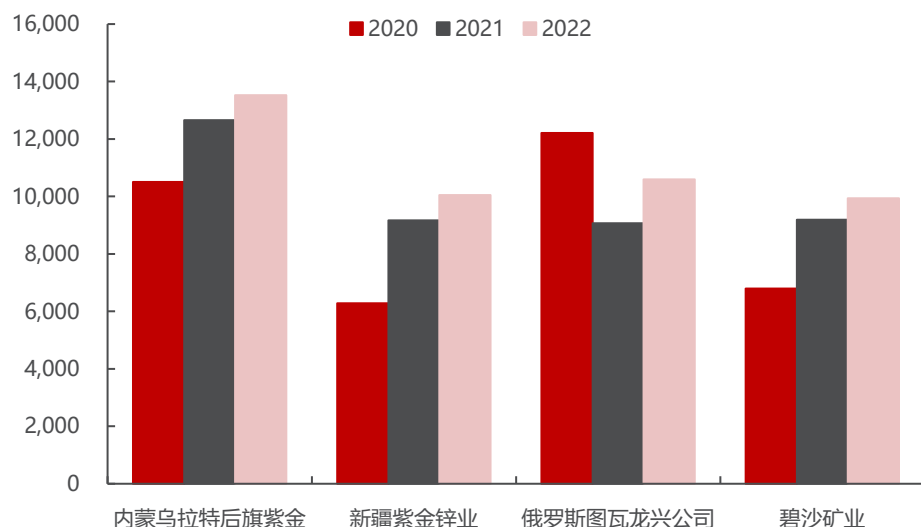
利润端：2022 年，矿山产锌单价从 2021 年的 14136 元/吨提升至 15624 元/吨，同比上涨 10.53%，毛利率由 2021 年的 47.87%提升至 48.69%。俄罗斯图瓦龙兴、新疆紫金和碧沙矿业 2022 年净利润均同比分别增长 35.96%、10.47% 和 7.03%，乌拉特后旗紫金 2022 年净利润同比减少 517.65%。

图31：公司锌板块重要参股公司净利润（单位：万元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图32：锌板块单位完全成本（含所得税）测算（单位：元/吨）



资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

7.4 铁精矿：需求疲软铁矿石价格承压，产量符合预期

产量端：2022 年产量 335 万吨，同比-21.18%，超额完成年度规划 320 万吨。其中，新疆金宝矿业实现产量 235 万吨，同比减少 26.10%，福建马坑矿业实现权益产量 88 万吨，同比减少 3.30%。

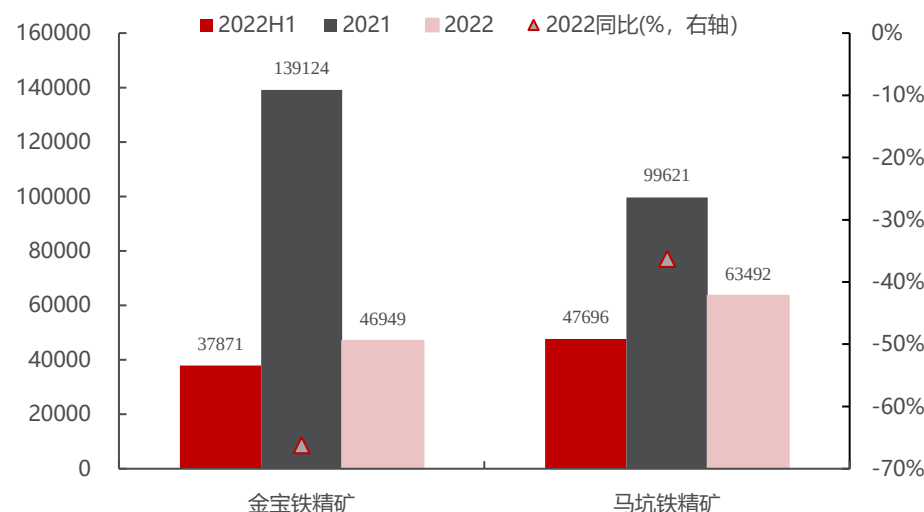
表12：2022 年铁精矿产量同比-21.18% (单位：吨)

名称	权益	2021	2022	2021 同比
新疆金宝矿业公司	56%	318	235	-26.10%
福建马坑矿业股份有限公司	42%	91	88	-3.30%
		(权益产量)	(权益产量)	
其他矿山合计		16	12	-25.00%
总计		425	335	-21.18%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

利润端：由于下游需求疲软，铁矿石价格下跌，铁精矿板块量价均下行。由于需求疲软，2022 年铁矿石价格呈现下跌趋势，公司铁精矿销售单价从 2021 年的 822 元/吨下跌至 667 元/吨。2022 年，新疆金宝矿业和福建马坑矿业分别实现净利润 4.69 亿元和 6.35 亿元，分别同比减少 66.25%和 36.27%。

图33：公司铁精矿板块重要参股公司净利润 (单位：万元)



资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

7.5 矿产银：资源储量增加，产量快速增长

量、价、利情况：2022 年矿产银产量 387.46 吨，同比+25.47%，超额完成年度规划 310 吨。2022 年矿山产银单价从 2021 年的 3.43 元/克下跌至 3.05 元/

克,同时单位成本从2021的1.57元/克上升至1.63元/克,价格下跌叠加成本上升,单位盈利空间缩小。

表13: 2022 矿产银产量同比+25.47% (千克)

名称	权益	2021	2022	2022 同比
厄立特里亚碧沙矿业股份公司	55%	68,624	49855	-27.35%
黑龙江多宝山铜业	100%	39,101	40902	4.61%
山西紫金矿业有限公司(含义联)	100%	18,571	28938	55.82%
新疆阿舍勒铜业公司	51%	33,593	29943	-10.87%
福建紫金山金铜矿	100%	30,990	29935	-3.40%
洛阳坤宇矿业有限公司	70%	34,537	40984	18.67%
西藏巨龙铜业	50.1%	13,981	66276	374.04%
俄罗斯龙兴	70%	21,449	29218	36.22%
其他矿山合计		47,960	71407	48.89%
总计		308,806	387458	25.47%

资料来源:公司公告,民生证券研究院

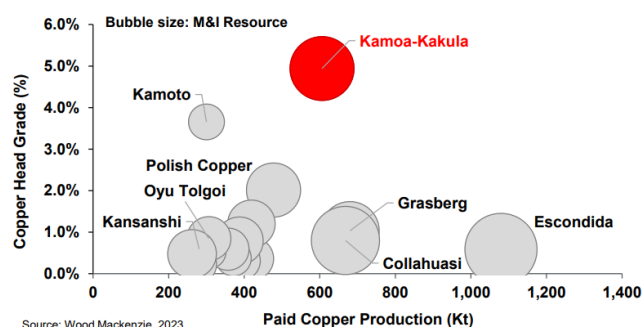
8 项目跟踪：三大铜矿业集群持续绽放，锂钼战略金属板块打造新成长曲线

8.1 铜板块：三大世界级铜矿产能持续释放

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，2022 年贡献较大增量，后期扩产规划均在进行中，预计将持续贡献增量。博尔铜矿技改完成，2023 年年产量将提升至 12 万吨。

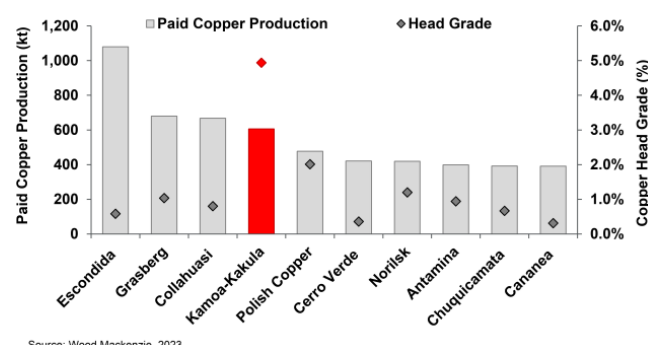
刚果金卡莫阿-卡库拉：2022 年产量为 33.3 万吨，接近生产指导目标 29 万吨-34 万吨的上限，2023 年生产目标为 42.3 万吨。卡莫阿-卡库拉项目一二期各 380 万吨/年建设，于 2022 年 4 月达产，达到铜年产能 40 万吨。一、二期联合改扩能原计划 2023 年 4 月建成，实际 2023 年 2 月底便已提前投产，综合设计产能从 760 万吨/年提升 22%至 920 万吨/年，并将精矿产铜提升至约 45 万吨/年。三期扩建及年产 50 万吨阳极铜冶炼厂计划 2024 年 10 月建成投产。届时选矿产能提升至 1,420 万吨/年。前 5 年平均年产 65 万吨铜，C1 现金成本 1.15 美元/磅；前 10 年平均年产 62 万吨铜，C1 现金成本 1.22 美元/磅。艾芬豪预计卡莫阿-卡库拉将于 2025 年成为全球第 4 大铜生产商。IV 期扩建项目将在 2030 年爬坡至 1,920 万吨/年的矿石处理产能，将维持 50 万吨/年的铜产量至 2048 年。根据最新披露的卡莫阿-卡库拉 2023 综合开发方案，预可研中的扩建方案在 33 年服务年限内的税后净现值为 191 亿美元(8%折现率)，前 10 年的平均 EBITDA 达 30 亿美元以上。

图34：2025 年世界 20 大铜矿排名预测



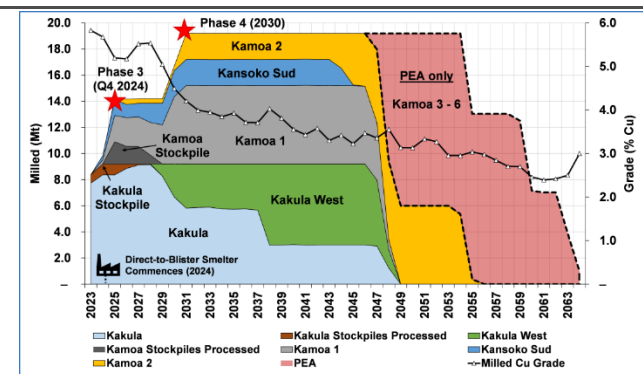
资料来源：艾芬豪公众号，民生证券研究院

图35：2025 年卡莫阿-卡库拉或将成为全球第四大铜矿



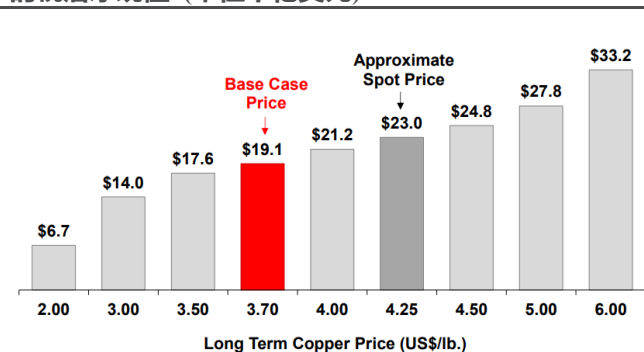
资料来源：艾芬豪公众号，民生证券研究院

图36：卡莫阿-卡库拉的长期开发计划



资料来源：艾芬豪公众号，民生证券研究院。

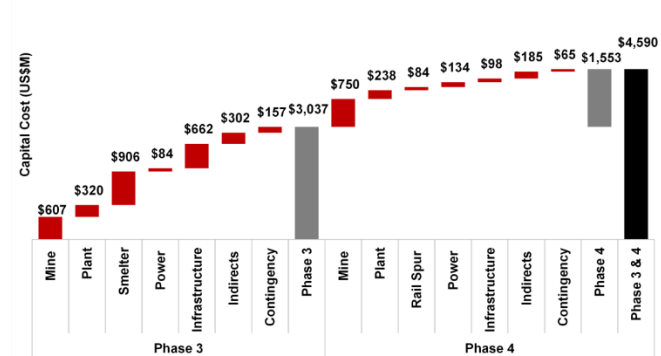
图37: 卡莫阿-卡库拉 III 期和 IV 期扩建 (预可研)
的税后净现值 (单位十亿美元)



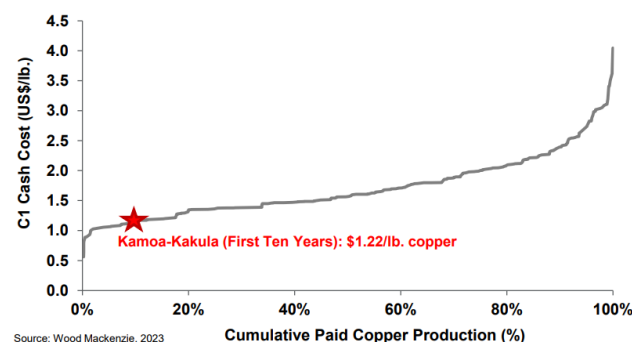
资料来源：艾芬豪公众号，民生证券研究院

资本性开支: 2023 预可研估计, III 期扩建整体的剩余资本性开支为 30.4 亿美元, IV 期扩建的资本性开支约 15.5 亿美元, 其中大多数资本性开支将从运营现金流中划拨。III 期剩余的 30.4 亿美元资本性开支, 其中约 25.3 亿美元将于 2023 年和 2024 年 III 期选厂和其它基础设施投产前使用。余下的资本性开支将在 2025 年和 2026 年用于井下开采作业的产量爬坡, 以保持项目 1,420 万吨/年的综合产能。由于 IV 期可使用 III 期的部分基础设施, 因而节省大量成本。IV 期的资本性开支包括 1.34 亿美元用于刚果(金) 新建的可再生能源基础设施, 以及 8,400 万美元用于建设从卡莫阿-卡库拉至科卢韦齐支线铁路。在 33 年的矿山服务年限内的平均维持性资本开支约 55.8 亿美元, 相当于平均每年 1.69 亿美元。随着产能扩大, 维持性资本开支将会逐渐增加。

成本：III 期扩建包括全球规模最大的一步炼铜冶炼厂，预计将大幅降低运营成本并带来物流和环境效益，生产绿色环保的阳极铜和粗铜。卡莫阿-卡库拉 III 期扩建将包括一座闪速炉（DBF）冶炼厂，采用芬兰美卓奥图泰公司的顶尖技术，预计将成为全球最大的单系列闪速炉铜冶炼厂，以及非洲最大的冶炼厂之一，每年可生产 50 万吨阳极铜以及 65-80 万吨浓硫酸副产品。卡莫阿-卡库拉 2023 预可研显示，冶炼厂投产后前 5 年（从 2025 年起计）将平均 C1 现金成本降低至约 1.15 美元/磅，与 2023 年指导目标中位的每磅可售铜 C1 现金成本 1.45 美元/磅相比，下降了 21%。

图38：卡莫阿-卡库拉 2023 预可研的 III 期和 IV 期资本性开支估算


资料来源：艾芬豪公众号，民生证券研究院

图39：2025 年按比例计算的 C1 铜现金成本（已计入采矿、选矿、冶炼、物流和场外实现成本），单位为美元/磅


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%。

自然崩落法: 我们预计自然崩落法的应用或为公司贡献 30 万吨矿产铜年产量增量。自然崩落法作为唯一媲美露天开采的地下采矿法, 而公司现有 4 个大型斑岩型铜矿: 塞尔维亚紫金 JM 矿、Timok 下带矿、多宝山铜山、紫金山萝卜岭, 都具有自然崩落法的应用潜力, 随着自然崩落法的研发与应用, 将为 2023-2025 年产量超预期打下基础, 同时采矿成本或进一步下降, 增厚公司利润。据公司官网, 公司采矿研究所自然崩落法研究团队在塞尔维亚紫金铜业成功完成地应力测试, 为波尔 JM 矿实施大规模自然崩落法开采关键技术研究提供了关键理论依据。JM 矿技改项目建设方案变更为自然崩落法开采, 采选规模增加 800 万吨至 1800 万吨/年。按照以下假设: ①铜回收率均为 85%; ②据 Timok 下带矿项目概略研究, Timok 下带矿可分两期开采, 一期和二期的开采规模分别为 3 万吨/天、6 万吨/天; ③塞尔维亚紫金 JM 矿、多宝山铜山、紫金山萝卜岭开采规模假设为 4.9 万吨/天、2 万吨/天、3 万吨/天; ④入选品位假设为平均品位。**我们预计公司现有 4 个大型斑岩型铜矿: 塞尔维亚紫金 JM 矿、Timok 下带矿、多宝山铜山、紫金山萝卜岭或贡献铜年产量 30 万吨。其中铜山铜矿 II 号矿体崩落法采矿工程正加速推进, 力争 2024 年 7 月份建成投产。**

表14: 我们预计自然崩落法将会在远期带来 30 万吨的铜产量增量

矿山	矿石量 (百万吨)	铜品位 (%)	铜资源量 (万吨)	开采规模 (万吨/天)	铜产量 (万吨/年)
塞尔维亚紫金 JM 矿	1022	0.53%	541.8	4.9	8.06
Timok 下带矿	16588.5	0.86%	1,430	一期 3 万吨、 二期 6 万吨	7.5 万吨+7.5 万吨
多宝山铜矿	58.77	0.56%	32.98	2.00	3.47
紫金山萝卜岭	487.20	0.34%	165.09	3.00	3.16
合计					29.70

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

注: 铜回收率均假设为 85%, 除 Timok 下带矿外, 开采规模均为假设。

8.2 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 2023 年恢复运营。据公司公告，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，并于 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。“启动协议”生效需满足若干特定条件，包括：签订新的波格拉合营企业的股东协议（2022 年 9 月 13 日已签订），签订波格拉金矿的经营协议等。目前 BNL 与巴新各方正积极推进谈判进程，以尽快签署各项最终协议。**根据最新年报信息，公司预计波格拉金矿将于 2023 年复产。**

表15：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。

至今

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。目前 BNL 与巴新各方正在积极洽谈“启动协议”需要满足的一系列协议和条件。根据企业年报，波格拉金矿项目预计 2023 年复产。

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 2023 年第二季度建成，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。

表16：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。目前正加快证照办理，计划 2023 年第二季度开工建设，2024 年底建成投产。

表17：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

8.3 战略金属板块：“两湖一矿”锂资源加快建设，加码战

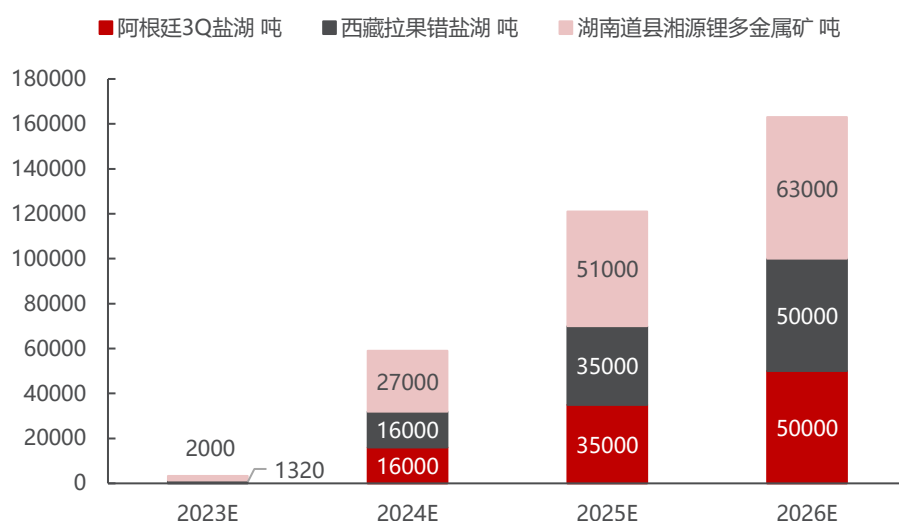
略矿种铝

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 3.5/3.5/5.1 万吨产量。

表18：“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40：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

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)。根据我们测算，若假设所得税率为 25%，在当前接近 35 万元/吨的钼价(不含税)下，该矿山每年的归母净利润或将达到 36.6 亿元，钼价每变化 5 万元/吨，归母净利润将会波动 7.6 亿元，弹性较大。

表19：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20：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

表21：沙坪沟钼矿利润弹性测算

	钼价（万元/吨）						
	10	15	20	25	30	35	40
归母净利润（亿元）	-1.3	6.3	13.9	21.5	29.0	36.6	44.2
	可研中假设的不含税钼价对应归母净利润						
	当前实际钼价对应归母净利润						

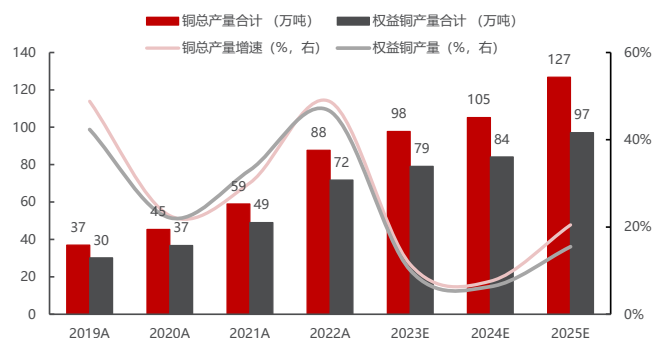
资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

注：测算过程中假设所得税率为 25%

9 盈利预测与投资建议

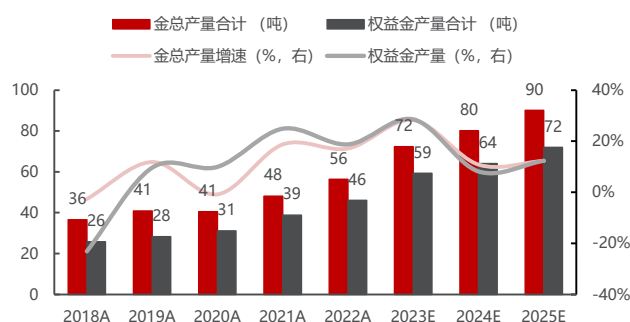
2023-2025 年，公司铜板块三大世界级铜矿持续放量；黄金板块海域金矿、萨瓦亚尔顿金矿和 Rosebel 金矿陆续投产；锂板块“两湖一矿”逐步释放产能；钼板块沙坪沟钼矿贡献远期增量。多线并行利润持续增长。考虑到自然崩落法的进展，我们预计公司 2023-2025 年铜产量或将达到 98/105/127 万吨，超过公司铜产量指引，黄金产量或将达到 72/80/90 吨。

图41：2019-2025 年公司铜历史产量及预测



资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

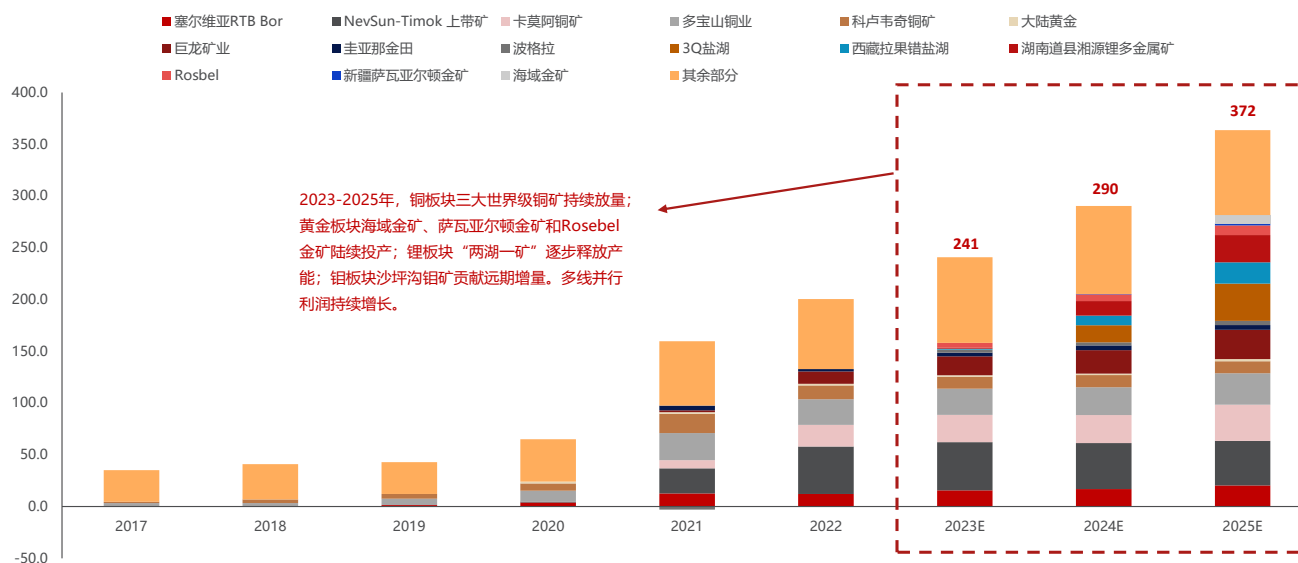
图42：2019-2025 年公司金历史产量及预测



资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

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。我们预计 2023-2025 年公司将实现归母净利润 241 亿元、290 亿元、372 亿元，对应 3 月 28 日收盘价的 PE 为 13x、11x 和 9x，维持“推荐”评级。

图43：预计 2023-2025 年公司将实现归母净利润 241 亿元、290 亿元、372 亿元（单位：亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院测算

10 风险提示

1) 项目进展不及预期。公司仍有较多项目在建设中，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) 铜金等金属价格下跌。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) 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	270329	334623	371894	431480
营业成本	227784	284299	314384	360442
营业税金及附加	4268	5019	5021	5609
销售费用	620	1104	1116	1165
管理费用	6265	7529	8182	9277
研发费用	1232	1238	1264	1294
EBIT	30297	35434	41927	53692
财务费用	1905	3506	3711	3643
资产减值损失	-79	-75	-54	-54
投资收益	2874	4015	4463	5178
营业利润	30946	36601	43436	56073
营业外收支	-953	-689	-246	-234
利润总额	29993	35912	43190	55839
所得税	5226	6105	7342	9493
净利润	24767	29807	35848	46347
归属于母公司净利润	20042	24144	28966	37170
EBITDA	40465	48072	56037	68963

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	20244	40246	55803	92386
应收账款及票据	8646	6934	8492	10207
预付款项	3795	3698	4281	5018
存货	28104	32817	36390	42141
其他流动资产	18855	18915	20644	22796
流动资产合计	79644	102610	125609	172548
长期股权投资	25067	28067	31067	34067
固定资产	72746	82550	88819	92083
无形资产	68280	73674	77893	81070
非流动资产合计	226400	240502	251132	258638
资产合计	306044	343112	376741	431186
短期借款	23666	34324	34834	34132
应付账款及票据	13493	14360	16305	18974
其他流动负债	34011	35848	39165	43722
流动负债合计	71170	84533	90304	96828
长期借款	68820	69820	70820	82384
其他长期负债	41599	41497	41507	41517
非流动负债合计	110419	111317	112327	123901
负债合计	181589	195849	202631	220729
股本	2633	2633	2633	2633
少数股东权益	35513	41176	48058	57235
股东权益合计	124455	147262	174110	210457
负债和股东权益合计	306044	343112	376741	431186

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	23.78	11.14	16.02
EBIT 增长率	18.02	16.96	18.32	28.06
净利润增长率	27.88	20.46	19.97	28.32
盈利能力 (%)				
毛利率	15.74	15.04	15.46	16.46
净利润率	9.16	8.91	9.64	10.74
总资产收益率 ROA	6.55	7.04	7.69	8.62
净资产收益率 ROE	22.53	22.76	22.98	24.26
偿债能力				
流动比率	1.12	1.21	1.39	1.78
速动比率	0.64	0.76	0.92	1.28
现金比率	0.28	0.48	0.62	0.95
资产负债率 (%)	59.33	57.08	53.79	51.19
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	0.98	0.99	1.00
每股指标 (元)				
每股收益	0.76	0.92	1.10	1.41
每股净资产	3.38	4.03	4.79	5.82
每股经营现金流	1.09	1.65	1.83	2.22
每股股利	0.20	0.27	0.34	0.38
估值分析				
PE	16	13	11	9
PB	3.6	3.0	2.5	2.1
EV/EBITDA	10.38	8.56	7.10	5.39
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	24767	29807	35848	46347
折旧和摊销	10168	12639	14110	15271
营运资金变动	-5611	-259	-2181	-3129
经营活动现金流	28679	43399	48258	58490
资本开支	-24657	-24244	-21856	-19866
投资	-27729	-3264	-3191	-3205
投资活动现金流	-50981	-23493	-20584	-17893
股权募资	774	0	0	0
债务募资	32746	11556	1520	10871
筹资活动现金流	27258	96	-12117	-4015
现金净流量	6035	20002	15557	36583

插图目录

图 1: 2022 年, 公司实现营收 2703 亿元.....	3
图 2: 2022 年, 公司实现归母净利润 200.42 亿元.....	3
图 3: 2022Q4, 公司实现营收 661 亿元.....	3
图 4: 2022Q4, 公司实现归母净利润 33.75 亿元.....	3
图 5: 2022 年, 公司毛利同比增加 77.93 亿元 (单位: 百万元).....	4
图 6: 2022Q4 业绩同比变化拆分 (单位: 百万元).....	5
图 7: 2022Q4 业绩环比变化拆分 (单位: 百万元).....	5
图 8: 2022 年矿山产品毛利增长分解.....	5
图 9: 2022 年公司综合毛利率为 15.74%.....	5
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: 2022Q4 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.....	12
图 17: 公司资产负债率变化 (%).....	12
图 18: 公司近五年银行授信额度使用情况 (单位: 亿元).....	12
图 19: 公司近五年借款偿还计划 (单位: 亿元).....	12
图 20: 其他收益、投资净收益及公允价值变动净收益环比变化 (单位: 亿元).....	13
图 21: 资产/信用减值损失环比变化 (单位: 亿元).....	13
图 22: 公司营业外收支环比 (单位: 亿元).....	13
图 23: 公司分季度所得税及所得税率.....	14
图 24: 公司分季度少数股东损益及少数股权占比.....	14
图 25: 公司单季度净利润及经营活动净现金流.....	15
图 26: 公司单季度筹资活动净现金流.....	15
图 27: 黄金板块重要参控股公司净利润 (单位: 万元).....	18
图 28: 黄金板块单位完全成本 (含所得税) 测算 (单位: 元/克).....	18
图 29: 铜板块重要参控股公司净利润 (单位: 亿元).....	19
图 30: 铜板块单位完全成本 (含所得税) 测算 (单位: 元/吨).....	20
图 31: 公司锌板块重要参股公司净利润 (单位: 万元).....	21
图 32: 锌板块单位完全成本 (含所得税) 测算 (单位: 元/吨).....	21
图 33: 公司铁精矿板块重要参股公司净利润 (单位: 万元).....	22
图 34: 2025 年世界 20 大铜矿排名预测.....	24
图 35: 2025 年卡莫阿-卡库拉或将成为全球第四大铜矿山.....	24
图 36: 卡莫阿-卡库拉的长期开发计划.....	25
图 37: 卡莫阿-卡库拉 III 期和 IV 期扩建 (预可研) 的税后净现值 (单位十亿美元).....	25
图 38: 卡莫阿-卡库拉 2023 预可研的 III 期和 IV 期资本性开支估算.....	26
图 39: 2025 年按比例计算的 C1 铜现金成本 (已计入采矿、选矿、冶炼、物流和场外实现成本), 单位为美元/磅.....	26
图 40: 预计 2025 年公司将实现 12 万吨的碳酸锂产量.....	31
图 41: 2019-2025 年公司铜历史产量及预测.....	33
图 42: 2019-2025 年公司金历史产量及预测.....	33
图 43: 预计 2023-2025 年公司将实现归母净利 241 亿元、290 亿元、372 亿元 (单位: 亿元).....	33

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).....	6
表 2: 公司分产品销量、单价和单位成本变化 (2022Q4 环比 2022Q3).....	8
表 3: 公司分产品销量、单价和单位成本变化 (2022Q4 同比 2021Q4).....	9

表 4: 公司分产品单位毛利同比、环比变化	9
表 5: 公司 2022 年产品产销率与库存情况	10
表 6: 非经常性损益项目环比比较 (单位: 百万元)	13
表 7: 重要非全资控股公司净利润 (2021vs2022, 单位: 万元)	14
表 8: 公司未到期债券情况 (单位: 亿元)	15
表 9: 2022 矿产金产量同比+18.76% (单位: 千克)	17
表 10: 2022 矿产铜产量同比+50.18% (单位: 吨)	19
表 11: 2022 矿产锌产量同比+1.48%, 矿产铅产量同比+4.53% (单位: 吨)	20
表 12: 2022 年铁精矿产量同比-21.18% (单位: 吨)	22
表 13: 2022 矿产银产量同比+25.47% (单位: 千克)	23
表 14: 我们预计自然崩落法将会在远期带来 30 万吨的铜产量增量	27
表 15: 波格拉事件梳理	28
表 16: 山东海域金矿概况	29
表 17: 新疆巫恰县萨瓦亚尔顿金矿概况	30
表 18: “两湖一矿”锂资源布局	30
表 19: 沙坪沟钼矿概况	31
表 20: 沙坪沟钼矿资源量情况	32
表 21: 沙坪沟钼矿利润弹性测算	32
公司财务报表数据预测汇总	35

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