



买入（维持）

所属行业：有色金属/工业金属
当前价格(元)：17.80

证券分析师

翟堃

资格编号：s0120523050002

邮箱：zhaikun@tebon.com.cn

张崇欣

资格编号：S0120522100003

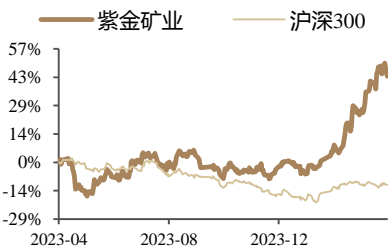
邮箱：zhangcx@tebon.com.cn

研究助理

谷瑜

邮箱：guyu5@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	13.96	36.40	51.14
相对涨幅(%)	15.36	34.26	43.15

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《铜行业跟踪：TC走低致冶炼减产预期，2024Q1铜价震荡升高》，2024.4.2
- 《紫金矿业(601899.SH)：铜产量突破百万大关，旗舰矿山蓄势》，2024.3.26
- 《黄金：牛市或伊始，静待上行》，2024.3.8
- 《紫金矿业(601899.SH)：股权激励&员工持股计划双双落地，彰显长足发展信心》，2023.11.15
- 《紫金矿业(601899.SH)：主要产品产量增长，汇率企稳后Q4业绩值得期待》，2023.10.28

紫金矿业(601899.SH)：24Q1 金铜量价齐升，毛利增厚显著

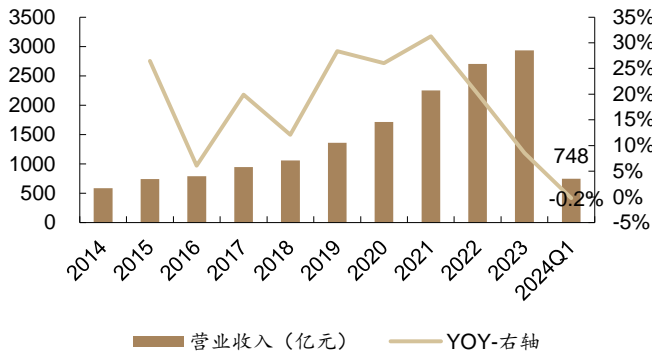
投资要点

- 事件：公司发布2024年一季度报。**公司2024Q1单季度实现营收748亿元，同比-0.22%，环比+9.33%；实现归母净利润62.6亿元，同比+15.05%，环比+26.37%，单季度归母净利润同环比均实现增长。2024Q1公司进一步落实提质控本增效总方针，海外项目运营成本环比下降明显，矿产金精矿和铜精矿单位销售成本环比下降幅度分别达14%和13%，叠加金铜价格持续上涨背景，公司毛利水平增厚显著。
- 2024Q1金铜产量同比增长，得益于价格上涨，成本控制卓有成效，矿山企业毛利率大幅提升。**产量方面，2024年1-3月公司矿产金产量16.8吨，同比增加5%，环比下降5%，矿产铜产量26.3万吨，同比增加5%，环比增加4%，矿产锌产量9.8万吨，同比下降9%，环比下降0.2%；**矿山企业毛利率为54.50%，同比增长0.97个百分点，环比增长8.88个百分点。**价格方面，黄金价格再创历史新高；铜价因新能源需求持续强劲，且供应扰动频发而表现坚挺；锌价受中国地产等传统需求下滑所拖累，价格下跌明显。2024Q1国内黄金现货价格均价489.18元/克，同比+16.3%，公司金锭、金精矿单位销售成本分别为276.72元/克、145.17元/克，分别同比+8.05%、-5.58%，毛利率分别为41.47%、66.75%，分别较2023Q1同比提高3.53、8.70个百分点。**铜现货均价69432元/吨，同比+1.5%，公司铜精矿、电积铜单位销售成本为18546元/吨、32155元/吨，分别同比-7.93%、-8.41%，毛利率分别为63.77%、44.77%，同比均实现增长。**锌现货均价21033元/吨，同比-9.8%，公司矿产锌单位销售成本为8689元/吨，同比-3.74%，毛利率28.89%，在价格下降压力下毛利率同比下降3.32个百分点。
- 旗舰矿山蓄势。**铜方面，卡莫阿铜矿、巨龙铜矿均见可观增长。卡莫阿铜矿资源量约4266万吨，2023年矿产铜39.4万吨，2024年计划矿产铜50.7万吨；项目一、二期联合改扩建于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1420万吨，届时产能将提升至60万吨铜以上。巨龙铜业拥有资源量铜1927万吨、银1.06万吨、钼120万吨；2023年矿产铜15.44万吨，2024年计划矿产铜16.6万吨；二期改扩建2024年将全面开工建设，计划2025年底建成投产，达产后年矿产铜将达30-35万吨。**金方面，波格拉金矿、海域金矿为主要增量项目。**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，于2023年12月22日全面复产，复产达产后归属公司权益年矿产金约5吨。海域金矿为中国最大单体金矿，拥有资源量金562吨，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。
- 盈利预测。**我们参考公司产量规划目标及新增矿山投产进度，我们预计2024-2026年矿产金产量分别为74/90/99吨，矿产铜产量分别为111/117/134万吨。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为260、326、356亿元，同比增速23.2%、25.4%、9.2%，截至2024年4月22日收盘，2024-2026年对应PE分别为18.01x/14.36x/13.15x，维持“买入”评级。
- 风险提示：**黄金、铜、铅锌、锂等金属价格大幅下跌；改扩建项目不及预期导致产量不及预期；汇率波动风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	26,325.99		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	20,556.29	营业收入(百万元)	270,329	293,403	303,441	332,906	349,317
52 周内股价区间(元):	10.30-18.63	(+/-)YOY(%)	20.1%	8.5%	3.4%	9.7%	4.9%
总市值(百万元):	468,602.60	净利润(百万元)	20,042	21,119	26,023	32,635	35,623
总资产(百万元):	355,906.65	(+/-)YOY(%)	27.9%	5.4%	23.2%	25.4%	9.2%
每股净资产(元):	4.43	全面摊薄 EPS(元)	0.76	0.80	0.99	1.24	1.35
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	15.7%	15.8%	18.7%	19.8%	20.0%
		净资产收益率(%)	22.5%	19.6%	20.6%	21.6%	20.2%

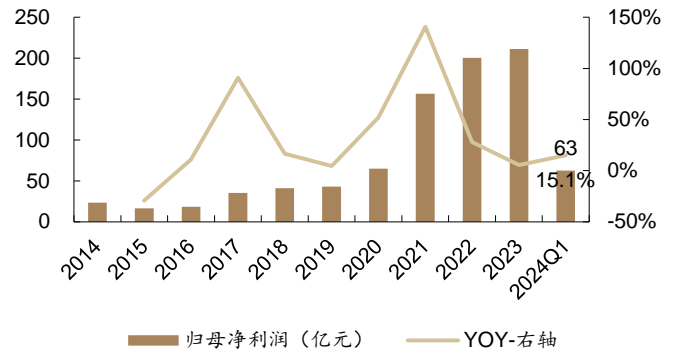
资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

图 1: 公司营业收入和增速



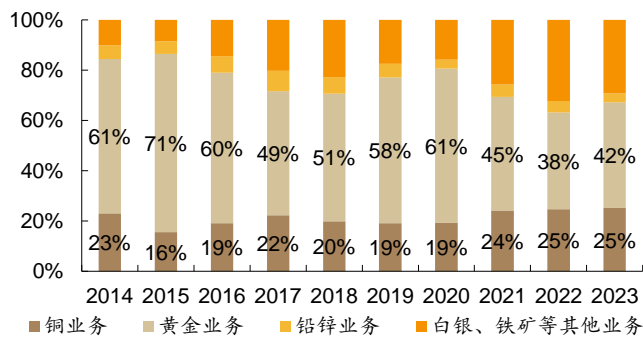
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 2: 公司归母净利润和增速



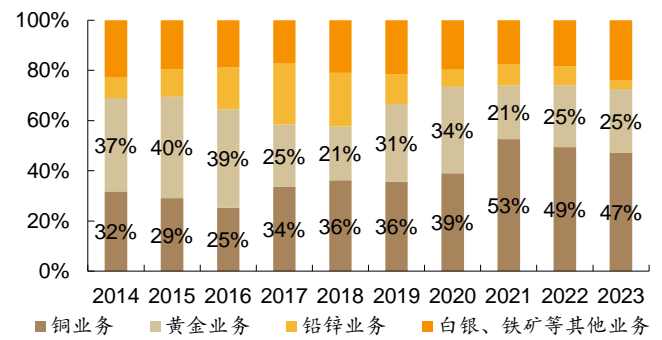
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 3: 公司营业收入结构



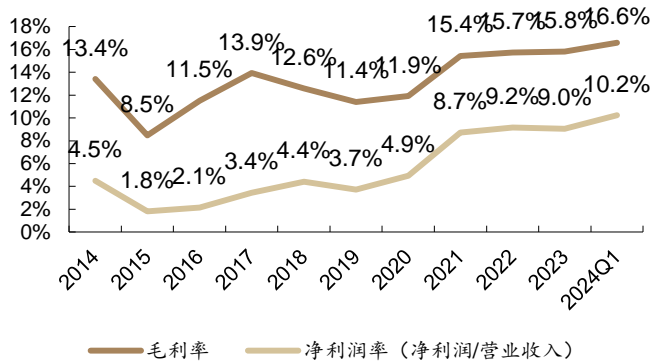
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 4: 公司毛利结构



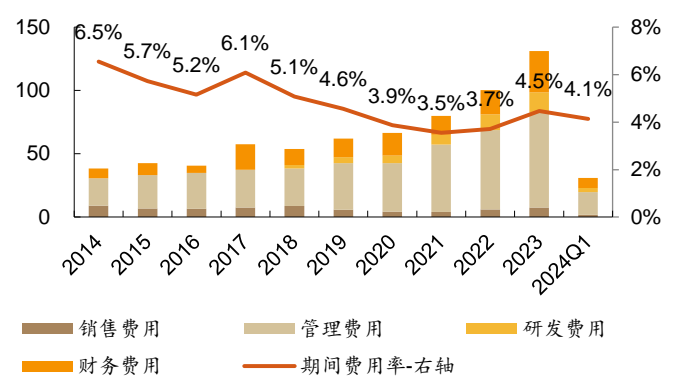
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 5: 公司毛利率和净利率



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 6: 公司期间费用 (单位: 亿元) 及期间费用率



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

注: 由于会计准则的变化, 2018年之前的研发费用体现在管理费用中

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.80	0.99	1.24	1.35
每股净资产	4.08	4.79	5.73	6.70
每股经营现金流	1.40	1.92	2.00	2.36
每股股利	0.25	0.28	0.30	0.38
价值评估(倍)				
P/E	15.58	18.01	14.36	13.15
P/B	3.05	3.71	3.11	2.65
P/S	0.16	0.15	0.14	0.13
EV/EBITDA	10.69	10.64	8.66	7.51
股息率%	2.0%	1.6%	1.7%	2.1%
盈利能力指标(%)				
毛利率	15.8%	18.7%	19.8%	20.0%
净利润率	9.0%	10.7%	12.3%	12.7%
净资产收益率	19.6%	20.6%	21.6%	20.2%
资产回报率	6.2%	7.0%	8.7%	8.6%
投资回报率	9.7%	11.7%	13.7%	13.0%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	8.5%	3.4%	9.7%	4.9%
EBIT 增长率	5.6%	33.6%	17.8%	6.7%
净利润增长率	5.4%	23.2%	25.4%	9.2%
偿债能力指标				
资产负债率	59.7%	55.7%	47.6%	44.3%
流动比率	0.9	1.2	1.2	1.6
速动比率	0.4	0.8	0.8	1.1
现金比率	0.2	0.5	0.5	0.9
经营效率指标				
应收帐款周转天数	9.6	8.3	8.0	8.1
存货周转天数	41.8	40.0	35.0	35.0
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.8
固定资产周转率	3.6	3.4	3.5	3.6

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	21,119	26,023	32,635	35,623
少数股东损益	5,420	6,405	8,203	8,861
非现金支出	10,782	10,884	11,828	12,823
非经营收益	-966	3,673	2,241	1,225
营运资金变动	505	3,452	-2,135	3,505
经营活动现金流	36,860	50,436	52,771	62,037
资产	-30,329	-13,484	-13,370	-13,375
投资	-7,239	0	0	0
其他	3,603	3,418	3,856	3,990
投资活动现金流	-33,965	-10,065	-9,514	-9,384
债权募资	12,223	1,380	-29,500	940
股权募资	235	-3	0	0
其他	-18,276	-13,979	-13,624	-14,845
融资活动现金流	-5,817	-12,601	-43,124	-13,904
现金净流量	-1,974	27,770	133	38,748

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 22 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	293,403	303,441	332,906	349,317
营业成本	247,024	246,830	266,917	279,363
毛利率%	15.8%	18.7%	19.8%	20.0%
营业税金及附加	4,850	4,903	5,441	5,677
营业税金率%	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%
营业费用	766	744	843	871
营业费用率%	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%
管理费用	7,523	7,406	8,331	8,634
管理费用率%	2.6%	2.4%	2.5%	2.5%
研发费用	1,567	1,501	1,713	1,763
研发费用率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
EBIT	31,988	42,728	50,332	53,698
财务费用	3,268	6,331	5,033	4,145
财务费用率%	1.1%	2.1%	1.5%	1.2%
资产减值损失	-385	-350	-200	-100
投资收益	3,491	3,418	3,856	3,990
营业利润	31,937	39,242	48,865	53,368
营业外收支	-649	-500	-400	-400
利润总额	31,287	38,742	48,465	52,968
EBITDA	42,251	53,142	61,900	66,371
所得税	4,748	6,315	7,627	8,484
有效所得税率%	15.2%	16.3%	15.7%	16.0%
少数股东损益	5,420	6,405	8,203	8,861
归属母公司所有者净利润	21,119	26,023	32,635	35,623

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	18,449	46,218	46,351	85,099
应收账款及应收票据	8,331	6,553	9,379	7,601
存货	29,290	25,212	26,139	27,882
其它流动资产	21,559	23,257	23,764	24,270
流动资产合计	77,629	101,241	105,633	144,851
长期股权投资	31,632	31,632	31,632	31,632
固定资产	81,466	88,838	94,098	97,488
在建工程	35,927	31,141	27,313	24,251
无形资产	67,892	67,892	67,892	67,892
非流动资产合计	265,377	267,963	269,396	269,723
资产总计	343,006	369,204	375,029	414,574
短期借款	20,989	22,370	22,870	23,810
应付票据及应付账款	16,284	16,832	16,593	19,640
预收账款	87	95	101	108
其它流动负债	46,822	46,031	48,648	49,721
流动负债合计	84,182	85,327	88,212	93,278
长期借款	77,531	77,531	47,531	47,531
其它长期负债	42,930	42,930	42,930	42,930
非流动负债合计	120,460	120,460	90,460	90,460
负债总计	204,643	205,788	178,672	183,738
实收资本	2,633	2,632	2,632	2,632
普通股股东权益	107,506	126,155	150,892	176,511
少数股东权益	30,857	37,261	45,464	54,325
负债和所有者权益合计	343,006	369,204	375,029	414,574

信息披露

分析师与研究助理简介

翟堃，所长助理，能源开采&有色金属行业首席分析师，中国人民大学金融硕士，天津大学工学学士，8年证券研究经验，2022年上海证券报能源行业第二名，2021年新财富能源开采行业入围，2020年机构投资者（II）钢铁、煤炭和铁行业第二名，2019年机构投资者（II）金属与采矿行业第三名。研究基础扎实，产业、政府资源丰富，擅长从库存周期角度把握周期节奏，深挖优质弹性标的。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。