

分析师: 李泽森
登记编码: S0730121070006
lizs1@ccnew.com 021-50586702

业绩稳步提升, 规模实力有望再上新台阶

——紫金矿业(601899)公司点评报告

证券研究报告-公司点评报告

增持(首次)

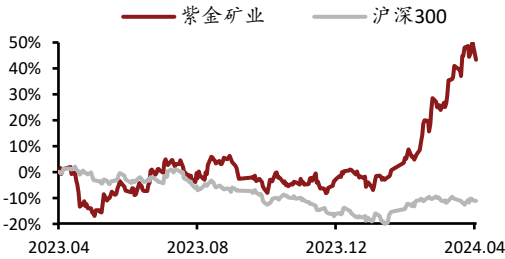
市场数据(2024-04-22)

收盘价(元)	17.80
一年内最高/最低(元)	18.63/10.52
沪深 300 指数	3,530.90
市净率(倍)	4.02
流通市值(亿元)	4,680.20

基础数据(2024-03-31)

每股净资产(元)	4.43
每股经营现金流(元)	0.31
毛利率(%)	16.61
净资产收益率_摊薄(%)	5.37
资产负债率(%)	58.30
总股本/流通股(万股)	2,632,598.89/2,629,323.30
B 股/H 股(万股)	0.00/573,694.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券

相关报告

《紫金矿业(601899)公司点评报告: 业绩表现亮眼, 可持续资源及产能增长动能强劲》
2023-03-28

《紫金矿业(601899)公司点评报告: 拟参与竞拍火烧云铅锌探矿权, 有望进一步提升行业地位》
2023-01-16

《紫金矿业(601899)季报点评: 营收稳步提升, 产业布局不断优化》
2022-11-03

联系人: 马巍琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

发布日期: 2024 年 04 月 23 日

事件: 公司发布 2023 年年报和 2024 年一季报。2023 年, 公司实现营业收入 2934.03 亿元, 同比增长 8.54%; 实现归母净利润 211.19 亿元, 同比增长 5.38%; 实现扣非归母净利润 216.17 亿元, 同比增长 10.68%。2024 年第一季度, 公司实现营业收入 747.77 亿元, 同比增长-0.22%; 实现归母净利润 62.61 亿元, 同比增长 15.05%; 实现扣非归母净利润 62.24 亿元, 同比增长 15.92%。

投资要点:

- **公司 2023 年业绩稳步提升。**受美联储大幅加息、地缘政治冲突、全球经济下行等因素影响, 矿业行业总体业绩明显下降, 公司逆势实现紫金新十年第二阶段“开门红”。公司铜、金等主要矿产品持续增长、齐头并进, 是全球头部矿企中为数不多连年增长生力军; 公司主要矿产品产量和经济指标保持全球前十并排位提升; 全球主流 ESG 评级全面提升, 进入全球矿业行业第一梯队。公司矿产铜实现历史性重大突破, 成为中国及亚洲唯一矿产铜产量破百万吨大关矿企, 位居全球前五。2023 年公司实现矿产铜 100.73 万吨、矿产金 67.73 吨、矿产锌(铅) 46.70 万吨、矿产银 412 吨, 分别同比增长 11.13%、20.17%、2.89%、4.09%, 新增当量碳酸锂 2,903 吨, 为头部矿企中矿产铜、金产量增长最快的企业之一。根据中国有色金属工业协会数据, 2023 年中国实现矿山产铜 161.9 万吨, 公司矿山产铜相当于中国总量的 62% 左右。
- **公司矿产资源量继续增加。**2023 年公司投入权益地勘资金 3.79 亿元, 单位勘查成本远低于全球行业平均水平。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。截至 2023 年底, 公司保有探明、控制及推断的资源量(权益法): 铜 7,455.65 万吨、金 2,997.53 吨、锌(铅) 1,067.77 万吨、银 14,739.29 吨, 锂资源量(当量碳酸锂) 1,346.59 万吨; 其中, 保有证实储量和可信储量: 铜 3,339.81 万吨, 占资源总量的 45%; 金 1,148.49 吨, 占资源总量的 38%; 锌(铅) 469.92 万吨, 占资源总量的 44%; 银 1,863.89 吨, 占资源总量的 13% (主要为伴生矿); 锂储量(当量碳酸锂) 442.65 万吨, 占资源总量的 33%。
- **公司规模实力有望再上新台阶。**2024 年公司主要矿产品产量规划为矿产铜 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。铜板块拟全力推动巨龙铜矿二期及朱诺铜矿、卡莫阿铜矿三期及冶炼厂、丘卡卢-佩吉铜金矿下部矿带及 JM 铜矿等贡献增量；紫金山铜金矿、多宝山铜业、阿舍勒铜业稳产高产；加快崩落法采矿项目研究建设及产能释放。金板块加快罗斯贝尔金矿、波格拉金矿、诺顿金田、奥罗拉金矿及山西紫金、贵州紫金等达产增效；确保武里蒂卡金矿、奥同克、泽拉夫尚、陇南紫金稳产增产；推进萨瓦亚尔顿金矿、海城金矿建成投产。把握行业态势，强力控制成本，精准确定“两湖两矿”锂项目建设运营方式；道县硬岩锂矿、拉果错盐湖锂矿、3Q 盐湖锂矿一期适时投产、二期启动建设，高速推进马诺诺锂矿东北部勘查开发及配套基础设施进展，尽快实现世界级锂资源变现增效。加大银、锌（铅）、钼、钴、铁等其他矿种协同增效；加快安徽金寨全球储量最大单体钼矿建设开发，协同巨龙铜矿、多宝山铜矿钼资源，合力推动公司成长为全球最重要钼生产企业。实现冶炼及新能源新材料项目强链、延链、补链；探索在全球产业价值高地投资矿产冶炼加工基地的可行性。拓展“紫金系”资本版图，适时引入战略投资者；持续推动金融、贸易、物流价值增效最大释放。

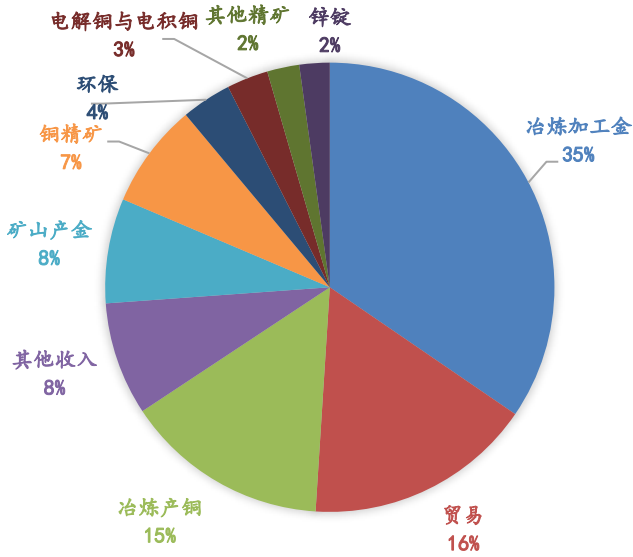
- **维持公司“增持”投资评级。**根据宏观环境变化、公司项目进展进度等因素，我们调整公司 2024/2025 年营业收入 3391.91/3686.91 亿元至 3201.91/3486.91 亿元，调整公司 2024/2025 年归母净利润 280.95/314.72 亿元至 243.00/265.53 亿元，预计公司 2024/2025/2026 年全面摊薄后的 EPS 分别为 0.92 元/1.01 元/1.10 元，按照 4 月 22 日 17.80 元的收盘价计算，对应的 PE 分别为 19.28X/17.65X/16.13X。目前全球铜显性库存处于低位，中长期看，矿山品位下降、开采成本提升、能源转型将重塑铜供需结构，铜价中枢将不断提升，新能源已成为铜的重要需求引擎；随着未来公司铜、金、锂、铅锌等金属矿勘探开采以及新建产能释放，预计公司营收和盈利会继续保持增长；目前公司估值水平相对合理，结合行业发展前景及公司行业地位，维持公司“增持”投资评级。

风险提示：（1）美联储加息超预期；（2）国际宏观经济下行；（3）地缘政治冲突加剧；（4）行业政策发生变化；（5）铜、黄金价格大幅波动；（6）下游需求不及预期；（7）公司产能供给不及预期。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	270,329	293,403	320,191	348,691	372,613
增长比率（%）	20.09	8.54	9.13	8.90	6.86
净利润（百万元）	20,042	21,119	24,300	26,553	29,060
增长比率（%）	27.88	5.38	15.06	9.27	9.44
每股收益(元)	0.76	0.80	0.92	1.01	1.10
市盈率(倍)	23.38	22.19	19.28	17.65	16.13

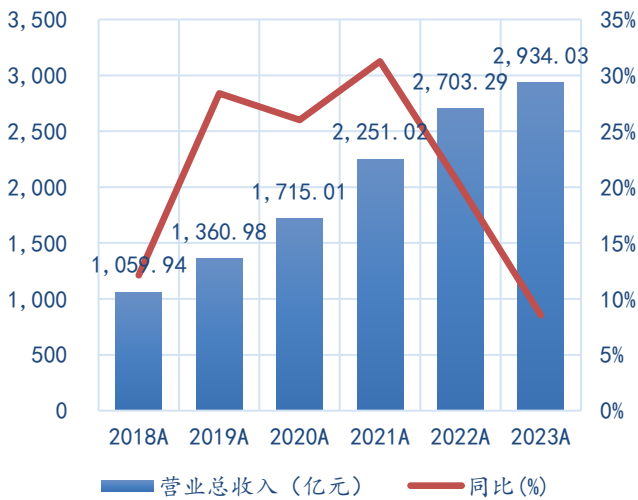
资料来源：聚源数据，中原证券

图 1：2023 年公司分产品营收占比



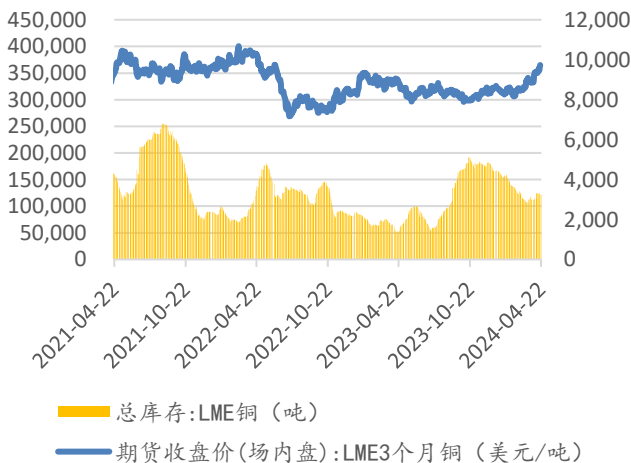
资料来源：Wind，中原证券

图 3：公司营收及同比



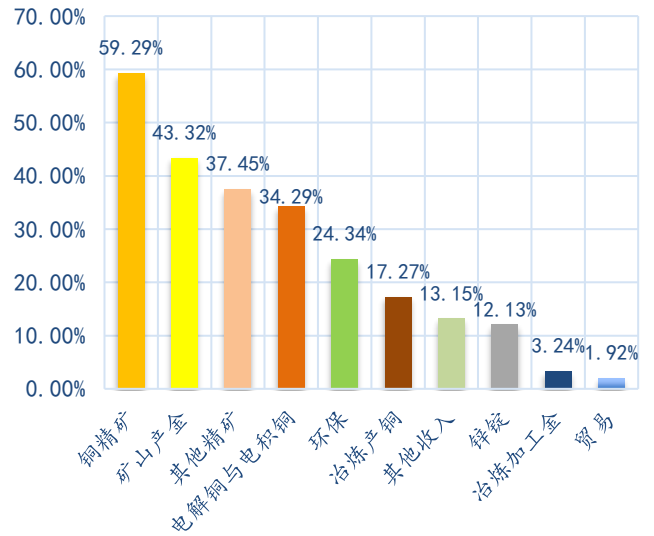
资料来源：Wind，中原证券

图 5：LME 铜价及库存走势



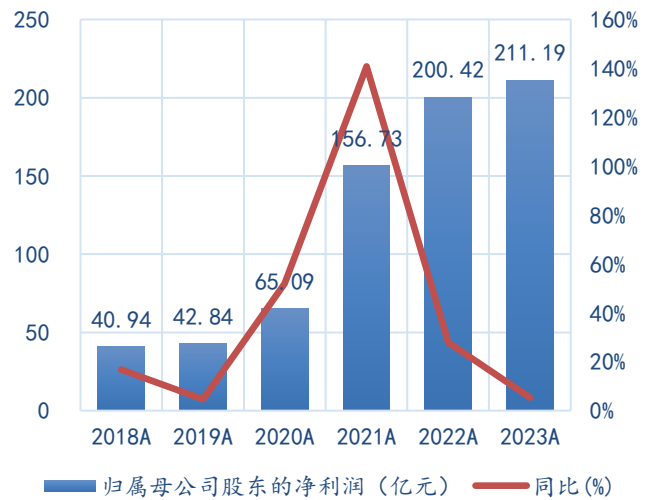
资料来源：Wind，中原证券

图 2：2023 年公司分产品毛利率



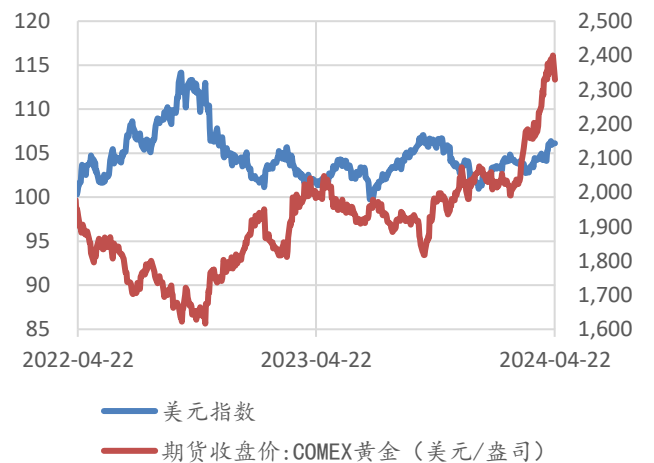
资料来源：Wind，中原证券

图 4：公司归母净利润及同比



资料来源：Wind，中原证券

图 6：COMEX 黄金价格与美元指数走势



资料来源：Wind，中原证券

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	79,644	77,629	95,405	116,828	138,930
现金	20,244	18,449	28,210	43,789	60,799
应收票据及应收账款	8,646	8,331	9,790	10,784	11,634
其他应收款	3,656	2,834	3,380	3,681	3,933
预付账款	3,795	2,677	3,222	3,502	3,725
存货	28,104	29,290	32,689	35,367	37,399
其他流动资产	15,199	16,048	18,114	19,705	21,440
非流动资产	226,400	265,377	283,943	297,499	311,994
长期投资	25,067	31,632	33,768	36,090	38,457
固定资产	72,746	81,466	92,228	100,166	108,285
无形资产	68,280	67,892	69,457	70,660	70,792
其他非流动资产	60,306	84,387	88,489	90,583	94,460
资产总计	306,044	343,006	379,347	414,327	450,925
流动负债	71,170	84,182	87,559	89,643	91,095
短期借款	23,666	20,989	18,866	16,730	14,408
应付票据及应付账款	13,493	16,284	17,678	19,214	20,434
其他流动负债	34,011	46,909	51,014	53,699	56,253
非流动负债	110,419	120,460	127,727	135,840	144,109
长期借款	68,820	77,531	83,898	90,662	97,594
其他非流动负债	41,599	42,930	43,829	45,179	46,515
负债合计	181,589	204,643	215,285	225,483	235,204
少数股东权益	35,513	30,857	36,557	42,785	49,602
股本	2,633	2,633	2,632	2,632	2,632
资本公积	25,552	25,866	25,770	25,770	25,770
留存收益	56,125	70,637	87,861	106,414	126,475
归属母公司股东权益	88,943	107,506	127,505	146,058	166,119
负债和股东权益	306,044	343,006	379,347	414,327	450,925

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	28,679	36,860	39,805	46,865	52,457
净利润	24,767	26,540	29,999	32,782	35,877
折旧摊销	10,168	10,263	12,048	13,158	14,624
财务费用	2,227	3,583	4,070	4,268	4,474
投资损失	-3,942	-3,524	-2,882	-2,092	-1,863
营运资金变动	-5,611	505	-3,701	-1,651	-1,268
其他经营现金流	1,069	-506	269	400	612
投资活动现金流	-50,981	-33,965	-28,490	-25,362	-28,269
资本支出	-24,657	-30,329	-26,429	-23,012	-25,837
长期投资	-27,729	-7,239	-3,788	-4,317	-4,194
其他投资现金流	1,405	3,603	1,727	1,968	1,762
筹资活动现金流	27,258	-5,817	-1,478	-5,924	-7,179
短期借款	5,437	-2,677	-2,123	-2,136	-2,322
长期借款	32,693	8,711	6,367	6,763	6,932
普通股增加	0	0	-1	0	0
资本公积增加	346	315	-96	0	0
其他筹资现金流	-11,218	-12,166	-5,626	-10,551	-11,789
现金净增加额	6,035	-1,974	9,761	15,580	17,010

资料来源：聚源数据，中原证券

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	270,329	293,403	320,191	348,691	372,613
营业成本	227,784	247,024	268,534	291,864	310,393
营业税金及附加	4,268	4,850	5,123	5,579	5,962
营业费用	620	766	775	844	894
管理费用	6,265	7,523	8,005	8,717	9,315
研发费用	1,232	1,567	1,601	1,743	1,863
财务费用	1,905	3,268	3,517	3,422	3,599
资产减值损失	-79	-385	-132	-173	-232
其他收益	485	542	576	628	671
公允价值变动收益	-255	-19	-167	-122	0
投资净收益	2,874	3,491	2,882	2,092	1,863
资产处置收益	-5	37	3	3	4
营业利润	30,946	31,937	35,912	39,082	43,019
营业外收入	108	120	156	158	162
营业外支出	1,061	769	523	399	673
利润总额	29,993	31,287	35,544	38,841	42,508
所得税	5,226	4,748	5,545	6,059	6,631
净利润	24,767	26,540	29,999	32,782	35,877
少数股东损益	4,725	5,420	5,700	6,229	6,817
归属母公司净利润	20,042	21,119	24,300	26,553	29,060
EBITDA	40,465	42,251	51,110	55,422	60,731
EPS (元)	0.76	0.80	0.92	1.01	1.10

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	20.09	8.54	9.13	8.90	6.86
营业利润 (%)	23.36	3.20	12.45	8.83	10.08
归属母公司净利润 (%)	27.88	5.38	15.06	9.27	9.44
获利能力					
毛利率 (%)	15.74	15.81	16.13	16.30	16.70
净利率 (%)	7.41	7.20	7.59	7.62	7.80
ROE (%)	22.53	19.64	19.06	18.18	17.49
ROIC (%)	10.06	9.68	10.54	10.38	10.34
偿债能力					
资产负债率 (%)	59.33	59.66	56.75	54.42	52.16
净负债比率 (%)	145.91	147.90	131.22	119.40	109.03
流动比率	1.12	0.92	1.09	1.30	1.53
速动比率	0.57	0.45	0.57	0.76	0.95
营运能力					
总资产周转率	1.05	0.90	0.89	0.88	0.86
应收账款周转率	52.18	37.39	38.15	36.82	36.08
应付账款周转率	23.73	18.87	17.85	17.86	17.67
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.76	0.80	0.92	1.01	1.10
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.09	1.40	1.51	1.78	1.99
每股净资产 (最新摊薄)	3.38	4.08	4.84	5.55	6.31
估值比率					
P/E	23.38	22.19	19.28	17.65	16.13
P/B	5.27	4.36	3.68	3.21	2.82
EV/EBITDA	9.08	10.69	11.53	10.46	9.36

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-10%至 5%；

坚持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-15%至-10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。