



## 量价齐飞，龙头扬帆

## 买入 (首次)

行业： 有色金属  
日期： 2024年05月01日

分析师： 于庭泽

Tel:

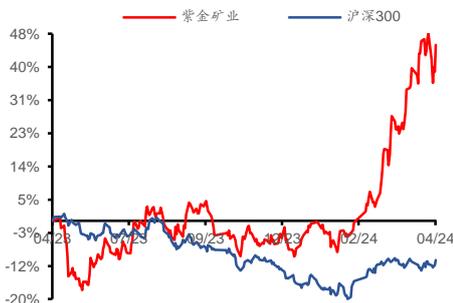
E-mail:

SAC 编号: S0870523040001

## 基本数据

|                   |             |
|-------------------|-------------|
| 最新收盘价 (元)         | 18.27       |
| 12mth A 股价格区间 (元) | 10.52-18.63 |
| 总股本 (百万股)         | 26,325.99   |
| 无限售 A 股/总股本       | 78.08%      |
| 流通市值 (亿元)         | 4,803.77    |

## 最近一年股票与沪深 300 比较



## 相关报告:

## ■ 投资摘要

**全球布局领先的铜金矿石提供商。**紫金矿业是一家在全球范围内从事铜、金、锌、锂、银、钼等金属矿产资源勘查、开发及工程设计、技术应用研究的大型跨国矿业集团。公司在中国 17 个省（区）和境外 15 个国家拥有重要矿业投资项目，包括境内的西藏巨龙铜矿及朱诺铜矿、黑龙江多宝山铜山铜矿、福建紫金山铜金矿、新疆阿舍勒铜矿、山西紫金、贵州紫金、陇南紫金等，境外的塞尔维亚丘卡卢-佩吉铜金矿及博尔铜矿、刚果（金）卡莫阿铜矿及科卢韦齐铜矿、苏里南罗斯贝尔金矿、哥伦比亚武里蒂卡金矿等；公司加速进军新能源新材料产业，拥有阿根廷 3Q 盐湖锂矿、西藏拉果错盐湖锂矿、湖南道县湘源硬岩锂多金属矿，并受邀主导开发刚果（金）马诺诺锂矿东北部项目。截至 2023 年底，公司保有探明、控制及推断的权益资源量：铜 7455.65 万吨、金 2997.53 吨、锌（铅）1067.77 万吨、银 14739.29 吨，锂资源量（当量碳酸锂）1346.59 万吨。

**铜板块：世界级项目逐渐投产，公司产量增速可观。**2023 年，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，公司矿山产铜 100.73 万吨，同比增长 11.13%(上年同期：90.64 万吨)；冶炼产铜 72.46 万吨，同比增长 4.88%(上年同期：69.08 万吨)。根据中国有色金属工业协会数据，2023 年中国实现矿山产铜 161.90 万吨，公司矿山产铜相当于中国总量的 62%左右。

**金板块：并购罗斯贝尔，波拉格复产，矿产金产量稳步提升。**公司黄金资源量及产能位居主要上市矿企中国及亚洲第一、全球前十，2023 年同比增长超过 20%，增速位居全球金企前列。2023 年，公司矿山产金 67.73 吨，同比上升 20.17%(上年同期：56.36 吨)；冶炼加工及贸易金 249.52 吨，同比下降 3.49%（上年同期：258.55 吨）。根据中国黄金协会数据，2023 年中国实现矿山产金 297.3 吨，公司矿山产金相当于中国总量的 23%左右。

## ■ 投资建议

公司铜金板块业务快速扩张，叠加铜金价格居高不下，我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 235.50/300.80/356.13 亿元，同比分别 +11.51%/+27.73%/+18.39%。对应当前市值的 PE 分别为

20.42X/15.99X/13.51X。首次覆盖，给予“买入”评级。

### ■ 风险提示

宏观经济不及预期，美联储降息节奏不及预期。

### ■ 数据预测与估值

| 单位：百万元  | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入    | 293403 | 334596 | 360495 | 387673 |
| 年增长率    | 8.5%   | 14.0%  | 7.7%   | 7.5%   |
| 归母净利润   | 21119  | 23550  | 30080  | 35613  |
| 年增长率    | 5.4%   | 11.5%  | 27.7%  | 18.4%  |
| 每股收益（元） | 0.80   | 0.89   | 1.14   | 1.35   |
| 市盈率（X）  | 22.77  | 20.42  | 15.99  | 13.51  |
| 市净率（X）  | 4.47   | 3.80   | 3.26   | 2.79   |

资料来源：Wind，上海证券研究所（2024年04月26日收盘价）

## 目 录

|                                     |           |
|-------------------------------------|-----------|
| <b>1 紫金矿业：国际领先的铜金矿石提供商</b> .....    | <b>5</b>  |
| 1.1 公司全球化布局国际领先 .....               | 5         |
| 1.2 营收盈利稳健增长 .....                  | 6         |
| 1.3 地勘能力是核心竞争力，铜金储量国际领先 .....       | 7         |
| <b>2 铜板块：铜价上行叠加产能释放</b> .....       | <b>9</b>  |
| 2.1 铜价：供给扰动不断，铜价维持高位 .....          | 9         |
| 2.2 世界级项目逐渐投产，公司产量增速可观 .....        | 10        |
| <b>3 金板块：黄金大时代，量价齐升利润加速释放</b> ..... | <b>13</b> |
| 3.1 金价：二次通胀与衰退预期交织，黄金大时代来临 .....    | 13        |
| 3.2 并购罗斯贝尔，波拉格复产，矿产金产量稳步提升 .....    | 14        |
| <b>4 盈利预测与投资建议</b> .....            | <b>17</b> |
| 4.1 盈利预测 .....                      | 17        |
| 4.2 投资建议 .....                      | 17        |
| <b>5 风险提示：</b> .....                | <b>18</b> |

## 图

|   |    |
|---|----|
| 图 1：公司业务分布 .....                        | 5  |
| 图 2：公司营收（亿元）及增长率（%） .....               | 6  |
| 图 3：公司归母净利润（亿元）及增长率（%） .....            | 6  |
| 图 4：2023 年公司矿种毛利贡献结构 .....              | 6  |
| 图 5：公司各业务毛利率情况（%） .....                 | 6  |
| 图 6：铜价走势（单位：元/吨，美元/吨） .....             | 10 |
| 图 7：科卢韦齐铜（钴）矿 .....                     | 11 |
| 图 8：卡莫阿铜矿 .....                         | 11 |
| 图 9：巨龙铜矿 .....                          | 12 |
| 图 10：多宝山铜矿 .....                        | 12 |
| 图 11：长期来看，实际利率指标常失效，但赤字率和黄金价格关系紧密 ..... | 13 |
| 图 12：2 月美国国债净发行开始加速 .....               | 14 |
| 图 13：罗斯贝尔金矿 .....                       | 15 |
| 图 14：武里蒂卡金矿 .....                       | 15 |
| 图 15：波格拉金矿 .....                        | 15 |
| 图 16：山西紫金-义兴寨金矿 .....                   | 15 |
| 图 17：海域金矿 .....                         | 16 |
| 图 18：萨瓦亚尔顿金矿 .....                      | 16 |

## 表

|   |    |
|---|----|
| 表 1：紫金矿业各矿种资源量与储量情况（2023 年） .....         | 7  |
| 表 2：紫金矿业自主勘探能力强（2023 年） .....             | 7  |
| 表 3：公司资源量和储量对我国矿产资源的自主性至关重要（2023 年） ..... | 8  |
| 表 4：公司营收拆分（单位：亿元） .....                   | 17 |

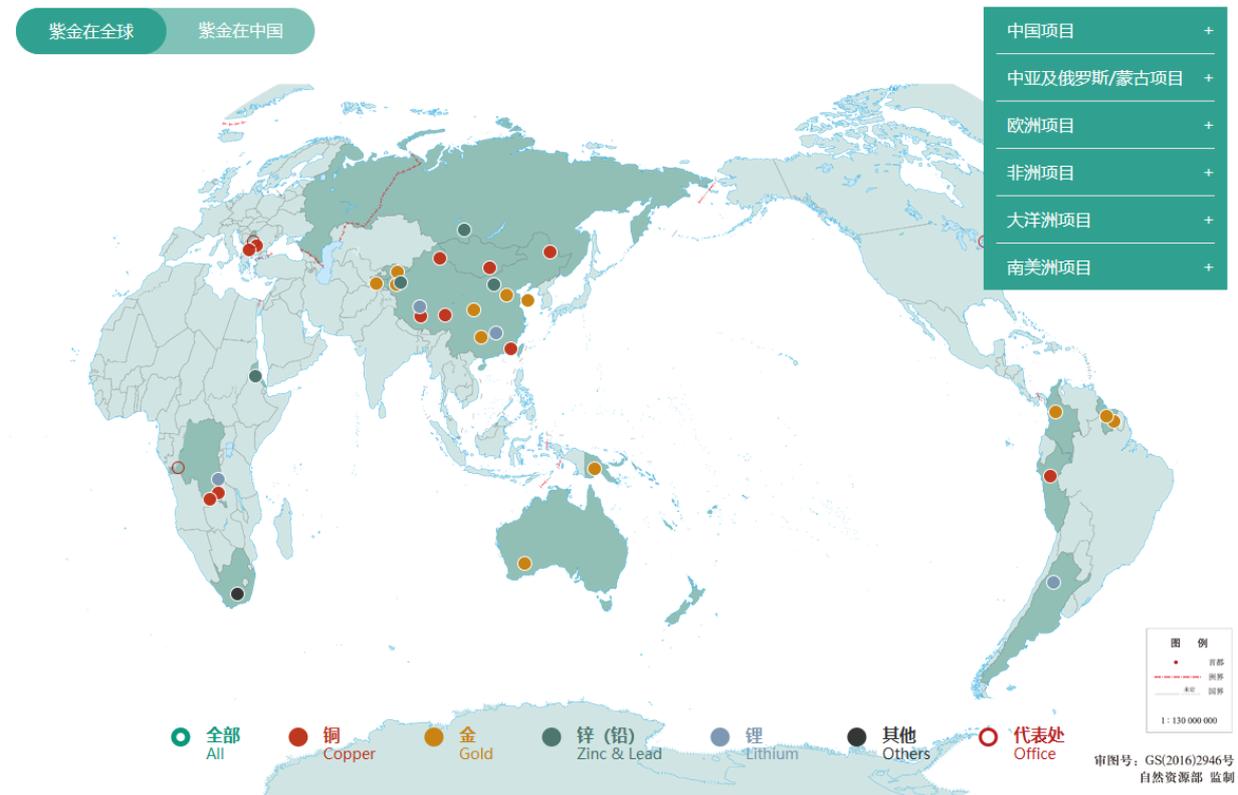
表 5: 可比公司估值 (EPS 和归母净利润来自于 wind 一致预期, 市值为 2024 年 4 月 26 日数据) .....17

# 1 紫金矿业：国际领先的铜金矿石提供商

## 1.1 公司全球化布局国际领先

紫金矿业是一家在全球范围内从事铜、金、锌、锂、银、钼等金属矿产资源勘查、开发及工程设计、技术应用研究的大型跨国矿业集团。公司在中国 17 个省（区）和境外 15 个国家拥有重要矿业投资项目，包括境内的西藏巨龙铜矿及朱诺铜矿、黑龙江多宝山铜山铜矿、福建紫金山铜金矿、新疆阿舍勒铜矿、山西紫金、贵州紫金、陇南紫金等，境外的塞尔维亚丘卡卢-佩吉铜金矿及博尔铜矿、刚果（金）卡莫阿铜矿及科卢韦齐铜矿、苏里南罗斯贝尔金矿、哥伦比亚武里蒂卡金矿等；公司加速进军新能源新材料产业，拥有阿根廷 3Q 盐湖锂矿、西藏拉果错盐湖锂矿、湖南道县湘源硬岩锂多金属矿，并受邀主导开发刚果（金）马诺诺锂矿东北部项目。截至 2023 年底，公司保有探明、控制及推断的权益资源量：铜 7455.65 万吨、金 2997.53 吨、锌（铅）1067.77 万吨、银 14739.29 吨，锂资源量（当量碳酸锂）1346.59 万吨。

图 1：公司业务分布

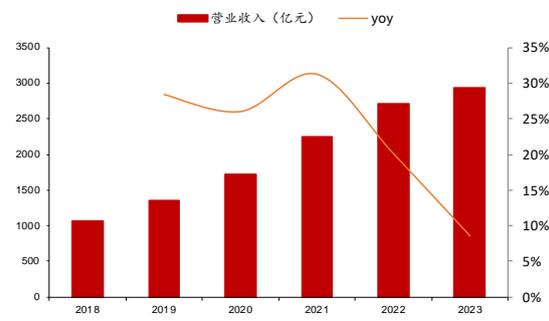


资料来源：公司官网，上海证券研究所

## 1.2 营收盈利稳健增长

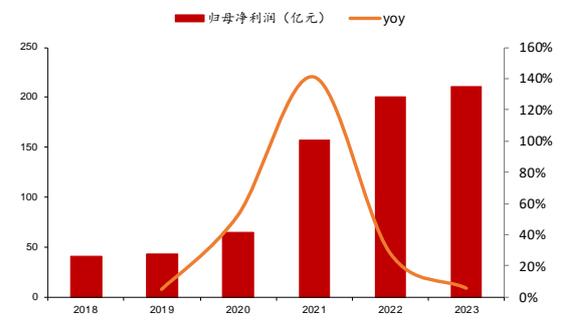
**铜金双重驱动，2023 年业绩亮眼。**2023 年，全球有色金属价格分化加剧，由于美联储降息预期升温，俄乌冲突持续、中东战争等因素推动，黄金价格持续偏强再创历史新高；铜价因新能源需求持续强劲，且供应扰动频发，价格高位震荡；锌价受中国地产等传统需求下滑所拖累，价格下跌明显；沪银价格同样表现较为良好。受益于铜金价格高位，公司 2023 年业绩表现亮眼，实现营收 2934.03 亿元，YOY8.54%；归母净利润 211.19 亿元，YOY5.38%；扣非归母净利 216.17 亿元，YOY10.68%。

图 2：公司营收（亿元）及增长率（%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

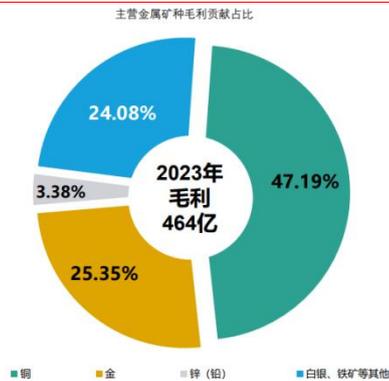
图 3：公司归母净利润（亿元）及增长率（%）



资料来源：Wind，上海证券研究所

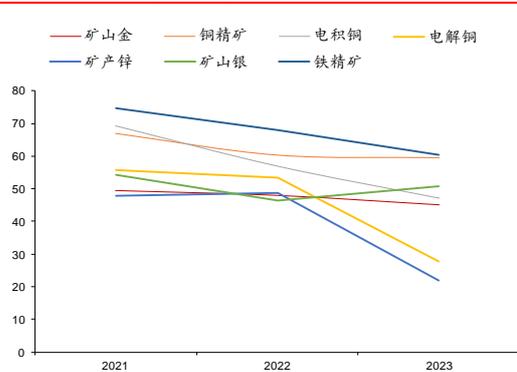
铜和金是公司主要的毛利贡献来源，2023 年公司铜相关业务毛利占比达到 47.19%，金占比达到 25.35%，锌铅占比为 3.38%，白银铁矿等其他矿种占比 24.08%。2023 年，铜金价格保持高位，尽管由于人民币汇率贬值、入选品位下降、燃料、电力成本等价格上涨、运输距离增加，以及低品位矿山产量提升等原因拉高了生产成本，但是公司铜精矿毛利率达到 59.52%，矿山产金毛利率达到 45.07%，依旧保持了出色的盈利能力。

图 4：2023 年公司矿种毛利贡献结构



资料来源：公司公告，上海证券研究所

图 5：公司各业务毛利率情况（%）



资料来源：公司公告，上海证券研究所

### 1.3 地勘能力是核心竞争力，铜金储量国际领先

矿产资源是矿业公司生存和发展的基础，公司实施大型、超大型矿产“逆周期”并购和自主地质勘探增储，奠定了可持续发展雄厚基础。截至2023年12月31日，公司保有探明、控制及推断的资源量（权益法）：铜7455.65万吨、金2,997.53吨、锌（铅）1067.77万吨、银14739.29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3339.81万吨，占资源总量的45%；金1148.49吨，占资源总量的38%；锌（铅）469.92万吨，占资源总量的44%；银1863.89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%。

表 1：紫金矿业各矿种资源量与储量情况（2023 年）

| 矿种     | 单位                 | 储量     |         |         | 资源量     |         |         |          | 储量/资源量   | 2022 年资源量 | 变化率      |     |
|--------|--------------------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|-----------|----------|-----|
|        |                    | 证实     | 可信      | 合计      | 探明      | 控制      | 控制+控制   | 推断       |          |           |          | 合计  |
| 铜矿     | 金属万吨               | 719.52 | 2620.28 | 3339.80 | 1143.78 | 4724.95 | 5868.73 | 1586.92  | 7455.65  | 45%       | 7371.86  | 1%  |
| 金矿小计   | 金属吨                | 289.55 | 858.94  | 1148.49 | 488.72  | 1483.64 | 1972.36 | 1025.17  | 2997.53  | 38%       | 3117.39  | -4% |
| 其中：金矿  | 金属吨                | 220.28 | 633.79  | 854.07  | 362.08  | 1037.93 | 1400.01 | 874.57   | 2274.58  | 38%       | 2386.57  | -5% |
| 伴生金矿   | 金属吨                | 69.27  | 225.15  | 294.42  | 126.64  | 445.71  | 572.35  | 150.60   | 722.95   | 41%       | 730.82   | -1% |
| 碳酸锂    | LCE 万吨             | 157.10 | 285.55  | 442.65  | 281.43  | 716.49  | 997.92  | 348.67   | 1346.59  | 33%       | 1215.21  | 11% |
| 银（含伴生） | 金属吨                | 640.24 | 1223.65 | 1863.89 | 1764.88 | 2402.94 | 4167.82 | 10571.47 | 14739.29 | 13%       | 14611.80 | 1%  |
| 钼（含伴生） | 金属万吨               | 66.22  | 93.62   | 159.84  | 74.88   | 105.71  | 180.59  | 125.11   | 305.70   | 52%       | 302.00   | 1%  |
| 锌矿     | 金属万吨               | 178.22 | 232.22  | 410.44  | 266.27  | 357.63  | 623.90  | 315.37   | 939.27   | 44%       | 988.60   | -5% |
| 铅矿     | 金属万吨               | 29.55  | 29.93   | 59.48   | 43.62   | 48.56   | 92.18   | 36.31    | 128.49   | 46%       | 129.73   | -1% |
| 钨矿     | WO <sub>3</sub> 万吨 | 0.73   | 2.74    | 3.47    | 0.82    | 3.38    | 4.20    | 6.35     | 10.55    | 33%       | 9.29     | 14% |
| 锡矿     | 金属万吨               | 0.92   | 4.23    | 5.15    | 1.31    | 5.33    | 6.64    | 8.69     | 15.33    | 34%       | 15.02    | 2%  |
| 铁矿     | 矿石亿吨               | 0.34   | 1.14    | 1.48    | 0.39    | 2.24    | 2.63    | 2.31     | 4.94     | 30%       | 4.78     | 3%  |
| 煤炭     | 亿吨                 | 0.00   | 0.00    | 0.00    | 0.39    | 0.48    | 0.87    | 1.57     | 2.44     | 0%        | 2.44     | 0%  |
| 铂矿     | 金属吨                | 0.00   | 21.58   | 21.58   | 113.92  | 233.43  | 347.35  | 293.52   | 640.87   | 3%        | 640.70   | 0%  |
| 钼矿     | 金属吨                | 0.00   | 22.14   | 22.14   | 94.02   | 154.34  | 248.36  | 241.99   | 490.35   | 5%        | 490.42   | 0%  |

资料来源：公司公告，上海证券研究所

自主地质找矿勘查是公司的核心竞争力。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 2：紫金矿业自主勘探能力强（2023 年）

| 矿种     | 自主勘探查获资源量 | 公司总资源量 | 占比%    |
|--------|-----------|--------|--------|
| 铜/万吨   | 3740      | 7456   | 50.16% |
| 金/吨    | 1540      | 2998   | 51.37% |
| 锌（铅）万吨 | 969       | 1068   | 90.73% |

资料来源：公司公告，上海证券研究所

**表 3：公司资源量和储量对我国矿产资源的自主性至关重要（2023 年）**

|           | 铜/万吨 | 金/吨  | 锌（铅）/万吨 | 碳酸锂/万吨 | 银/吨   | 钨/万吨 |
|-----------|------|------|---------|--------|-------|------|
| 储量        | 3340 | 1148 | 470     | 443    | 1864  | 160  |
| 资源量       | 7456 | 2998 | 1068    | 1347   | 14739 | 306  |
| 权益储量/中国储量 | 82%  | 37%  | 7%      | 28%    | 3%    | 27%  |

资料来源：公司公告，上海证券研究所

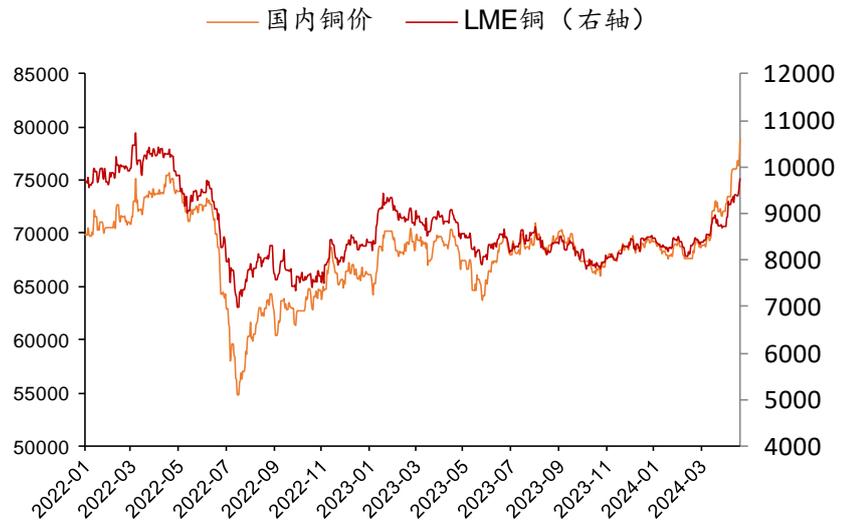
## 2 铜板块：铜价上行叠加产能释放

### 2.1 铜价：供给扰动不断，铜价维持高位

铜供需结构逐渐好转提供上涨的良好基础。从23年末开始，铜供给端的扰动不断，首先是23年11月末，第一量子旗下的Cobre Panama开采合同被认为违宪，该矿年产量达35万吨，占全球铜产量的1.5%；同时英美资源将2024年的铜产量指引从91万—100万吨下调至73万—79万吨，其中智利和秘鲁铜矿指引分别下调约13万吨和6.5万吨；2024年3月，Codelco旗下的Radomiro Tomic铜矿由于一名工人意外身亡而发生罢工事件（2023年Radomiro Tomic铜产量为31.5万吨）；2024年4月，赞比亚国家电力公司（Zesco）警告或将削减对一些矿业公司的电力供应，此举可能干扰这一非洲第二大铜生产国的生产。综上，2024年全球铜供给可能会收缩60万吨以上。我们认为由于供给收缩带来的供需结构好转给铜价上行打好了基本盘。

**24年降息确定性增强，金融环境逐步好转。**北京时间2024年3月21日，美联储FOMC会议将联邦基金利率目标区间维持在5.25%至5.5%之间不变，符合市场预期。这是美联储自2023年9月以来连续第五次维持利率不变。在2024年的降息节奏上，3月FOMC发布的点阵图仍暗示今年降息3次，一致预期的利率区间为4.5-4.75%。且在对于经济增速的预测上给出了正向的预期引导，预计2024年的实际GDP增长率为2.0-2.4%，较大幅度地高于2023年12月FOMC给出的预测（1.2-1.7%），同时在通胀预期上，24年PCE数据预期为2.3-2.7%，高于2023年12月预计的2.2-2.5%。我们认为24年降息三次的确定性提升，在金融属性方面对铜的压力有所减缓。

图 6: 铜价走势 (单位: 元/吨, 美元/吨)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

## 2.2 世界级项目逐渐投产, 公司产量增速可观

2023年, 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, 公司矿山产铜 100.73 万吨, 同比增长 11.13%(上年同期: 90.64 万吨); 冶炼产铜 72.46 万吨, 同比增长 4.88%(上年同期: 69.08 万吨)。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。

公司铜板块旗舰矿山位于塞尔维亚、刚果(金)等海外国家, 国内在西藏、福建、黑龙江等多地都有布局。

### 塞尔维亚: 丘卡卢-佩吉铜金矿、博尔铜矿。

公司在塞尔维亚持有丘卡卢-佩吉铜金矿、博尔铜矿两宗世界级铜矿山, 总资源量铜约 3,083 万吨、金 827 吨, 2023 年合计实现矿产铜 23.89 万吨, 成为欧洲第二大矿山产铜企业; 矿产金 6.94 吨。2024 年计划合计矿产铜 26.7 万吨、金 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。

### 刚果(金): 卡莫阿铜矿、科卢韦齐铜(钴)矿。

卡莫阿铜矿资源量约 4,266 万吨; 2023 年矿产铜 39.4 万吨 (100%权益), 2024 年计划矿产铜 50.7 万吨 (100%权益); 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；年产50万吨阳极铜冶炼厂计划于2024年第四季度建成投产；公司还在研究新的扩产建设计划。科卢韦齐铜（钴）矿资源量铜251万吨、钴3.80万吨，稳健运营多年，2023年矿产铜12.7万吨、钴2,306吨，2024年计划矿产铜12.8万吨、钴2,305吨。

图7：科卢韦齐铜（钴）矿



资料来源：公司官网，上海证券研究所

图8：卡莫阿铜矿



资料来源：公司官网，上海证券研究所

**西藏：巨龙铜矿、朱诺铜矿、玉龙铜矿、谢通门铜金矿。**

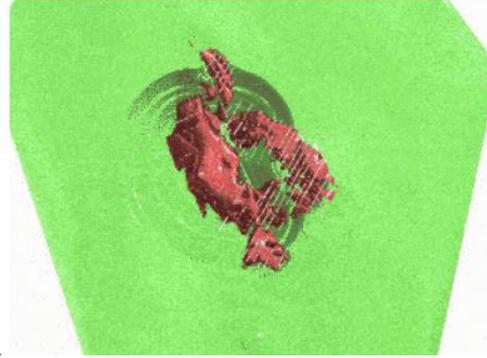
在中国西藏持有巨龙铜矿、朱诺铜矿、玉龙铜矿、谢通门铜金矿及紫隆矿业投资平台；西藏为公司在中国境内重要资源储备和投资发展区域。巨龙铜业（含巨龙铜矿及知不拉铜矿）拥有资源量铜1,927万吨、银1.06万吨、钼120万吨；2023年矿产铜15.44万吨、钼5,596吨、金633千克、银105.7吨；2024年计划矿产铜16.6万吨；项目二期改扩建工程获有关部门核准，2024年将全面开工建设，计划2025年底建成投产，达产后整体年采选矿石量将超过1亿吨，年矿产铜将达30-35万吨，将成为国内采选规模最大、全球本世纪投产的采选规模最大的单体铜矿山；项目未来将进一步规划三期工程，若获得批准，最终可望实现年采选矿石量约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，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。谢通门铜金矿正加快推进前期工作。紫隆矿业持有并长期跟踪一批潜力项目。

图 9：巨龙铜矿



资料来源：公司官网，上海证券研究所

图 10：多宝山铜矿



资料来源：公司官网，上海证券研究所

**早期骨干铜矿：紫金山铜矿、多宝山铜矿、阿舍勒铜矿。**

紫金山铜矿、多宝山铜矿、阿舍勒铜矿仍是国内的骨干铜矿山，运营成熟，管理效率高，成本低；其中多宝山铜山铜矿 II 号矿体采矿工程正加速推进，计划 2024 年二季度试生产；紫金山外围罗卜岭斑岩铜矿采矿研究正在推进，争取尽快立项开工建设，紫金山及外围正在开展新一轮地质找矿工作。

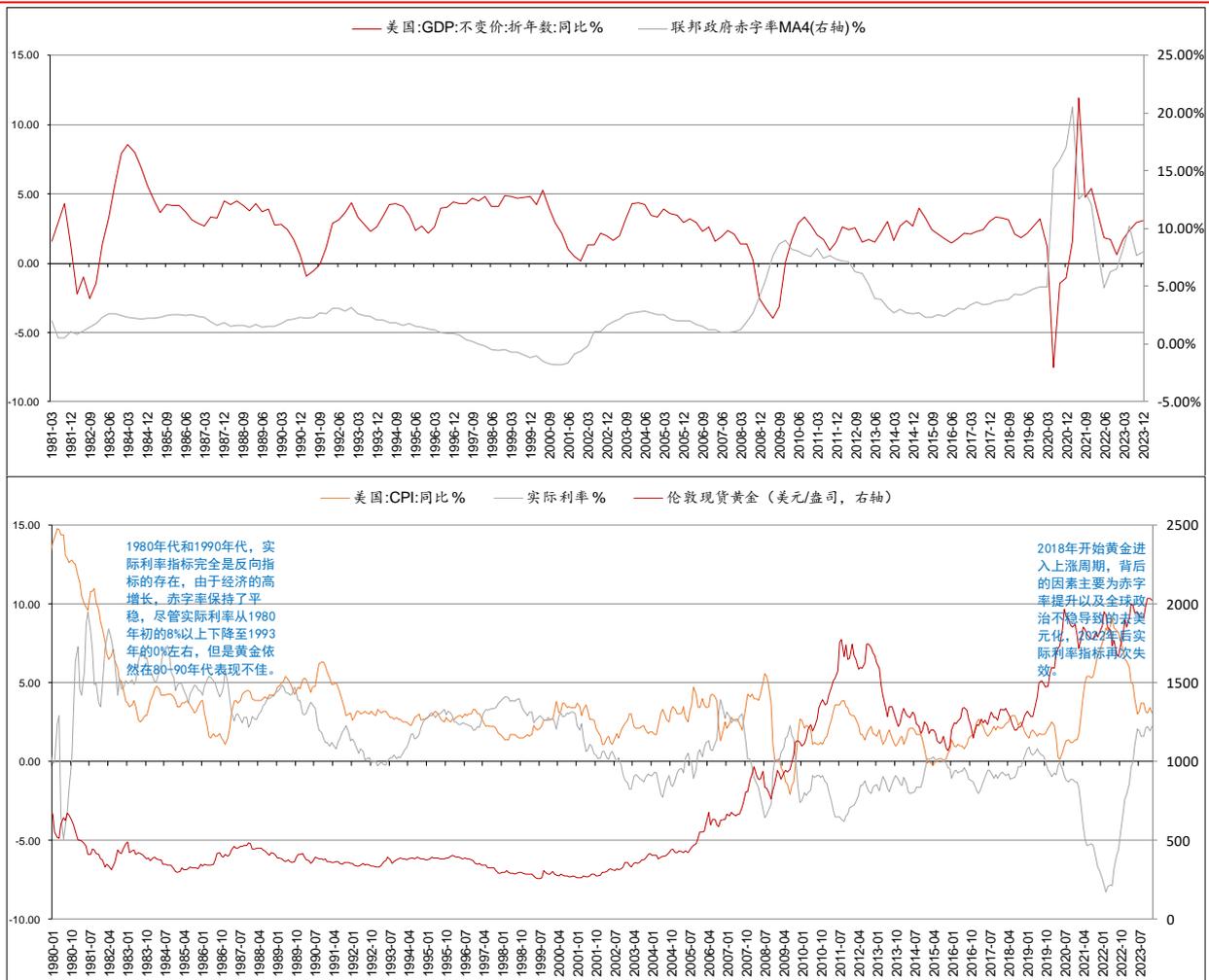
### 3 金板块：黄金大时代，量价齐升利润加速释放

#### 3.1 金价：二次通胀与衰退预期交织，黄金大时代来临

我们认为，长期视角而言，赤字率根本上决定了黄金价格，黄金在央行眼中是一种特殊的资产，类似于非主权货币的存在。我们认为，美国政府的赤字率在未来或难有下降的趋势，赤字率影响一国货币的信用，从而使得央行更多地黄金作为储备资产。

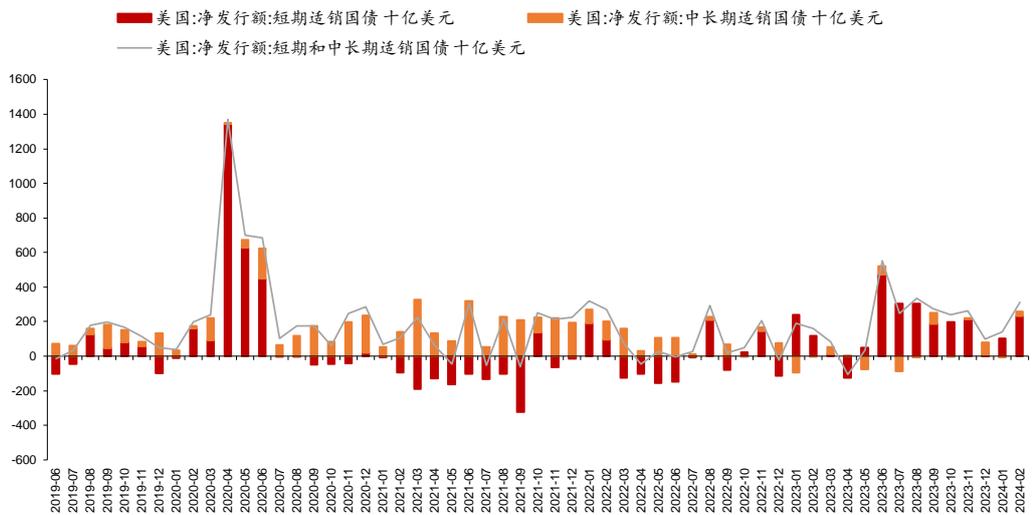
我们认为美国赤字率难以下降的原因如下：1、高利率环境下，美债发行的成本巨大。2、地缘政治的不稳定，可能会增加其军费支出。3、美国在高利率环境下经济软着陆的可能性不大，或二次通胀，或衰退。如果衰退，财政自然有托底经济压力，如果二次通胀，政府也必须进行相应的财政补偿。总之，我们认为美国未来赤字率的走势可能会加速上行，黄金未来可能进入长牛。

图 11：长期来看，实际利率指标常失效，但赤字率和黄金价格关系紧密



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 12：2 月美国国债净发行开始加速



资料来源：Wind，上海证券研究所

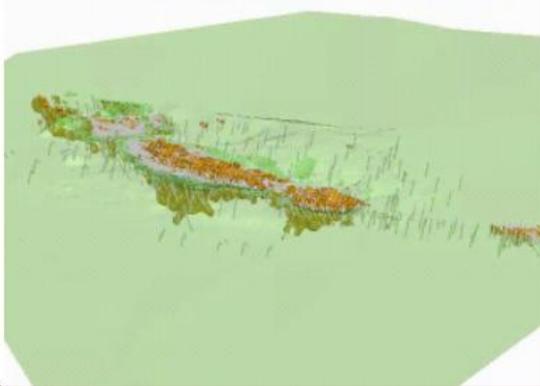
### 3.2 并购罗斯贝尔，波拉格复产，矿产金产量稳步提升

公司黄金资源量及产能位居主要上市矿企中国及亚洲第一、全球前十，2023 年同比增长超过 20%，增速位居全球金企前列。2023 年，公司矿产金 67.73 吨，同比上升 20.17%(上年同期：56.36 吨)；冶炼加工及贸易金 249.52 吨，同比下降 3.49%（上年同期：258.55 吨）。根据中国黄金协会数据，2023 年中国实现矿山产金 297.3 吨，公司矿产金相当于中国总量的 23%左右。

**南美洲：苏里南罗斯贝尔金矿、哥伦比亚武里蒂卡金矿、圭亚那奥罗拉金矿。**

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。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 1060 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。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。

图 13: 罗斯贝尔金矿



资料来源: 公司官网, 上海证券研究所

图 14: 武里蒂卡金矿



资料来源: 紫金矿业百家号, 上海证券研究所

**大洋洲: 巴新波格拉金矿、澳大利亚诺顿金田。**

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。诺顿金田拥有近 1000 平方公里高潜力矿权区域, 现有资源量金 356 吨; 2023 年实现矿产金 6.7 吨; 2024 年计划矿产金 8.0 吨。

**中亚: 塔吉克斯坦泽拉夫尚、吉尔吉斯斯坦奥同克。**

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

图 15: 波格拉金矿



资料来源: 公司官网, 上海证券研究所

图 16: 山西紫金-义兴寨金矿



资料来源: 公司官网, 上海证券研究所

**欧洲: 塞尔维亚丘卡卢-佩吉铜金矿及博尔铜矿。**

位于塞尔维亚的丘卡卢-佩吉铜金矿及博尔铜矿也是公司重要黄金资源储备基地及产金大户，2023年产金6.94吨。

**境内：陇南紫金、山西紫金、贵州紫金、萨瓦亚尔顿金矿。**

公司在中国境内持有陇南紫金、山西紫金、贵州紫金、萨瓦亚尔顿金矿等一批优质中型黄金矿山资产。2023年陇南紫金产金5.9吨，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。2023年山西紫金6,000吨/日矿山智能化采选改扩建工程项目建成投产，达产后将年新增矿产金3-4吨。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。

**其他：海域金矿、招金矿业。**

海域金矿为中国最大单体金矿，拥有资源量金562吨；12000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。公司同时持有招金矿业（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。

图 17：海域金矿



资料来源：公司官网，上海证券研究所

图 18：萨瓦亚尔顿金矿



资料来源：公司官网，上海证券研究所

## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测

营收拆分预测如下：

基于以上分析，我们认为 2024-2026 年公司矿山金、铜精矿、电积铜、电解铜业务有望提升毛利率和营业收入，从而带动整体业绩的提升。

表 4：公司营收拆分（单位：亿元）

|              | 2023           | 2024E           | 2025E           | 2026E           |
|--------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>营收合计</b>  | <b>2934.03</b> | <b>3,345.96</b> | <b>3,604.95</b> | <b>3,876.73</b> |
| YOY          | 8.54%          | 14.04%          | 7.74%           | 7.54%           |
| 毛利率          | 15.81%         | 16.01%          | 16.91%          | 18.02%          |
| <b>矿山金</b>   | <b>270.91</b>  | <b>316.59</b>   | <b>399.51</b>   | <b>447.48</b>   |
| YOY          | 20.84%         | 16.86%          | 26.19%          | 12.01%          |
| 毛利率          | 45.07%         | 49.65%          | 53.97%          | 56.27%          |
| <b>矿山铜精矿</b> | <b>316.64</b>  | <b>376.52</b>   | <b>392.93</b>   | <b>459.18</b>   |
| YOY          | 7.86%          | 18.91%          | 4.36%           | 16.86%          |
| 毛利率          | 59.52%         | 60.59%          | 61.11%          | 61.55%          |
| <b>矿山电积铜</b> | <b>54.10</b>   | <b>59.31</b>    | <b>60.65</b>    | <b>62.75</b>    |
| YOY          | 1.53%          | 9.64%           | 2.26%           | 3.46%           |
| 毛利率          | 47.01%         | 48.21%          | 47.77%          | 47.99%          |
| <b>矿山电解铜</b> | <b>44.01</b>   | <b>54.14</b>    | <b>55.36</b>    | <b>57.28</b>    |
| YOY          | 180.61%        | 23.03%          | 2.26%           | 3.46%           |
| 毛利率          | 27.68%         | 34.25%          | 34.97%          | 35.75%          |
| <b>矿山锌</b>   | <b>49.18</b>   | <b>57.24</b>    | <b>54.30</b>    | <b>53.50</b>    |
| YOY          | -21.61%        | 16.38%          | -5.13%          | -1.47%          |
| 毛利率          | 21.83%         | 22.99%          | 16.91%          | 14.78%          |
| <b>矿山银</b>   | <b>14.39</b>   | <b>18.29</b>    | <b>20.06</b>    | <b>21.39</b>    |
| YOY          | 16.83%         | 27.10%          | 9.69%           | 6.66%           |
| 毛利率          | 50.78%         | 58.95%          | 58.52%          | 58.55%          |

资料来源：Wind，公司公告，上海证券研究所

### 4.2 投资建议

公司铜金板块业务快速扩张，叠加铜金价格居高不下，我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 235.50/300.80/356.13 亿元，同比分别+11.51%/+27.73%/+18.39%。对应当前市值的 PE 分别为 20.42X/15.99X/13.51X。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 5：可比公司估值（EPS 和归母净利润来自于 wind 一致预期，市值为 2024 年 4 月 26 日数据）

| 可比公司 | 市值 (亿元) | EPS (元) |       |       | 归母净利润 (亿元) |        |        | PE (X) |       |       |
|------|---------|---------|-------|-------|------------|--------|--------|--------|-------|-------|
|      |         | 2024E   | 2025E | 2026E | 2024E      | 2025E  | 2026E  | 2024E  | 2025E | 2026E |
| 洛阳钼业 | 1911.83 | 0.49    | 0.54  | 0.57  | 104.81     | 117.32 | 123.90 | 18.24  | 16.30 | 15.43 |
| 山东黄金 | 1222.46 | 0.84    | 1.14  | 1.48  | 37.77      | 50.87  | 66.06  | 32.36  | 24.03 | 18.50 |
| 江西铜业 | 758.41  | 2.06    | 2.28  | 2.34  | 71.24      | 78.83  | 80.91  | 10.65  | 9.62  | 9.37  |

资料来源：Wind，上海证券研究所

## 5 风险提示：

宏观经济不及预期，美联储降息节奏不及预期。

**公司财务报表数据预测汇总**
**资产负债表 (单位: 百万元)**

| 指标                     | 2023A         | 2024E         | 2025E         | 2026E         |
|------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金                   | 18449         | 27788         | 44040         | 62386         |
| 应收票据及应收账款              | 8331          | 9826          | 10495         | 11201         |
| 存货                     | 29290         | 34830         | 36842         | 38825         |
| 其他流动资产                 | 21559         | 23988         | 25406         | 26852         |
| 流动资产合计                 | 77629         | 96432         | 116783        | 139264        |
| 长期股权投资                 | 31632         | 31632         | 31632         | 31632         |
| 投资性房地产                 | 327           | 327           | 327           | 327           |
| 固定资产                   | 81466         | 98890         | 114853        | 133911        |
| 在建工程                   | 35927         | 34788         | 33820         | 32997         |
| 无形资产                   | 67892         | 66392         | 64892         | 63392         |
| 其他非流动资产                | 48133         | 52106         | 55146         | 58186         |
| 非流动资产合计                | 265377        | 284135        | 300670        | 320445        |
| <b>资产总计</b>            | <b>343006</b> | <b>380567</b> | <b>417453</b> | <b>459708</b> |
| 短期借款                   | 20989         | 19989         | 18989         | 17989         |
| 应付票据及应付账款              | 16284         | 18580         | 19803         | 21010         |
| 合同负债                   | 6164          | 7027          | 7570          | 8141          |
| 其他流动负债                 | 40745         | 45575         | 48835         | 52093         |
| 流动负债合计                 | 84182         | 91171         | 95197         | 99234         |
| 长期借款                   | 77531         | 81531         | 85531         | 89531         |
| 应付债券                   | 25287         | 27287         | 29287         | 31287         |
| 其他非流动负债                | 17643         | 17296         | 17296         | 17296         |
| 非流动负债合计                | 120460        | 126114        | 132114        | 138114        |
| <b>负债合计</b>            | <b>204643</b> | <b>217285</b> | <b>227311</b> | <b>237347</b> |
| 股本                     | 2633          | 2632          | 2632          | 2632          |
| 资本公积                   | 25866         | 25770         | 25770         | 25770         |
| 留存收益                   | 70637         | 87047         | 108103        | 133032        |
| 归属母公司股东权益              | 107506        | 126691        | 147747        | 172676        |
| 少数股东权益                 | 30857         | 36591         | 42395         | 49685         |
| <b>股东权益合计</b>          | <b>138363</b> | <b>163282</b> | <b>190142</b> | <b>222361</b> |
| <b>负债和股东权益合计</b>       | <b>343006</b> | <b>380567</b> | <b>417453</b> | <b>459708</b> |
| <b>现金流量表 (单位: 百万元)</b> |               |               |               |               |
| 指标                     | 2023A         | 2024E         | 2025E         | 2026E         |
| <b>经营活动现金流量</b>        | <b>36860</b>  | <b>38007</b>  | <b>47655</b>  | <b>55491</b>  |
| 净利润                    | 26540         | 29285         | 35883         | 42903         |
| 折旧摊销                   | 10263         | 11215         | 12505         | 14265         |
| 营运资金变动                 | 505           | -3445         | 8             | -18           |
| 其他                     | -447          | 953           | -742          | -1659         |
| <b>投资活动现金流量</b>        | <b>-33965</b> | <b>-26051</b> | <b>-22821</b> | <b>-26694</b> |
| 资本支出                   | -30329        | -26667        | -26664        | -31661        |
| 投资变动                   | -7239         | -3140         | -3140         | -3140         |
| 其他                     | 3603          | 3755          | 6983          | 8107          |
| <b>筹资活动现金流量</b>        | <b>-5817</b>  | <b>-2541</b>  | <b>-8581</b>  | <b>-10451</b> |
| 债权融资                   | 12223         | 6645          | 5500          | 5500          |
| 股权融资                   | 235           | -97           | 0             | 0             |
| 其他                     | -18276        | -9089         | -14081        | -15951        |
| <b>现金净流量</b>           | <b>-1974</b>  | <b>9339</b>   | <b>16252</b>  | <b>18346</b>  |

资料来源: Wind, 上海证券研究所

**利润表 (单位: 百万元)**

| 指标                | 2023A         | 2024E         | 2025E         | 2026E         |
|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>营业收入</b>       | <b>293403</b> | <b>334596</b> | <b>360495</b> | <b>387673</b> |
| 营业成本              | 247024        | 281036        | 299535        | 317800        |
| 营业税金及附加           | 4850          | 5354          | 5768          | 6203          |
| 销售费用              | 766           | 836           | 901           | 969           |
| 管理费用              | 7523          | 8365          | 9012          | 9692          |
| 研发费用              | 1567          | 1673          | 1802          | 1938          |
| 财务费用              | 3268          | 4478          | 4502          | 4387          |
| 资产减值损失            | -385          | -300          | -300          | -300          |
| 投资收益              | 3491          | 4800          | 6983          | 8107          |
| 公允价值变动损益          | -19           | -120          | -120          | -120          |
| <b>营业利润</b>       | <b>31937</b>  | <b>37770</b>  | <b>46122</b>  | <b>55008</b>  |
| 营业外收支净额           | -649          | -700          | -700          | -700          |
| <b>利润总额</b>       | <b>31287</b>  | <b>37070</b>  | <b>45422</b>  | <b>54308</b>  |
| 所得税               | 4748          | 7785          | 9539          | 11405         |
| 净利润               | 26540         | 29285         | 35883         | 42903         |
| 少数股东损益            | 5420          | 5735          | 5803          | 7290          |
| <b>归属母公司股东净利润</b> | <b>21119</b>  | <b>23550</b>  | <b>30080</b>  | <b>35613</b>  |
| <b>主要指标</b>       |               |               |               |               |
| 指标                | 2023A         | 2024E         | 2025E         | 2026E         |
| <b>盈利能力指标</b>     |               |               |               |               |
| 毛利率               | 15.8%         | 16.0%         | 16.9%         | 18.0%         |
| 净利率               | 7.2%          | 7.0%          | 8.3%          | 9.2%          |
| 净资产收益率            | 19.6%         | 18.6%         | 20.4%         | 20.6%         |
| 资产回报率             | 6.2%          | 6.2%          | 7.2%          | 7.7%          |
| 投资回报率             | 9.7%          | 10.5%         | 11.5%         | 12.2%         |
| <b>成长能力指标</b>     |               |               |               |               |
| 营业收入增长率           | 8.5%          | 14.0%         | 7.7%          | 7.5%          |
| EBIT 增长率          | 5.6%          | 29.9%         | 20.2%         | 17.6%         |
| 归母净利润增长率          | 5.4%          | 11.5%         | 27.7%         | 18.4%         |
| <b>每股指标 (元)</b>   |               |               |               |               |
| 每股收益              | 0.80          | 0.89          | 1.14          | 1.35          |
| 每股净资产             | 4.08          | 4.81          | 5.61          | 6.56          |
| 每股经营现金流           | 1.40          | 1.44          | 1.81          | 2.11          |
| 每股股利              | 0.25          | 0.27          | 0.34          | 0.41          |
| <b>营运能力指标</b>     |               |               |               |               |
| 总资产周转率            | 0.90          | 0.92          | 0.90          | 0.88          |
| 应收账款周转率           | 37.39         | 39.43         | 37.93         | 38.23         |
| 存货周转率             | 8.61          | 8.77          | 8.36          | 8.40          |
| <b>偿债能力指标</b>     |               |               |               |               |
| 资产负债率             | 59.7%         | 57.1%         | 54.5%         | 51.6%         |
| 流动比率              | 0.92          | 1.06          | 1.23          | 1.40          |
| 速动比率              | 0.45          | 0.54          | 0.71          | 0.88          |
| <b>估值指标</b>       |               |               |               |               |
| P/E               | 22.77         | 20.42         | 15.99         | 13.51         |
| P/B               | 4.47          | 3.80          | 3.26          | 2.79          |
| EV/EBITDA         | 10.69         | 11.40         | 9.45          | 7.91          |

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

|  |   |
|--|---|
| <b>股票投资评级：</b>   | 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。             |
| 买入   | 股价表现将强于基准指数 20%以上   |
| 增持   | 股价表现将强于基准指数 5-20%   |
| 中性   | 股价表现将介于基准指数±5%之间  |
| 减持   | 股价表现将弱于基准指数 5%以上  |
| 无评级  | 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级                    |
| <b>行业投资评级：</b>   | 分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。 |
| 增持   | 行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数  |
| 中性   | 行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平   |
| 减持   | 行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数  |
| 相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。 |   |

### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。