

评级：买入（维持）

市场价格：17.01元

分析师：郭中伟

执业证书编号：S0740521110004

Email: guozw@zts.com.cn

分析师：谢鸿鹤

执业证书编号：S0740517080003

Email: xiehh@zts.com.cn

分析师：陈沁一

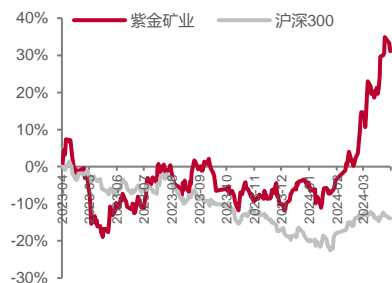
执业证书编号：S0740523090001

Email: chenqy01@zts.com.cn

基本状况

| | |
|-----------|---------|
| 总股本(百万股) | 26,326 |
| 流通股本(百万股) | 20,556 |
| 市价(元) | 17.01 |
| 市值(百万元) | 447,805 |
| 流通市值(百万元) | 349,663 |

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 《铜金业务量价齐升，23Q3 业绩环比高增》2023-11-02
- 《在建项目投产释放成长动力，多元化资源布局巩固矿业龙头优势》2023-05-10

公司盈利预测及估值

| 指标 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 270,329 | 293,403 | 356,417 | 394,564 | 420,505 |
| 增长率 yoy% | 20% | 9% | 21% | 11% | 7% |
| 净利润(百万元) | 20,042 | 21,119 | 26,018 | 32,312 | 36,169 |
| 增长率 yoy% | 28% | 5% | 23% | 24% | 12% |
| 每股收益(元) | 0.76 | 0.80 | 0.99 | 1.23 | 1.37 |
| 每股现金流量 | 1.09 | 1.40 | 1.13 | 1.80 | 2.12 |
| 净资产收益率 | 16% | 15% | 16% | 16% | 14% |
| P/E | 22.3 | 21.2 | 17.0 | 13.7 | 12.2 |
| P/B | 5.0 | 4.2 | 3.6 | 2.8 | 2.3 |

备注：股价取自于 2024 年 04 月 09 日

投资要点

- **事件：**紫金矿业发布 2023 年报。报告期内，公司实现营业收入 2,934.03 亿元，同比增 8.54%，实现归母净利润 211.19 亿元，同比增 5.38%，实现扣非归母净利润 216.17 亿元，同比增 10.68%。单季度来看，2023 年 Q4，公司实现营业收入 683.95 亿元，同比增 3.41%，环比降 8.41%，实现归母净利润 49.54 亿元，同比增 46.80%，环比降 15.49%。
- **报告期内，主营产品量价齐升致使公司业绩有所增长，但成本上行拖累压制盈利。**
 - **从量方面来看，**2023 年，剔除非控股企业数据，公司矿产铜产量 80.34 万吨 (yoy+10.47%)，销量 81.07 万吨 (yoy+9.75%)；矿产金产量 64.84 吨 (yoy+15.97%)，销量 66.71 吨 (yoy+9.68%)；矿产锌产量 41.16 万吨 (yoy+2.31%)，销量 41.49 万吨 (yoy+3.32%)；矿产银 402.61 吨 (yoy+3.91%)，销量 411.40 吨 (yoy+1.99%)。
 - **从价方面来看，**2023 年，SHFE 铜均价为 68,027.44 元/吨 (yoy+1.68%)，SHFE 黄金均价为 450.35 元/克 (yoy+14.71%)，SHFE 白银均价为 5,578.50 元/千克 (yoy+17.67%)，SHFE 铅均价 15,768.57 元/吨 (yoy+3.08%)，SHFE 锌均价为 21,488.16 元/吨 (yoy-13.74%)。
 - **从成本方面来看，**2023 年，由于汇率波动、入选品位下降及燃料电力价格上涨等因素影响，成本同比有所增加，其中矿产金锭成本 286.09 元/克 (yoy+13.78%)，矿产金精矿成本 158.83 元/克 (yoy+10.99%)，矿产铜精矿成本 19,998 (yoy+6.08%)，矿产电积铜成本 29,862 元/吨 (yoy+25.22%)，矿产电解铜成本 43,098 元/吨 (yoy+45.64%)，矿产锌成本 9,266 元/吨 (yoy+15.58%)，矿产银成本 1.72 元/克 (yoy+5.35%)。2023 年，公司铜 C1 成本和黄金 AISC 成本位于全球前 20% 分位。
- **期间费用率略有增长。**公司 2023 年期间费用率为 4.47%，同比增加 0.77pcts。1) 销售费用方面，由于合并企业增加，销售费用同比增 23.63% 至 7.66 亿元，销售费用率由 0.23%→0.26%，同比增 0.03pcts。2) 由于合并企业增加，叠加工资和福利费同比增 25.00% 至 42.32 亿元，管理费用同比增 20.08% 至 75.23 亿元，管理费用率由 2.36%→2.32%，同比降 0.04pcts。3) 财务费用方面，由于融资规模增加和外币借款利率提高，利息支出同比增 48.28% 至 54.86 亿元，财务费用共计 32.68 亿元，同比增 71.57%，财务费用率由 0.70%→1.11%，同比增 0.41pct。4) 研发费用率由 0.46%→0.53%，同比增 0.08pcts。
- **内研外拓进一步拓展增量空间，未来持续发展基础不断夯实。**
 - **对内方面：**公司进行持续的勘探增储工作，2023 年公司按权益投入勘探资金 3.79 亿元，按权益新增黄金资源量 82.41 吨、铜 246.70 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。
 - **对外方面：**公司完成西藏朱诺铜矿 48.59% 权益并购，新增权益资源量铜 142.78 万吨、钼

2.78 万吨，银 456 吨。另外，公司完成道县湘源硬岩锂矿剩余 34% 权益、雅江措拉锂辉石矿 20% 权益、备战铁矿 49% 权益等资源投资并购。

- 截至 2023 年底，公司持有黄金权益资源量 2,997.53 吨 (yoy-4%)，铜权益资源量 7,455.65 万吨 (yoy+1%)，锌权益资源量 939.27 万吨 (yoy-5%)，钼权益资源量 305.70 万吨 (yoy+1%)，锂权益资源量 1,346.59 万吨 LCE (yoy+11%)。

■ **铜矿、金矿重点项目持续推进，新能源项目加快建设，给予公司成长性。**

- **铜，未来两年复合增速 10% 左右：**塞尔维亚佩吉铜金矿及博尔铜矿将于 2025 年完成技改，届时合计矿产铜 30 万吨/年产能；刚果（金）卡莫阿铜矿三期项目预计于 2024 年 Q2 建成投产，产能将提升至 60 万吨/年以上，并且 50 万吨/年阳极铜冶炼厂计划于 2024 年 Q4 建成投产；西藏巨龙二期改扩建项目获得核准，达产后矿产铜产能将达到 30-35 万吨/年；多宝山铜矿 II 号矿体采矿工程有序推进，达产后产能或将提升至 12 万吨/年。
- **金，未来两年复合增速 15% 左右：**苏里南 Rosebel 主矿区、Saramacca 矿区均已投产，达产后将形成 10 吨/年产金能力；波格拉金矿于 2023 年 12 月 22 日复产，达产后平均年产金 21 吨，归属公司权益量约 5 吨；陇南紫金新建的金山金矿 2,000 吨/日采选工程已取得审查批复，目前已进入试生产阶段；萨瓦亚尔顿金矿项目建设加快推进，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。
- **锂，25 年具备形成 15 万吨产能的潜力：**3Q 盐湖一期 2 万吨/年碳酸锂项目已基本建成，二期 3 万吨/年电池碳酸锂项目盐田项目建设有序推进；拉果措盐湖一期形成 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；湖南湘源硬岩锂多金属矿一期 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，达产后预期形成约 3 万吨/年当量碳酸锂产能。

■ **贵金属上行趋势不变，铜牛市基础依然坚实。**对于黄金，中期看随着居民超额储蓄的消耗及高利率的维持，美国经济周期性回落难以避免，而随着去全球化的进一步演绎，央行购金将推升金价到新高度，公司作为黄金板块内资源优势突出标的有望充分受益。对于铜，需求结构变化的重要性被忽视，新能源的影响从边际已经转换为全局。中长期铜精矿短缺趋势难以改变，尤其是 2025 年以后，供应瓶颈尤为突出，铜具备长牛基石。

■ **盈利预测及投资建议：**参考公司给予的 2024-2025 年产量规划，我们假设公司 2024-2026 年矿产金产量为 75.8/90.0/93.7 吨，矿产铜产量为 111.3/118.8/120.8 万吨，矿产铅锌产量为 48.0/49.3/49.8 万吨，假设 2024-2026 年金价 510/520/530 元/克，铜价 7.0/7.1/7.2 万元/吨，锌价 2.1/2.2/2.3 万元/吨，预计 2024-2026 年公司实现归母净利润 260.18/323.12/361.69 亿元，当前股价 17.01 元，对应 PE 为 17/14/12X，维持公司“买入”评级。

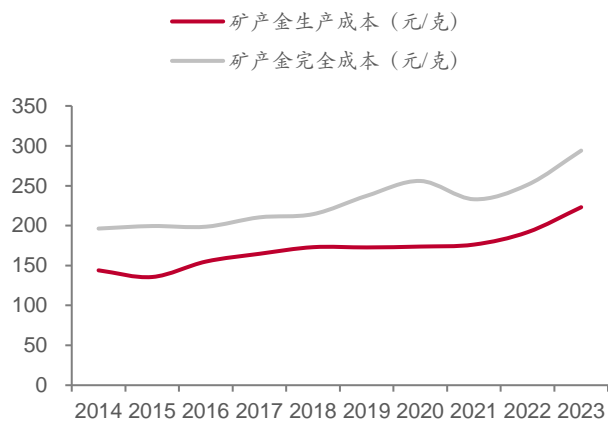
■ **风险提示：**宏观经济超预期波动、项目建设进度不及预期风险、地缘政治风险、金属价格波动超预期风险、研报使用信息更新不及时风险、模型测算误差风险等。

图表 1: 公司财务简表及对比 (亿元)

| | 2022Q4 | 2023Q3 | 2023Q4 | 环比 | 同比 | 2022 | 2023 | 同比 指标变动原因 |
|---------------|---------|--------|--------|----------|---------|----------|----------|--|
| 营业收入 | 661.38 | 746.74 | 683.95 | -8.4% | 3.4% | 2,703.29 | 2,934.03 | 8.5% 报告期内, 主营产品量价齐升 |
| 营业成本 | 554.44 | 625.92 | 561.23 | -10.3% | 1.2% | 2,277.84 | 2,470.24 | 8.4% 报告期内, 含人民币汇率贬值因素、入选品位下降、燃料、电力成本及生产辅料等价格上涨、采剥运输距离增加, 以及低品位矿山产量提升 |
| 毛利 | 106.94 | 120.82 | 122.72 | 1.6% | 14.8% | 425.45 | 463.79 | 9.0% |
| 毛利率 | 16.17% | 16.18% | 17.94% | 1.8% | 1.8% | 16% | 16% | 0.1% |
| 销售费用 | 1.28 | 2.01 | 2.23 | 10.7% | 73.5% | 6.20 | 7.66 | 23.6% 报告期内, 由于新并表企业增加 |
| 销售费用率 | 0.19% | 0.27% | 0.33% | 0.1% | 0.1% | 0.23% | 0.26% | 0.0% |
| 管理费用 | 18.56 | 18.64 | 21.17 | 13.6% | 14.1% | 62.65 | 75.23 | 20.1% 报告期内, 由于合并企业增加, 叠加工资和福利费用同比增25.00%至42.32亿元 |
| 管理费用率 | 2.81% | 2.50% | 3.10% | 0.6% | 0.3% | 2.32% | 2.56% | 0.2% |
| 财务费用 | 10.13 | 7.87 | 10.10 | 28.4% | -0.2% | 19.05 | 32.68 | 71.6% 报告期内, 由于融资规模增加和外币借款利率提高, 利息支出同比增48.28%至54.86亿元 |
| 财务费用率 | 1.53% | 1.05% | 1.48% | 0.4% | -0.1% | 0.70% | 1.11% | 0.4% |
| 研发费用 | 4.32 | 3.97 | 4.37 | 10.0% | 1.1% | 12.32 | 15.67 | 27.2% 报告期内, 公司加大研发投入, 职工薪酬、材料耗用等增加 |
| 研发费用率 | 0.65% | 0.53% | 0.64% | 0.1% | 0.0% | 0.46% | 0.53% | 0.1% |
| 期间费用 | 34.29 | 32.49 | 37.87 | 16.6% | 10.4% | 100.21 | 131.25 | 31.0% |
| 期间费用率 | 5.18% | 4.35% | 5.54% | 1.2% | 0.4% | 3.71% | 4.47% | 0.8% |
| 投资收益 | -2.44 | 10.53 | 9.35 | -11.2% | 383.8% | 28.74 | 34.91 | 21.5% 报告期内, 处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产和金融负债取得的投资损失减少所致 |
| 资产减值损失 | -0.98 | -0.25 | -3.49 | -1367.3% | -355.8% | -0.79 | -3.85 | 389.5% |
| 营业利润 | 57.93 | 85.79 | 76.15 | -11.2% | 31.5% | 309.46 | 319.37 | 3.2% |
| 利润总额 | 51.16 | 83.95 | 73.48 | -12.5% | 43.6% | 299.93 | 312.87 | 4.3% |
| 所得税费用 | 10.37 | 11.56 | 8.80 | -23.8% | -15.1% | 52.26 | 47.48 | -9.1% |
| 归母净利润 | 33.75 | 58.63 | 49.54 | -15.5% | 46.8% | 200.42 | 211.19 | 5.4% |
| 扣非净利润 | 36.08 | 55.52 | 64.09 | 15.4% | 77.6% | 195.31 | 216.17 | 10.7% |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 67.30 | 96.95 | 111.37 | 14.9% | 65.5% | 286.79 | 368.60 | 28.5% 报告期内, 公司毛利增加并加强了应收应付管理 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -208.44 | -93.29 | -97.84 | 4.9% | -46.9% | -509.81 | -339.65 | -33.4% 报告期内, 投资支付、取得子公司及其他营业单位支付现金同比减少 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 137.33 | -42.22 | 3.20 | 7.6% | -97.7% | 272.58 | -58.17 | -121.3% 报告期内, 是新增债务同比大幅减少 |

来源: wind、公司公告、中泰证券研究所

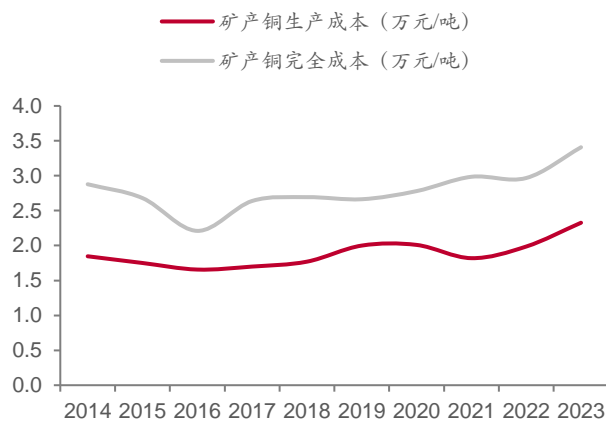
图表 2: 矿产金单位生产成本及完全成本



来源: wind、公司公告、中泰证券研究所

注: 矿产金生产成本=(矿产金锭收入+矿产金精矿收入)/(矿产金锭销量+矿产金精矿销量)

图表 3: 矿产铜单位生产成本及完全成本



来源: wind、公司公告、中泰证券研究所

注: 矿产铜生产成本=(矿产铜精矿收入+矿产电积铜收入+矿产电解铜收入)/(矿产铜精矿销量+矿产电积铜销量+矿产电解铜销量)

图表 4：紫金矿业产业结构图



来源: wind、公司公告、中泰证券研究所, 注: 截至 2023 年年报

投资评级说明:

| | 评级 | 说明 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。