

➤ **事件：公司发布 2023 年年报。**2023 年，公司实现营收 2934.03 亿元，同比增长 8.5%；归母净利润 211.19 亿元，同比增长 5.4%；扣非归母净利 216.17 亿元，同比增长 10.7%。2023Q4，公司实现营收 683.95 亿元，同比增长 3.4%、环比减少 8.4%；归母净利润 49.54 亿元，同比增长 46.8%、环比减少 15.5%；扣非归母净利 64.09 亿元，同比增长 77.6%、环比增长 15.4%。扣非业绩超预期预告。

➤ **2023 年全年归母净利润同比增长 10.8 亿元。**主要得益于毛利同比增长 38.3 亿元，投资收益同比增长 6.2 亿元（会计政策调整），减利项主要是费用及税金同比减利 36.9 亿元（并表企业增加以及人员成本增加导致的管理费用增长+融资规模增加和外币借款利率提高导致财务费用增长）。**从板块占比来看**，2023 年公司铜业务毛利占比 47.19%，黄金业务占比 25.35%，锌（铅）业务占比 3.38%，白银、铁矿等其他产品占比 24.08%。其中矿产端金（+14.6 亿）、铜（+10.3 亿）和银（+1.6 亿）是主要增利项，原因是量价齐升，锌（-19.8 亿，价格下跌过多）和铁（-0.8 亿，产销量减少）是主要减利项；其他业务和内部抵消数分别影响了 +39.0 亿和 -10.1 亿元的毛利，或为其他矿产品盈利提升，如钼、钨等。

➤ **2023Q4 归母净利润环比减少 9 亿元。**主要是由于费用和税金环比增长 6.8 亿元（年底奖金及其他费用结算增加），减值损失环比增长 5.6 亿元，增利项主要是毛利环比增长 1.9 亿元。Q4 扣非归母净利润为 64 亿，归母净利润为 49 亿元，差了 15 亿元，差值来自于两部分影响，一是集团给联营合营企业的借款利息的会计处理变更影响了 16.8 亿元（以下简称会计变更），二是减值环比增长。

➤ **2024 年公司主要产品产量计划：**矿产铜 111 万吨（同比+10.2%，卡莫阿+巨龙+塞尔维亚博尔），矿产金 73.5 吨（同比+8.5%，波格拉复产+萨瓦亚尔顿投产+山西紫金满产+陇南紫金投产+Rosebel 金矿技改），矿产锌（铅）47 万吨（同比+0.6%），当量碳酸锂 2.5 万吨，矿产银 420 吨，矿产钼 0.9 万吨。

➤ **核心看点：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+Bor、卡莫阿、巨龙，三大世界级铜矿业集群 2024-2026 年均将持续贡献增量；金板块，多项目齐头并进，海域金矿、Rosebel、萨瓦亚尔顿构成新生增量，黄金产量持续增长。**战略金属板块**，手握“两湖两矿”优质锂资源，期待资源优势转化为产量优势。同时加码战略矿种钼。

➤ **投资建议：**公司铜金产量持续增长，考虑到铜金价格上涨，我们预计 2024-2026 年公司将实现归母净利 254 亿元、308 亿元、332 亿元，对应 3 月 22 日收盘价的 PE 为 16x、13x 和 12x，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**项目进度不及预期，铜金锂等金属价格下跌，地缘政治风险，汇率风险等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	293,403	334,477	361,396	378,482
增长率 (%)	8.5	14.0	8.0	4.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	21,119	25,415	30,803	33,200
增长率 (%)	5.4	20.3	21.2	7.8
每股收益 (元)	0.80	0.97	1.17	1.26
PE	19	16	13	12
PB	3.8	3.1	2.5	2.1

资料来源：ifind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 3 月 22 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

15.39 元



分析师 邱祖学

执业证书：S0100521120001

邮箱：qiuzuxue@mszq.com

分析师 张弋清

执业证书：S0100523100001

邮箱：zhangyiqing@mszq.com

分析师 李挺

执业证书：S0100523090006

邮箱：liting@mszq.com

相关研究

- 紫金矿业 (601899.SH) 事件点评：同步推出员工持股&股权激励，彰显发展信心-2023/11/15
- 紫金矿业 (601899.SH) 动态报告：多点开花业绩环比提升，期待铜金锂持续成长-2023/10/29
- 紫金矿业 (601899.SH) 动态报告：价降本增拖累业绩，铜金内生增长动能十足-2023/08/28
- 紫金矿业 (601899.SH) 动态报告：高原矿山开发渐成熟，加码西藏铜资源-2023/08/22
- 紫金矿业 (601899.SH) 2023 年半年报预告点评：业绩略低于预期，期待铜金锂持续放量-2023/07/09

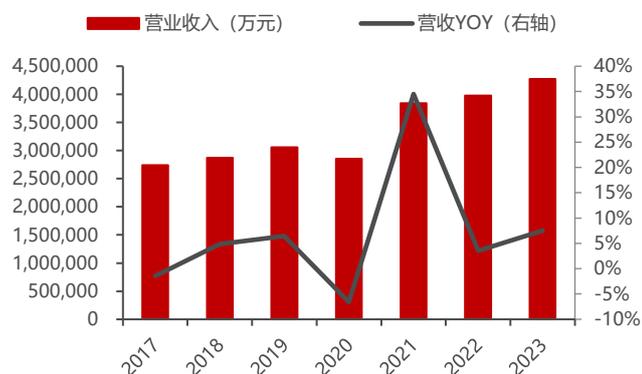
目录

1 事件：公司发布 2023 年年报	3
2 金铜产品引领业绩增长，全球竞争力迈上新台阶	4
3 毛利端拆解：成本上行抵消了部分量价齐升带来的利润增幅	6
4 费用端：期间费用增加，资产负债率略有上升	11
5 Q4 非经常性亏损主要为减值以及会计处理调整	13
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 子公司视角的产量情况	16
7.1 矿产金：并购罗斯贝尔金矿，产量稳步增长	16
7.2 矿产铜：超额完成年度产量规划，期待 2024 年的绽放	17
7.3 铅锌矿：产量稳步增长，符合预期	18
7.4 铁精矿：价格同比走弱，产量同比下滑	19
7.5 矿产银：项目产能扩充，产量有望持续提升	19
8 项目跟踪：铜金板块持续增长，锂钼战略金属打造新成长曲线	20
8.1 铜板块：三大世界级铜矿产能持续释放，两大储备项目逐步推进	20
8.2 金板块：新老项目相继投产，黄金产量持续增长	23
8.3 战略金属板块：“两湖两矿”锂资源逐步投产，加码战略矿种钼	26
8.4 自主地质找矿勘探，实现矿产内生性增长	28
9 盈利预测与投资建议	30
10 风险提示	31
插图目录	33
表格目录	33

1 事件：公司发布 2023 年年报

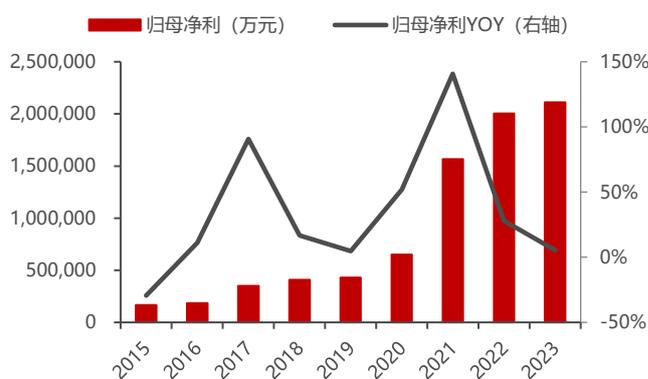
公司发布 2023 年年报。2023 年，公司实现营收 2934.03 亿元，同比增长 8.5%；归母净利润 211.19 亿元，同比增长 5.4%；扣非归母净利 216.17 亿元，同比增长 10.7%。2023Q4，公司实现营收 683.95 亿元，同比增长 3.4%、环比减少 8.4%；归母净利润 49.54 亿元，同比增长 46.8%、环比减少 15.5%；扣非归母净利 64.09 亿元，同比增长 77.6%、环比增长 15.4%。扣非业绩超预期预告。

图1：2023 年，公司实现营收 2934.03 亿元



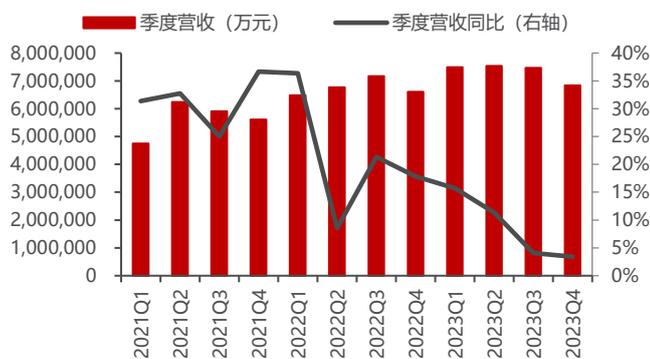
资料来源：ifind，民生证券研究院

图2：2023 年，公司实现归母净利润 211.19 亿元



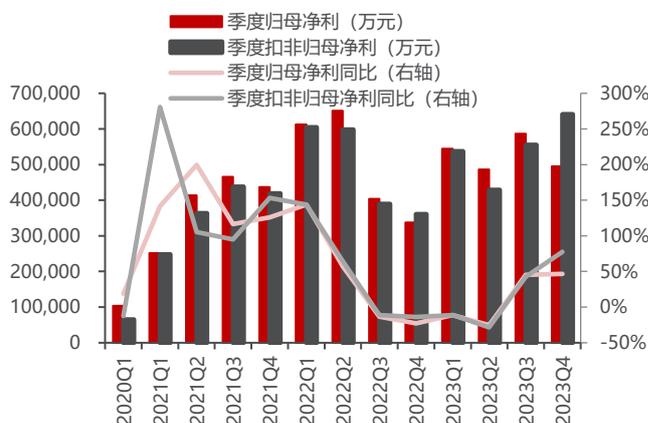
资料来源：ifind，民生证券研究院

图3：2023Q4，公司实现营收 683.95 亿元



资料来源：ifind，民生证券研究院

图4：2023Q4，公司实现归母净利润 49.54 亿元



资料来源：ifind，民生证券研究院

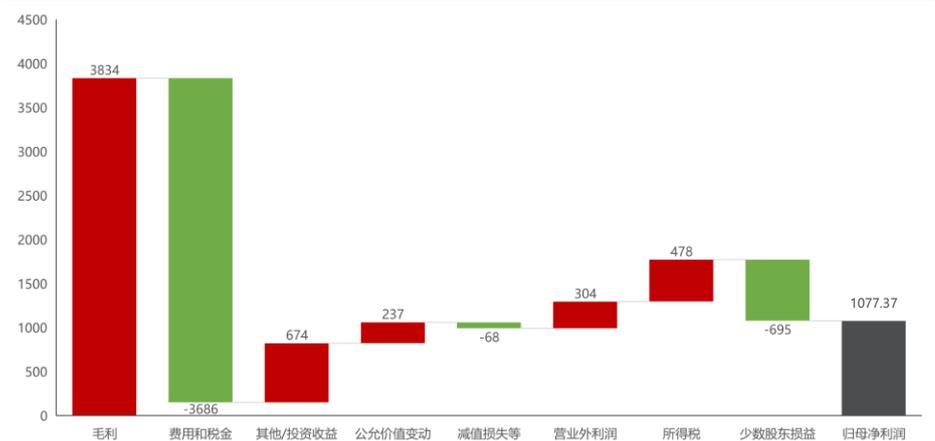
2024 年公司主要产品生产计划：矿产铜 111 万吨，矿产金 73.5 吨，矿产锌（铅）47 万吨，当量碳酸锂 2.5 万吨，矿产银 420 吨，矿产钼 0.9 万吨。

2 金铜产品引领业绩增长，全球竞争力迈上新台阶

2023年，在地缘政治影响加剧，全球经济增长速度进一步减缓，矿业行业总体业绩明显下降的环境下，公司实现紫金新十年第二阶段“开门红”。公司是大型跨国矿业集团，主要在全球范围内从事铜、金、锌、锂、银、钼等金属矿产资源勘查、开发和矿业工程研究、设计及应用等，致力为人类提供低碳矿物原料。过去一年中，公司的铜、金等主要矿产品持续增长，成为全球头部矿企中少数连年增长的生力军，也是亚洲和中国唯一的矿产铜破百万吨大关企业。

2023年归母净利润同比上升，主要原因是毛利上升。公司2023年度实现营业收入2934.03亿元，较上年同期增长8.5%；利润总额312.87亿元，归属于母公司股东的净利润211.19亿元，分别同比增长4.3%、5.4%，主要原因是公司主要运营产品量价齐升，尤其是铜、金产品，其中矿山产金、矿山产铜的销售量同比2022年分别增加9.68%、9.75%。

图5：2023年，公司毛利同比增加38.34亿元（单位：百万元）

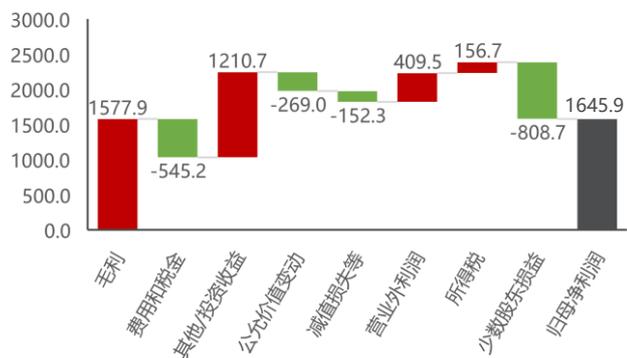


资料来源：ifind，民生证券研究院

分季度同比来看，2023Q4 vs 2022Q4：2023Q4 归母净利润 49.54 亿元，同比增加 16.50 亿元，核心在于毛利同比增加 15.80 亿元以及其它投资收益增加 12.11 亿元，毛利增长主要得益于主要金属品种尤其是铜金等扩产增销。减利点主要是少数股东损益 (-8.09 亿元)，费用和税金 (-5.45 亿元)，费用和税金增加主要是由于并表企业增加带来的税金提升，以及销售费用和管理费用同比分别增长 2.61/0.94 亿元。

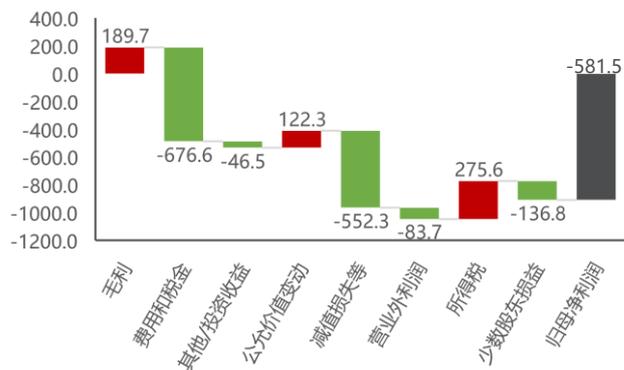
分季度环比来看，2023Q4 vs 2023Q3：2023Q4 归母净利润环比减少 5.82 亿元，核心在于费用和税金增加 6.77 亿元，其它主要减利点还有减值损失 (-5.52 亿元)，费用和税金 (-6.77 亿元)。费用和税金环比提升主要是由于财务费用/管理费用环比分别提升 2.23/2.54 亿元。

图6: 2023Q4 业绩同比变化拆分 (单位: 百万元)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图7: 2023Q4 业绩环比变化拆分 (单位: 百万元)

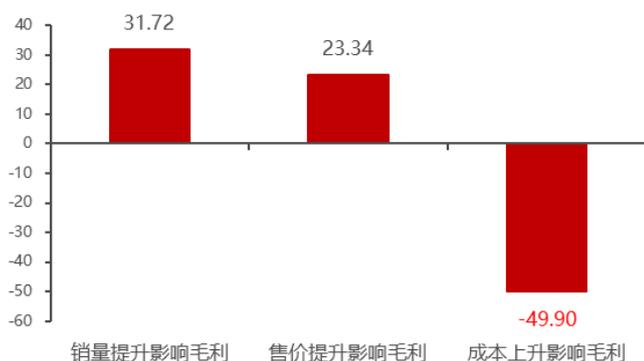


资料来源: ifind, 民生证券研究院

3 毛利端拆解：成本上行抵消了部分量价齐升带来的利润增幅

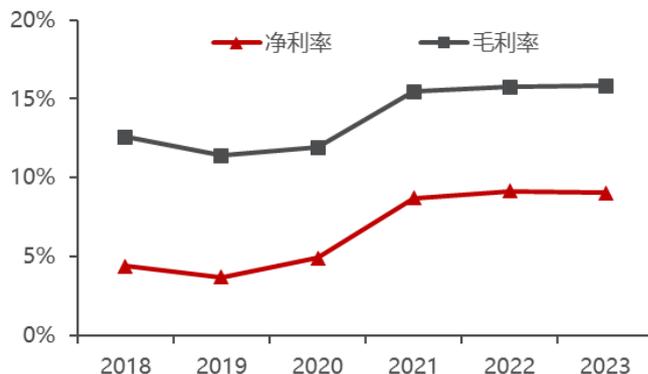
整体来看，1) 2023 年公司毛利润同比增长 38.3 亿元，综合毛利率同比增 0.07pct 至 15.81%。2) 分季度看，2023Q4 公司单季度毛利润同比增 14.75%、环比增 1.57%至 122.72 亿元，毛利率同比增 1.77pct、环比增 1.76pct.至 17.94%。我们认为，公司 2023 年毛利润增长幅度有限的核心因为在量增和价升的共振下成本上升拖累公司毛利进一步增长，其中售价提高、销量增长分别带来毛利增厚 31.72 亿元、23.34 亿元，但由于大宗商品价格上涨，导致原料成本上涨，及运输距离增加等因素，导致矿产品成本上升，减少毛利 49.90 亿元。2023 年综合毛利率同比增长 0.07pct，主要由于贸易物流，冶炼加工银，钼精矿、黄金制品等其他业务（不考虑内部抵消下）毛利大幅增长拉动公司 39 亿的毛利，2023 年矿产品毛利率为 49.09%，同比-5.2pct。分季度看，2023Q4 毛利率环比略有上升主要在于其他非主营产品毛利及毛利占比提升。

图8：2023 年矿山产品毛利增长分解（单位：亿元）



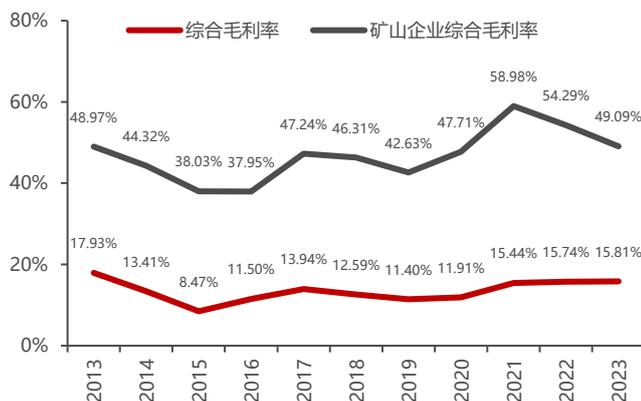
资料来源：ifind，民生证券研究院

图9：2023 年公司综合毛利率为 15.81%



资料来源：ifind，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

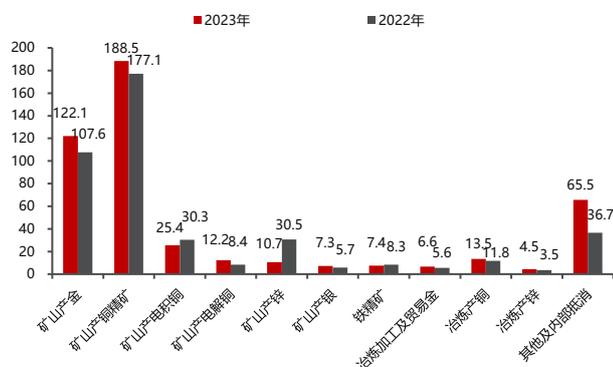


资料来源：ifind，民生证券研究院

图11：公司分季度毛利润及毛利率变化

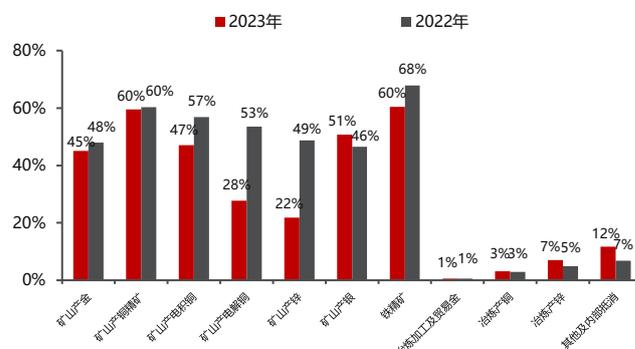


资料来源：ifind，民生证券研究院

图12: 公司分板块毛利变化 (单位: 亿元)


资料来源: ifind, 民生证券研究院

注: 其它产品主要包括贸易物流, 冶炼加工银, 铂精矿、黄金制品, 铜管/铜板带, 贵金属贸易, 服务业务等其他业务。

图13: 公司分板块毛利率变化


资料来源: ifind, 民生证券研究院

注: 其它产品主要包括贸易物流, 冶炼加工银, 铂精矿、黄金制品, 铜管/铜板带, 贵金属贸易, 服务业务等其他业务。

环比角度, 从详细分产品的毛利来看, 冶炼锌和矿产金表现较好。

- ✓ 2023Q4 矿产品及冶炼端毛利环比降低 4.46 亿元, 其中, 矿产品及冶炼端毛利环比增加部分是矿产金 (+0.5 亿元)、冶炼锌 (+0.43 亿元) 但由于矿产银 (-0.1 亿元)、矿产铜 (-3.4 亿元)、冶炼铜 (-1.2 亿元)、矿产锌 (-0.3 亿元)、铁精矿 (-0.4 亿元) 产品对业绩的拖累, 整体的毛利环比降低。
- ✓ 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, 铂精矿、黄金制品、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 6.35 亿元, 是 2023Q4 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)

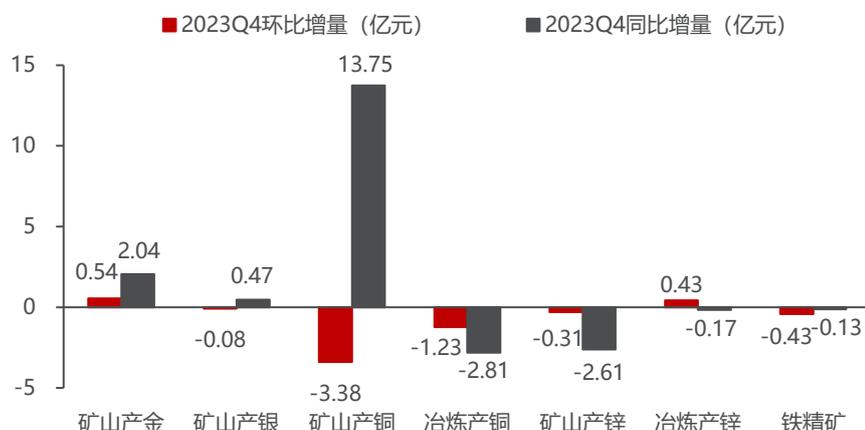
	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2023Q3 毛利占比 (%)	2023Q4 毛利占比 (%)	2023Q4 同比 (%)	2023Q4 环比 (%)
矿产金	25.4	31.6	30.9	28.8	30.9	31.5	25.61%	25.66%	-0.43%	1.74%
矿产银	1.1	1.4	1.7	1.9	1.9	1.8	1.57%	1.49%	35.08%	-4.02%
矿山铜板块	52.0	54.8	72.6	66.7	71.9	68.6	59.54%	55.87%	25.09%	-4.70%
冶炼产铜	2.0	5.3	3.7	3.6	3.7	2.5	3.08%	2.03%	-52.97%	-33.09%
矿产产锌	6.3	5.0	4.6	1.1	2.7	2.4	2.23%	1.95%	-52.21%	-11.52%
冶炼产锌	0.6	1.4	1.4	1.2	0.8	1.2	0.62%	0.96%	-12.68%	57.41%
铁精矿	1.0	1.2	2.6	2.2	1.5	1.1	1.24%	0.87%	-10.64%	-28.51%
矿产品和冶炼端	89.41	100.63	117.40	105.54	113.46	109.01	93.91%	88.82%	8.32%	-3.93%
其他产品等	2.12	6.31	-1.02	-1.67	7.36	13.71	6.09%	11.18%	117.3%	86.32%
合计	91.54	106.94	116.38	103.86	120.82	122.72	100.00%	100.00%	14.75%	1.57%

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; 2022 年金锭 (加工金) 数据并入矿产金处理

注: 2、其它产品中主要包括贸易物流, 冶炼加工银, 铂精矿、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: ifind, 公司公告, 民生证券研究院

图14: 2023Q4 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 (2023Q4 环比 2023Q3), 由于其他非主营产品毛利润环比上升至 11.18%, 2023Q4 矿产品和冶炼端的毛利占比环比降低至 88.82%。其中, Q3→Q4, 冶炼端毛利占比冶炼产锌环比提升: 冶炼产锌毛利占比从 0.62%→0.96%, 环比增加; 而冶炼铜毛利占比从 3.08%→2.03%, 环比下降。Q3→Q4, 矿山端毛利占比仅矿山产金上升, 其余均有所下降: 矿产金毛利占比从 25.61%→25.66%, 环比上升; 而矿产锌毛利占比从 2.23%→1.95%, 铁精矿毛利占比从 1.24%→0.87%, 矿产铜毛利占比从 59.54%→55.87%、矿产银毛利占比从 1.57%→1.49%, 环比均有所下降。我们认为:

- ✓ 冶炼端锌毛利占比环比提升的核心来自产量、销量环比增长: 冶炼锌 Q4 产销率环比均大幅提高, 并且成本提高幅度远小于价格, 增加了单位盈利空间的同时整体毛利同步上涨, 毛利占比提升; 冶炼端铜的毛利占比环比下滑主要受到了单位盈利空间缩小以及销量下滑影响: 冶炼产铜 Q4 单价和单位成本均环比下滑, 但成本的降幅低于销售单价的增幅, 在压缩产品单位盈利空间的基础上产量同步发生下滑, 最终使得产品毛利占比环比下降。
- ✓ 矿山端矿产金毛利占比环比小幅提升源于销量增长和单位盈利空间绝对值的增加, 在销量增长的基础上矿产金单价增长绝对值略高于单位成本, 从而抬升单位盈利并推动毛利上涨; 而矿产银、锌的毛利占比环比下降主要受产销量大幅下滑以及单位盈利缩水影响, 成本大幅抬升和产量大幅下滑则分别是矿产铜和矿产铁毛利占比环比下降的主要原因。

销量端: 2023Q4, 矿产金、矿产银、矿产铜、矿产锌、铁精矿环比分别+0.68%、-4.14%、+1.37%、-6.02%、-38.79%。铁精矿下降较多主要是由于新疆金宝进入矿山末期。

价格端:2023Q4,矿产金、矿产银、矿产铜、矿产锌、铁精矿环比分别+3.02%、+1.25%、-0.45%、+0.13%、+11.17%。

成本端:2023Q4,矿产金、矿产银、矿产铜、矿产锌、铁精矿环比分别+4.55%、+2.45%、+5.89%、+1.71%、+2.89%。铜金成本环比持续上升或主要由于海外铜金矿成本抬升,比如塞尔维亚 Timok 铜金矿前期矿石品位较高,进入稳产期后品位回归正常。

表2: 公司分产品销量、单价和单位成本变化 (2023Q4 环比 2023Q3)

	单位	2023Q3				2023Q4				2023Q4 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	17,753	17,337	408	230	17,635	17,455	421	240	-0.66%	0.68%	3.02%	4.55%
矿产银	千克, 元/克	102,721	103,372	3.58	1.74	92,243	99,097	3.63	1.78	-10.20%	-4.14%	1.25%	2.45%
矿产铜小计	吨, 元/吨	262,007	262,288	51,413	23,985	253,042	265,893	51,182	25,397	-3.42%	1.37%	-0.45%	5.89%
冶炼产铜	吨, 元/吨	182,762	182,832	60,845	58,808	180,501	180,501	60,016	58,636	-1.24%	-1.27%	-1.36%	-0.29%
矿产锌	吨, 元/吨	106,026	105,016	12,300	9,731	98,616	98,695	12,316	9,897	-6.99%	-6.02%	0.13%	1.71%
冶炼产锌	吨, 元/吨	62,219	62,081	18,749	17,537	93,457	93,373	18,838	17,571	50.21%	50.41%	0.48%	0.19%
铁精矿	万吨, 元/吨	113	45	555	224	51	28	617	231	-54.64%	-38.79%	11.17%	2.89%

资料来源: ifind, 公司公告, 民生证券研究院

同比角度, 2023Q4 矿产品及冶炼端毛利同比增加 8.38 亿元, 贡献约 53.0% 的毛利增量, 其他非主营产品毛利同比增加 7.40 亿元。其中, 矿产品及冶炼端毛利同比增加主要来自于矿产铜 (+13.75 亿元)、矿产银 (+0.47 亿元), 而矿产金 (-0.14 亿元)、冶炼产铜 (-2.81 亿元)、矿产锌 (-2.61 亿元)、冶炼产锌 (-0.17 亿元) 和铁精矿 (-0.13 亿元) 毛利同比有所减少。毛利额同比的主要增量矿产铜核心受益于盈利空间下降有限 (单价+17.05%, 成本+19.74%) 下销量同比大增 10.27%, 毛利同比增长 25.09%; 矿产银主要受益于销量下降有限 (-6.24%) 下单价上涨 14.65% 并且单位成本下降 5.33%, 盈利空间扩大使得毛利增长 35.08%。

表3: 公司分产品销量、单价和单位成本变化 (2023Q4 同比 2023Q4)

	单位	2022Q4				2023Q4				2023Q4 同比 (%)			
		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	15,378	15,829	405	219	17,635	17,455	421	240	14.68%	10.27%	3.80%	9.58%
矿产银	千克, 元/克	105,117	105,697	3.16	1.88	92,243	99,097	3.63	1.78	-12.25%	-6.24%	14.65%	-5.33%
矿产铜小计	吨, 元/吨	273,902	243,401	43,727	21,210	253,042	265,893	51,182	25,397	-7.62%	9.24%	17.05%	19.74%
冶炼产铜	吨, 元/吨	163,082	163,119	57,664	54,416	180,501	180,501	60,016	58,636	10.68%	10.66%	4.08%	7.75%
矿产锌	吨, 元/吨	103,106	99,154	13,806	8,767	98,616	98,695	12,316	9,897	-4.35%	-0.46%	-10.79%	12.89%
冶炼产锌	吨, 元/吨	88,823	88,586	21,666	20,135	93,457	93,373	18,838	17,571	5.22%	5.40%	-13.05%	-12.74%

铁精矿	万吨, 元/吨	134	36	558	225	51	28	617	231	-61.78%	-23.04%	10.59%	2.45%
-----	---------	-----	----	-----	-----	----	----	-----	-----	---------	---------	--------	-------

资料来源: ifind, 公司公告, 民生证券研究院

从单位毛利数据来看, 2023Q4 矿产金 (+1.06%), 矿产银 (+0.12%), 冶炼锌 (+4.66%)、铁精矿 (+16.79%) 单位毛利环比上升, 其余产品单位毛利环比下降。其中, 矿产金受益于销量和单位产品盈利绝对值增长, 但铜比成本大幅上涨使得毛利环比上涨同比下降; 矿产银由于同比价格大幅增长但环比成本略有增幅使得毛利同比增长远大于环比增长; 冶炼锌由于环比价格增幅大于成本但同比价格降幅大于成本降幅因而单位毛利环比增加同比减少; 铁精矿同环比单价增幅均远高于成本增幅因而毛利同环比均实现上涨; 另外矿产铜(价格下降+成本上升)、冶炼铜(单价降幅大于成本降幅)、矿产锌(单价增幅小于成本增幅) 2023Q3 单位毛利环比下降。

表4: 公司分产品单位毛利同比、环比变化

	2022Q4	2023Q3	2023Q4	2023Q4 同比	2023Q4 环比
矿产金	186	178	180	-3.02%	1.06%
矿产银	1.28	1.84	1.84	44.08%	0.12%
矿山铜小计	22517	27428	25784	14.51%	-5.99%
冶炼产铜	3248	2037	1380.5	-57.50%	-32.23%
矿产锌	5039	2570	2419.2	-51.99%	-5.85%
冶炼产锌	1530	1211	1267.5	-17.16%	4.66%
铁精矿	332	331	386	16.11%	16.79%

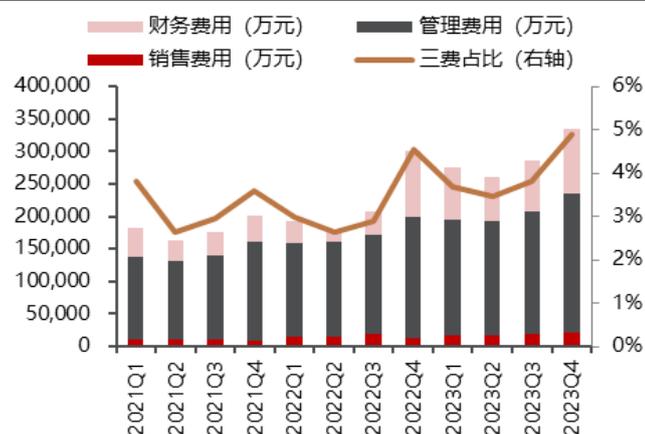
注: 矿产金、冶炼加工金、矿产银单位均为元/克; 矿产铜、冶炼铜、矿产锌、冶炼锌、铁精矿单位均为元/吨;

资料来源: ifind, 公司公告, 民生证券研究院

4 费用端：期间费用增加，资产负债率略有上升

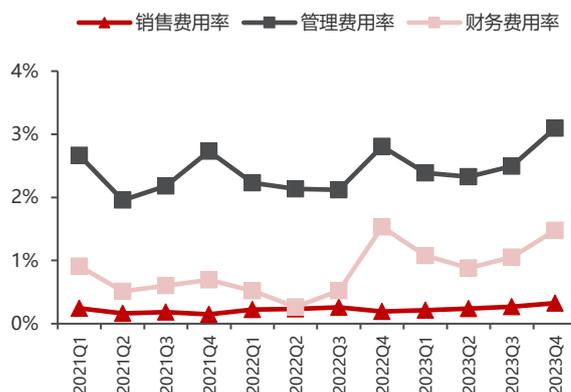
从期间费用的变化来看，2023Q4 公司管理费用环比增长 2.5 亿元。2023 年公司销售费用、管理费用、财务费用、研发费用分别为 7.66 亿元、75.23 亿元、32.85 亿元、15.67 亿元。2023 年同比来看：销售费用增长 1.47 亿元，主要是 2022 年新并表企业增加销售费用所致；管理费用增加 12.58 亿元，主要是 2022 年新并表企业增加管理费用及人工成本增加所致；财务费用增加 13.64 亿元，主要是融资规模增加和外币借款利率提高所致；研发费用增加 3.35 亿元。分季度看，2023Q4 期间费用（含研发费用）合计 37.87 亿元，环比增加 5.38 亿元，其中销售费用、管理费用、财务费用、研发费用分别环比变化+0.22 亿元、+2.54 亿元、+2.23 亿元、+0.40 亿元。

图15：公司三费情况



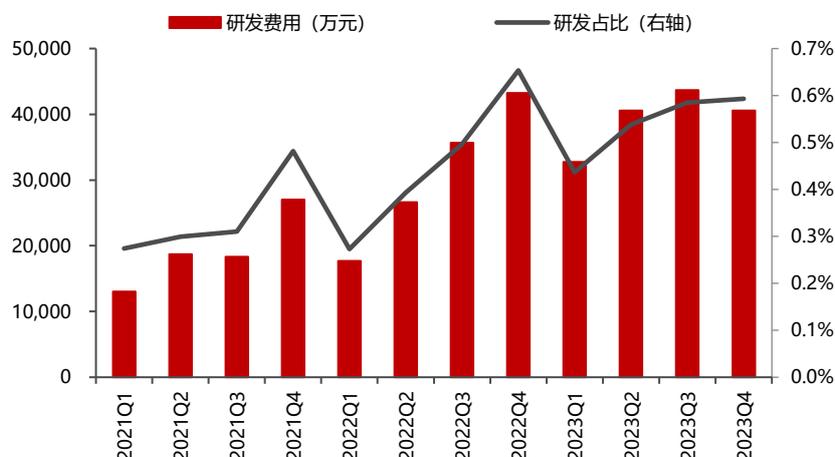
资料来源：ifind，民生证券研究院

图16：公司费用率变化



资料来源：ifind，民生证券研究院

图17：公司研发费用情况

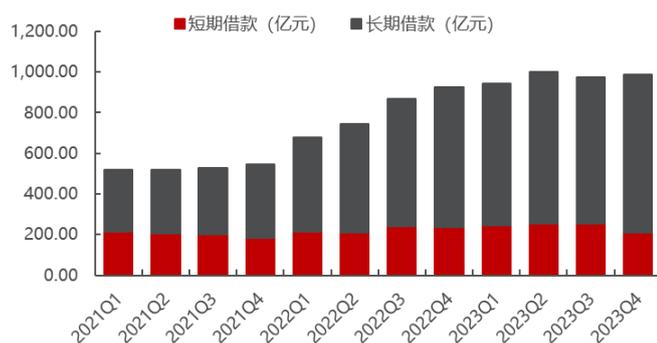


资料来源：ifind，民生证券研究院

长期借款增加，2023 年资产负债率较 2022 年上涨 2.7pct 至 59.3%。

2023Q4 末公司借款总额同比增加 60.34 亿至 985.20 亿元,其中短期借款 209.90 亿元,同比减少 26.77 亿,长期借款 775.31 亿元,同比增加 60.34 亿;公司 2023 年资产负债率为 59.3%,较 2022 年小幅增长,债务负担可控。

图18: 公司短期借款和长期借款情况 (单位: 亿元)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图19: 公司资产负债率变化

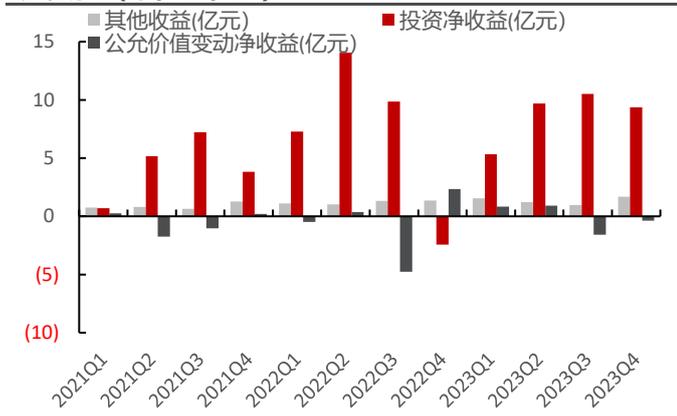


资料来源: ifind, 民生证券研究院

5 Q4 非经常性亏损主要为减值以及会计处理调整

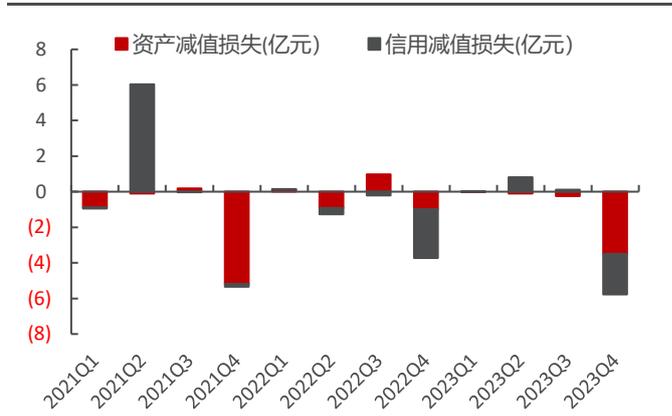
2023Q4 公司非经常性利润（其他收益+投资净收益+公允价值变动净收益）环比增加 0.76 亿元，资产/信用减值损失环比减利 5.63 亿元（主要是对亏损的参股企业进行了减值），此外，营业外收支环比利润减少 0.84 亿元。综合来看，环比减少利润 5.70 亿。2023 年，投资收益同比增长主要是由于 2022 年铜价波动较大，产生 6.7 亿元已结算延迟定价安排的亏损产生低基数，2023 年该项直接在营收和投资收益中同时剔除，会计处理变更使得投资收益同比产生正增长；公允价值同比增利也主要系延迟定价安排、交易性权益工具和未指定套期关系的衍生工具等公允价值变动所致；营业外收支同比增利主要系 2022 年受乌后紫金罚款影响罚款、赔偿及滞纳金支出项较高。

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）



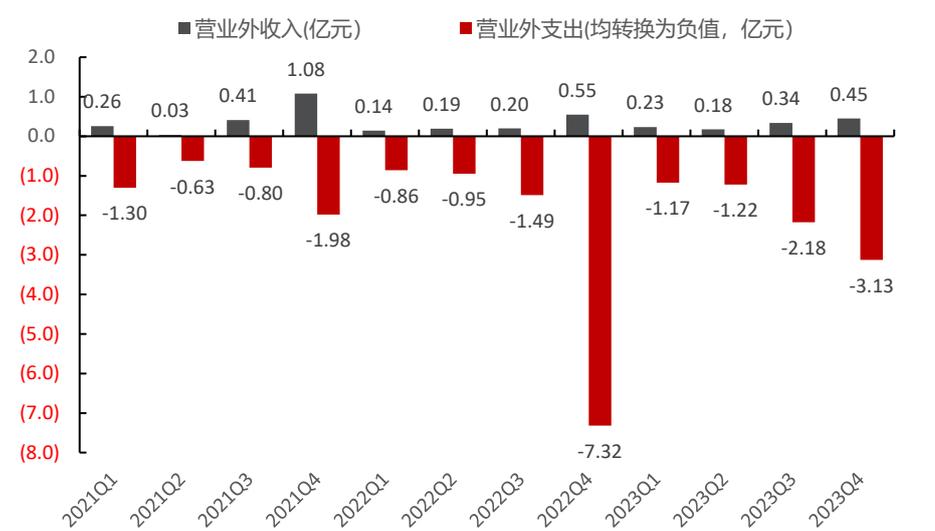
资料来源：ifind，民生证券研究院

图21：资产/信用减值损失环比变化（单位：亿元）



资料来源：ifind，民生证券研究院

详细来看，2023Q4 非经常性损益项目环比减量主要体现在：非流动资产处置损益（-1.82 亿元），计入当期损益的政府补助（-0.23 亿元），计入当期损益的对非金融企业收取的资金占用费（-15.73 亿元，这部分为主要影响项，主要是由于集团给联营合营企业的借款利息的会计处理变更，此前该部分利息算作非经常性收益，由于其跟业务相关，因此年底调整为经常性收益，在 Q4 的非经常性中体现为负值），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（-0.38 亿元），所得税影响额（-0.91 亿元）；Q4 环比的增量体现在：单独进行减值测试的应收款项减值准备转回（+0.22 亿元），除上述各项之外的其他营业外收入和支出（+1.08 亿元），其他符合非经常性损益定义的损益（+37 万元），少数股东权益影响（+0.13 亿元）。2023 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 0.35 亿元、其他营业外收入和支出损失 4.16 亿元。

图22：公司营业外收支环比（单位：亿元）


资料来源: ifind, 民生证券研究院

表5：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	2023Q3	2023Q4	环比增减
非流动资产处置损益	-5.04	-187.21	-182.18
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	97.31	74.04	-23.27
计入当期损益的对非金融企业收取的资金占用费	418.13	-1154.45	-1572.58
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、交易性金融负债和可供出售金融资产取得的投资收益	-141.65	-179.48	-37.83
除上述各项之外的其他营业外收入和支出	-170.16	-61.43	108.73
其他符合非经常性损益定义的损益项目	0.00	-0.37	-0.37
少数股东权益影响额（税后）	-44.44	-57.13	-12.69
所得税影响额	-75.71	15.41	91.12
合计	310.56	-1454.52	-1765.08

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2023Q4 所得税率环比下降，少数股权占比环比上升。2023Q4 公司所得税率环比降 1.8pct 至 12.0%。另外，公司 Q4 少数股东损益环比增加 1.37 亿元，少数股东损益占比上升 4.4pct 至 23.4%。2023 年少数股东损益同比增长，或因为部分子公司盈利同比提升。

图23：公司分季度所得税及所得税率


资料来源: ifind, 民生证券研究院

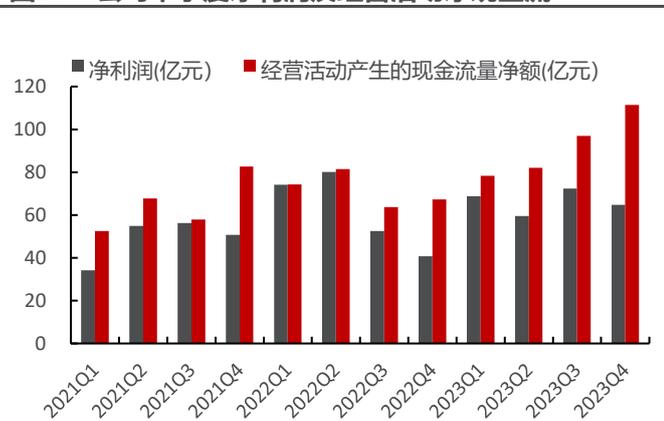
图24：公司分季度少数股东损益及少数股权占比


资料来源: ifind, 民生证券研究院

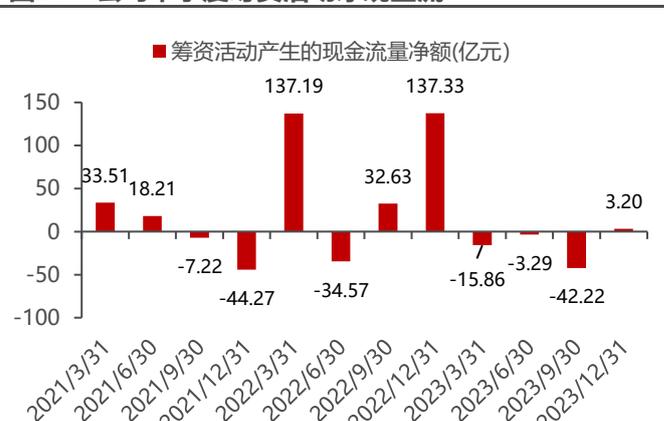
6 经营性现金流充裕，且随着项目投产达产有望持续增加

2023 年公司实现经营活动现金净流入 368.60 亿元,同比增加流入 81.82 亿元。其中 Q1-Q4 分别为 78.29 亿元、81.99 亿元、96.95 亿元、111.37 亿, 环比呈现持续增长趋势。当前经济背景下, 铜金价格有望维持高位, 随着卡莫阿系列项目、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。

2023 年公司筹资活动产生的现金净流出额为 58.17 亿元, 上年同期为现金净流入额 272.58 亿元, 融资规模同比大幅减少。根据公司未到期债务情况, 预计 2024 年需偿还约 43 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: ifind, 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: ifind, 民生证券研究院

表6：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	8.42	7.00	7.00	3.80
102381477.IB	一般中期票据	固定利率	2023-06-21	2030-06-21	6.25	7.50	7.50	3.67
102282230.IB	一般中期票据	累进利率	2022-10-13	2029-10-13	3.56+2	15.00	15.00	3.20
102382995.IB	一般中期票据	累进利率	2023-11-06	2028-11-06	2.63+2	20.00	20.00	3.08
115808.SH	一般公司债	累进利率	2023-08-18	2028-08-18	2.41+2	20.00	20.00	2.83
115350.SH	一般公司债	累进利率	2023-05-11	2028-05-11	2.14+2	10.00	10.00	2.96
102381003.IB	一般中期票据	累进利率	2023-04-21	2028-04-21	2.08+2	10.00	10.00	3.10
102282287.IB	一般中期票据	累进利率	2022-10-19	2027-10-19	1.58+2	15.00	15.00	2.79
185806.SH	一般公司债	累进利率	2022-05-26	2027-05-26	1.18+2	35.00	35.00	2.94
102280542.IB	一般中期票据	累进利率	2022-04-22	2027-04-22	1.08+2	20.00	20.00	3.15
185486.SH	一般公司债	固定利率	2022-03-08	2027-03-08	2.96	15.00	15.00	3.60
102101852.IB	一般中期票据	累进利率	2021-09-14	2026-09-14	0.48+2	15.00	15.00	3.25
188495.SH	一般公司债	累进利率	2021-08-03	2026-08-03	0.37+2	20.00	20.00	3.10
188162.SH	一般公司债	固定利率	2021-06-03	2026-06-03	2.20	5.00	5.00	3.87
102000148.IB	一般中期票据	固定利率	2020-02-21	2025-02-21	0.92	10.00	10.00	3.51
101901191.IB	一般中期票据	固定利率	2019-08-30	2024-08-30	0.44	25.00	25.00	3.95
188161.SH	一般公司债	固定利率	2021-06-03	2024-06-03	0.20	15.00	15.00	3.46
132100045.IB	一般中期票据	固定利率	2021-04-27	2024-04-27	0.10	3.00	3.00	3.71

资料来源：ifind，公司公告，民生证券研究院

7 子公司视角的产量情况

7.1 矿产金：并购罗斯贝尔金矿，产量稳步增长

2023 年矿产金产量 67.73 吨，同比增长 20.17%，完成年度规划 72 吨的 94.07%。2023 年，泽拉夫尚 (-0.47 吨)、曙光金铜矿 (-0.06 吨)、多宝山 (-0.03 吨)、贵州水银洞 (-0.56 吨)、洛阳坤宇 (-0.59 吨)、塞尔维亚紫金铜业 (-0.57 吨) 矿山产量减少，但诺顿金田 (+1.16 吨)、义兴寨 (+1.81 吨)、奥同克 (+0.26 吨)、哥伦比亚武里蒂卡 (+0.64 吨)、陇南紫金 (+0.41 吨)、塞尔维亚紫金矿业 (+0.23 吨)、奎亚那奥罗拉 (+0.30 吨)、其他 (+8.82 吨) 贡献了较多增量。2023 公司并购苏里南罗斯贝尔金矿，23 年矿产金 7.吨，2024 年计划矿产 7.吨，技改达产后将形成 10 年产金能力。巴新波格拉金矿项目 2020 年 4 月因矿权到期停产，经谈判协商于 2023 年 12 月 22 日全面复产，复产达产后平均年矿产金 21 吨，归属公司权益年矿产金约 5 吨。公司持有招金矿业 (1818.HK) 20% 股权，为招金矿业第二大股东，2023 年对应紫金矿业权益黄金产量 2.88 吨。

表7：2023 矿产金产量同比+20.17% (单位：千克)

主要企业或矿山	权益	2022	2023	2023 同比
塔吉克斯坦泽拉夫尚公司	70%	6,456	5,991	-7.20%
澳洲诺顿金田黄金公司	100%	5,501	6,660	21.07%
吉尔吉斯斯坦奥同克公司	60%	3,831	4,091	6.79%
吉林珲春曙光金铜矿	100%	2,219	2,160	-2.66%
黑龙江多宝山铜业	100%	2,609	2,582	-1.03%
贵州水银洞金矿	56%	2,773	2,217	-20.05%
河南洛阳坤宇黄金公司	70%	2,696	2,110	-21.74%
哥伦比亚武里蒂卡	69.28%	7,679	8,321	8.36%
塞尔维亚紫金铜业	63.00%	2,560	1,989	-22.30%
山西紫金义兴寨金矿	100%	2,062	3,875	87.92%
甘肃陇南紫金	84.22%	5,525	5,937	7.46%
塞尔维亚紫金矿业	100%	4,730	4,955	4.76%
圭亚那奥罗拉	100%	2,725	3,023	10.94%
招金矿业 (权益)	20%	/	2,884	/
苏里南罗斯贝尔	95%	/	7,573	/
集团其他黄金企业合计		4,995	3,358	9.56%
总计		56,360	67,726	20.17%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

7.2 矿产铜：超额完成年度产量规划，期待 2024 年的绽放

2023 矿产铜产量 100.73 万吨，同比+11.13%，超额完成年度规划 95 万吨的目标。2023 年，多宝山铜矿、紫金山金铜矿、塞尔维亚紫金铜业、阿舍勒铜矿、碧沙矿业、曙光金铜矿、西藏巨龙、卡莫阿铜矿、塞尔维亚紫金矿业等优质项目持续增量增效，分别同比增长 0.42%、0.03%、7.98%、0.24%、2.91%、1.64%、34.26%、18.01%、24.76%，使得公司超额完成年度 95 万吨的产量规划。卡莫阿铜矿项目一、二期联合改扩建能于 2023 年第一季度建成投产，年产能达到 45 万吨，三期采选工程预计于 2024 年第二季度建成投产，年矿石处理总量达到 1,420 万吨，届时产能将提升至 60 万吨铜以上。玉龙铜矿为国内第二大单体铜矿，公司为该项目第二大股东，项目 450 万吨 / 年改扩建工程于 2023 年 11 月建成投产，矿产铜产量将提升至 15 万吨。

表8：2023 矿产铜产量同比+11.13% (单位：吨)

主要企业或矿山	权益	2022	2023	2023 同比
刚果 (金) 科卢韦齐铜矿	72%	128,233	127,018	-0.95%
黑龙江多宝山铜业	100%	110,568	111,029	0.42%
福建紫金山金铜矿	100%	86,012	86,037	0.03%
塞尔维亚紫金铜业(紫金波尔铜业有限公司)	63%	92,977	100,397	7.98%

新疆阿舍勒铜业公司	51%	44,136	44,240	0.24%
厄立特里亚碧沙矿业股份公司	55%	17,098	17,595	2.91%
吉林珥春曙光金铜矿	100%	12,138	12,337	1.64%
西藏巨龙	50.10%	114,977	154,368	34.26%
卡莫阿铜业 (权益)	44.98%	150,013	177,026	18.01%
塞尔维亚紫金矿业	100%	111,021	138,512	24.76%
西藏玉龙铜业 (权益)	22%	/	26,347	/
其他矿山合计		39,226	12,384	22.08%
总计		877,317	1,007,290	11.13%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

7.3 铅锌矿：产量稳步增长，符合预期

2023年矿产锌产量42.19万吨，同比增加2.24%，矿产铅产量4.52万吨，同比增长9.32%。矿产锌方面，2023年乌拉特后旗紫金、俄罗斯图瓦龙兴和新疆阿舍勒铜业分别实现矿产锌产量12.23%、1.13%和74.73%的增长，其他铅锌矿的矿产锌产量同比下滑。2023年，矿产锌铅产量超额完成年度规划45万吨的目标。2023年，公司锌（铅）板块产能保持增长，紫金锌业扩产技改全面达产。

表9：2023矿产锌产量同比+2.24%，矿产铅产量同比+9.32%（单位：吨）

主要企业 或矿山	权益	2022			2023			2023 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%	120,529		120,529	116,829	116,829	116,829	-3.07%		-3.07%
新疆紫金 锌业	100%	140,760	20,225	160,985	140,744	24,625	165,369	-0.01%	21.76%	2.72%
乌拉特后 旗紫金	95%	45,302	9,984	55,286	50,842	11,138	61,980	12.23%	11.56%	12.11%
俄罗斯图 瓦龙兴	70%	85,382	6,219	91,601	86,344	5,060	91,404	1.13%	-18.64%	-0.22%
新疆阿舍 勒铜业	51%	9,419		9,419	16,458		16,458	74.73%		74.73%
万城商务 (权益)	42.8%	/	/	/	10,234	1,646	11,880	/	/	/
其他矿山 合计		11,210	4,896	16,106	401	2,705	3,106	-96.42%	-44.75%	-80.72%
总计		412,602	41,324	453,926	421,852	45,174	467,026	2.24%	9.32%	2.89%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

7.4 铁精矿：价格同比走弱，产量同比下滑

2023 年铁精矿产量 242 万吨，同比下降 27.72%。其中，新疆金宝矿业实现产量 158 万吨，同比下降 32.94%，福建马坑矿业实现权益产量 81 万吨，同比下降 8.31%。

表10：2023 年铁精矿产量同比-27.72% (单位：吨)

名称	权益	2022	2023	2023 同比
新疆金宝矿业公司	56%	235	158	-32.94%
福建马坑矿业股份有限公司	37.35%	88	81	-8.31%
		(权益产量)	(权益产量)	-
其他矿山合计		12	4	-67.17%
总计		335	242	-27.72%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

7.5 矿产银：项目产能扩充，产量有望持续提升

2023 年矿产银产量 411.99 吨，同比上升 4.09%，超额完成年度规划 390 吨的目标。2023 年公司共产银 1049.62 吨，同比下降 4.35%，其中：冶炼副产银 637.63 吨，同比下降 9.11%；矿山产银 411.99 吨，同比上升 4.09。随着巨龙铜矿、多宝山铜山铜矿等加速扩能投产，伴生矿产银产量将全面提升。

表11：2023 矿产银产量同比+4.09% (千克)

名称	权益	2022	2023	2023 同比
厄立特里亚碧沙矿业股份公司	55%	49855	48,532	-2.65%
黑龙江多宝山铜业	100%	40902	39,817	-2.65%
山西紫金矿业有限公司(含义联)	100%	28938	23,621	-18.37%
新疆阿舍勒铜业公司	51%	29943	34,742	16.03%
福建紫金山金铜矿	100%	29935	28,474	-4.88%
洛阳坤宇矿业有限公司	70%	40984	37,174	-9.30%
西藏巨龙铜业	50.1%	66276	105,774	59.60%
俄罗斯龙兴	70%	29218	23,872	-18.30%
哥伦比亚武里蒂卡	69.28%	/	24,977	/
其他矿山合计		79746	45,010	-43.56%
总计		395797	411,993	4.09%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

8 项目跟踪：铜金板块持续增长，锂钼战略金属打造新成长曲线

8.1 铜板块：三大世界级铜矿产能持续释放，两大储备项目逐步推进

铜板块：2024 年公司预计矿产铜产量将达到 111 万吨（2023 年为 100.7 万吨，增量 10.3 万吨）。三大世界级铜矿（卡莫阿-卡库拉、Timok、巨龙铜矿）后期扩产规划均在进行中。分矿山来看，我们预计卡莫阿三期矿山+冶炼厂有望达到产量指引上限，贡献铜权益产量增量 4.5 万吨，塞尔维亚两大铜矿贡献铜增量 2.8 万吨，巨龙铜矿贡献增量 1.2 万吨，玉龙铜矿贡献权益增量 0.66 万吨，剩下 1 万吨左右增量通过其他项目挖潜产能得到。

刚果金卡莫阿-卡库拉：2023 年卡莫阿共生产 39.4 万吨铜，同比增长 18%，完成了 2023 年度生产指导目标（39-43 万吨）。卡莫阿-卡库拉 I 期和 II 期选厂于 2023 年共处理约 850 万吨矿石，平均入选品位 5.2%，共生产 82.4 万吨铜精矿。2023 年的平均浮选铜回收率达 87.4%，高于 I 期和 II 期选厂的设计回收率 86.0%。

年初 III 期选厂公司指引投产时间为 2024 年 Q3 竣工，公司预计卡莫阿-卡库拉铜矿 2024 年生产精矿含铜的指导目标为 44 至 49 万吨，根据 2 月底艾芬豪最新公告，III 期选厂已经完成 82%，预计将超计划于 2024Q2 末投产，全年产量目标有望达到上限。III 期满产后，卡莫阿-卡库拉铜矿的总矿石处理量将达 1,420 万吨/年，铜产能将提升至约 65 万吨/年，这将使卡莫阿-卡库拉铜矿成为全球第三大铜矿山。

此外三期项目还配套有火法冶炼厂，截至 2024 年 2 月末冶炼厂项目已完成 76%，将按计划于 2024 年第四季度投产。冶炼厂的精矿处理能力达 120 万吨/年，将处理 I 期和 II 期来自卡库拉和 III 期及后续 IV 期来自卡莫阿选厂的精矿。卡莫阿-卡库拉 2023 综合开发方案显示，冶炼厂将处理卡莫阿-卡库拉约 80% 的精矿。根据与卢阿拉巴铜冶炼厂签订的为期十年的协议，卡莫阿铜业继续将部分精矿送往距离卡莫阿-卡库拉铜矿约 50 公里、靠近科卢韦齐镇的卢阿拉巴铜冶炼厂代加工，预计每年处理约 15 万吨铜精矿。此外，冶炼厂每年将生产 65 万至 80 万吨的浓硫酸副产品。

图27: 卡莫阿 2023 年运营和财务数据摘要

	2023 年 全年	2023 年 第四季度	2023 年 第三季度	2023 年 第二季度	2023 年 第一季度
矿石处理量 (千吨)	8,543	2,133	2,236	2,244	1,930
处理矿石铜品位 (%)	5.23%	4.95%	5.37%	5.21%	5.42%
铜回收率 (%)	87.3%	87.9%	87.2%	87.2%	87.1%
生产精矿含铜 (吨)	393,551	92,215	103,947	103,786	93,603
已销售铜 (吨)	375,779	90,967	96,509	101,526	86,777
销售成本 (美元/磅)	1.33	1.50	1.34	1.24	1.25
C1 现金成本 (美元/磅)	1.45	1.53	1.46	1.41	1.42
实现铜价 (美元/磅)	3.84	3.71	3.84	3.79	4.04
调整前的销售收入 (千美元)	2,697,257	625,983	681,821	729,924	659,529
调整后的合同应收款 (千美元)	6,701	(8,365)	13,014	(27,542)	29,594
调整后的销售收入 (千美元)	2,703,958	617,618	694,835	702,382	689,123
EBITDA (千美元)	1,681,049	343,899	423,211	456,628	457,311
EBITDA 利润率 (占销售收入的百分比)	62%	56%	61%	65%	66%

资料来源: 艾芬豪公众号, 民生证券研究院

图28: 卡莫阿-卡库拉 III 期选厂建设现已完成 82%, 公司预计将超预期于 2024Q2 末投产


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 2023 年铜产量分别为 13.9/10 万吨, 金产量分别为 4.96/1.99 吨, 2024 年计划铜产量合计达到 26.7 万吨, 金产量 7.1 吨。丘卡卢-佩吉下部矿带采用自然崩落法大规模开发已完成预可研设计, 正加快证照办理; 博尔铜矿 JM 矿填充法变更为崩落法采矿加快推进; 至 2025 年, 塞尔维亚两大铜矿将全面完成改扩建工程, 届时铜矿产能有望达到 30 万吨/年。

- ✓ **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。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: 冶炼厂投产影响 2023 年铜产量 (需要矿山铜作为铺底料), 2024 年将恢复, 同时积极推进 JM 矿自然崩落法技改。**JM 矿由填充法变更为崩落法采矿, 力争 2025 年底建成投产。

西藏: 巨龙铜矿、朱诺铜矿、玉龙铜矿、谢通门铜金矿。公司在中国西藏持有巨龙铜矿、朱诺铜矿、玉龙铜矿、谢通门铜金矿及紫隆矿业投资平台; 西藏为公司在中国境内重要资源储备和投资发展区域。

- ✓ **巨龙铜业: 2023 年矿产铜 15.44 万吨、钼 5,596 吨、金 633 千克、银 105.7 吨; 2024 年计划矿产铜 16.6 万吨。**拥有资源量铜 1,927 万吨、银 1.06 万吨、钼 120 万吨; 项目二期改扩建工程获有关部门核准, 2024 年将全面开工建设, 计划 2025 年底建成投产, 达产后整体年采选矿石量将超过 1 亿吨, 年矿产铜将达 30-35 万吨, 将成为国内采选规模最大、全球本世纪投产的采

选规模最大的单体铜矿山；项目未来将进一步规划三期工程，若获得批准，最终可望实现年采选矿石量约 2 亿吨规模，成为全球采选规模最大品位最低、海拔最高的铜矿山。

- ✓ **朱诺铜矿**：拥有资源量约铜 294 万吨；规划建成达产后形成年采选规模为 2,400 万吨、矿产铜 9.9 万吨铜矿山。
- ✓ **玉龙铜矿**：为国内第二大单体铜矿，公司为该项目第二大股东（持股 22%），项目 450 万吨/年改扩建工程于 2023 年 11 月建成投产，矿产铜产量将提升至 15 万吨。
- ✓ **谢通门铜金矿&紫隆矿业**：谢通门铜金矿正加速推进前期工作；紫隆矿业持有并长期跟踪一批潜力项目。

蒙古哈马戈泰铜金矿：2023 年 3 月 10 日，公司通过全资子公司金平矿业完成了对仙乐都矿业 (Xanadu Mines) 的投资。合计花费 3 亿元，持有仙乐都 19.42% 股权以及辉腾金属（即哈马戈泰铜金矿项目公司）50% 股权，进而拥有蒙古哈马戈泰铜金矿项目约 45.7% 权益，并在该项目预可研 (PFS) 交付或自交易交割之日（3 月 10 日）起 18 个月（两者孰早）后主导项目开发运营。根据仙乐都矿业 2021 年年报，哈马戈泰铜金矿项目估算矿石量约 11 亿吨，含铜约 293 万吨，含金约 780 万盎司（约 243 吨）。根据 2022 年 6 月完成的初步经济评估报告 (PEA)，项目计划采用常规露天加地下开采和浮选工艺生产铜金精矿，项目净现值 (NPV) 为 6.3 亿美元，投资回报率 (IRR) 为 20%，投资回收期 4 年；该项目后续将投入约 1,790 万美元（较原概略研究 2,000 万美元有所优化），预计用 18 个月时间完成预可研，估算符合 JORC 标准的矿产储量。

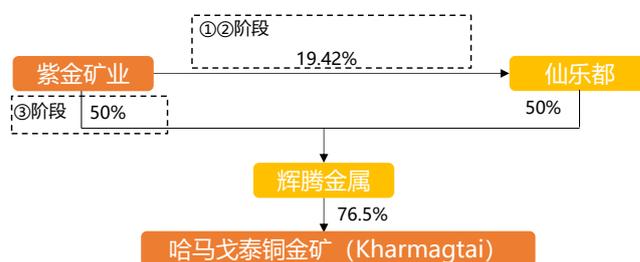
哈马戈泰铜金矿项目资源量大，品位较低，投资总额不高，有较大的开发潜力和前景。项目所在地附近已发现多个大型铜矿。哈马戈泰铜金矿项目位于蒙古南戈壁省斑岩铜矿带，距离乌兰巴托约 420 公里。该区已发现多个斑岩型铜金矿床，项目以南 120 公里为奥尤陶勒盖 (Oyu Tolgoi) 铜金矿（力拓主导，权益占比 33.5%，拥有铜资源量 1050 万吨，金资源量 140 吨），项目以东 170 公里为查干苏布尔加 (Tsagaan Suvarga) 铜钼矿（1982 年勘探推算铜资源量 118 万吨）。

图29: 哈马戈泰铜矿地理位置



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图30: 紫金矿业持有哈马戈泰铜金矿 45.7%权益



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

8.2 金板块: 新老项目相继投产, 黄金产量持续增长

金板块: 新老项目相继投产, 黄金产量持续增长, 公司预计 2024 年矿产金产量达到 73.5 吨 (2023 年为 67.7 吨, 增量为 5.8 吨)。分项目梳理来看, 我们预计公司 2024 年矿产金增量或在 6.7 吨, 公司给的指引或较为保守。南美洲项目预计 24 年合计增加 1.3 吨矿产金, 大洋洲项目预计 24 年合计增加 2.3 吨 (包括波格拉复产保守假设贡献 1 吨), 中亚预计 24 年合计减少 0.5 吨矿产金, 国内萨瓦亚尔顿、陇南紫金、山西紫金合计贡献 3.6 吨增量, 合计 6.7 吨增量。

南美洲:

- ✓ **罗斯贝尔项目: 为世界级黄金矿山, 是南美洲最大在产露天金矿之一。**拥有资源量金 193 吨; 2023 年当年并购当年增效, 2-12 月矿产金 7.6 吨, 2024 年计划矿产金 7.9 吨, 技改达产后将形成 10 吨/年产金能力, 为公司产金大户和骨干盈利项目。
- ✓ **哥伦比亚武里蒂卡金矿: 为世界级超高品位大型金矿。**拥有资源量金 312 吨、银 1,060 吨; 2023 年克服非法采矿组织的不利影响, 产能持续提升, 实现矿产金 8.3 吨、银 25 吨; 2024 年计划矿产金 8.6 吨、银 18.8 吨。
- ✓ **圭亚那奥罗拉金矿: 拥有资源量金 184 吨; 2023 年矿产金 3 吨; 2024 年计划矿产金 3.7 吨。**

大洋洲:

- ✓ **澳大利亚诺顿金田: 2023 年产金 6.7 吨, 2024 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, 23 年爬坡未完全释放产量, 2024 年计划矿产金 1.3 吨。
- ✓ **巴新波格拉金矿: 峰回路转, 重现光明。**波格拉金矿为全球十大黄金矿山之一、巴新第二大金矿, 拥有资源量金 417 吨; 项目 2020 年 4 月因矿权到期停产, 经谈判协商于 2023 年 12 月 22 日全面复产, 根据项目最新规划, 矿

山剩余寿命超过 20 年，复产达产后平均年矿产金 21 吨，归属公司权益年矿产金约 5 吨。

表12：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。
2023 年 3 月 30 日	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。BNL 与巴新各方积极洽谈“启动协议”需要满足的一系列协议和条件。
2023 年 10 月 13 日	巴新《国民报》报道，巴布亚新几内亚政府和新波格拉矿业有限公司双方签署了《13 号特别采矿租赁合同 (SML13)》《矿山开发合同》《财政稳定协议》和《特别托管融资协议》。这为启动波格拉金矿复产扫清了最主要的法律证照和审批障碍。巴里克总裁兼首席执行官马克·布里斯托 (Mark Bristow) 表示，根据补偿协议， 预计将在年底前重新启动矿山运营 。一旦补偿协议达成，将加速招聘工作以推进项目复产。
2023 年 12 月 22 日	展开全面复产工作。

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

中亚：

- ✓ **塔吉克斯坦泽拉夫尚：2023 年实现矿产金 5.9 吨，2024 年计划矿产金 5.8 吨。**该矿山为塔吉克斯坦最大的黄金生产企业，23 年底新建成 500 吨/日加压氧化项目；现有资源量金 97 吨。
- ✓ **奥同克左岸金矿：2023 年实现矿产金 4.1 吨，2024 年计划矿产金 3.7 吨。**为吉尔吉斯斯坦第三大金矿，现有资源量金 44 吨。

境内：

- ✓ **山西紫金：2023 年产金 3.9 吨，我们预计 2024 年该矿山满产达到 5.5 吨金产量。**6000 吨/日矿山智能化采选改扩建项目 2023Q3 建成，年新增矿产金 3-4 吨。
- ✓ **陇南紫金：2023 年产金 5.9 吨，我们预计 2024 年金山金矿投产新增矿产金 1 吨左右。**新建的金山金矿 2,000 吨/日采选工程已建成并取得安全设施设计审查批复，目前已进入试生产阶段。
- ✓ **贵州紫金水银洞金矿及簸箕田金矿改扩建加快推进。**
- ✓ **萨瓦亚尔顿金矿：我们预计 2024 年该矿山贡献 1 吨金增量。**建设加快推进，设计先露采后地采，预计露采建成达产后年均产金约 3.3 吨、地采建成达产后年均产金约 2.4 吨。

表13：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	露采达产后年均产金 3.3 吨，地采达产后年均产金 2.4 吨

资料来源：公司公告，民生证券研究院

- ✓ **海域金矿：海域金矿为中国最大单体金矿，拥有资源量金 562 吨；12,000 吨/日采选工程有序推进，计划 2025 年投产，整体投产达产后年矿产黄金约 15-20 吨，有望晋升为中国最大黄金矿山之一。**

表14：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

8.3 战略金属板块：“两湖两矿” 锂资源逐步投产，加码战

略矿种钼

锂板块：2023 年公司生产碳酸锂当量 2903 吨，由于锂价大幅下跌，公司战略目标由快速投产转为尽可能降本增效，以更优的成本状态投产。公司预计 2024 年碳酸锂产量为 2.5 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 万吨产量。

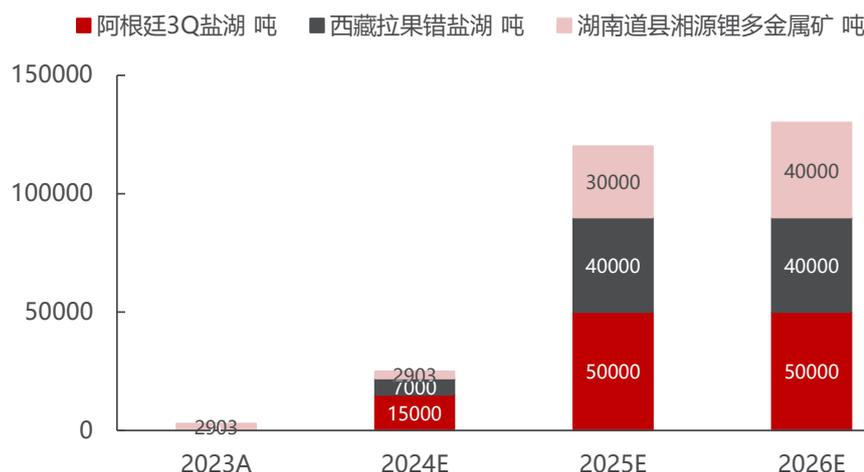
表15：“两湖两矿” 锂资源布局

名称	碳酸锂(LCE)当量资源量	产能计划
阿根廷 3Q 盐湖锂矿	拥有当量碳酸锂资源量约 854 万吨，平均锂离子浓度 624mg/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 281mg/L	一期形成 2 万吨/年氢氧化锂产能，一、二期全部建成投产达产后形成 4-5 万吨/年氢氧化锂产能，将视市场行情实施投产运行。
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 83 万吨，品位 1.06%	一期 30 万吨/年采选系统已建成，二期 500 万吨/年采选系统有序推进，计划 2025 年二季度建成投产，将视市场行情实施投产运行。
刚果金马诺诺锂矿东北部项目	-	马诺诺锂矿为全球已发现的最大可露天开发的富锂 LCT (锂、铯、钽) 伟晶岩矿床之一，具备大规模露天开发的条件和良好的开发前景。公司于 2023 年 10 月受邀与刚果矿业开发股份有限公司合作勘探开发马诺诺锂矿东北部的绿地项目 (编号 PR15775 探矿权)，通过境外子公司金祥锂业持有合资公司马诺诺锂业简易股份有限公司 61% 权益；计划尽快在可研和融资方案确定后 2 年内完成项目建设，并同步建设锂冶炼产业园；公司同时持有矿区临近

MpianaMwanga 水电站开发权，将为项目实现绿色低碳开发提供充沛绿色电力保障。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图31：公司预计 2024 年将实现 2.5 万吨的碳酸锂产量



资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

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 2024 年钼产量 0.9 万吨，项目目前在加快推进前期工作，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)。

表16：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。金沙铝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17：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

8.4 自主地质找矿勘探，实现矿产内生性增长

公司自主地质勘查具有行业竞争比较优势，单位勘查成本远低于全球行业平均水平。以既有矿山就矿找矿为重点，积极布局绿地、棕地矿产战略选区，实施风险勘查投资业务，自主勘查获得超过 50% 的黄金、铜资源，超过 90% 的锌（铅）资源。

表18：主营矿种历年自主勘查新增资源量

矿种	单位	自主勘查探获资源量	公司总资源量	占比 (%)
铜	万吨	3740	7456	50%
金	吨	1540	2998	51%
锌（铅）	万吨	969	1068	91%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2023 年公司投入权益地勘资金 3.79 亿元，勘查新增探明、控制和推断权益资源量：黄金 82.41 吨、铜 264.70 万吨、锌（铅）72.29 万吨、钨 1.61 万吨、钼 6.44 万吨、银 650.32 吨，当量碳酸锂 101.44 万吨。丘卡卢-佩吉铜金矿及博尔 JM/VK 铜矿、科卢韦齐铜（钴）矿、3Q 盐湖锂矿，铜山铜矿、巨龙铜矿、义兴寨金矿、乌拉根铅锌矿等地质勘探取得重要进展。矿产资源战略选区取得新突破，初步建成重点成矿区带综合 GIS 数据库，覆盖中亚、蒙古、南美等重点成矿区带成矿规律、找矿预测及靶区优选研究。

表19：公司 2023 年新增资源量占总资源量比例

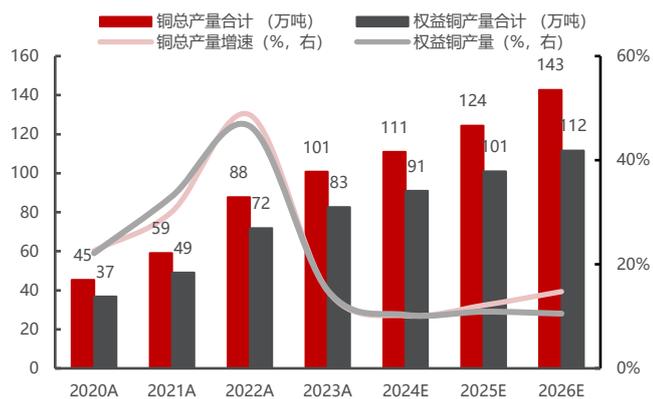
矿种	单位	2023 年底公司总资源量	2023 年新增	占总资源量比例
金	吨	2998	82.41	2.7%
铜	万吨	7456	264.7	3.6%
锌（铅）	万吨	1068	72.29	6.8%
钨	万吨	10.55	1.61	15.3%
钼	万吨	306	6.44	2.1%
银	吨	14739	650.32	4.4%
当量碳酸锂	万吨	1347	101.44	7.5%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

9 盈利预测与投资建议

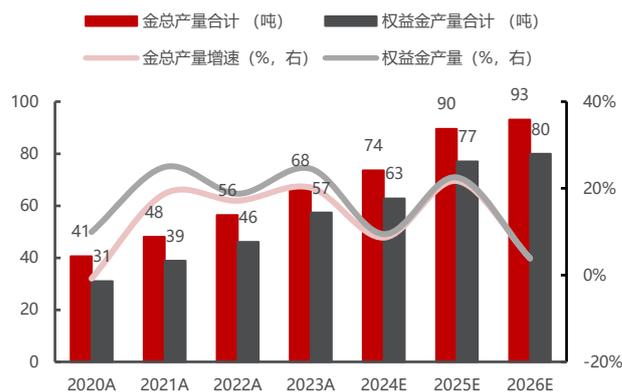
公司铜金产量持续增长，考虑到铜金价格上涨，我们预计 2024-2026 年公司
将实现归母净利 254 亿元、308 亿元、332 亿元，对应 3 月 22 日收盘价的 PE 为
16x、13x 和 12x，维持“推荐”评级。

图32：紫金矿业铜产量预测



资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

图33：紫金矿业金产量预测



资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

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，包括预计明年二季度投产的卡莫阿-卡库拉二序列，以及巨龙铜矿一期的爬产，多宝山二期爬产，铜山铜矿改扩建工程，波尔技改等。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) 海外地缘政治风险。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。

4) 汇率风险等。公司矿山遍布全球，涉及外币较多，虽然采用汇率套保规避风险，但是也可能存在套保失误或是汇率波动较大带来的风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	293,403	334,477	361,396	378,482
营业成本	247,024	279,819	297,856	310,937
营业税金及附加	4,850	5,529	5,974	6,257
销售费用	766	874	944	989
管理费用	7,523	8,576	9,266	9,704
研发费用	1,567	1,786	1,930	2,021
EBIT	31,988	38,511	46,093	49,273
财务费用	3,268	3,981	3,905	3,740
资产减值损失	-385	0	0	0
投资收益	3,491	3,980	4,300	4,503
营业利润	31,937	38,552	46,533	50,084
营业外收支	-649	-900	-900	-900
利润总额	31,287	37,652	45,633	49,184
所得税	4,748	5,714	6,925	7,464
净利润	26,540	31,938	38,709	41,720
归属于母公司净利润	21,119	25,415	30,803	33,200
EBITDA	42,251	49,584	58,766	63,513

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	18,449	28,472	42,219	58,804
应收账款及票据	8,331	9,497	10,262	10,747
预付款项	2,677	3,033	3,228	3,370
存货	29,290	33,178	35,317	36,868
其他流动资产	18,882	19,831	20,452	20,847
流动资产合计	77,629	94,011	111,478	130,635
长期股权投资	31,632	31,632	31,632	31,632
固定资产	81,466	103,442	124,759	145,637
无形资产	67,892	70,892	73,892	76,892
非流动资产合计	265,377	288,359	311,322	334,283
资产合计	343,006	382,370	422,800	464,918
短期借款	20,989	23,989	23,989	23,989
应付账款及票据	16,284	18,446	19,635	20,498
其他流动负债	46,909	50,490	52,604	54,056
流动负债合计	84,182	92,926	96,229	98,543
长期借款	77,531	77,531	77,531	77,531
其他长期负债	42,930	42,930	42,930	42,930
非流动负债合计	120,460	120,460	120,460	120,460
负债合计	204,643	213,386	216,689	219,003
股本	2,633	2,633	2,633	2,633
少数股东权益	30,857	37,380	45,285	53,806
股东权益合计	138,363	168,984	206,111	245,915
负债和股东权益合计	343,006	382,370	422,800	464,918

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	8.54	14.00	8.05	4.73
EBIT 增长率	5.58	20.39	19.69	6.90
净利润增长率	5.38	20.34	21.20	7.78
盈利能力 (%)				
毛利率	15.81	16.34	17.58	17.85
净利润率	7.20	7.60	8.52	8.77
总资产收益率 ROA	6.16	6.65	7.29	7.14
净资产收益率 ROE	19.64	19.31	19.15	17.28
偿债能力				
流动比率	0.92	1.01	1.16	1.33
速动比率	0.41	0.50	0.64	0.80
现金比率	0.22	0.31	0.44	0.60
资产负债率 (%)	59.66	55.81	51.25	47.11
经营效率				
应收账款周转天数	9.63	8.96	9.19	9.33
存货周转天数	41.82	40.18	41.39	41.79
总资产周转率	0.90	0.92	0.90	0.85
每股指标 (元)				
每股收益	0.80	0.97	1.17	1.26
每股净资产	4.08	5.00	6.11	7.30
每股经营现金流	1.40	1.65	1.97	2.14
每股股利	0.05	0.06	0.07	0.08
估值分析				
PE	19	16	13	12
PB	3.8	3.1	2.5	2.1
EV/EBITDA	12.55	10.70	9.02	8.35
股息收益率 (%)	0.32	0.39	0.47	0.51

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	26,540	31,938	38,709	41,720
折旧和摊销	10,263	11,074	12,673	14,240
营运资金变动	505	-616	-417	-258
经营活动现金流	36,860	43,476	51,766	56,297
资本开支	-30,329	-34,803	-36,381	-37,942
投资	-7,239	0	0	0
投资活动现金流	-33,965	-30,824	-32,081	-33,439
股权募资	235	0	0	0
债务募资	12,223	3,000	0	0
筹资活动现金流	-5,817	-2,629	-5,938	-6,273
现金净流量	-1,974	10,023	13,747	16,585

插图目录

图 1: 2023 年, 公司实现营收 2934.03 亿元.....	3
图 2: 2023 年, 公司实现归母净利 211.19 亿元.....	3
图 3: 2023Q4, 公司实现营收 683.95 亿元.....	3
图 4: 2023Q4, 公司实现归母净利润 49.54 亿元.....	3
图 5: 2023 年, 公司毛利同比增加 38.34 亿元 (单位: 百万元).....	4
图 6: 2023Q4 业绩同比变化拆分 (单位: 百万元).....	5
图 7: 2023Q4 业绩环比变化拆分 (单位: 百万元).....	5
图 8: 2023 年矿山产品毛利增长分解 (单位: 亿元).....	6
图 9: 2023 年公司综合毛利率为 15.81%.....	6
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: 公司分板块毛利变化 (单位: 亿元).....	7
图 13: 公司分板块毛利率变化.....	7
图 14: 2023Q4 分产品毛利变化.....	8
图 15: 公司三费情况.....	11
图 16: 公司费用率变化.....	11
图 17: 公司研发费用情况.....	11
图 18: 公司短期借款和长期借款情况 (单位: 亿元).....	12
图 19: 公司资产负债率变化.....	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).....	14
图 23: 公司分季度所得税及所得税率.....	15
图 24: 公司分季度少数股东损益及少数股权占比.....	15
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: 卡莫阿 2023 年运营和财务数据摘要.....	21
图 28: 卡莫阿-卡库拉 III 期选厂建设现已完成 82%, 公司预计将超预期于 2024Q2 末投产.....	21
图 29: 哈马戈泰铜矿地理位置.....	23
图 30: 紫金矿业持有哈马戈泰铜金矿 45.7%权益.....	23
图 31: 公司预计 2024 年将实现 2.5 万吨的碳酸锂产量.....	27
图 32: 紫金矿业铜产量预测.....	30
图 33: 紫金矿业金产量预测.....	30

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).....	7
表 2: 公司分产品销量、单价和单位成本变化 (2023Q4 环比 2023Q3).....	9
表 3: 公司分产品销量、单价和单位成本变化 (2023Q4 同比 2023Q4).....	9
表 4: 公司分产品单位毛利同比、环比变化.....	10
表 5: 非经常性损益项目环比比较 (单位: 百万元).....	14
表 6: 公司未到期债券情况 (单位: 亿元).....	16
表 7: 2023 矿产金产量同比+20.17% (单位: 千克).....	17
表 8: 2023 矿产铜产量同比+11.13% (单位: 吨).....	17
表 9: 2023 矿产锌产量同比+2.24%, 矿产铅产量同比+9.32% (单位: 吨).....	18
表 10: 2023 年铁精矿产量同比-27.72% (单位: 吨).....	19
表 11: 2023 矿产银产量同比+4.09% (千克).....	19
表 12: 波格拉事件梳理.....	24
表 13: 新疆巫恰县萨瓦亚尔顿金矿概况.....	25

表 14: 山东海域金矿概况	26
表 15: “两湖两矿”锂资源布局	26
表 16: 沙坪沟钨矿概况	27
表 17: 沙坪沟钨矿资源量情况	28
表 18: 主营矿种历年自主勘查新增资源量	28
表 19: 公司 2023 年新增资源量占总资源量比例	29
公司财务报表数据预测汇总	32

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
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