

## 卡莫阿产能提升，全球第四大铜矿呼之欲出

➤ **事件：2022年2月23日，公司公布卡莫阿-卡库拉铜矿产能提升计划。**在今年4月二期工程投产的基础上，拟将一期和二期选厂设计产能由原处理矿石量合计760万吨/年提升至920万吨/年，年产铜由原先的40万吨提升至45万吨以上，**成为全球第四大产铜矿山。**

➤ **项目进展不断超预期，二期提前到4月进行带料试车，三期正快速推进。**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，已成功运行8个多月，选厂实际产能高出设计产能22%以上，铜回收率为87%以上，超过85.6%的设计指标。②二期380万吨/年选厂建设工程1月底完成约93%的工程，2月底已接近完工，目前正推进前期试车工作，计划于2022年4月进行带料试车以及首批铜精矿的生产，比年初制定的2022年第二季度的指导目标提前数月。③卡莫阿-卡库拉铜矿三期扩建工程设计和前期工作也在快速推进，第三座选厂处理规模更大，计划于2024年第四季度实现投产；更新版的卡莫阿-卡库拉铜矿预可行性研究将涵盖三期扩建计划，预计于2022年第三季度发布；三期的建设还包括设计年产50万吨粗铜的冶炼厂。

➤ **充分利用现有设施，扩产资本开支可控。**本次产能提升将充分利用一期、二期工程现有设施，投入约5,000万美元，在持续生产的情况下对部分管道、设备进行改造，计划工期12个月，预计于2023年第二季度达产。

➤ **原CEO功成身退，新帅资历深厚。**卡莫阿铜业原首席执行官马克·法伦将于二期带料试车后退休。2022年2月23日，瑞安·魏美伦被任命为卡莫阿铜业新任总经理，任期自2022年6月1日起生效。魏美伦先生在井下和露天采矿方面拥有超过32年的经验，同时，同样经验丰富的紫金高管张兴勋先生被任命为常务副总经理。预计卡莫阿矿山将在两位新任领导的带领下续创辉煌。

➤ **2022年公司多个项目将贡献产量增量。**铜板块，三大世界级铜矿2022年均将贡献较大增量，其中卡莫阿计划产铜29-34万吨，截至2022年1月底，卡莫阿-卡库拉铜矿地表已储备超过440万吨矿石，铜品位4.61%。根据我们测算，在6.5万元/吨的铜价（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25.3亿元、74.7亿元、16.5亿元。**金板块**，多项目放量有望提升金年产量12吨，完成年度产能规划。

➤ **投资建议：**公司正迎来业绩和估值的戴维斯双击，主要产品铜金2022年产量指引相比于21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。维持此前的盈利预测，预计2021-2023年公司将实现归母净利156亿元、254亿元、268亿元，对应2月23日收盘价的PE为18x、11x和10x，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	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	171,501	265,716	409,524	450,487
增长率（%）	26.0	54.9	54.1	10.0
归属母公司股东净利润（百万元）	6,509	15,596	25,364	26,752
增长率（%）	51.9	139.6	62.6	5.5
每股收益（元）	0.25	0.61	1.00	1.05
PE	44	18	11	10
PB	4.2	3.9	2.9	2.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2022年02月23日收盘价）

**推荐**

维持评级

当前价格：

10.92元



**分析师：邱祖学**

执业证号：S0100521120001

邮箱：qiu\_zuxue@mszq.com

**研究助理：张航**

执业证号：S0100122010011

邮箱：zhanghang@mszq.com

**研究助理：张建业**

执业证号：S0100120080003

邮箱：zhangjianye@mszq.com

### 相关研究

1.紫金矿业2021业绩预增点评：铜金产量提升，业绩同比大增

2.【民生金属·公司动态】紫金矿业：巨龙如期投产，再现紫金速度

3.紫金矿业(601899)一季报点评：业绩略超预告上限，继续看好产能释放

4.紫金矿业(601899)公告点评：量价齐升逐步兑现，Q1业绩翻倍增长

5.紫金矿业(601899)年报点评：业绩符合预期，继续看好金铜产量高增长

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 ( 百万元 )	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	171,501	265,716	409,524	450,487
营业成本	151,071	229,095	352,181	390,343
营业税金及附加	2,499	3,587	5,529	5,856
销售费用	428	797	1,229	1,126
管理费用	3,846	6,111	9,010	9,460
研发费用	583	983	1,392	1,351
EBIT	13,348	25,142	40,183	42,350
财务费用	1,784	2,623	3,135	3,344
资产减值损失	-357	-295	-247	-266
投资收益	-522	2,126	3,276	3,604
营业利润	11,240	24,963	40,999	43,324
营业外收支	-394	-215	-220	-231
利润总额	10,846	24,748	40,778	43,093
所得税	2,388	5,494	9,175	9,653
净利润	8,458	19,254	31,603	33,440
归属于母公司净利润	6,509	15,596	25,364	26,752
EBITDA	20,724	33,044	49,482	52,931

资产负债表 ( 百万元 )	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	11,955	13,749	15,811	18,183
应收账款及票据	1,141	1,921	2,862	3,159
预付款项	1,410	2,492	3,655	4,048
存货	18,064	28,346	43,071	47,747
其他流动资产	6,691	12,351	18,966	23,852
流动资产合计	39,262	58,858	84,365	96,989
长期股权投资	7,100	7,189	7,272	7,373
固定资产	48,546	60,005	71,295	81,931
无形资产	46,760	60,711	75,494	91,302
非流动资产合计	143,051	172,135	199,511	226,860
资产合计	182,313	230,993	283,876	323,849
短期借款	20,719	39,199	41,318	35,737
应付账款及票据	6,499	9,906	15,002	16,739
其他流动负债	19,818	25,467	34,044	36,912
流动负债合计	47,036	74,572	90,365	89,388
长期借款	29,083	33,848	40,824	49,824
其他长期负债	31,598	29,628	29,638	29,648
非流动负债合计	60,681	63,475	70,462	79,471
负债合计	107,717	138,047	160,827	168,860
股本	2,538	2,633	2,633	2,633
少数股东权益	18,058	21,716	27,955	34,643
股东权益合计	74,596	92,946	123,049	154,989
负债和股东权益合计	182,313	230,993	283,876	323,849

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	26.01	54.93	54.12	10.00
EBIT 增长率	45.93	88.36	59.83	5.39
净利润增长率	51.93	139.62	62.63	5.47
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	11.91	13.78	14.00	13.35
净利润率	4.93	7.25	7.72	7.42
总资产收益率 ROA	3.57	6.75	8.93	8.26
净资产收益率 ROE	11.51	21.90	26.67	22.23
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.83	0.79	0.93	1.09
速动比率	0.42	0.38	0.42	0.51
现金比率	0.25	0.18	0.17	0.20
资产负债率 (%)	59.08	59.76	56.65	52.14
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	2.43	2.64	2.55	2.56
存货周转天数	43.64	45.16	44.64	44.65
总资产周转率	0.94	1.15	1.44	1.39
<b>每股指标 ( 元 )</b>				
每股收益	0.25	0.61	1.00	1.05
每股净资产	2.23	2.80	3.73	4.72
每股经营现金流	0.56	0.84	1.30	1.58
每股股利	0.04	0.04	0.06	0.06
<b>估值分析</b>				
PE	44	18	11	10
PB	4.2	3.9	2.9	2.3
EV/EBITDA	14.37	10.89	7.41	6.95
股息收益率 (%)	0.38	0.36	0.54	0.54
现金流量表 ( 百万元 )	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	8,458	19,254	31,603	33,440
折旧和摊销	7,506	7,902	9,299	10,581
营运资金变动	-2,842	-7,149	-8,405	-4,280
经营活动现金流	14,268	21,281	33,143	40,334
资本开支	-13,786	-35,737	-37,180	-38,404
投资	-13,154	-2,874	-1,309	-1,356
投资活动现金流	-29,174	-36,708	-35,212	-36,156
股权募资	6,632	95	0	0
债务募资	18,477	21,044	9,106	3,428
筹资活动现金流	20,928	17,220	4,131	-1,807
现金净流量	5,701	1,793	2,062	2,372

## 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受到任何形式的补偿。

## 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
	行业评级	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
		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