

卡莫阿产能规划再度跃升，全球第三大铜矿呼之欲出

2022 年 05 月 05 日

➤ **事件：2022 年 5 月 5 日，艾芬豪矿业公布卡莫阿-卡库拉铜矿 III 期扩建计划。**公司预计到 2024 年第四季度，卡莫阿-卡库拉铜矿三期扩建后项目总产能提升至约 60 万吨铜/年，这将使卡莫阿铜业成为全球第三以及非洲最大的铜矿山。

➤ **项目进展不断超预期，三期扩建实现投产后，全球第三大铜矿呼之欲出。**①卡莫阿-卡库拉铜矿一期 380 万吨/年选厂于 2021 年 5 月底启动铜精矿生产，已正常运行近一年时间，二期 380 万吨/年选厂于 2022 年 3 月提前投产，2022 年卡莫阿铜矿产量或将接近产量指引上限 34 万吨铜金属量。目前二期正在进行技改扩建，预计 2023 年二季度投产。投产后一期和二期选厂的总设计产能将提升至 920 万吨/年，预计总年产铜将超过 45 万吨。②卡莫阿-卡库拉三期将包括卡莫阿 1 区和卡莫阿 2 区两座新建的地下矿山，以及卡库拉西区首条斜坡道的建设工程。年处理矿石 500 万吨的新选厂将会建设在卡莫阿两座新矿山附近。目前三期扩建项目的预可行性研究进展顺利，预计于 2022 年下半年发布。三期期扩建预计将于 2024 年底正式启动投产。三期建成后卡莫阿铜业的总矿石处理量将超过 1400 万吨/年，铜金属总产能将达到 60 万吨/年，跃升为全球第三以及非洲最大的铜矿山。

➤ **三期扩建还将包括一座设计产能 50 万吨/年的冶炼厂，预计将会成为全球规模最大的单系列粗铜闪速冶炼厂之一，以及非洲最大的铜冶炼厂。**该冶炼厂为含铜 99% 的直接粗铜闪速冶炼厂，利用芬兰美卓奥图泰研发的顶尖技术，由中国瑞林负责基础工程设计。冶炼厂投产后，预计将使卡莫阿-卡库拉生产每磅铜的 C1 现金成本降低约 10% 至 20% (2022 年指导 C1 现金成本为 1.2-1.4 美元/磅)，主要由于物流成本大幅降低，运输总量减少一半以上，以及更优惠的出口税待遇，并可回收和销售副产品硫酸以创造更多的收入来源。

➤ **期待三大铜矿业集群的绽放。铜板块，**三大世界级铜矿 2022 年均将贡献较大增量，根据我们测算，在 6.6 万元/吨的铜价 (含税)，400 元/克的金价 (含税) 假设下，卡莫阿卡库拉、Timok 和巨龙铜矿 2022 年或将分别贡献归母净利润 31.7 亿元、53.9 亿元、16.6 亿元。**金板块，**波格拉金矿复产在即，预计未来波格拉对公司的权益矿产金产量贡献约为 4 吨。此外，2022 年多项目技改有望提升金年产量 12 吨，完成年度产量规划。

➤ **盈利预测与投资建议：**公司或正迎来业绩和估值的戴维斯双击，主要产品铜金锌铅 2022 年产量指引相比于 2021 年的产量均有较大提升，叠加铜金价格有望维持高位，我们持续看好公司的阿尔法逻辑的兑现。我们维持公司的盈利预测，预计 2022-2024 年公司将实现归母净利 274 亿元、316 亿元、324 亿元，对应 5 月 5 日收盘价的 PE 为 10x、9x 和 9x，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**项目进度不及预期，铜金等价格下跌，地缘政治风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	225,102	310,688	373,395	413,138
增长率 (%)	31.3	38.0	20.2	10.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	15,673	27,383	31,607	32,425
增长率 (%)	140.8	74.7	15.4	2.6
每股收益 (元)	0.60	1.04	1.20	1.23
PE	18	10	9	9
PB	4.0	3.2	2.5	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 05 月 05 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

10.84 元



分析师：邱祖学

执业证号：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

研究助理：张弋清

执业证号：S0100121120057

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

相关研究

- 1.紫金矿业 (601899.SH) 事件深度点评：加码能源金属，优质盐湖再下一城
- 2.紫金矿业 (601899.SH) 2022 年一季报点评：三大铜矿业集群绽放，业绩“节节高”
- 3.紫金矿业 (601899.SH) 2021 年年报点评：实现战略目标的“开门红”，期待三大铜矿业集群的绽放
- 4.紫金矿业公告点评：卡莫阿产能提升，全球第四大铜矿呼之欲出
- 5.紫金矿业 2021 业绩预告点评：铜金产量提升，业绩同比大增

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	225,102	310,688	373,395	413,138
营业成本	190,351	255,146	309,385	347,839
营业税金及附加	3,460	4,194	5,041	5,371
销售费用	412	1,025	1,232	1,157
管理费用	5,309	7,146	8,215	8,676
研发费用	771	1,150	1,270	1,239
EBIT	25,670	42,027	48,253	48,856
财务费用	1,496	2,547	2,297	2,010
资产减值损失	-598	-141	-142	-132
投资收益	1,692	2,486	2,987	3,305
营业利润	25,087	42,501	49,619	50,879
营业外收支	-293	-244	-222	-214
利润总额	24,794	42,258	49,397	50,665
所得税	5,194	8,452	9,879	10,133
净利润	19,600	33,806	39,518	40,532
归属于母公司净利润	15,673	27,383	31,607	32,425
EBITDA	33,865	51,220	58,566	60,266

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	14,222	30,317	41,834	54,540
应收账款及票据	2,445	2,736	3,410	3,847
预付款项	1,782	2,455	2,935	3,309
存货	19,309	28,360	33,821	37,781
其他流动资产	9,306	13,014	16,165	18,978
流动资产合计	47,064	76,882	98,167	118,455
长期股权投资	9,628	10,931	12,455	14,073
固定资产	55,597	66,625	75,946	83,363
无形资产	47,531	55,725	63,845	70,765
非流动资产合计	161,530	180,033	196,596	210,834
资产合计	208,595	256,915	294,763	329,289
短期借款	18,229	20,049	19,943	12,335
应付账款及票据	7,837	10,604	12,893	14,454
其他流动负债	24,237	31,538	35,674	38,319
流动负债合计	50,302	62,191	68,511	65,108
长期借款	36,127	47,245	48,245	54,633
其他长期负债	29,268	29,680	29,690	29,700
非流动负债合计	65,395	76,925	77,935	84,333
负债合计	115,697.5	139,116.5	146,446.1	149,440.6
股本	2,633	2,728	2,728	2,728
少数股东权益	21,863	28,286	36,197	44,304
股东权益合计	92,897.2	117,798.8	148,316.7	179,848.4
负债和股东权益合计	208,595	256,915	294,763	329,289

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	31.25	38.02	20.18	10.64
EBIT 增长率	90.46	63.72	14.82	1.25
净利润增长率	140.80	74.72	15.42	2.59
盈利能力 (%)				
毛利率	15.44	17.88	17.14	15.81
净利润率	8.71	10.88	10.58	9.81
总资产收益率 ROA	7.51	10.66	10.72	9.85
净资产收益率 ROE	22.06	30.59	28.19	23.92
偿债能力				
流动比率	0.94	1.24	1.43	1.82
速动比率	0.52	0.74	0.90	1.19
现金比率	0.28	0.49	0.61	0.84
资产负债率 (%)	55.47	54.15	49.68	45.38
经营效率				
应收账款周转天数	3.96	3.21	3.33	3.40
存货周转天数	37.02	40.57	39.90	39.64
总资产周转率	1.08	1.21	1.27	1.25
每股指标 (元)				
每股收益	0.60	1.04	1.20	1.23
每股净资产	2.70	3.40	4.26	5.15
每股经营现金流	0.99	1.52	1.81	1.88
每股股利	0.20	0.34	0.34	0.34
估值分析				
PE	18	10	9	9
PB	4.0	3.2	2.5	2.1
EV/EBITDA	10.32	6.77	5.74	5.35
股息收益率 (%)	1.85	3.14	3.14	3.14

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	19,600	33,806	39,518	40,532
折旧和摊销	8,195	9,193	10,312	11,410
营运资金变动	-1,320	-3,761	-2,706	-2,739
经营活动现金流	26,072	40,068	47,708	49,468
资本开支	-20,131	-25,509	-25,765	-24,437
投资	-2,915	-3,216	-2,115	-2,203
投资活动现金流	-23,765	-26,239	-24,893	-23,334
股权募资	2,759	95	0	0
债务募资	17,017	14,095	905	-1,211
筹资活动现金流	23	2,267	-11,299	-13,428
现金净流量	1,845	16,095	11,517	12,706

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。	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
公司评级	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：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001