

紫金矿业 (601899.SH)

重点项目顺利投产，公司有望迎来估值修复

公司公告，西藏巨龙铜业一期工程 12 月 27 日开始正式投入生产，顺利实现 2021 年底建成投产的总目标，产能规划翻倍。此外，卡莫阿已实现全年产量目标上限，且二期扩建项目超预期。

□ 巨龙铜业顺利投产，且产能规划翻倍：驱龙铜矿一期工程投产后，加上知不拉铜矿的产量，巨龙铜业 2022 年预计产铜 12-13 万吨；一期工程达产后年产铜约 16 万吨。

根据公司官网消息，巨龙铜业正在进行矿山开发的总体规划，重点对低品位资源进行综合开发利用，拟分阶段实施二期和三期工程，若项目得到政府有关部门核准，最终可望实现每年采选矿石量约 2 亿吨、年产铜金属量超过 60 万吨规模，成为全球采选规模最大的高水平绿色矿山。60 万吨的规模较之前规划的 30 万吨翻倍。

巨龙铜业拥有驱龙铜多金属矿、荣木错拉铜矿和知不拉铜多金属矿矿权，拥有资源储量为铜金属量 1,072 万吨，伴生钼金属量 57 万吨；驱龙铜矿、荣木错拉铜矿是同一斑岩铜矿体，目前正在申报矿权合并；合并后矿山名称将更名为巨龙铜矿，是中国最大的世界级斑岩型铜矿，该矿存在大量品位在 0.2% 左右的低品位铜矿资源，资源总量（按 0.15% 边界品位）超过 2,000 万吨。去年 6 月公司入主之前，矿山建设已经停建一年多，面临着长期停工、历史遗留问题繁杂，以及冰天雪地、高寒低压低氧的恶劣环境对人的意志和管理能力的考验。仅 1 年半时间一期 16 万吨项目即如期顺利投产，再显公司的迅速高效的一贯风格。

此外，近日，公司官网消息，刚果（金）卡莫阿-卡库拉铜矿累计生产精矿含铜金属量超过 10 万吨，已实现年度生产指导目标的上限铜产量。目前，项目二期扩建工程超预期推进，预计于 2022 年第二季度初建成，届时项目整体产能将翻番至 40 万吨铜/年。

□ 维持“强烈推荐-A”投资评级。不考虑波格拉金矿复工和 3Q 锂盐湖收购，主产品价格参考年初至今均价，可测算 2022 年归母净利润约 249 亿元，对应 A 股股价约 10 倍市盈率。

◇ 若主产品价格用过去十年均价测算，22 年净利润约 140 亿元，对应市盈率 18 倍。

◇ 公司拟收购加拿大新锂公司全部股权，新锂公司持有阿根廷 3Q 锂盐湖 100% 股权。3Q 锂盐湖规模大品位高，总资源量约 756.5 万吨 LCE，锂平均浓度 612mg/L。凭借丰富的海外资源投资、管理经验和雄厚的资金实力，公司有望在锂资源领域复制在铜金锌矿项目的成功经验。

□ 风险提示：不可预测的自然灾害发生的风险；3Q 锂盐湖收购失败；黄金、铜、锌、锂价格大幅下跌风险；在建项目进展不及预期，或者其他因素导致公司产量目标不能实现等。

财务数据与估值

会计年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入(百万元)	136098	171501	202857	228392	248927
同比增长	28%	26%	18%	13%	9%
营业利润(百万元)	7242	11240	28674	40979	47622
同比增长	17%	55%	155%	43%	16%

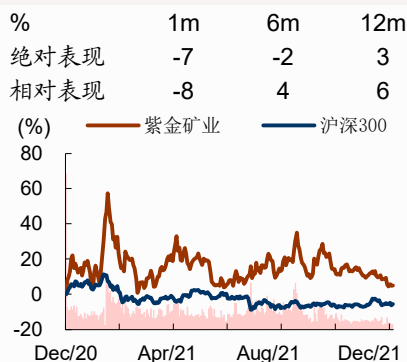
强烈推荐-A（维持）

周期/金属及材料
当前股价：9.64 元

基础数据

总股本（万股）	2632760
已上市流通股（万股）	2049468
总市值（亿元）	2538
流通市值（亿元）	1976
每股净资产（MRQ）	2.7
ROE（TTM）	18.8
资产负债率	54.8%
主要股东	闽西兴杭国有资产投资经营
主要股东持股比例	23.11%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《紫金矿业（601899）一项目陆续投放 Q3 利润延续高速增长破冰涉锂预显威》2021-10-18
- 2、《紫金矿业（601899）一成为优秀公司的股东》2021-03-22
- 3、《紫金矿业（601899）一发展规划三部曲 矿产铜金产量五年预计再翻倍》2021-02-01

刘文平 S1090517030002
liuwenping@cmschina.com.cn
刘伟洁 S1090519040002
liuweijie@cmschina.com.cn
赖如川 研究助理
lairuchuan@cmschina.com.cn

归母净利润(百万元)	4284	6509	17397	24875	28912
同比增长	5%	52%	167%	43%	16%
每股收益(元)	0.17	0.26	0.66	0.94	1.10
PE	57.1	37.6	14.6	10.2	8.8
PB	4.8	4.3	3.6	2.8	2.3

资料来源：公司数据、招商证券

正文目录

一、价格弹性测算.....	5
二、三季度矿产铜量价齐增，成本下降.....	5
三、五年（2+3）规划和 2030 年发展目标.....	6
四、有望破冰涉锂 计划收购 3Q 锂盐湖	7
1、Neo Lithium 公司股权结构及项目发展历程	7
2、3Q 项目的地理位置及基础设施	8
3、3Q 项目的资源储备.....	9
4、3Q 项目的运营规划.....	11

图表目录

图 1：紫金矿业历史 PE Band	6
图 2：紫金矿业历史 PB Band	6
图 3 Neo Lithium 收购前股权结构	8
图 4 3Q 项目的地理位置.....	9
图 5 3Q 项目的矿权分布.....	9
图 6 3Q 项目高等品位区域.....	9
图 7 3Q 项目中等品位区域.....	9
图 8 3Q 盆地东侧有更多优质页岩	10
图 9 3Q 项目位于全球高品位盐湖第 3 名	10
图 10 3Q 盐湖杂质比率（Mg/Li）	11
图 11 3Q 盐湖杂质比率（SO4/Li）	11
图 12 3Q 项目加工成本同行对比.....	11
图 13 3Q 项目资本成本同行对比.....	11
图 14 3Q 项目加工流程	12
表 1：2022 年铜金锌不同价格假设下利润测算.....	5
表 2：矿产铜量价齐增.....	5
表 3：季度利润表（百万元）	5

表 4: 2021 年 1 月公司公布产量规划	6
表 5: Neo Lithium 近三年财务数据 (单位: 加元)	8
表 6: 3Q 项目高、中品位区域资源储量	10
表 7: 3Q 项目杂质比例列表 (锂离子浓度边界品位 800mg/L)	11

一、价格弹性测算

表 1: 2022 年铜金锌不同价格假设下利润测算

	金 (元/千克)	铜 (元/吨)	锌 (元/吨)	净利润 (百万元)	PE
今年年初至今均价	374.4	68622.5	22397.3	24875	10
过去十年均价	304.24	50362	18600	13955	18

资料来源: wind、招商证券

二、三季度矿产铜量价齐增，成本下降

表 2: 矿产铜量价齐增

	2020Q1	2020H1	2020Q1-	2020	2021Q1	2021H1	2021Q1-	YOY
产量								
矿山产金, 千克	10.6	20.2	29.5	40.5	11.2	22.0	34.5	17.0%
矿山产铜, 吨	11.5	23.1	34.5	45.3	12.7	24.1	40.8	18.2%
矿山产锌, 吨	8.6	15.9	24.4	34.2	9.6	19.6	28.5	17.0%
单价 (不含税)								
矿山产金, 元/克	340	351	362	365	350	352	351	-3.2%
矿山产铜, 元/吨	33,947	33,440	35,777	37,316	49,898	53,226	53,292	49.0%
矿山产锌, 元/吨	6,881	7,480	8,631	9,621	12,497	13,313	13,599	57.6%
单位销售成本								
矿山产金, 元/克	171	171	176	177	179	183	178	1.1%
矿山产铜, 元/吨	19,092	19,279	19,424	20,095	18,395	18,462	18,030	-7.2%
矿山产锌, 元/吨	6,355	6,523	6,558	6,570	6,238	6,762	7,075	7.9%
毛利率 (%)								
矿山产金	49.7	51.3	51.4	51.4	48.8	48.1	49.2	(2.17)
矿山产铜	43.8	42.4	45.7	46.2	63.1	65.3	66.2	20.46
矿山产锌	7.7	12.8	24.0	31.7	50.1	49.2	48.0	23.95
毛利润 (百万元)								
矿山产金	1674	3436	5109	7169	1844	3601	5627	10.1%
矿山产铜	1646	3236	5553	7748	3756	8267	13754	147.7%
矿山产锌	44	163	520	1061	599	1295	1855	256.5%

资料来源: 公司公告、招商证券

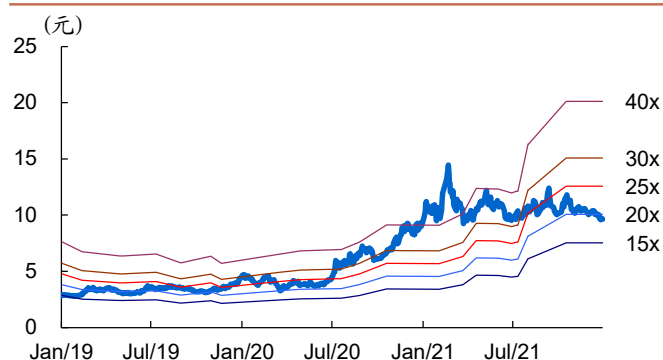
表 3: 季度利润表 (百万元)

	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3
一、营业总收入	36162	46980	47291	41068	47502	62361	59112
二、营业总成本	34638	44100	43825	37874	43215	55608	52793
其中: 营业成本	32237	41780	41443	35612	40396	53561	50041
营业税金及附加	570	616	593	720	778	813	830
营业费用	152	178	146	-48	117	103	109
管理费用	922	903	888	1133	1266	1220	1289
研发费用	113	138	123	208	130	187	183
财务费用	405	513	506	361	433	319	355
资产减值损失	-237	26	-126	-20	-88	-10	18
三、其他经营收益	354	-399	3	217	169	425	690
其它收益	50	101	46	145	76	81	65
公允价值变动收益	45	-272	326	243	25	-174	-103
投资收益	259	-232	-370	-179	70	517	722

	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3
四、营业利润	1879	2481	3469	3411	4455	7178	7010
加：营业外收入	32	21	5	80	26	3	41
减：营业外支出	101	218	172	42	130	63	80
五、利润总额	1810	2285	3301	3450	4351	7119	6971
减：所得税	483	520	596	789	934	1625	1349
六、净利润	1326	1765	2706	2661	3417	5494	5622
减：少数股东损益	286	383	555	725	906	1356	969
七、归属母公司所有者净利润	1040	1381	2151	1936	2511	4138	4653
毛利率	12.8%	10.1%	11.5%	11.6%	10.9%	11.1%	12.4%
主营税金率	1.5%	1.2%	1.4%	1.5%	1.6%	1.3%	1.3%
营业费率	10.9%	11.1%	12.4%	13.3%	15.0%	14.1%	15.3%
管理费费率	1.6%	1.3%	1.3%	1.8%	1.6%	1.3%	1.4%
营业利润率	0.4%	0.4%	0.3%	-0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
实际税率	2.6%	1.9%	1.9%	2.8%	2.7%	2.0%	2.2%
净利率	5.2%	5.3%	7.3%	8.3%	9.4%	11.5%	11.9%
yoy	26.7%	22.8%	18.0%	22.9%	21.5%	22.8%	19.3%
收入增长率	2.9%	2.9%	4.5%	4.7%	5.3%	6.6%	7.9%
营业利润增长率							
净利润增长率	24.5%	23.1%	37.4%	19.1%	31.4%	32.7%	25.0%

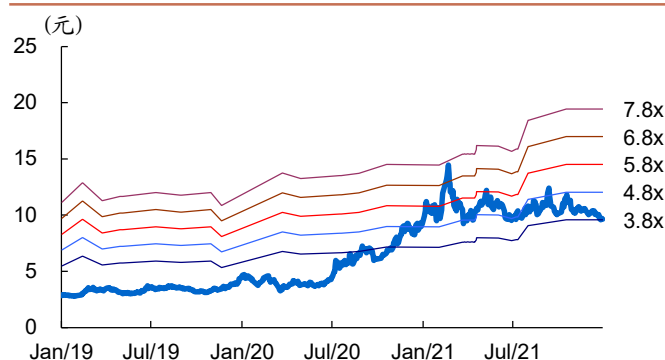
资料来源：公司公告、招商证券

图 1：紫金矿业历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：紫金矿业历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

三、五年（2+3）规划和 2030 年发展目标

表 4：2021 年 1 月公司公告产量规划

	2020 年	2021 年	2022 年	相对 2020 年复合增	2025 年	相对 2020 年复合增速
矿产金（吨）	40	53-56	67-72	29.4%-34.2%	80-90	14.9%-17.6%
矿产铜（万吨）	46	54-58	80-85	31.9%-35.9%	100-110	16.8%-19%
矿产锌（万吨）	38	45-48	47-50			
矿产银（吨）	299	240-300	270-310			
铁精矿（万吨）	386	350-380	290-330			

资料来源：公司公告、招商证券

公司公告，今后五年规划和十年发展目标纲要的主要发展目标。将分“三步走”到 2030 年全面建成高技术效益型特大国际矿业集团：

1、第一阶段（2021-2022 年）

主要矿产品产量和主要经济指标跨越增长，经济实力和公司规模显著提升。陇南紫金、山西紫金和哥伦比亚武里蒂卡金矿、澳大利亚诺顿金田、圭亚那奥罗拉金矿等黄金矿山通过技改扩能产量大幅增加；刚果（金）卡莫阿铜矿、塞尔维亚佩吉铜金矿上带矿、西藏驱龙铜矿等一批世界级铜（金）矿床建成投产；争取多个地下斑岩铜矿大规模高效低成本自然崩落法采矿项目开工建设；新项目并购和地质勘查取得进展，初步建成全球化运营管理体系，流程化组织和信息平台建设初见成效。

2、第二阶段（2023-2025 年）

在第一阶段高增长的背景下，继续全面开发已有矿产资源，加大地质勘查力度，**关注中大型金铜生产型矿业公司并购机会**，显著提升主要矿产品资源储量和产量，主要经济指标及效益迈上新台阶，基本达到全球一流金属矿业公司水平。公司基本建成全球化运营管理体系，基本解决国际化人才紧缺问题。

3、第三阶段（2026-2030 年）

到 2030 年全面建成高技术效益型特大国际矿业集团，公司进入全新阶段。主要经济指标接近或基本达到全球一流矿业公司水平，控制资源储量、主要产品产量、销售收入、资产规模、利润等综合指标**争取进入全球前 3-5 位**，同时建成先进的全球运营管理体系，形成全球竞争力和比较竞争优势。

四、有望破冰涉锂 计划收购 3Q 锂盐湖

紫金矿业于 2021 年 10 月 9 日与加拿大上市公司 Neo Lithium 签署《安排协议》，拟以每股 6.5 加元的价格，以现金方式收购 Neo Lithium 全部流通股，总对价约为 9.6 亿加元，折合人民币 49.39 亿元（按 1 加元兑换 5.1449 元人民币计算），交易价格较 Neo Lithium 之前 20 日均价溢价约 36%。该项协议还包括：紫金矿业有权匹配任何构成优越提议的竞争性要约；在某些情况下，双方将有权获得 3500 万美元的终止费。

本次交易将依照《安大略省商业公司法》规定的安排计划生效实施，需要获得 Neo Lithium 特别股东大会上所行使的表决权总数的 2/3 批准通过。除股东大会批准外，包括但不限于取得中国政府或其授权的有关部门和加拿大有关监管部门以及加拿大相关法院的有效批准、通知或豁免，并满足同类性质交易的其他惯常交割条件。

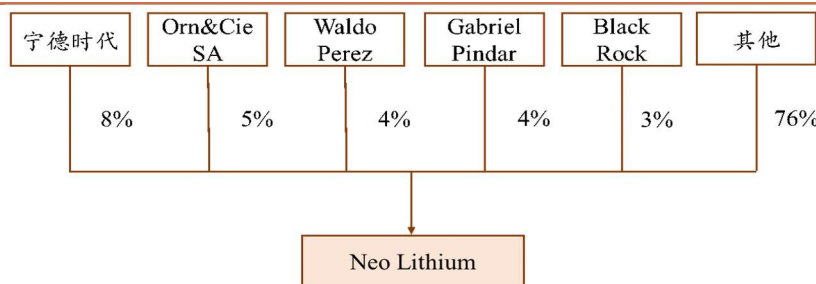
Neo Lithium 预计将在 2021 年 11 月向全体股东披露交易的全部细节，并于 12 月举行股东大会，该项交易预计将在 2022 年上半年完成。

1、Neo Lithium 公司股权结构及项目发展历程

Neo Lithium 的注册地址及总部位于安大略省多伦多市，主要在阿根廷从事勘探和矿产资源开发，公司股票在多伦多证券交易所的创业板块上市 (TSXV:NLC)，同时在美国 OTCQX 柜台交易市场 (NTTFH) 和德国法兰克福交易所 (NE2) 挂牌交易。Neo Lithium 的核心资产为 100% 持有的位于阿根廷西北部卡塔马卡省的 Tres Quebradas Salar (简称“3Q”) 锂盐湖项目。

截至 2021 年 6 月 30 日，收购前的股权结构如下图所示：

图 3 Neo Lithium 收购前股权结构



资料来源：公司公告、招商证券

Neo Lithium 是锂市场上发展最快的公司之一，自 3Q 项目发现以来，公司在私人和公开市场共筹集了超过 1.3 亿加元的总资金，同时按照预算执行了计划。

表 5: Neo Lithium 近三年财务数据（单位：加元）

	2021 年 6 月 30 日	2020 年 12 月 31 日	2019 年 12 月 31 日
总资产	102,743,828	69,718,902	65,899,578
总负债	1,848,182	2,968,432	3,802,547
净资产	100,895,646	66,750,470	62,097,031
	2021 年 1-6 月	2020 年度	2019 年度
营业收入	0	0	0
净利润	-394,391	13,292,216	1,052,557

资料来源：公司公告、招商证券

2、3Q 项目的地理位置及基础设施

地理条件优越：3Q 项目地处阿根廷最大的锂生产区卡塔马卡省西南地区，位于浓缩了全球 40% 锂产量和 90% 盐湖资源的“锂三角”南端。项目以 68 公里的砂石路通往国家公路 Ruta Nacional 60(“RN60”)，该公路连接了卡塔马卡省会，通过公路可以直达位于太平洋和大西洋的港口。**项目区内无原著居民：**距离智利边境约 30 公里，直线距离智利 Caldera 港口约 200 公里，最近的社区是 Fiambala (人口 5000)，距离项目 160 公里，驾车时间约 3 小时。**水资源充足：**3Q 项目盐湖区平均海拔约 4,100 米，属高原山地气候，全年气温介于-4℃至 10℃，年降水量约 70-190 毫米，蒸发量约 1,800 毫米。盐湖外围有充足的水源补给，能满足生产需求。

3Q 项目拥有 13 个采矿权，矿权面积总计为 353 平方公里，覆盖整个盐湖表面和卤水湖。其中 10 个连续采矿权组成了一个“矿权组”，构成采矿活动核心区，面积为 267 平方公里。另外根据阿根廷国家采矿法规，权的期限不受限制，只要矿权持有人满足阿根廷国家采矿法规定的义务，包括年度标准付款和最低投资承诺等，即可一直持有。

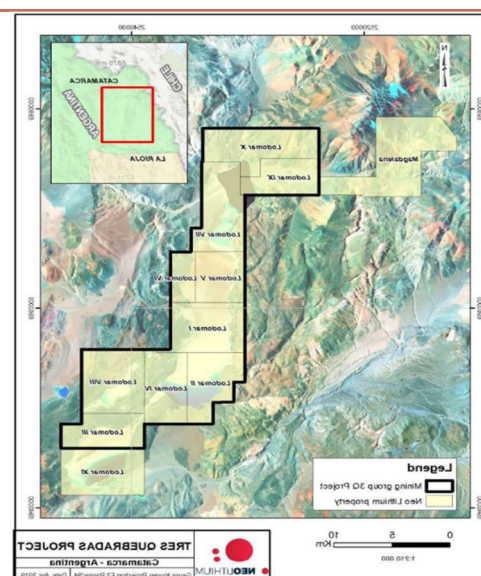
3Q 项目的勘查、试验性生产阶段已获得环评许可，项目于 2019 年 4 月已提交了开采阶段的环评许可申请，本次交易把获得 3Q 项目开采阶段的环评许可作为交割的条件之一。

图 4 3Q 项目的地理位置



资料来源：Neo Lithium 公告、招商证券

图 5 3Q 项目的矿权分布



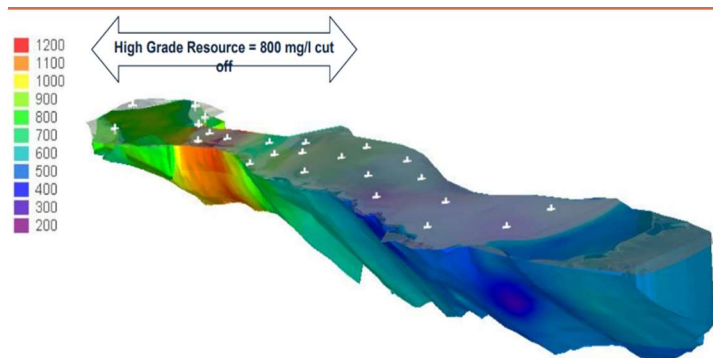
资料来源：Neo Lithium 公告、招商证券

3、3Q 项目的资源储备

3Q 项目资源量大、品位高：3Q 锂盐湖项目属于蒸发岩晶间卤水与碎屑岩孔隙卤水复合的卤水型锂矿床，整个盐湖区卤水均具有锂矿化，盐湖北部 1/3 范围卤水锂离子浓度含量 ≥ 800 mg/L，整体盐湖卤水锂离子浓度含量 ≥ 400 mg/L。据公司公告显示，全球最高品位盐湖项目 3Q 项目排名第 3，全球最大规模盐湖矿床排名第 4。

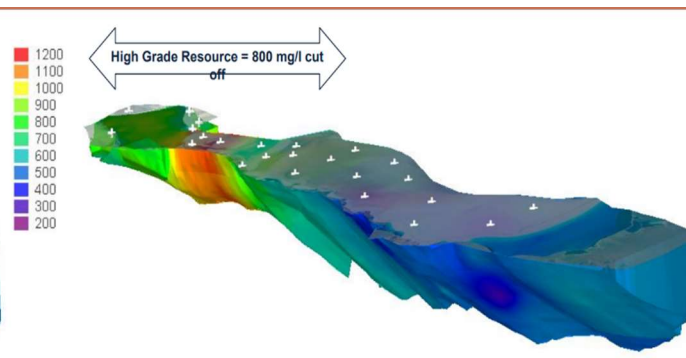
3Q 项目具有较大的资源潜力：项目卤水盆地向东倾斜，显示为同沉积断层控制，盆地东侧有更多的优质页岩，推测有较好的找矿前景。

图 6 3Q 项目高等品位区域



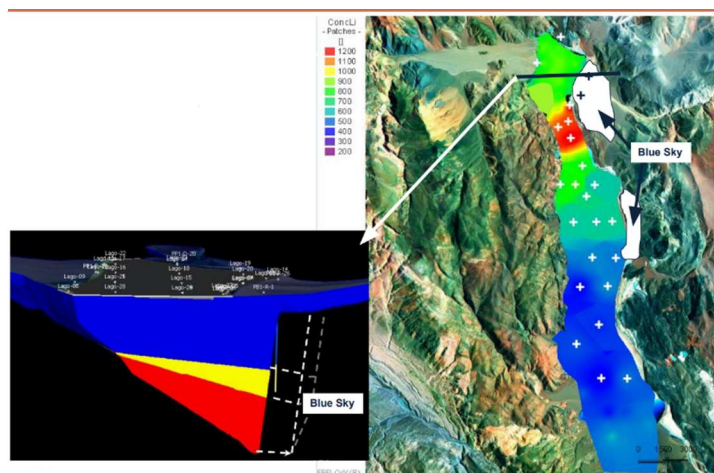
资料来源：Neo Lithium 公告、招商证券

图 7 3Q 项目中等品位区域



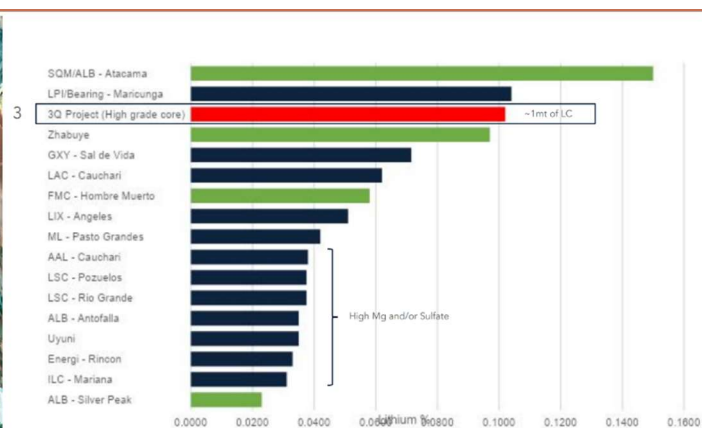
资料来源：Neo Lithium 公告、招商证券

图 8 3Q 盆地东侧有更多优质页岩



资料来源：Neo Lithium 公告、招商证券

图 9 3Q 项目位于全球高品位盐湖第 3 名



资料来源：Neo Lithium 公告、招商证券

截止至 2021 年 6 月，Neo Lithium 按 NI43-101 标准更新了 3Q 项目的资源量估算结果。本估算结果显示 3Q 项目碳酸锂当量总资源量约 756.5 万吨，其中：高等品位区域平均锂离子浓度为 926mg/L，含锂资源量（探明及控制）1.6 万吨，即 168.2 万吨 LCE；中等品位区域平均锂离子浓度为 636mg/L，含锂资源量（探明及控制）99.6 万吨，即 530.4 万吨 LCE。

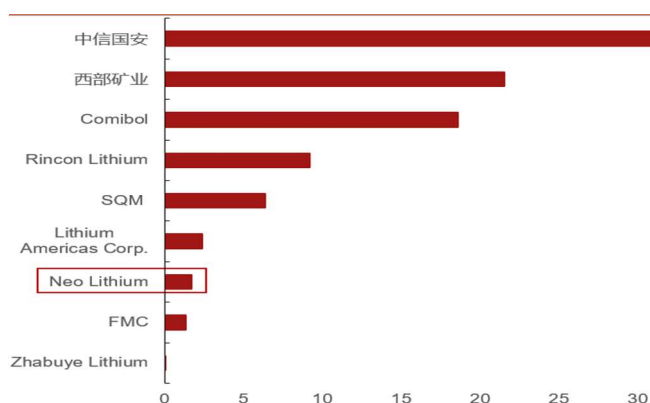
表 6: 3Q 项目高、中品位区域资源储量

	平均锂浓度	卤水量		锂资源量	与 2018 年 LCE
	(mg/l)	(百万立方米)	(金属吨)	(LCE 吨)	资源量对比
				高等品位区域（按 800mg/L 的边界品位）	
探明	928	188	175,000	930,000	281%
控制	923	153	141,000	752,000	50%
探明及控制	926	341	316,000	1,682,000	125%
推断	918	33	31,000	163,000	-12%
				中等品位区域（按 400mg/L 的边界品位）	
探明	790	437	346,000	1,839,000	223%
控制	576	1131	346,000	3,465,000	1%
探明及控制	636	1568	996,000	5,304,000	33%
推断	561	757	425,000	2,261,000	-22%

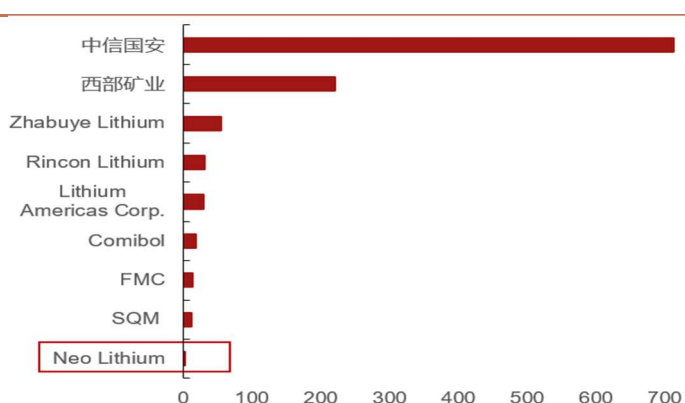
资料来源：Neo Lithium 公告、招商证券

3Q 项目盐源的杂质含量低：根据 Neo Lithium 报告，3Q 盐湖的镁离子、硫酸盐是全球杂质浓度最低的盐湖之一。

图 10 3Q 盐湖杂质比率 (Mg/Li)



资料来源: Neo Lithium PFS、招商证券

图 11 3Q 盐湖杂质比率 (SO₄/Li)

资料来源: Neo Lithium PFS、招商证券

表 7: 3Q 项目杂质比例列表 (锂离子浓度边界品位 800mg/L)

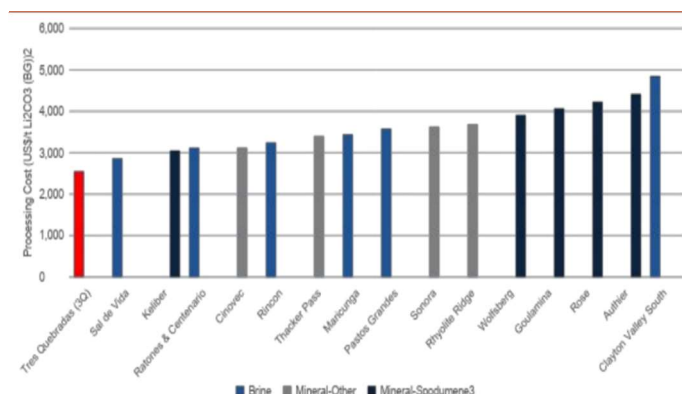
杂质比例	镁/锂	硫酸盐/锂
探明	1.66	0.49
控制	1.66	0.48
探明及控制	1.66	0.49
推断	1.67	0.41

资料来源: 公司公告、招商证券

4、3Q 项目的运营规划

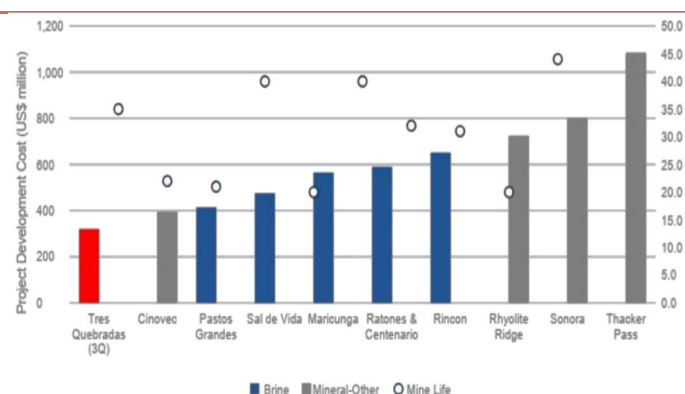
根据 2021 年 4 月预可行性研究报告, 3Q 项目规划每年生产 20,000 吨电池级碳酸锂, 可采年限达 35 年。预计初始投资为 3.19 亿美元, 维持性资本开支为 2.07 亿美元。同时, 由于 3Q 项目盐湖资源禀赋好, 卤水镁锂比低、锂浓度高, 因此提锂成本相对较低, Neo Lithium 碳酸锂现金生产成本仅为 2,914 美元/吨; 税后净现值 (8%折现率) 11.44 亿美元, 内部收益率 (IRR) 为 49.9%, 投资回收期为 1.7 年 (不含收购资金和项目建设期)。

图 12 3Q 项目加工成本同行对比



资料来源: Neo Lithium 公告、招商证券

图 13 3Q 项目资本成本同行对比



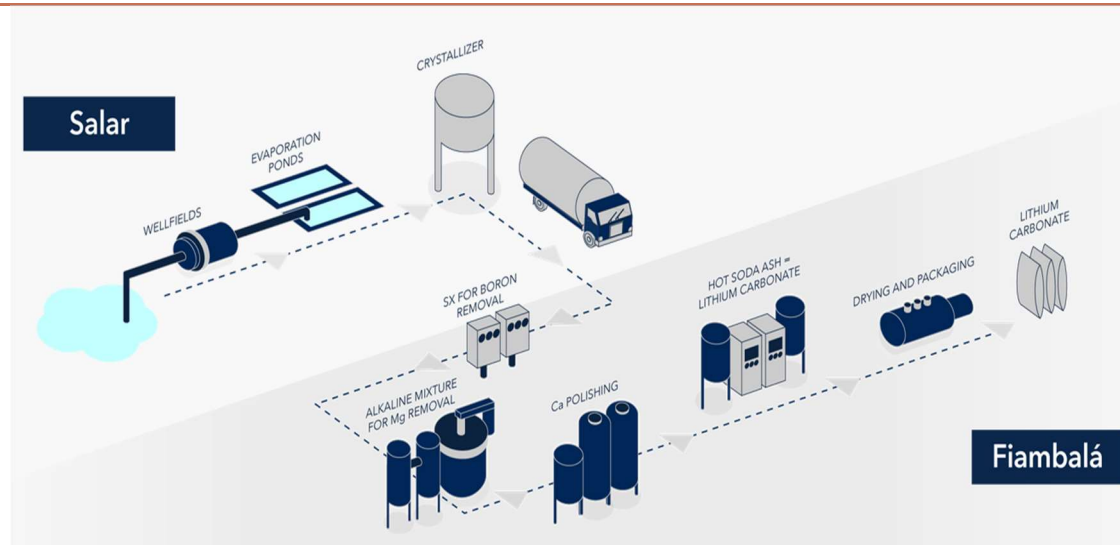
资料来源: Neo Lithium 公告、招商证券

3Q 项目设计年产 20,000 吨碳酸锂是基于最小化融资, 经咨询机构初步研究, 该项目具备扩产条件, 运用蒸发技术, 盐湖每年生产碳酸锂有可能达 4-6 万吨。

Neo Lithium 公告显示, 2021 年三季度计划投资项目 7000 万美元, 6 月 17 日 Neo Lithium 宣布 3Q 项目使用新的工

艺方法，实现了电池级碳酸锂纯度为 99.9%，是迄今为止生产的最高纯度。同时，公司预计将工厂从批量模式转换为连续模式，以生产大样品进行规格认证。

图 14 3Q 项目加工流程



资料来源：Neo Lithium 官网、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	28594	39262	47684	60693	88373
现金	6225	11955	17523	28050	53302
交易性投资	688	1930	1930	1930	1930
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	944	1141	1327	1494	1628
其它应收款	900	1195	1414	1591	1735
存货	14887	18064	19731	21221	22820
其他	4951	4976	5759	6406	6958
非流动资产	95237	143051	147375	151051	154168
长期股权投资	6924	7100	7100	7100	7100
固定资产	38625	48546	57838	65959	73055
无形资产	24477	47074	42367	38130	34317
其他	25211	40331	40071	39862	39696
资产总计	123831	182313	195059	211744	242542
流动负债	33363	47036	40123	29702	30390
短期借款	14441	20719	21062	10000	10000
应付账款	4803	6499	7101	7638	8213
预收账款	359	453	495	532	572
其他	13759	19365	11465	11533	11605
长期负债	33389	60681	60681	60681	60681
长期借款	13826	29083	29083	29083	29083
其他	19562	31598	31598	31598	31598
负债合计	66751	107717	100804	90383	91071
股本	2538	2538	2633	2633	2633
资本公积金	23676	23966	23966	23966	23966
留存收益	24972	30035	44387	64043	85492
少数股东权益	5894	18058	23269	30720	39380
归属于母公司所有者权益	51186	56539	70986	90641	112091
负债及权益合计	123831	182313	195059	211744	242542

现金流量表

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	10666	14268	31874	42210	47766
归母净利润	4284	6509	17397	24875	28912
折旧摊销	5755	7376	11091	11740	12299
财务费用	1530	1870	1583	1262	911
投资收益	(75)	(331)	(1278)	(1278)	(1278)
营运资金变动	(1668)	(2625)	(2137)	(1845)	(1743)
其它	840	1470	5218	7457	8665
投资活动现金流	(14103)	(29174)	(14140)	(14140)	(14140)
资本支出	(11896)	(13886)	(15418)	(15418)	(15418)
其他投资	(2207)	(15288)	1278	1278	1278
筹资活动现金流	(326)	20928	(12165)	(17544)	(8373)
借款变动	(8539)	16781	(7633)	(11062)	0
普通股增加	235	0	95	0	0
资本公积增加	7596	290	0	0	0
股利分配	(2303)	(2538)	(3045)	(5219)	(7462)
其他	2686	6395	(1583)	(1262)	(911)
现金净增加额	(3763)	6022	5568	10527	25252

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	136098	171501	202857	228392	248927
营业成本	120583	151071	165080	177552	190927
营业税金及附加	1874	2499	2956	3328	3627
营业费用	574	428	395	445	485
管理费用	3689	3846	4531	5102	5561
研发费用	476	583	689	776	845
财务费用	1467	1784	1583	1262	911
资产减值损失	(434)	(226)	(226)	(226)	(226)
公允价值变动收益	(60)	342	(253)	(253)	(253)
其他收益	291	342	222	222	222
投资收益	11	(510)	1309	1309	1309
营业利润	7242	11240	28674	40979	47622
营业外收入	50	139	139	139	139
营业外支出	318	532	532	532	532
利润总额	6974	10846	28280	40585	47228
所得税	1913	2388	5672	8259	9656
少数股东损益	777	1949	5211	7451	8660
归属于母公司净利润	4284	6509	17397	24875	28912

主要财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
年成长率					
营业收入	28%	26%	18%	13%	9%
营业利润	17%	55%	155%	43%	16%
归母净利润	5%	52%	167%	43%	16%
获利能力					
毛利率	11.4%	11.9%	18.6%	22.3%	23.3%
净利率	3.1%	3.8%	8.6%	10.9%	11.6%
ROE	8.4%	11.5%	24.5%	27.4%	25.8%
ROIC	6.9%	7.8%	16.5%	20.8%	20.1%
偿债能力					
资产负债率	53.9%	59.1%	51.7%	42.7%	37.5%
净负债比率	27.5%	31.7%	25.7%	18.5%	16.1%
流动比率	0.9	0.8	1.2	2.0	2.9
速动比率	0.4	0.5	0.7	1.3	2.2
营运能力					
资产周转率	1.1	0.9	1.0	1.1	1.0
存货周转率	8.8	9.2	8.7	8.7	8.7
应收帐款周转率	139.0	164.0	164.0	162.0	159.0
应付帐款周转率	25.4	26.7	24.3	24.1	24.1
每股资料(元)					
EPS	0.17	0.26	0.66	0.94	1.10
每股经营现金	0.42	0.56	1.21	1.60	1.81
每股净资产	2.02	2.23	2.70	3.44	4.26
每股股利	0.10	0.12	0.20	0.28	0.33
估值比率					
PE	57.1	37.6	14.6	10.2	8.8
PB	4.8	4.3	3.6	2.8	2.3
EV/EBITDA	8.2	5.9	2.6	2.0	1.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘文平：招商证券有色金属首席分析师。中科院理学硕士，中南大学本科。9年有色金属和新材料研究和投资经验。曾获金牛最佳分析师、水晶球最佳分析师、金翼分析师、同花顺最具影响力分析师、wind最具影响力分析等。

刘伟洁：招商证券有色研究员。中南大学硕士，10年有色金属行业研究经验。2017年加入招商证券。

赖如川：招商证券有色研究员。中国人民大学金融硕士，理学学士，曾就职于中国银行总行。2021年加入招商证券

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。