

成本管控初见成效，铜金将迎量价齐升

2024 年 04 月 23 日

➤ **事件：公司发布 2024 年一季报。**公司 2024Q1 实现营收 747.77 亿元，同比减少 0.2%、环比增长 9.3%；归母净利润 62.61 亿元，同比增长 15.1%、环比增长 26.4%。业绩超我们预期。

➤ **同比来看，归母净利润同比增长 8.2 亿元，主要得益于毛利同比增长 7.8 亿元（铜金量价齐升），投资净收益同比增长 2.6 亿元。**①**量：**矿产金/矿产铜/矿产锌产量分别同比变化+5%/+5%/-9%至 16.8 吨/26.3 万吨/9.8 万吨，矿产锌下降主要或由于锌价低迷，生产积极性减弱，环比基本持平。②**价格：**矿产金/矿产铜/矿产锌价格分别同比变化+18.2%/+1.3%/-8.2%。③**成本：**矿产金/矿产铜/矿产锌单位销售成本分别同比增长+11.5%/+3.6%/-3.7%，其中矿产金成本增长主要跟产品结构变化有关，相对高成本的金锭占比从去年的 45%提升至 59%，单看金精矿的成本同比下降 5.6%。矿产铜成本增长也跟电解铜占比提升有关，2023 年中博尔冶炼厂投产，因此 24Q1 电解铜销量为 2.9 万吨（23 年同期为 0），电解铜成本较高，拉高整体成本，铜精矿/电积铜成本同比下降 7.9%和 8.4%。

➤ **环比来看，归母净利润环比增加 13.1 亿元，主要得益于费用和税金环比增利 8.4 亿元，毛利环比增长 1.4 亿元，资产/信用减值损失环比增利 5.9 亿元。**

①**费用和税金：**费用和税金均环比有所下降，主要减项为管理费用/财务费用环比分别减少 3.3/2.1 亿元，主要或由于 23Q4 年底发放奖金导致管理费用基数较高，Q1 偿还了一部分有息负债，资产负债率由 23 年底的 59.66%下降至 24Q1 末的 58.30%。②**毛利：**环比增利主要得益于价格涨而成本降。**价格端，**矿产金/矿产铜/矿产锌价格环比变化+12.8%/+3.9%/+3.1%；**产量端，**矿产金/矿产铜/矿产锌产量分别环比变化-5%/+4%/-0.2%至 16.8 吨/26.3 万吨/9.8 万吨，矿产金的减量或主要由于山西紫金受山西省安全环保事件影响；**成本端，**矿产金的金锭/金精矿销售成本分别环比减少 6%和 14%，矿产铜的铜精矿/电积铜/电解铜销售成本分别环比变化-13%/+22%/-19%，电积铜成本的环比增长或主要由于刚果金电力成本持续提升，矿产锌的销售成本环比减少 12%。

➤ **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 280 亿元、339 亿元、366 亿元，对应 4 月 22 日收盘价的 PE 为 17x、14x 和 13x，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	345,235	373,620	391,270
增长率 (%)	8.5	17.7	8.2	4.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	21,119	28,030	33,892	36,630
增长率 (%)	5.4	32.7	20.9	8.1
每股收益 (元)	0.80	1.06	1.29	1.39
PE	22	17	14	13
PB	4.4	3.6	3.0	2.6

资料来源：ifind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 4 月 22 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

17.80 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) 2023 年年报深度点评：飞龙在天-2024/03/25
- 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，期待铜金锂持续增长-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

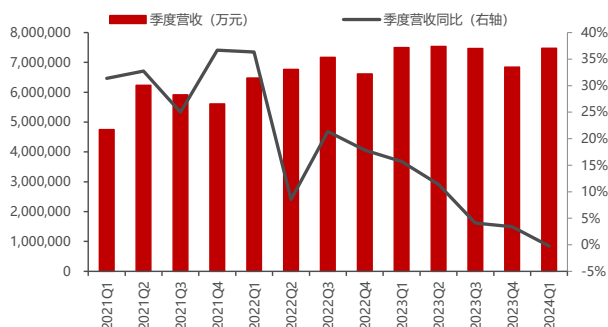
目录

1 事件：公司发布 2024 年一季报	3
2 金铜产品量价齐升，业绩稳步增长	4
3 毛利端环比增长的核心来自矿产金和矿产铜板块的贡献	5
4 费用端：期间费用和负债率环比下降	10
5 Q1 非经常性利润环比增加，主要得益于资金占用费收益	12
6 经营性现金流充裕，且随着项目投产达产有望持续增加	14
7 盈利预测与投资建议	16
8 风险提示	17
插图目录	19
表格目录	19

1 事件：公司发布 2024 年一季报

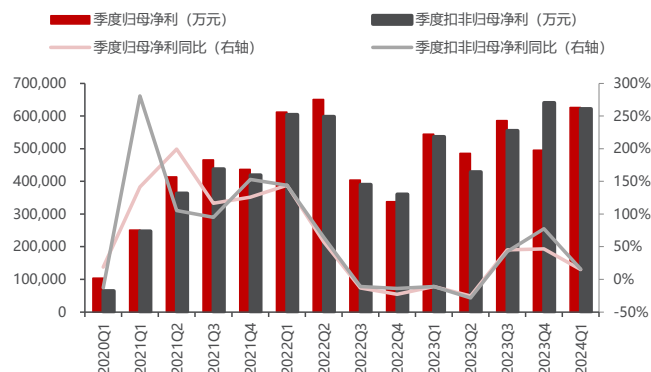
公司发布 2024 年一季报。公司 2024Q1 实现营收 747.77 亿元，同比减少 0.2%、环比增长 9.3%；归母净利润 62.61 亿元，同比增长 15.1%、环比增长 26.4%；扣非归母净利润 62.24 亿元，同比增长 15.9%、环比减少 2.9%。业绩超我们预期。

图1：2024Q1，公司实现营收 747.77 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2024Q1，公司实现归母净利润 62.61 亿元



资料来源：wind，民生证券研究院

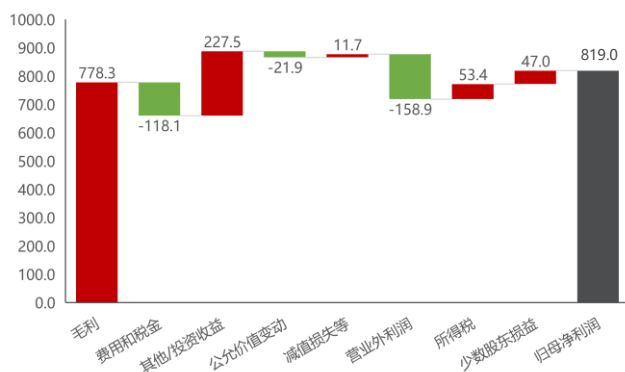
2024 年公司主要产品生产计划：矿产铜 111 万吨，矿产金 73.5 吨，矿产锌（铅）47 万吨，当量碳酸锂 2.5 万吨，矿产银 420 吨，矿产钼 0.9 万吨。

2 金铜产品量价齐升，业绩稳步增长

分季度同比来看，2024Q1 vs 2023Q1：2024Q1 归母净利润同比增长 8.2 亿元。主要得益于毛利同比增长 7.8 亿元（铜金量价齐升），投资净收益同比增长 2.6 亿元（招金矿业权益金产量同比增长 37%、玉龙权益铜产量同比增长 52%）。

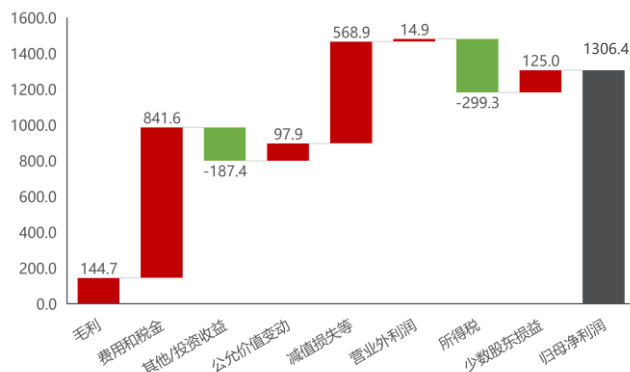
分季度环比来看，2024Q1 vs 2023Q4：2024Q1 归母净利润环比增加 13.1 亿元。主要得益于费用和税金环比增利 8.4 亿元（费用和税金均环比有所下降，主要减项为管理费用/财务费用环比分别减少 3.3/2.1 亿元，主要或由于 23Q4 年底发放奖金导致管理费用基数较高，Q1 偿还了一部分有息负债，资产负债率由 23 年底的 59.66% 下降至 24Q1 末的 58.30%），毛利环比增长 1.4 亿元，资产/信用减值损失环比增利 5.9 亿元（环比减少主要由于 23 年底减值较大，Q1 恢复正常）。

图3：2024Q1 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4：2024Q1 业绩环比变化拆分（单位：百万元）

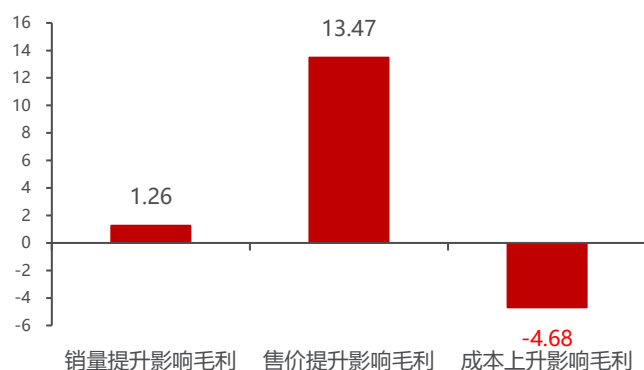


资料来源：ifind，民生证券研究院

3 毛利端环比增长的核心来自矿产金和矿产铜板块的贡献

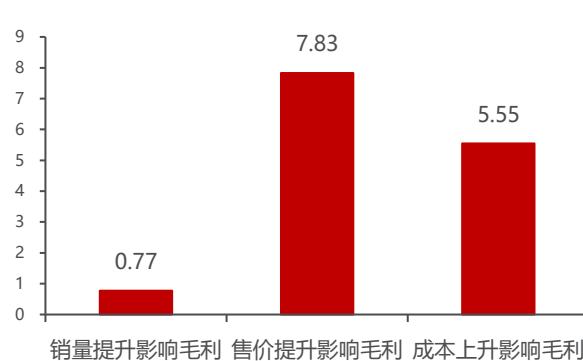
2024Q1 公司单季度毛利润同比增 6.69%、环比增 1.18%至 124.17 亿元，毛利率同比增 1.08pct、环比降 1.34pct 至 16.61%。我们认为，公司 2024Q1 毛利润同环比增长的核心在于矿产金和矿产铜板块的贡献。环比来看，2024Q1 公司矿产品及冶炼端合计实现毛利 126.97 亿元，环比增 17.97 亿元，其中矿山产铜业务毛利增 10.36 亿元，贡献 716%的毛利增量，另有矿产金、铁精矿、矿产银和冶炼铜分别贡献 420%、47%、4%和 41%的毛利增量。同比来看，矿产金和矿产铜毛利增 6.64 亿元和 6.36 亿元，分别贡献 85%和 82%的毛利增量，另有矿产银贡献 3%的毛利增量。另外，2024Q1 毛利环比增长的核心原因在于单位盈利空间的提升，其中销量增长、单价提升和成本下降分别带来毛利增厚约为 0.77 亿元、7.83 亿元、5.55 亿元，分别贡献矿山产品毛利增长额的 5%、55%和 39%。2024Q1 综合毛利率、矿山企业综合毛利率分别同比+1.08pct、+0.97pct，环比-1.34pct、+8.94pct 至 16.61%、54.5%，矿山企业综合毛利率同比上升，核心原因在于：①矿产金、矿产银单价增幅大于单位成本增幅带来的毛利率上升，②铁精矿单价提升同时成本下降带来的毛利率上升；环比上升主要由于：①矿产金、矿产铜、铁精矿单价上升同时成本下降带来的毛利率上升，②矿产银单价增幅大于单位成本增幅带来的毛利率提升，③矿产锌单价降幅小于成本降幅带来的毛利率提升。

图5：2024Q1 矿山产品毛利同比增长分解（单位：亿元）

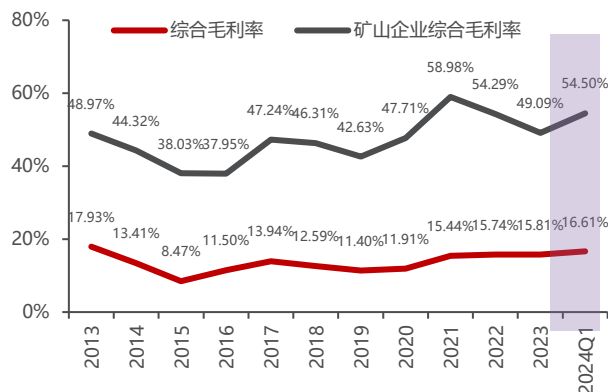


资料来源：ifind，公司公告，民生证券研究院

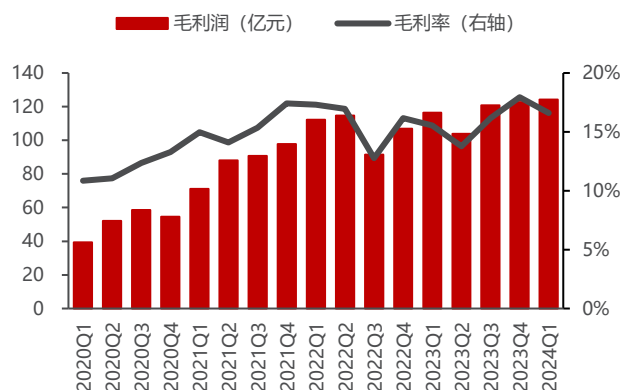
图6：2024Q1 矿山产品毛利环比增长分解（单位：亿元）



资料来源：ifind，公司公告，民生证券研究院

图7：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8：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

环比角度，从详细分产品的毛利来看，矿产金和矿产铜表现较好。

- ✓ 2024Q1 矿产品及冶炼端毛利环比提升 17.97 亿元，其中，矿产品及冶炼端毛利环比增加部分是矿产金 (+6.07 亿元)、矿产银 (+0.06 亿元)、矿产铜 (+10.36 亿元)、冶炼铜 (+0.59 亿元)、矿产锌 (+0.44)、铁精矿 (+0.68 亿元)，而冶炼锌 (-0.23 亿元) 业务为主要拖累项。
- ✓ 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，钼精矿、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) 毛利环比减少 16.52 亿元，是 2024Q1 拖累毛利环比增长的主要原因。

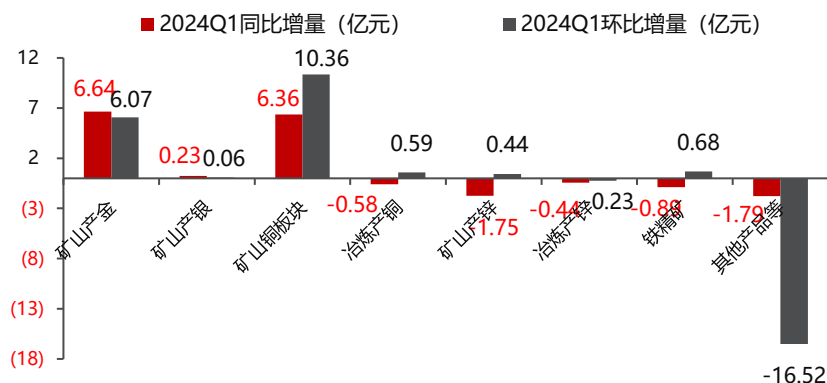
表1：公司分季度毛利变化 (亿元)

	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q4 毛利占比 (%)	2024Q1 毛利占比 (%)	2024Q1 同比 (%)	2024Q1 环比 (%)
矿产金	29.4	30.9	28.8	30.9	31.5	37.6	25.66%	30.24%	21.49%	19.28%
矿产银	1.4	1.7	1.9	1.9	1.8	1.9	1.49%	1.52%	14.13%	3.46%
矿山铜板块	54.8	72.6	66.7	71.9	68.6	78.9	55.87%	63.56%	8.76%	15.10%
冶炼产铜	5.3	3.7	3.6	3.7	2.5	3.1	2.03%	2.48%	-15.90%	23.69%
矿产产锌	5.0	4.6	1.1	2.7	2.4	2.8	1.95%	2.28%	-38.22%	18.47%
冶炼产锌	1.4	1.4	1.2	0.8	1.2	1.0	0.96%	0.77%	-31.46%	-19.26%
铁精矿	1.2	2.6	2.2	1.5	1.1	1.7	0.87%	1.41%	-33.75%	62.95%
矿产品和冶炼端	100.63	117.40	105.54	113.46	109.01	126.97	88.82%	102.26%	8.15%	16.48%
其他产品等	6.31	-1.02	-1.67	7.36	13.71	-2.81	11.18%	-2.26%	175.3%	-120.46%
合计	106.94	116.38	103.86	120.82	122.72	124.17	100.00%	100.00%	6.69%	1.18%

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，钼精矿、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9：2024Q1 分产品毛利变化


资料来源：公司公告，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，钼精矿、黄金制品，铜管/铜板带，贵金属贸易，服务业务等其他业务。

从分产品的毛利占比来看 (2024Q1 环比 2023Q4)，由于其他非主营产品毛利环比下降，2024Q1 矿产品和冶炼端的毛利占比环比上升至 102.26%。其中，2023Q4→2024Q1，冶炼端毛利占比冶炼铜环比提升：冶炼铜毛利占比从 2.03%→2.48%，环比增加；而冶炼锌毛利占比从 0.96%→0.77%，环比下降；矿山端毛利占比均有所上升：矿产金毛利占比从 25.66%→30.24%，矿产银毛利占比从 1.49%→1.52%，矿产铜毛利占比从 55.87%→63.56%，矿产锌毛利占比从 1.95%→2.28%、铁精矿毛利占比从 0.87%→1.41%，环比均有所上升。我们认为：

- ✓ 冶炼端铜毛利占比环比提升的核心来自产量、销量以及盈利空间的环比增长：冶炼铜 2024Q1 产销率环比均大幅提高，并且成本提高幅度小于价格，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；冶炼端锌的毛利占比环比下滑主要受到了产销量下滑以及单位盈利空间缩小的影响：冶炼锌 2024Q1 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降幅，同时冶炼锌产销量环比均有所下降，最终使得产品毛利占比环比下降。
- ✓ 矿山端矿产金和矿产铜毛利占比提升源于单价上升成本下降带来的盈利空间增加大于销量下降的水平；矿产银毛利占比提升源于单价上升大于成本上升带来的毛利拉动超过销量下降带来的毛利影响；矿产锌毛利占比提升源于单价降幅小于成本降幅带来的毛利拉动超过销量下降带来的毛利影响；而铁精矿毛利占比提升源于单价上升成本下降带来的盈利空间增加以及产销量增长的共同作用。

销量端：2024Q1，矿产金、矿产银、矿产铜、矿产锌、铁精矿环比分别-8.46%、-6.07%、-3.47%、-18.79%、+11.73%。

价格端：2024Q1，矿产金、矿产银、矿产铜、矿产锌、铁精矿环比分别+8.88%、

+8.38%、+3.86%、-0.80%、+16.40%。

成本端:2024Q1,矿产金、矿产银、矿产铜、矿产锌、铁精矿环比分别-7.20%、+6.56%、-11.8%、-12.21%、-32.83%。

表2: 公司分产品销量、单价和单位成本变化 (2024Q1 环比 2023Q4)

	单位	2023Q4				2024Q1				2024Q1 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	17,635	17,455	421	240	16,805	15,978	458	223	-4.71%	-8.46%	8.88%	-7.20%
矿产银	千克, 元/克	92,243	99,097	3.63	1.78	102,014	93,079	3.93	1.90	10.59%	-6.07%	8.38%	6.56%
矿产铜小计	吨, 元/吨	253,042	265,893	51,182	25,397	262,649	256,668	53,156	22,410	3.80%	-3.47%	3.86%	-11.8%
冶炼产铜	吨, 元/吨	180,501	180,501	60,016	58,636	190,805	188,622	61,129	59,495	5.71%	4.50%	1.85%	1.47%
矿产锌	吨, 元/吨	98,616	98,695	12,316	9,897	98,453	80,152	12,218	8,689	-0.17%	-18.79%	-0.80%	-12.21%
冶炼产锌	吨, 元/吨	93,457	93,373	18,838	17,571	92,536	91,712	18,567	17,525	-0.99%	-1.78%	-1.44%	-0.26%
铁精矿	万吨, 元/吨	51	28	617	231	54	31	718	155	4.65%	11.73%	16.40%	-32.83%

资料来源: ifind, 公司公告, 民生证券研究院

同比角度, 2024Q1 矿产品及冶炼端毛利同比增加 9.57 亿元, 贡献约 123% 的毛利增量, 其他非主营产品毛利同比减少 1.79 亿元。其中, 矿产品及冶炼端毛利同比增加主要来自于矿产金(+6.64 亿元)、矿产银(+0.23 亿元)、矿产铜(+6.36 亿元), 而冶炼产铜 (-0.58 亿元)、矿产锌 (-1.75 亿元)、冶炼锌 (-0.44 亿元) 和铁精矿 (-0.89 亿元) 毛利同比有所减少。毛利额同比的主要增量核心矿产金受益于单价上涨大于成本增幅 (单价+18.23%, 成本+11.46%) 带来的产品盈利空间增加,使得毛利同比增长 21.49%; 矿产铜主要受益于盈利空间下降有限 (单价+1.35%, 成本+3.56%) 下销量大幅增长 (+8.98%) 使得毛利增长 8.76%。

表3: 公司分产品销量、单价和单位成本变化 (2024Q1 同比 2023Q1)

	单位	2023Q1				2024Q1				2024Q1 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	15,952	16,499	387	200	16,805	15,978	458	223	5.35%	-3.16%	18.23%	11.46%
矿产银	千克, 元/克	104,263	104,122	3.26	1.67	102,014	93,079	3.93	1.90	-2.16%	-10.61%	20.55%	13.77%
矿产铜小计	吨, 元/吨	244,471	235,521	52,448	21,640	262,649	256,668	53,156	22,410	7.44%	8.98%	1.35%	3.56%
冶炼产铜	吨, 元/吨	174,276	174,272	60,909	58,806	190,805	188,622	61,129	59,495	9.48%	8.23%	0.36%	1.17%
矿产锌	吨, 元/吨	105,004	106,740	13,316	9,027	98,453	80,152	12,218	8,689	-6.24%	-24.91%	-8.25%	-3.74%
冶炼产锌	吨, 元/吨	87,838	88,408	20,555	18,978	92,536	91,712	18,567	17,525	5.35%	3.74%	-9.67%	-7.66%
铁精矿	万吨, 元/吨	32	72	592	224	54	31	718	155	67.69%	-56.65%	21.28%	-30.67%

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:2024Q1 环比:矿产金(+30.31%), 矿产银(+10.14%), 矿产铜(+19.24%)、冶炼铜(+18.37%)、矿产锌(+45.87)和铁精矿(+45.84%)

单位毛利环比均有所上升, 冶炼锌 (-17.79%) 单位毛利环比下降; 其中, 矿产金、矿产铜和铁精矿受益于单价上涨成本下降带来的盈利增幅; 矿产银和冶炼铜受益于单价增幅大于成本增幅带来的盈利空间上涨; 矿产锌则受益于单价降幅小于成本降幅带来的利润空间增加; **2024Q1 同比: 矿产金 (+25.45%)、矿产银 (+27.67%) 和铁精矿 (+52.81%) 单位毛利有所上升, 其余产品有所下降;** 其中矿产金、矿产银和铁精矿均受益于单价上涨成本下降带来的盈利增幅; 而单价增幅小于成本增幅是矿产铜和冶炼铜单位毛利同比下降的原因, 矿产锌和冶炼锌的毛利下降源于单价降幅大于成本降幅。

表4: 公司分产品单位毛利同比、环比变化

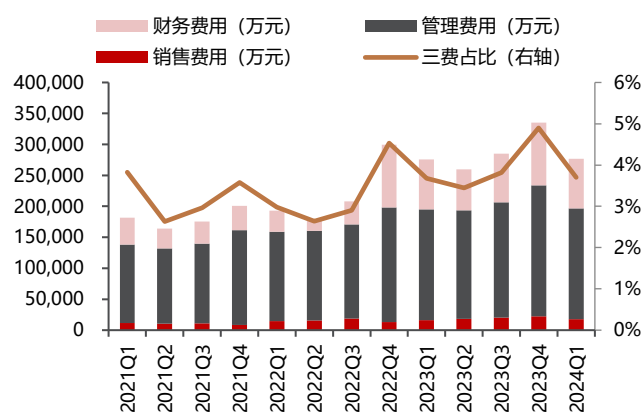
	2023Q1	2023Q4	2024Q1	2024Q1 同比	2024Q1 环比
矿产金	187	180	235	25.45%	30.31%
矿产银	1.59	1.84	2.03	27.67%	10.14%
矿山铜小计	30808	25784	30746	-0.20%	19.24%
冶炼产铜	2103	1380	1634.0	-22.30%	18.37%
矿产锌	4289	2419	3529.0	-17.72%	45.87%
冶炼产锌	1577	1268	1042.0	-33.93%	-17.79%
铁精矿	368	386	563	52.81%	45.84%

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：期间费用和负债率环比下降

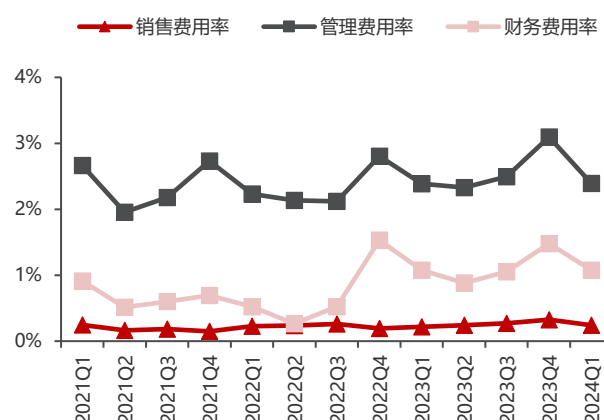
从期间费用的变化来看,2024Q1 公司期间费用环比下降 6.91 亿元。2024Q1 公司销售费用、管理费用、财务费用、研发费用分别为 1.79 亿元、17.87 亿元、8.03 亿元、3.26 亿元。同比来看:销售/管理/财务/研发费用同比变化+0.18/-0.01/-0.05/-0.01 亿元。环比来看:2024Q1 公司期间费用合计 30.96 亿元,环比下降 6.91 亿元,各项费用均有所下降。从费用率来看,销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别环比变化-0.1pct、-0.7pct、-0.4pct、-0.2pct,期间费用率环比下降 1.4pct 至 4.1%。

图10：公司三费情况



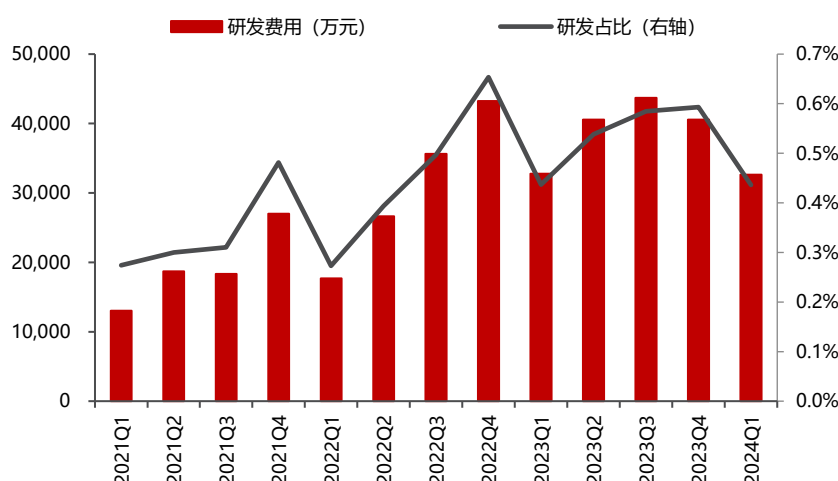
资料来源: wind, 民生证券研究院

图11：公司费用率变化



资料来源: wind, 民生证券研究院

图12：公司研发费用情况

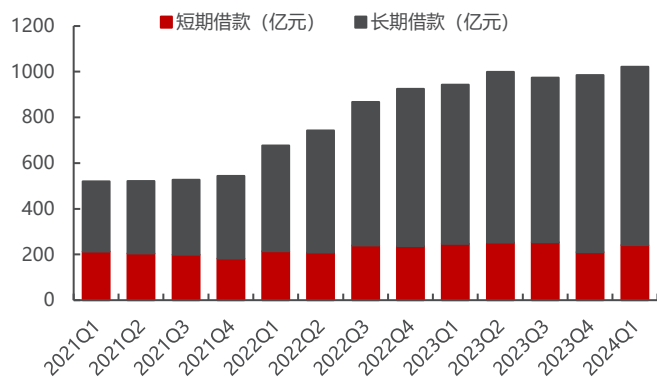


资料来源: wind, 民生证券研究院

借款下降,2024Q1 资产负债率较 2023 年底下降 1.0pct 至 58.3%。2024Q1 公司借款总额同比增加 78.07 亿、环比增加 35.97 亿至 1021.17 亿元。其中短期

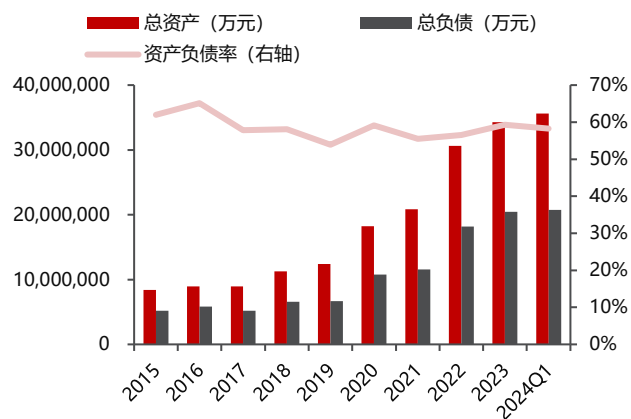
借款 241.63 亿元，同比减少 4.49 亿，环比增加 31.73 亿；长期借款 779.54 亿元，同比增加 82.56 亿，环比增加 4.23 亿；公司 2024Q1 资产负债率为 58.3%，较 2023 年底有所下降，债务负担可控。

图13：公司短期借款和长期借款情况（单位：亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图14：公司资产负债率变化

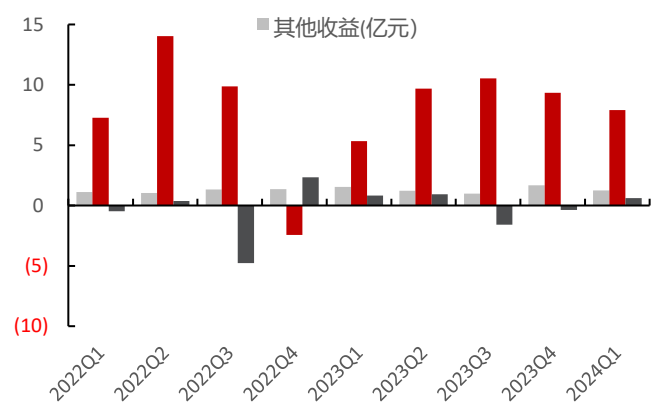


资料来源：wind，民生证券研究院

5 Q1 非经常性利润环比增加, 主要得益于资金占用费收益

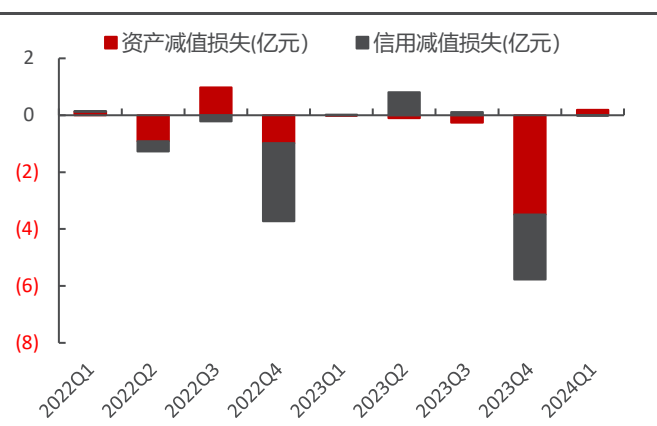
2024Q1 公司非经常性利润 (其他收益+投资净收益+公允价值变动净收益) 环比减少 0.89 亿元, 资产/信用减值损失环比增利 5.94 亿元 (主要是 23Q4 对亏损的参股企业进行了减值, Q1 相关减值大幅减少), 此外, 营业外收支环比增加利润 0.15 亿元。综合来看, 环比增加利润 5.20 亿。

图15: 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)



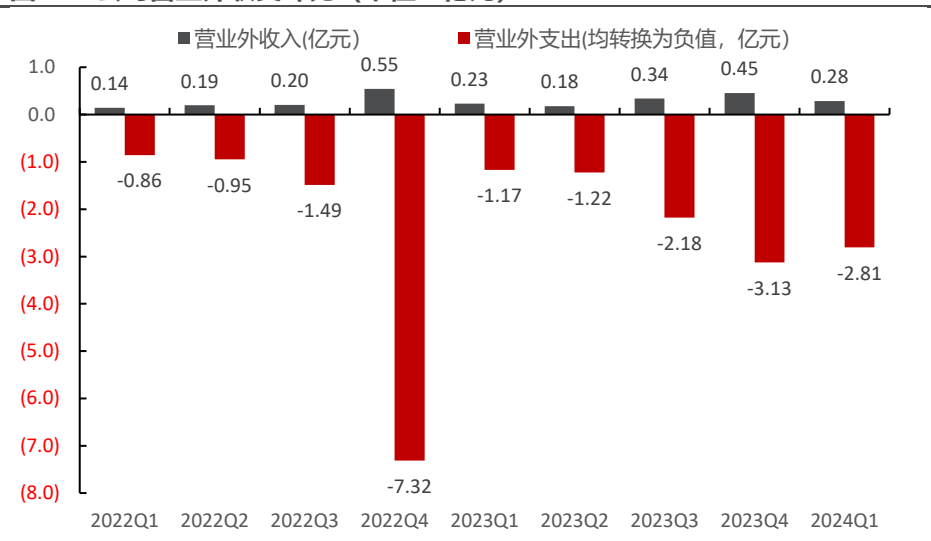
资料来源: wind, 民生证券研究院

图16: 资产/信用减值损失环比变化 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 民生证券研究院

详细来看, 2024Q1 非经常性损益项目环比减量主要体现在: 单独进行减值测试的应收款项减值准备转回 (-0.12 亿元), 除上述各项之外的其他营业外收入和支出 (-1.89 亿元); Q1 环比的增量体现在: 非流动资产处置损益 (+1.78 亿元), 计入当期损益的政府补助 (+0.51 亿元), 计入当期损益的对非金融企业收取的资金占用费 (+11.64 亿元, 自 2023 年起公司不将提供给联合营公司用于其日常经营的借款收取的资金占用费列入非经常性损益, 24Q1 提供给联合营公司用于其日常经营的借款收取的资金占用费的金额为 4.97 亿元), 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 (+1.65 亿元), 其他符合非经常性损益定义的损益 (+1.01 亿元), 少数股东权益影响 (+0.30 亿元), 所得税影响额 (+0.01 亿元)。

图17: 公司营业外收支环比 (单位: 亿元)


资料来源: wind, 民生证券研究院

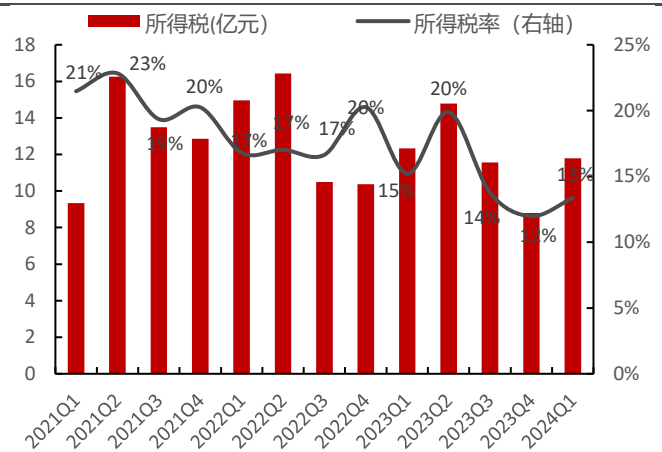
表5: 非经常性损益项目环比比较 (单位: 百万元)

非经常性损益项目	2023Q4	2024Q1	环比增减
非流动资产处置损益	-187.21	-8.73	178.48
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	74.04	125.31	51.27
计入当期损益的对非金融企业收取的资金占用费	-1154.45	10.04	1164.49
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	-179.48	-14.36	165.13
除上述各项之外的其他营业外收入和支出	-61.43	-250.41	-188.99
其他符合非经常性损益定义的损益项目	-0.37	100.88	101.26
少数股东权益影响额(税后)	-57.13	-87.59	-30.45
所得税影响额	15.41	14.32	-1.09
合计	-1454.52	36.85	1491.37

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

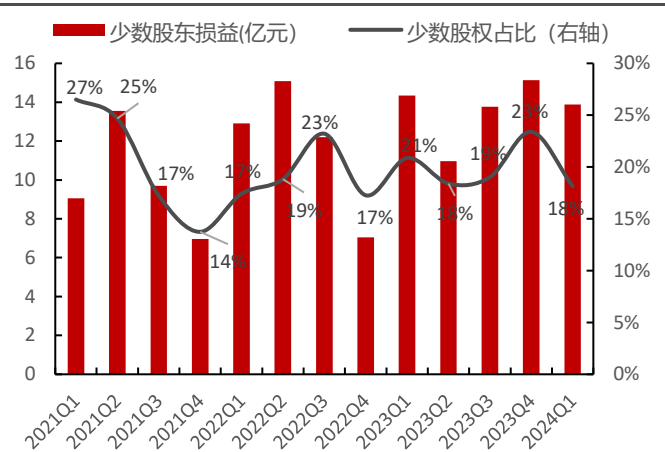
2024Q1 所得税率环比上升, 少数股权占比环比下降。2024Q1 公司所得税率环比上升 1.4pct 至 13.4%。另外, 公司 Q1 少数股东损益环比减少 1.25 亿元, 少数股东损益占比下降 5.2pct 至 18.1%。

图18: 公司分季度所得税及所得税率



资料来源: wind, 民生证券研究院

图19: 公司分季度少数股东损益及少数股权占比



资料来源: wind, 民生证券研究院

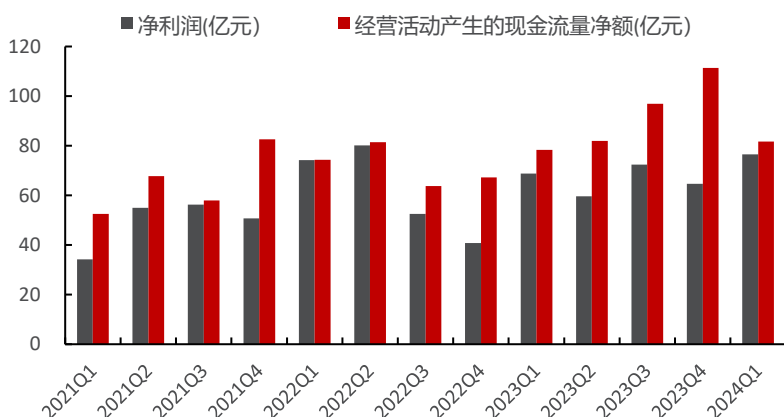
6 经营性现金流充裕，且随着项目投产达产有望持续增加

2024Q1 公司实现经营活动现金净流入 81.72 亿元，同比增加流入 3.43 亿元。目前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。

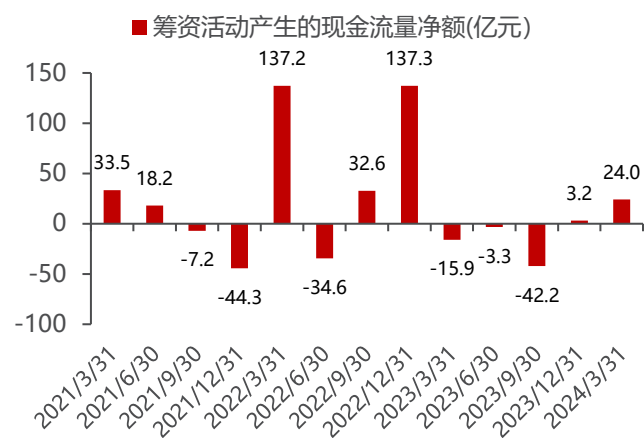
2024Q1 公司筹资活动产生的现金净流入额为 24.03 亿元，上年同期为现金净流出额 15.86 亿元，融资规模同比增加 39.89 亿元。根据公司未到期债务情况，预计 2024 年需偿还约 43 亿元规模的债务，基于公司的现金流情况，我们认为公司的资金压力较小。

2024Q1 公司投资活动产生的现金净流出为 78.91 亿元，上年同期为现金净流出 75.94 亿元，主要系正常项目投建资金需求。

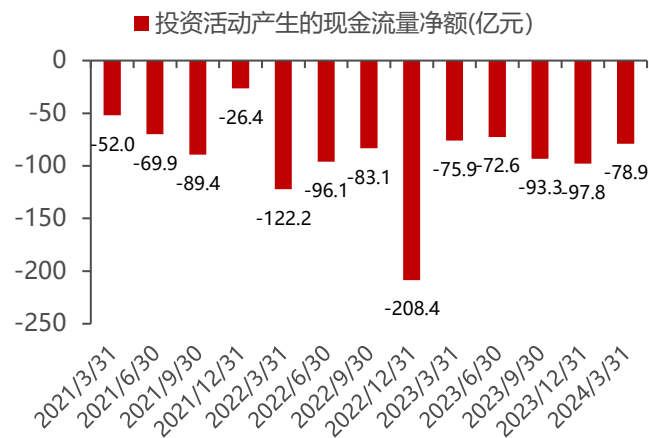
图20: 公司单季度净利润及经营活动净现金流



资料来源: wind, 民生证券研究院

图21: 公司单季度筹资活动净现金流


资料来源: wind, 民生证券研究院

图22: 公司单季度投资活动净现金流


资料来源: wind, 民生证券研究院

表6: 公司未到期债券情况 (单位: 亿元)

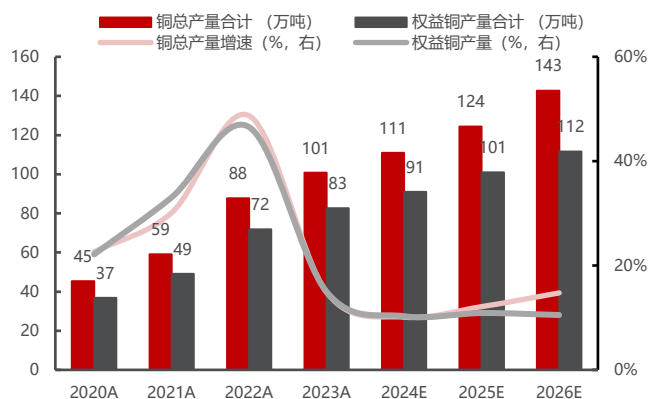
债券代码	债券类型	利率类型	起息日	到期日	剩余期限 (年)	发行规模 (亿元)	当前余额 (亿元)	票面利率 (%)
102281888.IB	一般中期票据	固定利率	2022-08-24	2032-08-24	8.34	7.00	7.00	3.80
102381477.IB	一般中期票据	固定利率	2023-06-21	2030-06-21	6.16	7.50	7.50	3.67
102282230.IB	一般中期票据	累进利率	2022-10-13	2029-10-13	3.475+2	15.00	15.00	3.20
185486.SH	一般公司债	固定利率	2022-03-08	2027-03-08	2.88	15.00	15.00	3.60
102382995.IB	一般中期票据	累进利率	2023-11-06	2028-11-06	2.541+2	20.00	20.00	3.08
115808.SH	一般公司债	累进利率	2023-08-18	2028-08-18	2.322+2	20.00	20.00	2.83
188162.SH	一般公司债	固定利率	2021-06-03	2026-06-03	2.11	5.00	5.00	3.87
115350.SH	一般公司债	累进利率	2023-05-11	2028-05-11	2.052+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	1.997+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	1.492+2	15.00	15.00	2.79
185806.SH	一般公司债	累进利率	2022-05-26	2027-05-26	1.093+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	0.997+2	20.00	20.00	3.15
102000148.IB	一般中期票据	固定利率	2020-02-21	2025-02-21	0.84	10.00	10.00	3.51
102101852.IB	一般中期票据	累进利率	2021-09-14	2026-09-14	0.396+2	15.00	15.00	3.25
101901191.IB	一般中期票据	固定利率	2019-08-30	2024-08-30	0.36	25.00	25.00	3.95
188495.SH	一般公司债	累进利率	2021-08-03	2026-08-03	0.287+2	20.00	20.00	3.10
188161.SH	一般公司债	固定利率	2021-06-03	2024-06-03	0.12	15.00	15.00	3.46
132100045.IB	一般中期票据	固定利率	2021-04-27	2024-04-27	0.02	3.00	3.00	3.71

资料来源: wind, 公司公告, 民生证券研究院

7 盈利预测与投资建议

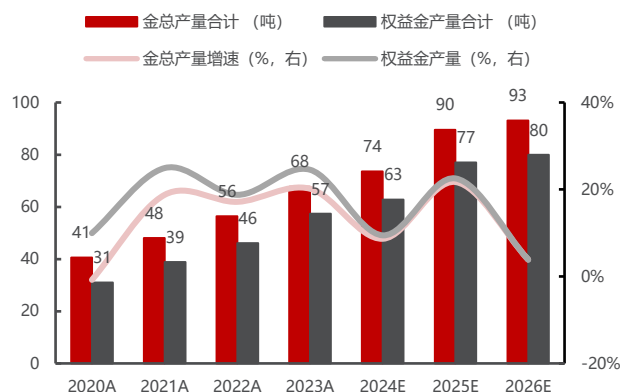
公司铜金产量持续增长，考虑到铜金价格上涨，我们预计 2024-2026 年公司
将实现归母净利 280 亿元、339 亿元、366 亿元，对应 4 月 22 日收盘价的 PE 为
17x、14x 和 13x，维持“推荐”评级。

图23：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24：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

8 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，项目的建设仍需投入大量人力物力，可能会受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全球各国。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	345,235	373,620	391,270
营业成本	247,024	286,281	304,968	318,049
营业税金及附加	4,850	5,707	6,176	6,468
销售费用	766	902	976	1,022
管理费用	7,523	8,852	9,580	10,032
研发费用	1,567	1,844	1,995	2,090
EBIT	31,988	42,287	50,615	54,332
财务费用	3,268	4,013	3,998	3,872
资产减值损失	-385	0	0	0
投资收益	3,491	4,108	4,445	4,655
营业利润	31,937	42,425	51,110	55,165
营业外收支	-649	-900	-900	-900
利润总额	31,287	41,525	50,210	54,265
所得税	4,748	6,301	7,619	8,235
净利润	26,540	35,224	42,590	46,030
归属于母公司净利润	21,119	28,030	33,892	36,630
EBITDA	42,251	53,360	63,288	68,572

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	18,449	26,104	36,558	48,801
应收账款及票据	8,331	9,803	10,609	11,110
预付款项	2,677	3,103	3,305	3,447
存货	29,290	33,944	36,160	37,711
其他流动资产	18,882	20,470	21,125	21,533
流动资产合计	77,629	93,424	107,758	122,602
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	292,734	315,697	338,658
资产合计	343,006	386,158	423,455	461,260
短期借款	20,989	23,989	23,989	23,989
应付账款及票据	16,284	18,872	20,104	20,966
其他流动负债	46,909	52,882	55,089	56,560
流动负债合计	84,182	95,744	99,183	101,516
长期借款	77,531	77,954	77,954	77,954
其他长期负债	42,930	42,583	42,583	42,583
非流动负债合计	120,460	120,537	120,537	120,537
负债合计	204,643	216,281	219,720	222,053
股本	2,633	2,633	2,633	2,633
少数股东权益	30,857	38,051	46,749	56,150
股东权益合计	138,363	169,877	203,735	239,207
负债和股东权益合计	343,006	386,158	423,455	461,260

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	17.67	8.22	4.72
EBIT 增长率	5.58	32.20	19.69	7.34
净利润增长率	5.38	32.72	20.91	8.08
盈利能力 (%)				
毛利率	15.81	17.08	18.37	18.71
净利润率	7.20	8.12	9.07	9.36
总资产收益率 ROA	6.16	7.26	8.00	7.94
净资产收益率 ROE	19.64	21.26	21.59	20.01
偿债能力				
流动比率	0.92	0.98	1.09	1.21
速动比率	0.41	0.47	0.57	0.68
现金比率	0.22	0.27	0.37	0.48
资产负债率 (%)	59.66	56.01	51.89	48.14
经营效率				
应收账款周转天数	9.63	8.83	9.18	9.33
存货周转天数	41.82	39.76	41.38	41.81
总资产周转率	0.90	0.95	0.92	0.88
每股指标 (元)				
每股收益	0.80	1.06	1.29	1.39
每股净资产	4.08	5.01	5.96	6.95
每股经营现金流	1.40	1.76	2.11	2.30
每股股利	0.25	0.33	0.40	0.43
估值分析				
PE	22	17	14	13
PB	4.4	3.6	3.0	2.6
EV/EBITDA	14.10	11.16	9.41	8.69
股息收益率 (%)	1.40	1.86	2.25	2.44

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	26,540	35,224	42,590	46,030
折旧和摊销	10,263	11,074	12,673	14,240
营运资金变动	505	-711	-441	-269
经营活动现金流	36,860	46,289	55,541	60,507
资本开支	-30,329	-34,802	-36,380	-37,941
投资	-7,239	-3,587	0	0
投资活动现金流	-33,965	-35,326	-31,934	-33,285
股权募资	235	0	0	0
债务募资	12,223	4,797	0	0
筹资活动现金流	-5,817	-3,306	-13,153	-14,979
现金净流量	-1,974	7,656	10,454	12,243

插图目录

图 1: 2024Q1, 公司实现营收 747.77 亿元	3
图 2: 2024Q1, 公司实现归母净利润 62.61 亿元	3
图 3: 2024Q1 业绩同比变化拆分 (单位: 百万元)	4
图 4: 2024Q1 业绩环比变化拆分 (单位: 百万元)	4
图 5: 2024Q1 矿山产品毛利同比增长分解 (单位: 亿元)	5
图 6: 2024Q1 矿山产品毛利环比增长分解 (单位: 亿元)	5
图 7: 公司综合毛利率及矿产品综合毛利率变化	6
图 8: 公司分季度毛利润及毛利率变化	6
图 9: 2024Q1 分产品毛利变化	7
图 10: 公司三费情况	10
图 11: 公司费用率变化	10
图 12: 公司研发费用情况	10
图 13: 公司短期借款和长期借款情况 (单位: 亿元)	11
图 14: 公司资产负债率变化	11
图 15: 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)	12
图 16: 资产/信用减值损失环比变化 (单位: 亿元)	12
图 17: 公司营业外收支环比 (单位: 亿元)	13
图 18: 公司分季度所得税及所得税率	14
图 19: 公司分季度少数股东损益及少数股权占比	14
图 20: 公司单季度净利润及经营活动净现金流	14
图 21: 公司单季度筹资活动净现金流	15
图 22: 公司单季度投资活动净现金流	15
图 23: 紫金矿业铜产量预测	16
图 24: 紫金矿业金产量预测	16

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)	6
表 2: 公司分产品销量、单价和单位成本变化 (2024Q1 环比 2023Q4)	8
表 3: 公司分产品销量、单价和单位成本变化 (2024Q1 同比 2023Q1)	8
表 4: 公司分产品单位毛利同比、环比变化	9
表 5: 非经常性损益项目环比比较 (单位: 百万元)	13
表 6: 公司未到期债券情况 (单位: 亿元)	15
公司财务报表数据预测汇总	18

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
	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