

## 公司研究

## 库存结转影响 2021Q4 利润，2022 年矿产铜产量指引同比增长 47%

## ——紫金矿业 (601899.SH) 公告点评

## 要点

**事件：**公司于1月16日晚发布业绩预告，预计2021年实现归属于上市公司股东净利润约156亿元，同比增长139.67%，归属于上市公司股东扣非净利润约145亿元，同比增长129.36%。

## 点评：

**库存结转影响 2021Q4 业绩，全年业绩受益于量价齐升。** Q4 单季归母净利润 43 亿元，同比+122%，环比-7.6%，子公司包销的卡莫阿铜业矿产铜有存货未实现销售影响部分业绩（抵消 2021 年归母净利润约 4 亿元）。2021 年全年业绩增长源于 1) 量：2021 年矿产金 47.5 吨，同比+17%；矿产铜 58.4 万吨，同比+29%；矿产锌（铅）43.4 万吨，同比+15%；矿产银 309 吨，同比增长 3%，铁精矿 424.8 万吨，同比+10%。2) 价：2021 年沪铜均价 6.8 万元/吨，同比+40%；沪锌均价 2.2 万元/吨，同比+23%；沪银均价 5259 元/kg，同比+11%。

**2022 年矿产铜产量指引同比增长 47%，矿产金产量同比增长 26%。** 公司公告 2022 年主要产品计划指标为：矿产金 60 吨、矿产铜 86 万吨、矿产锌（铅）48 万吨、矿产银 310 吨、铁精矿 320 万吨。其中，矿产铜产量同比增长 47%，矿产金同比增长 26%。公司刚果（金）卡莫阿-卡库拉铜矿一期、塞尔维亚佩吉铜金矿上部矿带、西藏巨龙铜矿一期等项目 2021 年全部建成投产，未来铜金项目产量有望高速增长。

**收购新锂公司，获得阿根廷 3Q 盐湖项目：**公司 2021 年 10 月公告 9.6 亿加元（约 49.39 亿元）现金收购加拿大 Neo Lithium（新锂公司）全部已发行且流通股票，新锂公司核心资产为 100%持有的阿根廷 3Q 锂盐湖项目。2021 年 6 月新锂公司估算的结果显示 3Q 项目拥有碳酸锂当量总资源量约 756.5 万吨（锂离子浓度边界品位 400mg/L），其中探明+控制级碳酸锂当量资源量为 530.4 万吨。证实+概略级碳酸锂当量储量合计 129.4 万吨，其中证实级碳酸锂当量储量为 32.8 万吨，概略级碳酸锂当量储量为 96.6 万吨。

**盈利预测、估值与评级：**考虑铜锌价格的上涨，以 2021/2022/2023 年沪金均价 376/375/380 元/g，沪铜均价 6.8/6.5/6.5 万元/吨，沪锌均价 2.2/2.1/2.0 万元/吨为假设，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 156/223/275 亿元，同比增长 140%/43%/23%（较前次预测调整 11%/17%/11%），对应当前股价的 PE 分别为 17/12/9 倍，维持“增持”评级。

**风险提示：**铜金锌价格下行超预期，公司铜金等主要项目建设不及预期；海外运营风险。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	136,098	171,501	205,322	229,632	248,348
营业收入增长率	28.40%	26.01%	19.72%	11.84%	8.15%
净利润（百万元）	4,284	6,509	15,628	22,332	27,526
净利润增长率	4.65%	51.93%	140.12%	42.90%	23.26%
EPS（元）	0.17	0.26	0.59	0.85	1.05
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.37%	11.51%	22.61%	26.34%	27.13%
P/E	58	38	17	12	9
P/B	4.9	4.4	3.7	3.0	2.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-01-14

## 增持（维持）

当前价：9.82 元

## 作者

分析师：王招华

执业证书编号：S0930515050001

021-52523811

wangzhh@ebsecn.com

分析师：方驭涛

执业证书编号：S0930521070003

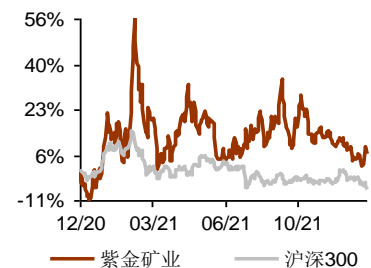
021-52523823

fangyutao@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	263.29
总市值(亿元):	2585.54
一年最低/最高(元):	9.19/14.82
近 3 月换手率:	47.73%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.16	-12.01	6.21
绝对	-3.44	-15.05	-6.99

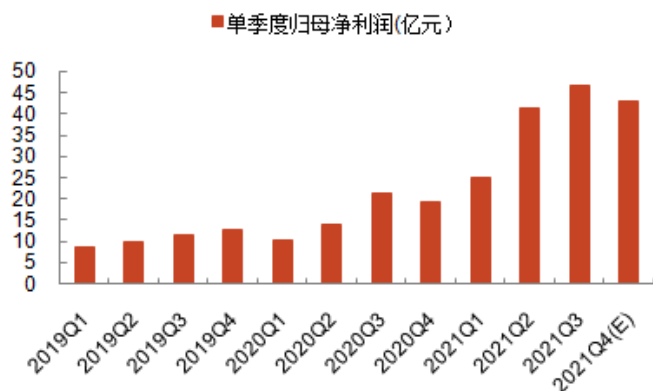
资料来源：Wind

## 相关研报

Q2 净利润历史新高，下半年产能与业绩有望加速释放——紫金矿业 (601899.SH) 2021 年半年报业绩点评 (2021-08-04)

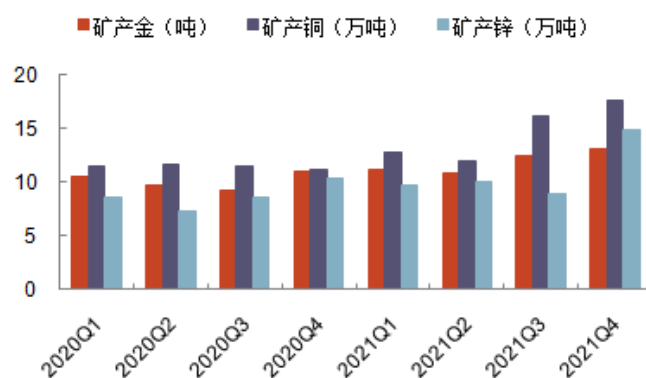
规模和效益双重引领的全球矿产铜巨头——紫金矿业 (601899.SH, 2899.HK) 首次覆盖报告 (2021-02-17)

图 1: 公司各季度归母净利润变化 (亿元)



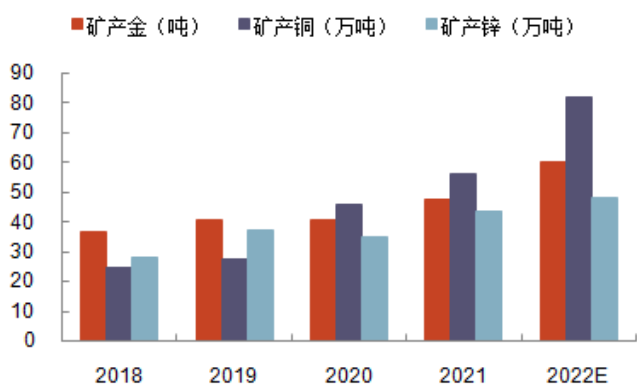
资料来源: Wind, 光大证券研究所 (2021Q4 数据源自公司业绩预告)

图 2: 公司主要产品季度产量



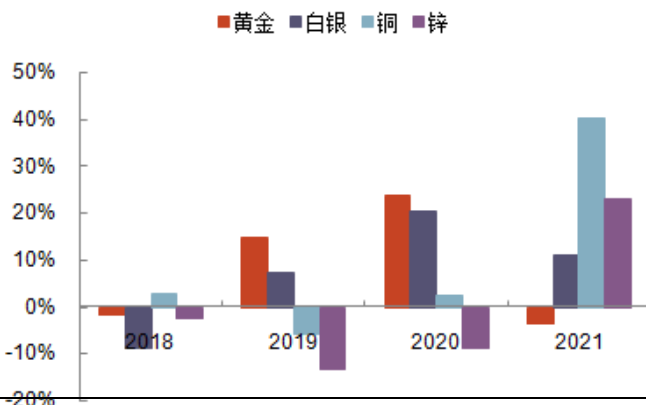
资料来源: Wind, 公司公告, 光大证券研究所

图 3: 公司主要产品年度产量



资料来源: Wind, 公司公告, 光大证券研究所 (2022 年产量预估源自公司公告)

图 4: 公司主要产品年均价涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	136,098	171,501	205,322	229,632	248,348
营业成本	120,583	151,071	172,477	185,166	195,671
折旧和摊销	5,404	6,889	7,133	7,754	8,388
税金及附加	1,874	2,499	2,998	3,353	3,626
销售费用	574	428	512	573	619
管理费用	3,689	3,846	4,604	5,149	5,569
研发费用	476	583	697	780	844
财务费用	1,467	1,784	1,378	1,422	1,028
投资收益	34	-522	1,900	1,000	1,000
营业利润	7,242	11,240	24,286	34,544	42,384
利润总额	6,974	10,846	24,086	34,344	42,184
所得税	1,913	2,388	5,058	7,212	8,859
净利润	5,061	8,458	19,028	27,132	33,326
少数股东损益	777	1,949	3,400	4,800	5,800
归属母公司净利润	4,284	6,509	15,628	22,332	27,526
EPS(元)	0.17	0.26	0.59	0.85	1.05

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	10,666	14,268	21,117	29,811	34,609
净利润	4,284	6,509	15,628	22,332	27,526
折旧摊销	5,404	6,889	7,133	7,754	8,388
净营运资金增加	3,594	1,661	8,041	7,493	8,673
其他	-2,617	-790	-9,685	-7,769	-9,978
投资活动产生现金流	-14,103	-29,174	-18,672	-16,405	-14,867
净资本支出	-11,687	-13,786	-13,000	-11,800	-10,800
长期投资变化	6,924	7,100	-1,000	-1,000	-1,000
其他资产变化	-9,340	-22,488	-4,672	-3,605	-3,067
融资活动现金流	-326	20,928	2,026	-11,460	-18,244
股本变化	235	0	95	0	0
债务净变化	-1,119	27,885	2,729	-6,174	-8,610
无息负债变化	2,264	13,080	5,961	2,490	1,999
净现金流	-3,847	5,701	4,470	1,945	1,497

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	11.4%	11.9%	16.0%	19.4%	21.2%
EBITDA 率	11.3%	12.3%	15.6%	18.6%	20.5%
EBIT 率	7.0%	8.0%	12.1%	15.3%	17.1%
税前净利润率	5.1%	6.3%	11.7%	15.0%	17.0%
归母净利润率	3.1%	3.8%	7.6%	9.7%	11.1%
ROA	4.1%	4.6%	9.2%	12.1%	13.9%
ROE (摊薄)	8.4%	11.5%	22.6%	26.3%	27.1%
经营性 ROIC	7.3%	8.0%	13.2%	17.2%	19.5%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	54%	59%	56%	50%	44%
流动比率	0.86	0.83	1.05	1.43	2.14
速动比率	0.41	0.45	0.57	0.77	1.11
归母权益/有息债务	1.11	0.77	0.90	1.20	1.64
有形资产/有息债务	2.12	1.80	2.05	2.47	3.07

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	123,831	182,313	206,987	223,775	239,637
货币资金	6,225	11,955	16,426	18,371	19,868
交易性金融资产	688	1,930	2,702	2,972	3,270
应收账款	944	1,141	1,626	2,046	2,459
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	900	1,195	1,643	2,067	2,483
存货	14,887	18,064	24,142	27,770	33,259
其他流动资产	2,671	3,526	4,405	5,049	5,555
流动资产合计	28,594	39,262	52,729	60,187	68,910
其他权益工具	4,410	6,482	7,482	8,482	9,482
长期股权投资	6,924	7,100	8,100	9,100	10,100
固定资产	38,625	48,546	50,289	51,741	52,757
在建工程	5,279	14,910	17,614	19,811	20,858
无形资产	24,163	46,760	47,035	46,886	46,740
商誉	314	314	314	314	314
其他非流动资产	11,799	15,710	19,769	22,929	25,549
非流动资产合计	95,237	143,051	154,258	163,588	170,727
总负债	66,751	107,717	116,407	112,723	106,112
短期借款	14,441	20,719	21,448	13,774	4,165
应付账款	4,382	5,543	6,382	5,555	4,892
应付票据	421	956	1,725	1,852	1,957
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	500	173	173	173	173
流动负债合计	33,363	47,036	50,006	42,026	32,170
长期借款	13,826	29,083	31,083	32,583	33,583
应付债券	11,966	16,110	16,110	16,110	16,110
其他非流动负债	4,908	8,945	12,665	15,461	17,706
非流动负债合计	33,389	60,681	66,401	70,697	73,943
股东权益	57,080	74,596	90,579	111,051	133,524
股本	2,538	2,538	2,633	2,633	2,633
公积金	20,010	19,929	19,834	19,834	19,834
未分配利润	24,006	27,748	40,331	56,003	72,676
归属母公司权益	51,186	56,539	69,121	84,794	101,466
少数股东权益	5,894	18,058	21,458	26,258	32,058

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	0.42%	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%
管理费用率	2.71%	2.24%	2.24%	2.24%	2.24%
财务费用率	1.08%	1.04%	0.67%	0.62%	0.41%
研发费用率	0.35%	0.34%	0.34%	0.34%	0.34%
所得税率	27%	22%	21%	21%	21%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.10	0.12	0.25	0.41	0.51
每股经营现金流	0.42	0.56	0.80	1.13	1.31
每股净资产	2.02	2.23	2.63	3.22	3.85
每股销售收入	5.36	6.76	7.80	8.72	9.43

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	58	38	17	12	9
PB	4.9	4.4	3.7	3.0	2.5
EV/EBITDA	5.3	6.2	4.2	3.2	2.7
股息率	1.0%	1.2%	2.6%	4.2%	5.2%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 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。

## 分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE