

紫金矿业 (601899)

铜金矿山龙头笃行不辍，初心如磐再扬帆

买入 (首次)

2024年06月26日

证券分析师 孟祥文

执业证书: S0600523120001

mengxw@dwzq.com.cn

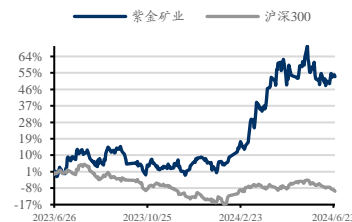
研究助理 米宇

执业证书: S0600122090066

miy@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 (百万元) | 270329 | 293403 | 313791 | 332069 | 347209 |
| 同比 (%) | 20.09 | 8.54 | 6.95 | 5.82 | 4.56 |
| 归母净利润 (百万元) | 20042 | 21119 | 27485 | 35293 | 40736 |
| 同比 (%) | 27.88 | 5.38 | 30.14 | 28.41 | 15.42 |
| EPS-最新摊薄 (元/股) | 0.76 | 0.80 | 1.04 | 1.34 | 1.55 |
| P/E (现价&最新摊薄) | 22.95 | 21.78 | 16.73 | 13.03 | 11.29 |

股价走势



投资要点

- 矿山资源“三大区域”稳步布局，全球头部跨国金属矿业生力军：三十载笃行不辍，完成三大区域布局：**公司 1986 年从福建上杭县紫金山起家，初步形成“地、采、选、冶、环”的技术和工程管理模式，2015-2019 年，公司在行业景气度低点收购卡莫阿、科卢韦齐、博尔和 Timok 铜矿，完成在刚果（金）和塞尔维亚铜矿重要布局，2020-2023 年收购西藏巨龙铜矿及朱诺铜矿，业务布局回归国内，形成国内-刚果（金）-塞尔维亚三大区域铜矿布局，同时完成铜-金-新能源多品类覆盖。“**高毛利铜+高收入金**”强组合，**资源禀赋优越：**铜和金品类为公司主要金属品种，2023 年收入占比分别为 25%/42%，毛利贡献占比 47%/25%，矿山产铜/金毛利率分别为 55%/45%。截至 2023 年底，公司在全球 16 个国家拥有 30 座矿山资源，是全球第 5 大铜生产企业、第 7 大金生产企业、第 4 大铅（锌）生产企业。
- 优质资源遍布全球，“五环归一”打造成本优势：1) 优质资源遍布全球，持续深耕“铜金”业务，增长空间显著。**铜：铜矿山资源公司国内第一，全球第五，公司 2023 年产量为 101 万吨，权益资源量为 7456 万吨，储量 3340 万吨，储量/资源量 45%，未来增量空间可期，短期预计 2024-2025 年每年铜产量增量 10 万吨左右，长期 2023-2028 年产量 CAGR 为 9%，2028 年矿产铜达 150-160 万吨。**金：**公司金资源全球第七，2023 年金矿权益资源量为 2998 吨，储量 1148 吨，储量/资源量 38%，预计 2024-2025 年矿产金每年增加 5-10 吨，2023-2028 年 CAGR 为 9%，2028 年矿产金达 100-110 吨。**2) “五环归一”模式打造技术、成本优势，持续研发创新推动降本增效。**公司持续投入研发，2023 年研发费率 0.5%，yoy+0.1pct，同时公司采用“五环归一”工程管理模式，对比海外，金铜成本 2023 年均控制在世界前二水平，2023 年公司铜 C1 成本仅为 1.1 美元/磅，仅弱于南方铜业，金 AISC 成本角度，2023 年公司为 1161 美元/盎司，仅弱于极地黄金。**3) 铜金价格上涨带来公司业绩弹性：**复盘股价来看，公司股价与铜/金存在较强正相关性，我们预计伴随铜供给长期收紧以及金进入美联储降息预期阶段，铜/金价有望表现较好从而带动公司股价上涨，据我们测算铜/金价上涨 1%/1%，公司毛利率约增长 0.1 pct/0.1pct，股价预计上涨 2%/1%。
- 对比海外公司增长潜力大，“横向+纵向”布局抵抗周期波动：**1) 在统计 9 家龙头企业中，2023 年公司营收处于平均线以上，且增速领先，归母净利润除了巴里克 2022 年基数较低增速较快外其余海外矿企均有下滑，而公司逆势增长，穿越周期能力显著。2) 估值角度 2023 年全球主要矿企 ROE 平均为 15%，公司 ROE 为 22%，仅次于南方铜业和必和必拓，截至 2024 年 5 月 21 日，公司市盈率为 23 倍，市净率为 5，市盈率较自由港、南方铜业仍低 40%以上，市净率较南方铜业仍低 65%，估值提升仍有空间。3) 2023 年公司资本开支为 43 亿美元 (yoy+16.5%)，2015-2023 年 CAGR 为 23.9%，在 8 家可比公司位列第 3，且相对其他铜企保持较高增速。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 1.0、1.3、1.6，对应 PE 分别为 17/13/11 倍。可比公司上，我们选取了铜重点矿业公司洛阳钼业、西部矿业、江西铜业、铜陵有色、云南铜业进行对比，2024 年平均 PE 为 12.1 倍，公司 PE 为 16.7 倍。基于公司为亚洲唯一矿产铜产量破百万吨矿企且未来 5 年规划目标清晰，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**市场竞争格局加剧；地缘政治风险；金属价格不及预期。

市场数据

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 17.35 |
| 一年最低/最高价 | 11.21/19.79 |
| 市净率(倍) | 3.91 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 356,651.68 |
| 总市值(百万元) | 461,126.37 |

基础数据

| | |
|-------------|-----------|
| 每股净资产(元,LF) | 4.43 |
| 资产负债率(%,LF) | 58.30 |
| 总股本(百万股) | 26,577.89 |
| 流通 A 股(百万股) | 20,556.29 |

相关研究

内容目录

| | |
|--|-----------|
| 1. 矿山资源“国际化”稳步布局，全球头部跨国金属矿业生力军 | 5 |
| 1.1. 股份制改造实现市场化运营，“走出去”构筑矿企全球资源竞争力 | 5 |
| 1.2. 低点景气度低点持续收购带动营收稳步增长，资源全球三地布局 | 7 |
| 1.3. 公司铜金营收占比 25%/42%，毛利占比 47%/25%，盈利能力穿越周期 | 9 |
| 2. 铜长期格局向好，金即将迎来降息周期下价格上行时期 | 11 |
| 2.1. 铜供给长期受限，需求新能源驱动下平稳增长 | 11 |
| 2.2. 金价受金融及避险属性影响显著，美联储后续降息动作或将拉升金价 | 14 |
| 3. 核心竞争力：优质资源遍布全球，“五环归一”打造成本优势 | 15 |
| 3.1. 量：优质资源遍布全球主要产区，逐步回归国内，持续深耕“铜金”业务 | 15 |
| 3.1.1. 资源布局扩张：近年布局向周边及国内回归，降低地缘政治风险 | 16 |
| 3.1.2. 铜资源增量：拥有高品位卡莫阿、高储量 Timok+巨龙，2025 年后增量可期 | 18 |
| 3.1.3. 金资源增量：拥有高品位金矿武里蒂卡，高储量金矿诺顿、Timok，平稳增长 | 21 |
| 3.2. 成本：“五环归一”模式打造技术优势，重心回归推动降本增效 | 23 |
| 3.3. 业绩测算：铜/金价格上涨 1%，公司毛利率上涨 0.1pct，股价预计上涨 2%/1% | 25 |
| 4. 海内外可比公司对比：公司增长潜力大，“横向+纵向”业务布局抵抗周期性波动 | 28 |
| 4.1. 营收高增、业绩逆势扩张，公司估值增长潜力大 | 28 |
| 4.2. 高速高效逆势扩张，“横向+纵向”业务布局抵抗周期性波动 | 29 |
| 5. 盈利预测与估值 | 30 |
| 6. 风险提示 | 33 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 公司股权结构 (截至 2023 年报) | 5 |
| 图 2: 公司发展历程 | 6 |
| 图 3: 公司铜矿收购时点 | 7 |
| 图 4: 公司金矿收购时点 | 8 |
| 图 5: 2013-2023 年公司营收 (亿元) 及同比 (%) | 8 |
| 图 6: 2013-2023 年归母净利 (亿元) 及同比 (%) | 8 |
| 图 7: 公司业务分布 | 9 |
| 图 8: 2018-2023 年公司业务占比 (%) | 9 |
| 图 9: 2018-2023 年公司营收分地区占比 (%) | 9 |
| 图 10: 2018-2023 年公司金属毛利占比 (%) | 10 |
| 图 11: 2018-2023 年公司主要业务毛利率 (%) | 10 |
| 图 12: 2013-2023 年公司毛利率及净利率 (%) | 10 |
| 图 13: 2013-2023 年公司 ROE (摊薄) (%) | 10 |
| 图 14: 2015-至今 TC 加工费 (美元/千吨) | 11 |
| 图 15: 各国铜矿储量 (单位: 亿吨) 及 yoy | 12 |
| 图 16: 2022 年全球铜矿资源储量分布情况 | 12 |
| 图 17: 各国铜矿产量 (千吨) 及 yoy | 12 |
| 图 18: 2022 年全球铜矿产量分布情况 | 12 |
| 图 19: 全球主要铜企资本开支及 yoy | 13 |
| 图 20: 全球铜企矿山平均品位下降 (%) | 13 |
| 图 21: 全球铜需求量预测: 新能源贡献主要增量 | 13 |
| 图 22: 2003 至今铜价和联邦基金利率 | 14 |
| 图 23: 2010-2022 年全球黄金产量 (单位: 吨) 及 yoy | 14 |
| 图 24: 2010-2022 年全球黄金需求量 (单位: 吨) 和 yoy | 14 |
| 图 25: 2015 年至今黄金价格和联邦基金利率 | 15 |
| 图 26: 2015 年至今黄金价格和美元指数 | 15 |
| 图 27: 2015-今黄金价格和美债收益率 | 15 |
| 图 28: 2015-今黄金价格和 VIX 恐慌指数 | 15 |
| 图 29: 中国主要矿种储量产量对比 | 16 |
| 图 30: 中国主要矿种对外依存度 | 16 |
| 图 31: 2023 年公司铜矿三大区域产量占比 | 17 |
| 图 32: 2023 年公司主要铜矿权益资源和资源品位 | 18 |
| 图 33: 2023 年公司主要铜矿权益产量和权益储量 | 18 |
| 图 34: 2023 年公司主要金矿权益资源和资源品位 | 18 |
| 图 35: 2023 年公司主要金矿权益产量和权益储量 | 18 |
| 图 36: 2013-2023 年公司铜矿权益资源量 (万吨) 及 yoy | 19 |
| 图 37: 2023 年全球铜矿权益资源量排名 (万吨) | 19 |
| 图 38: 2015-2025E 年公司铜产品产量 (万吨) | 19 |
| 图 39: 2015-2023 年公司铜产品产销比 | 19 |
| 图 40: 2023-2024 年世界主要铜企铜产量对比 (万吨) | 20 |
| 图 41: 2013-2023 年公司金矿权益资源量 (吨) 及 yoy | 21 |
| 图 42: 2023 年世界主要金矿权益资源量排名 (吨) | 21 |

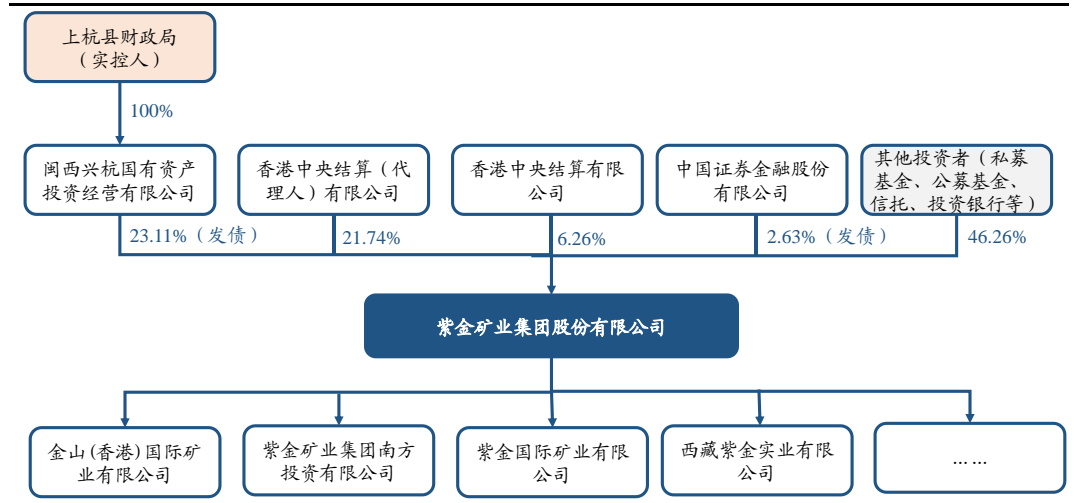
| | | |
|-------|---|----|
| 图 43: | 2015-2025e 年公司金产品产量 | 22 |
| 图 44: | 2015-2023 年公司金产品产销比 | 22 |
| 图 45: | 2018-2023 年公司研发费用及 yoy | 24 |
| 图 46: | 2018-2023 年公司研发费用率 | 24 |
| 图 47: | 公司“五环归一”工程管理模式 | 24 |
| 图 48: | 全球主要铜矿企业 C1 (上图, 美元/磅) 成本及金矿企业 AISC 成本 (下图, 美元/盎司) 对比 | 25 |
| 图 49: | 2018-2023 年公司铜产品营收及单价 | 25 |
| 图 50: | 2018-2023 年公司铜产品销售成本及毛利率 | 25 |
| 图 51: | 2018-2023 年公司金产品营收及单价 | 26 |
| 图 52: | 2018-2023 年公司金产品销售成本及毛利率 | 26 |
| 图 53: | 2015 年至今铜价及公司股价关系 | 26 |
| 图 54: | 2015 年至今金价及公司股价关系 | 27 |
| 图 55: | 全球主要矿企营业收入 (亿元) 及 yoy (%) | 28 |
| 图 56: | 全球主要矿企归母净利 (亿元) 及 yoy (%) | 28 |
| 图 57: | 2023 年全球主要矿企 ROE (%) | 29 |
| 图 58: | 全球主要矿企当前市盈率及市净率 | 29 |
| 图 59: | 全球主要铜企资本开支 (百万美元) | 29 |
| 图 60: | 全球主要铜企营运现金流增长 (%) | 29 |
| 图 61: | 2015-2023 年全球主要铜企资本支出/营业收入 | 30 |
| 图 62: | 紫金相较于铜板块 PE(TTM) 的估值溢价 | 33 |
| 图 63: | 紫金矿业及可比公司 PE(TTM) | 33 |
| 表 1: | 公司管理层 (截至 2023 年年报) | 6 |
| 表 2: | 公司 2022-2023 年主要矿业并购资产 | 16 |
| 表 3: | 公司 2023 年矿产铜产量 (吨), 并表口径 | 17 |
| 表 4: | 公司主要铜矿项目技改扩建情况 | 20 |
| 表 5: | 公司主要金矿项目技改扩建情况及 2023、2024 年产量 (吨) | 22 |
| 表 6: | 2024 年铜金价格及毛利率敏感性分析 | 27 |
| 表 7: | 2024 年铜金价格及业绩敏感性分析 | 28 |
| 表 8: | 盈利预测拆分 (单位: 百万元) | 31 |
| 表 9: | 可比公司估值表 (截至 2024 年 6 月 24 日) | 33 |

1. 矿山资源“国际化”稳步布局，全球头部跨国金属矿业生力军

1.1. 股份制改造实现市场化运营，“走出去”构筑矿企全球资源竞争力

依托地方政府与管理层战略思维优势，公司结构稳定且发展目标清晰。公司实控人为上杭县财政局，股权结构稳定。公司控股股东为闽西兴杭国有资产投资经营有限公司，持股比例为 23.11%，实际控制人为上杭县财政局，系地方国企，股权结构稳定。

图1: 公司股权结构 (截至 2023 年报)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

公司在成功完成股份制改造和港、沪两市上市后，积极“走出去”，布局全球进行矿业收购，成为全球领先的金属商。公司发展主要历经三个阶段：

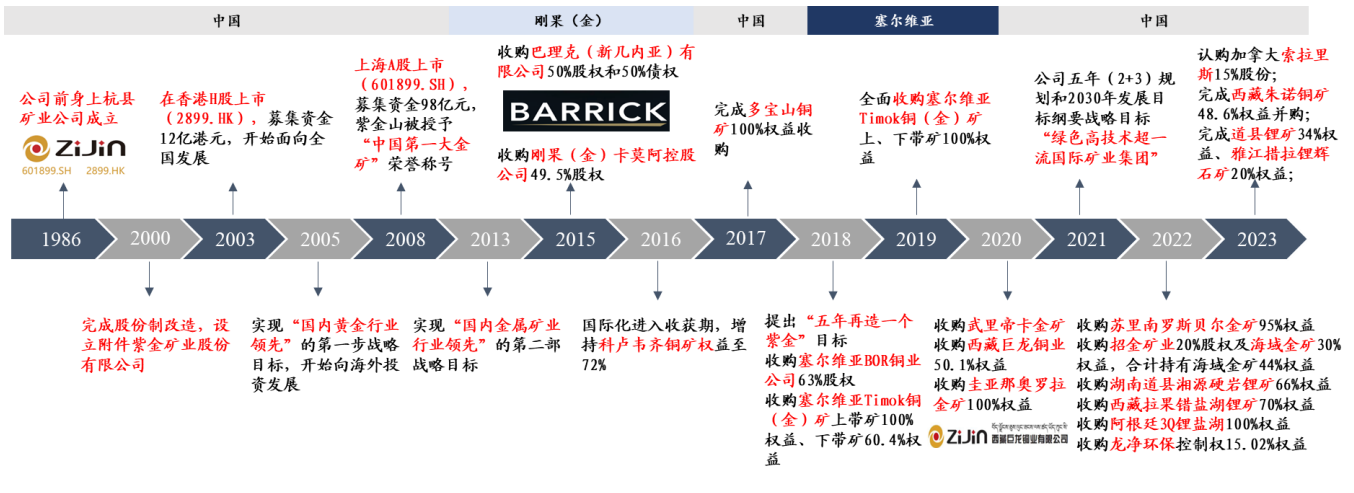
1) 依托紫金山培育内部竞争力，开创先河 (1986-1999): 1986 年公司前身上杭县矿产公司成立，依靠紫金低品位金（铜）矿 5 期技改开发，将金边界品位从 1g/吨降低至 0.15g/吨，资源由 5 吨裂变至 300+吨，开采方式由地下改为露天，选矿方式从单一浸润调整为重选-碳浆-堆浸，含金千万分之六矿石提取到四个九，综合成本只有 32 元，初步形成“地、采、选、冶、环”的技术和工程管理模式等等，培育起基本的技术和人才竞争力，开创国内矿业先河。

2) 股份制改造+两次上市夯实市场竞争力，全国开花布局 (2000-2013): 2000 年公司完成股份制改造；2003 年公司成功在香港 H 股上市；其后，2008 年公司又成功在上海 A 股上市。至此，公司完成了境内境外全面上市，形成了面向市场的募资结构，为公司注入了资本活力。另一方面，公司收购和开发了国内一大批骨干矿山——新疆阿舍勒铜矿、贵州水银洞金矿、吉林曙光金铜矿等，逐步实现了“国内金属行业领先”的第二步战略目标。

3) “走出去”构筑全球多品类竞争力，成为跨国金属矿业生力军 (2014-至今): 公司 2014 年至今先后完成刚果（金）-塞尔维亚-中国三地资源布局，同时完成铜-金-锂多品种规划，截至 2023 年年底，公司矿山铜产量破百万，位居全球前五，金资源量及产

能位居全球前十, yoy+20%, 同时掌握大量的锂矿资源, 预计 2025 年形成 12-15 万吨碳酸锂产能。

图2: 公司发展历程



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

公司管理层伴随公司成长, 经验丰富, 市场化管理形成。公司董事长陈景河先生、总裁邹来昌先生等一大批高管均在公司初创或是刚刚起步时就加入公司、在公司工作 20 年以上, 经历公司一系列具有重大转折意义的决策, 对公司业务和行业情况有较深理解, 管理经验丰富。目前公司虽为国企, 但领导团队由于出色领导, 仍有较高决策权, 公司优质发展离不开管理层长远正确的战略眼光及出色管理。

表1: 公司管理层 (截至 2023 年年报)

| 姓名 | 职务 | 任职日期 | 性别 | 学历 | 年龄 | 最新持股比例 (%) | 简介 |
|-----|---------|-------------|----|----|----|------------|---|
| 陈景河 | 董事长 | 2006/8/1 | 男 | 硕士 | 66 | 0.323% | 紫金矿业的创始人和核心领导人, 紫金金山铜矿的主要发现者, 研究者和开发组织者, 自 2000 年起一直担任本公司董事长(其中 2006 年 8 月至 2009 年 11 月兼任公司总裁), 同时还担任低品位难处理黄金资源综合利用国家重点实验室主任, 创立“矿石流五环归一”矿业工程管理模式。 |
| 邹来昌 | 副董事长及总裁 | 2022/1/2/30 | 男 | 硕士 | 55 | 0.010% | 1996 年 3 月加入公司, 2006 年 8 月至 2009 年 11 月任公司董事, 高级副总裁, 2009 年 11 月至 2013 年 10 月任公司董事, 常务副总裁, 2013 年 10 月至 2019 年 12 月任公司董事, 副总裁, 2019 年 12 月起任公司董事, 总裁。 |
| 林泓富 | 常务副总裁 | 2019/1/2/30 | 男 | 硕士 | 49 | 0.007% | 1997 年 8 月加入公司, 历任黄金冶炼厂厂长, 紫金金山矿副矿长, 巴彦淖尔紫金有色金属公司总经理, 董事长等职; 2006 年 8 月至 2013 年 10 月担任公司副总裁, 2013 年 10 月至 2019 年 12 |

月任公司董事,副总裁,2019年12月起任公司董事,常务副总裁。

| | | | | | | | |
|-----|-------|----------------|---|----|----|--------|--|
| 林红英 | 副总裁 | 2016/1 2/30 | 女 | 本科 | 55 | 0.004% | 1993年加入公司,历任主办会计,财务部副经理,财务部经理,财务副总监等职;2009年11月至2016年12月任公司财务总监,2016年12月至2019年12月任公司董事,副总裁,财务总监(兼),2019年12月起任公司董事,副总裁。 |
| 吴红辉 | 财务总监 | 2019/1 2/30 | 男 | 本科 | 47 | 0.004% | 曾任闽西嘉源大酒店会计,主办会计,财务经理,福建龙岩嘉源粮食集团有限公司财务科长;2007年8月加入公司,历任巴彦淖尔紫金有色金属有限公司计划财务部副经理,经理,总经理助理,财务总监;2014年1月起任公司计划财务部总经理;现任公司财务总监。 |
| 郑友诚 | 董事会秘书 | 2019/1 2/30 | 男 | 硕士 | 55 | 0.004% | 曾任福建上杭县广播电视局新闻部主任,副局长,上杭县蓝溪镇党委副书记,镇长,上杭县洋境乡党委书记;2005年8月加入公司,历任内蒙古巴彦淖尔紫金有色金属公司副总经理,常务副总经理,总经理,紫金铜业公司副总经理兼金山黄金矿冶公司总经理,公司党群与企业文化部部长,董事长助理兼董事会办公室主任;现任公司董事会秘书。 |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.2. 低点景气度低点持续收购带动营收稳步增长, 资源全球三地布局

复盘历史,公司在金属价格低点收购全球优质资源。2015年以来,铜矿方面,公司先后收购了卡莫阿、多宝山、科卢韦齐、博尔、Timok、巨龙铜矿,金矿方面,先后收购了诺顿、武里蒂卡、奥罗拉、海域、罗斯贝尔金矿,均在铜金价较低点(即收购标的价格较低点)进行,带动公司股价上涨。2020年以来,公司资源平均并购成本铜约50美元/吨,黄金约70美元/盎司,较全球同行同期并购水平铜200美元/吨及黄金80美元/盎司分别低75%及13%。

图3: 公司铜矿收购时点



数据来源: 公司官网, Wind, 东吴证券研究所

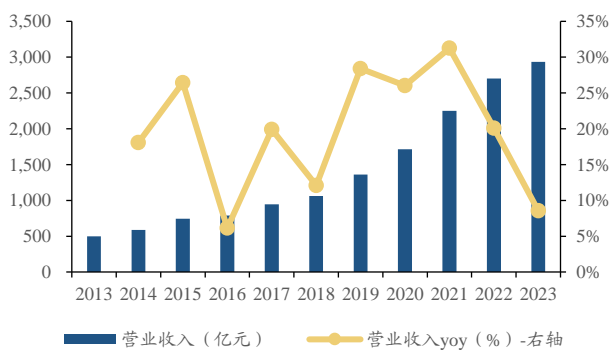
图4：公司金矿收购时点



数据来源：公司官网，Wind，东吴证券研究所

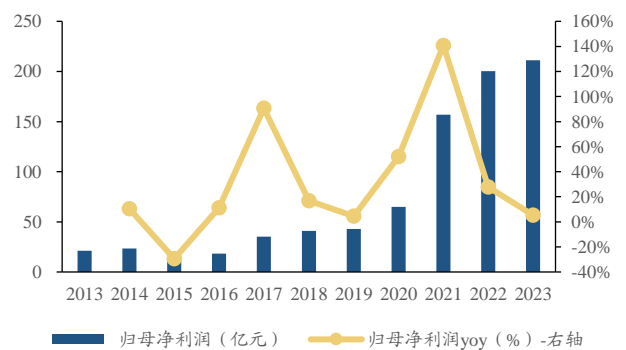
公司持续性并购带来营收稳步高速增长和归母净利阶段性跃升。1) 营收角度来看，受益于公司较为持续稳定的收购策略和扩产计划，其营收在较为稳定的速率上高速增长，2019-2023 年营收从 1361 提升至 2934 亿元，CAGR 为 21%。2) 业绩角度来看，2019-2023 年归母净利由 42.8 增长至 211.2 亿元，CAGR 为 49%，持续受益于有色金属价格上行周期和公司降本增效举措，公司业绩提升显著高于营收。

图5：2013-2023 年公司营收（亿元）及同比（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2013-2023 年归母净利（亿元）及同比（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

公司矿山资源遍布全球，呈现“国际化”布局。截至 2023 年底，公司在全球 16 个国家拥有 30 座矿山资源，含铜资源量 9547 万吨、金 3465 吨、锌（铅）1240 万吨、银 22773 吨、锂 1411 万吨，是全球第 5 大铜生产企业、第 7 大金生产企业、第 4 大铅（锌）生产企业，预计 2025 年公司矿产铜 122 万吨，矿产金 85 吨，矿产锌铅 50 万吨、碳酸

锂 10 万吨。

图7：公司业务分布



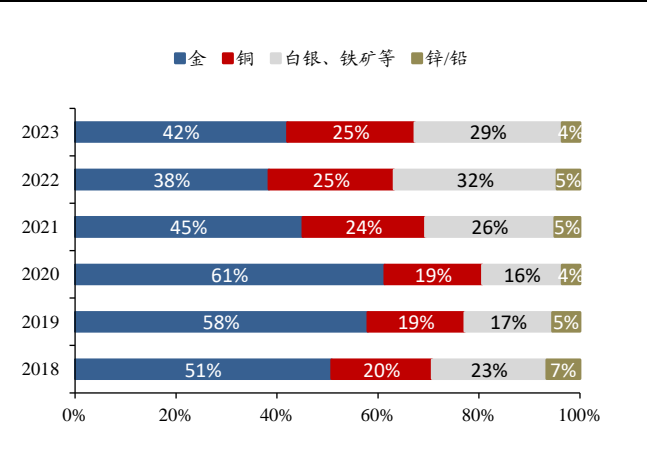
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

1.3. 公司铜金营收占比 25%/42%，毛利占比 47%/25%，盈利能力穿越周期

营收结构：2023 年铜/金业务占比分别为 25%/42%，国内/国外业务占比 79%/21%。

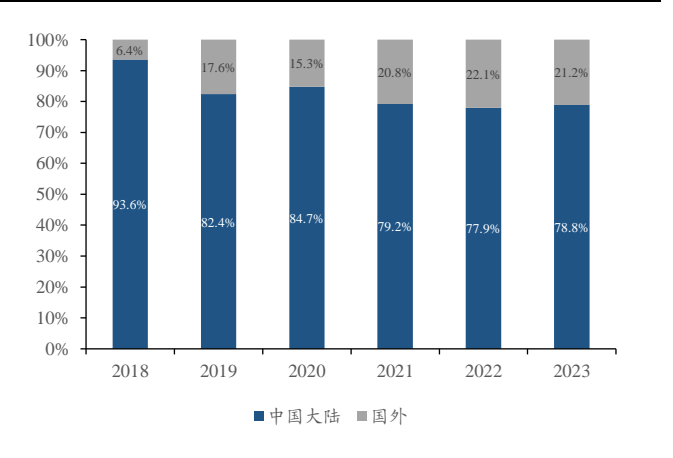
公司铜金为最主要金属品种，2023 年铜/金/白银铁矿/铅锌占比分别为 25%/42%/29%/4%。自 2018 年以来，公司加快“国际化”布局进程。2018-2019 年，公司国外营收占比由 6.4% 跃升至 17.6%，其后也保持较高的增长速度，截至 2023 年，国外业务占比已升至 21.2%。

图8：2018-2023 年公司业务占比（%）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

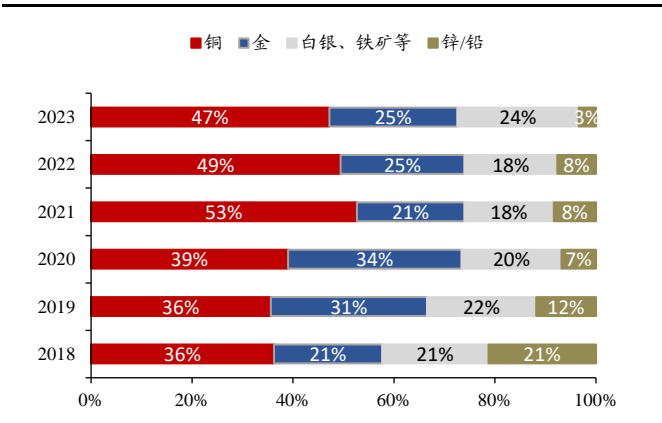
图9：2018-2023 年公司营收分地区占比（%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

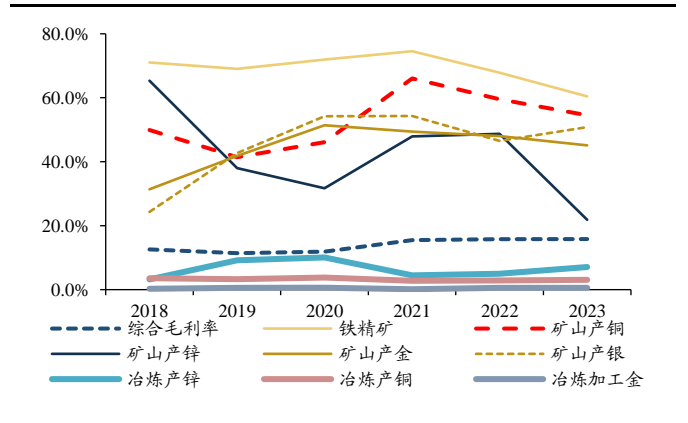
盈利能力：铜、金毛利贡献占比高，2023 年占比分别为 47%及 25%，矿山产铜、金毛利率分别为 34%及 45%，显著高于冶炼板块。分金属品种来看，2023 年铜、金、白银和铁矿、铅锌分别贡献毛利占比为 47%、25%、24%、3%。从毛利率角度来看，矿山板块毛利率显著高于冶炼板块，2023 年公司综合毛利率(不含冶炼加工企业)为 49.1%，显著高于公司整体毛利率 16%，其中矿山产铜、金毛利率分别为 55%、45%，大幅高于冶炼端产铜、金的 3%及 1%。

图10: 2018-2023 年公司金属毛利占比 (%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

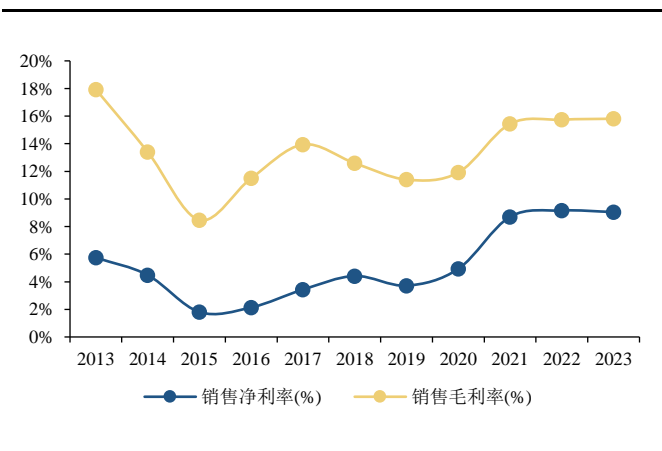
图11: 2018-2023 年公司主要业务毛利率 (%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

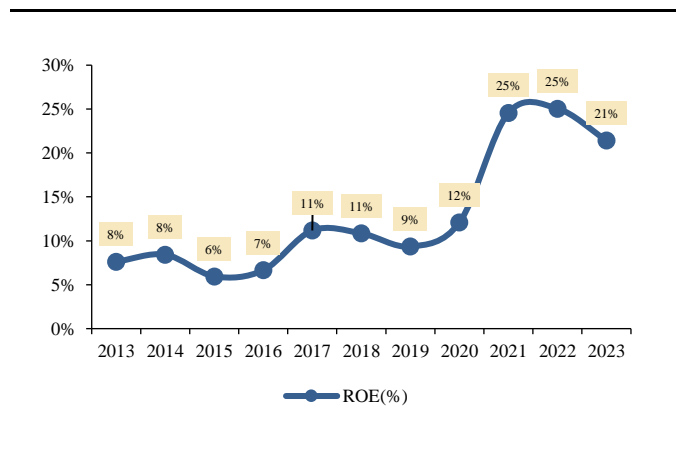
公司毛利率、净利率近年持续增长, ROE 受盈利带动近三年维持在 20%以上。2020-2023 年，公司持续布局高盈利铜、金板块，受益于铜、金价格上行，毛利率、净利率分别由 12%上升至 16%，5%上升至 9%。ROE 角度，近年来公司主要受净利率提升影响 ROE 显著提升，公司 2023 年 ROE (摊薄) 为 21%。

图12: 2013-2023 年公司毛利率及净利率 (%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图13: 2013-2023 年公司 ROE (摊薄) (%)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

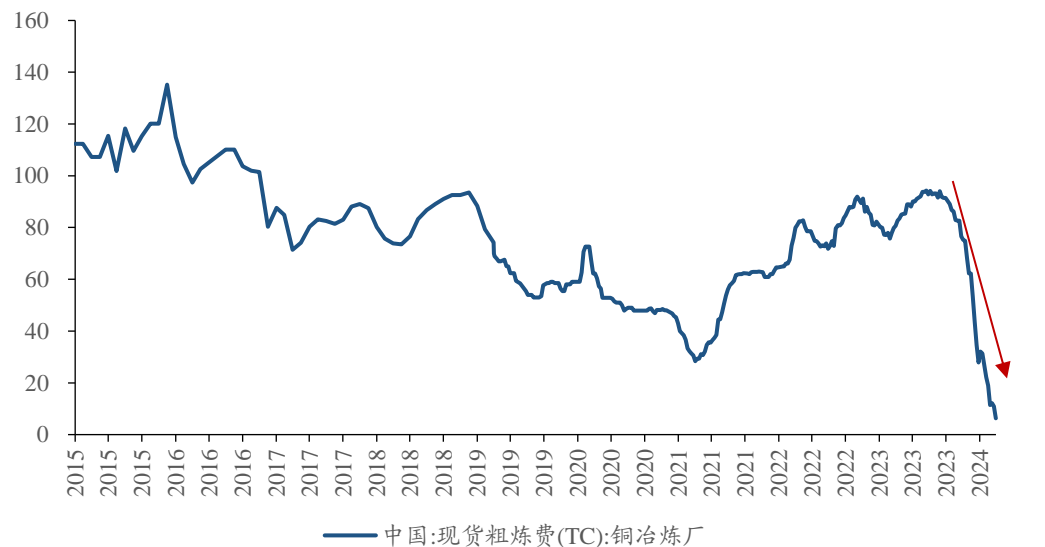
2. 铜长期格局向好，金即将迎来降息周期下价格上行时期

2.1. 铜供给长期受限，需求新能源驱动下平稳增长

供给端：短期来看，TC加工费近期显著下跌，社区扰动增加，铜产储量增速放缓，供给有收紧可能。长期来看，主要铜企资本开支动作放缓，矿山平均品位下降，供给受限。

TC加工费近期呈显著下跌趋势，社区扰动增加及运营成本提升侧面印证供给端面临快速收缩问题。短期来看，2023年9月至2024年3月，中国TC加工费从91.5美元/千吨下降至6美元/千吨，下滑幅度剧烈，侧面反映出铜矿供给收紧的趋势，我们判断社区扰动增加和运营成本提升是供给收紧主要原因，影响事件包含2023年10月就第一量子巴拿马铜矿的持续两月的示威游行导致巴拿马铜矿关停、2023年12月英美资源宣布2024年减产、2024年2月淡水河谷帕拉州Sossego铜矿经营许可证暂时吊销等。

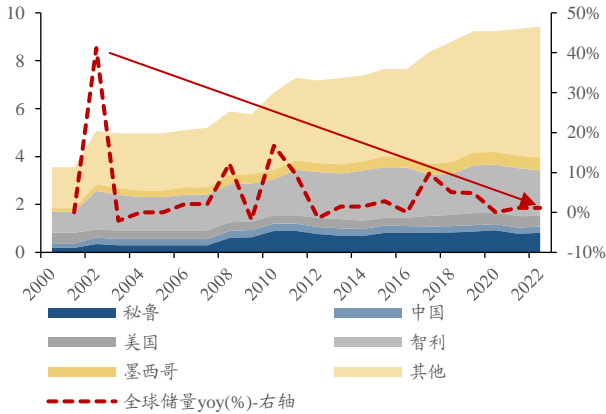
图14：2015-至今TC加工费（美元/千吨）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

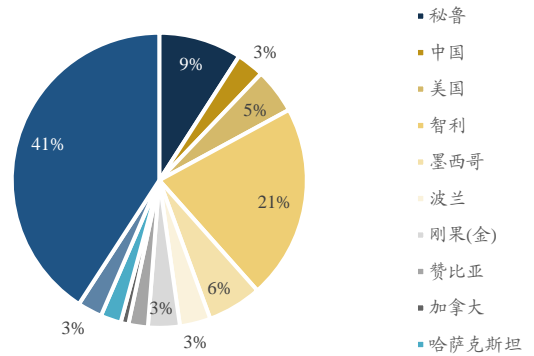
储量方面 2018-2022年，铜矿主要储区储量维持在4亿吨附近，总体储量增速放缓，增量主要来自于新兴产区。2022年全球储量为8.9亿吨（yoy+1%），2000-2022年CAGR为4.5%，近5年增速放缓。2022年主要储区智利、秘鲁、墨西哥、美国和中国（总占比44%）合计储量为3.95亿吨（yoy-2.2%），几乎没有新增探明储量，多系存量储量消耗。其他储区2022年储量为5.5亿吨（yoy+3.6%），贡献主要增量。

图15: 各国铜矿储量(单位: 亿吨)及 yoy



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

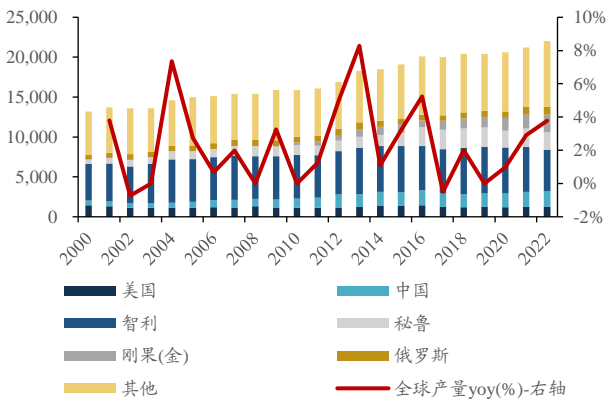
图16: 2022 年全球铜矿资源储量分布情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

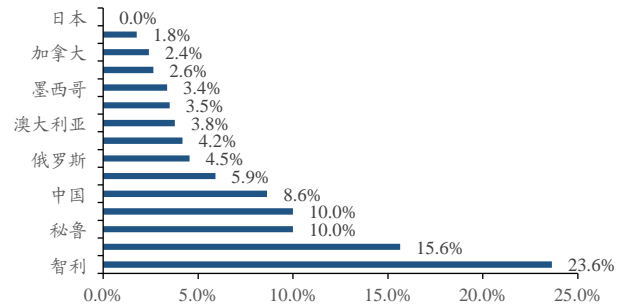
产量方面近两年铜矿主要产区产量维持在 1400 万吨附近，全球产量增速也有所放缓。2022 年主要产区智利、秘鲁、刚果（金）、中国、美国和俄罗斯（总占比 78%）合计储量为 1380 万吨 (yoy+0.4%)，基本保持稳定。2022 年全球产量为 2200 万吨 (yoy+4%)，2000-2022 年 CAGR 为 2.3%，产量增速放缓。

图17: 各国铜矿产量(千吨)及 yoy



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

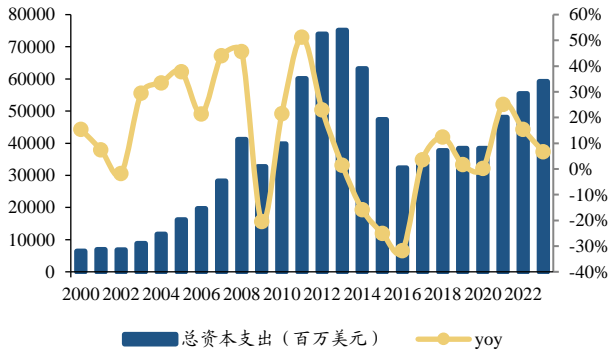
图18: 2022 年全球铜矿产量分布情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

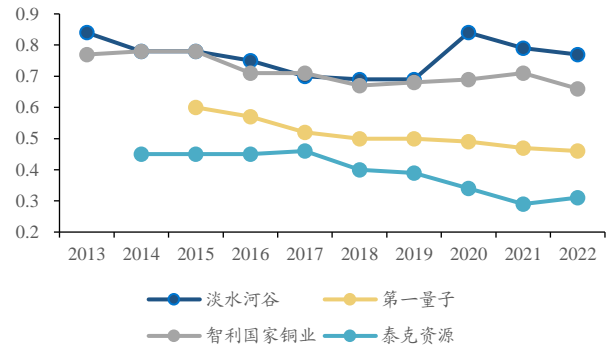
长期来看，主要铜企资本开支动作放缓，矿山平均品位下降，铜供给受限。1) 截至 2023 年，全球主要铜企资本开支为 592 亿美元 (yoy+7%)，相较 2022 年同比 15% 增速下降 8pct，我们预计在 2024 年铜价较高情况下头部铜企对于资本开支投入依然较为谨慎，未来产量高速增长仍缺乏支撑。2) 矿山品位方面，全球矿山由于正从露采逐步转为地采，品位呈下降趋势，例如智利国家铜业平均矿山品位已由 2013 年 0.77% 下滑至 2022 年 0.66%，矿山品位下降或导致企业运营成本增加，对供给端起到制约作用。

图19: 全球主要铜企资本开支及 yoy



数据来源: 彭博, 东吴证券研究所

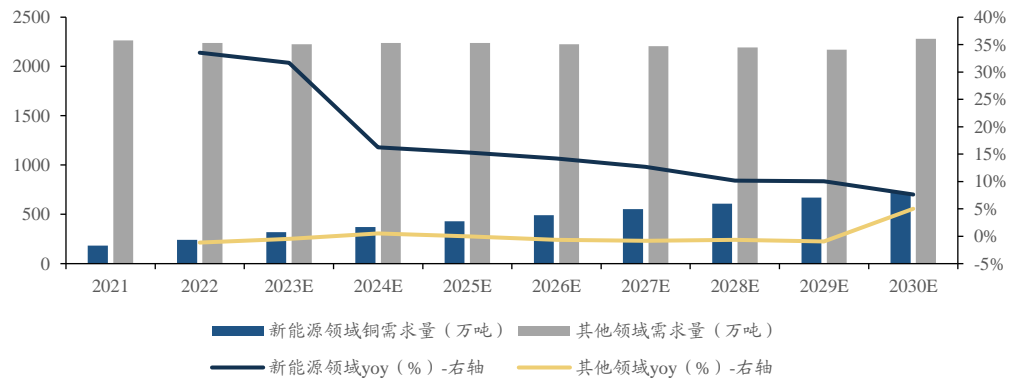
图20: 全球铜企矿山平均品位下降 (%)



数据来源: iFinD, 东吴证券研究所

需求端: 未来新能源成为新的需求增长点, 需求量会有平稳增长。根据 CRU 预测, 2030 年铜需求量将达到 3000 万吨, 2022-2030 年 CAGR 为 2.4%, 其中新能源领域铜需求量 2022-2030 年 CAGR 为 14.5%, 2030 年占比将达到 31.6%, 贡献大部分增量。

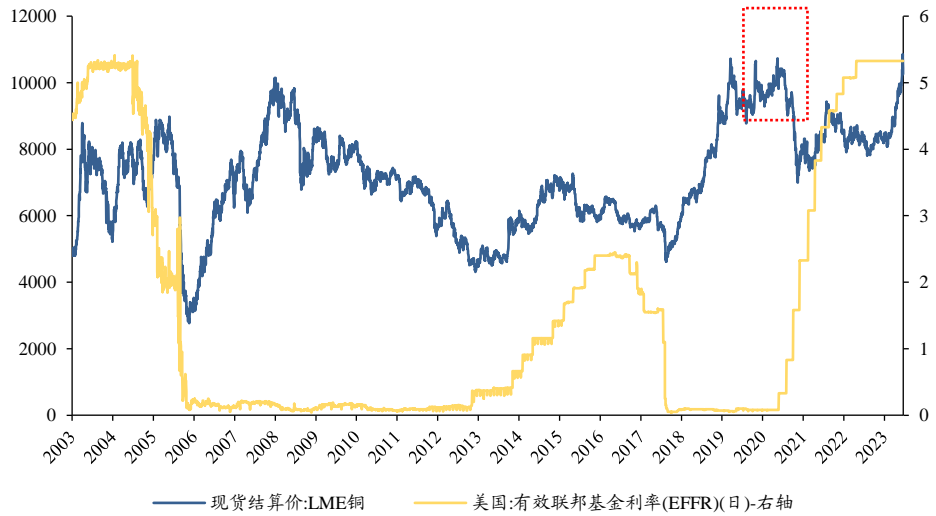
图21: 全球铜需求量预测: 新能源贡献主要增量



数据来源: CRU, 东吴证券研究所

铜价预期: 供给收紧、需求持续增长叠加美联储降息预期, 利好未来铜价。2022 年 3 月始, 为控制日益凸显的通胀倾向, 美联储开始了大规模加息进程, 至 2023 年 8 月, 联邦基金利率已加至 5.33%, 后续降息预期明显, 同时考虑供给长期受限、需求在新能源领域驱动下持续增长, 铜价未来上升空间较大。

图22: 2003 至今铜价和联邦基金利率

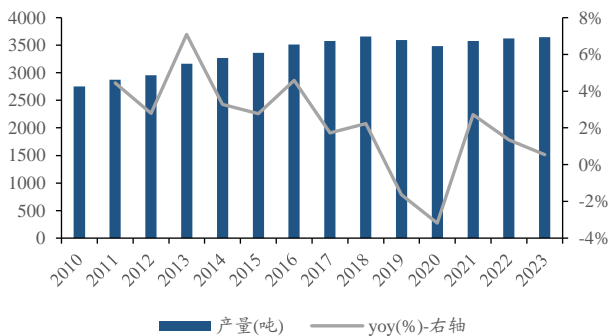


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.2. 金价受金融及避险属性影响显著, 美联储后续降息动作或将拉升金价

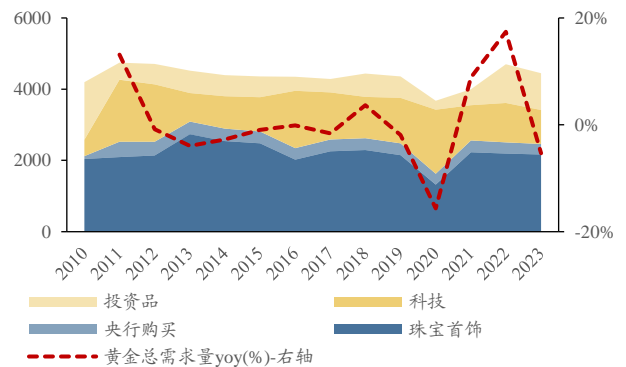
量: 黄金产量维持稳定, 需求量波动增加, 投资品需求或为波动主因。2022 年全球黄金产量为 3644 吨 (yoy+0.5%), 2010-2022 年 CAGR 为 2.2%, 已基本维持稳定。2023 年全球黄金需求总量为 4448 吨 (yoy-5.3%), 其中黄金投资品需求量为 1037 吨, 占比总需求 23%, 是需求总量波动的主因。

图23: 2010-2022 年全球黄金产量 (单位: 吨) 及 yoy



数据来源: 世界黄金协会, 东吴证券研究所

图24: 2010-2022 年全球黄金需求量 (单位: 吨) 和 yoy

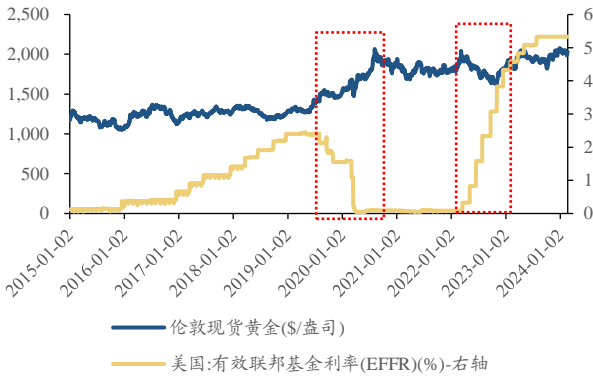


数据来源: 世界黄金协会, 东吴证券研究所

价: 黄金价格受金融属性及避险属性影响显著, 美元指数和避险情绪定价逻辑明显。从联邦基金利率角度来看, 自 2020 年以来, 美联储大幅降息和加息的动作皆伴随着明

显的金价上升和下跌。多次历史数据可以印证，黄金价格与美元指数、长期美债收益率皆呈现出明显的负相关关系。避险情绪角度来看，每次 VIX 恐慌指数大幅上升、达到尖峰后，皆伴随有黄金价格的持续攀升，且俄乌冲突尚未结束下，2024 年为美国大选年，金价或有进一步上涨。

图25: 2015 年至今黄金价格和联邦基金利率



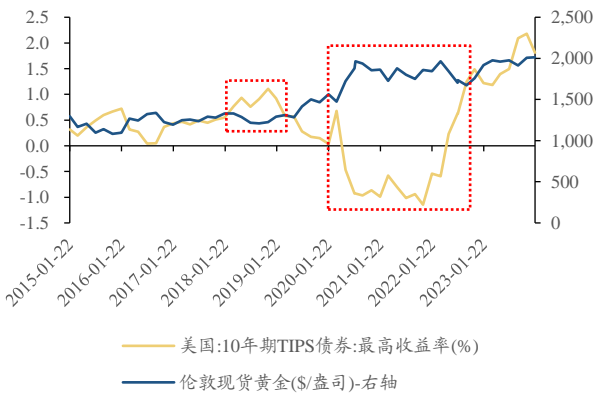
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图26: 2015 年至今黄金价格和美元指数



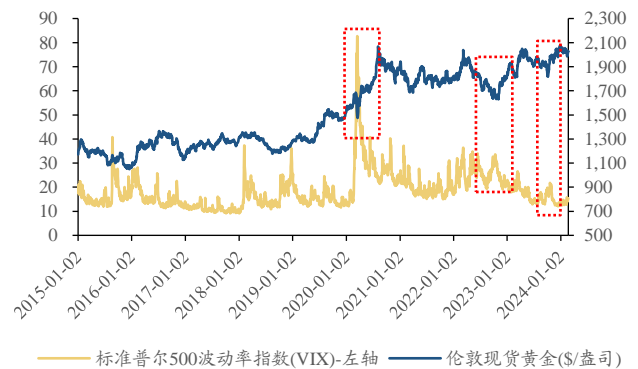
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图27: 2015-今黄金价格和美债收益率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图28: 2015-今黄金价格和 VIX 恐慌指数



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

我们对于金价预期: 美联储降息预期+避险需求增加, 看好黄金未来价格走势。当前, 有效联邦基金利率已经位于 5.33%, 处历史高位, 预计后续美联储降息动作下黄金价格会有持续上升, 同时当前美国消费表现不及预期, 存在避险情绪升温再次拉高金价的可能, 利好未来金价走势。

3. 核心竞争力: 优质资源遍布全球, “五环归一” 打造成本优势

3.1. 量: 优质资源遍布全球主要产区, 逐步回归国内, 持续深耕“铜金”业务

3.1.1. 资源布局扩张：近年布局向周边及国内回归，降低地缘政治风险

为降低地缘政治风险，公司近3年新增并购向周边及国内回归。公司近年并购分3阶段：1) 2015-2016年，公司先后完成了卡莫阿铜矿49.5%股权并购和科卢韦齐铜矿权益增持，完成了在刚果(金)的铜矿布局。2) 2018-2019年，公司先后收购博尔铜矿和Timok铜金矿，将其铜板块扩展至塞尔维亚。3) 2020-2023年，公司进行了三个方向的重要布局——其一，为平衡地缘政治风险，铜矿布局回归国内，收购了西藏巨龙铜矿及朱诺铜矿50.1%/48.6%的权益，形成了西藏-刚果(金)-塞尔维亚3大区域铜布局；其二，加深金品种布局，先后收购武里蒂卡、奥罗拉、罗斯贝尔金矿；其三，进军锂矿行业，收购“两湖一矿”项目。

表2: 公司2022-2023年主要矿业并购资产

| 项目名称 | 收购收益 | 地区 |
|-----------|------------------|----------|
| 阿根廷3Q盐湖锂矿 | 100% | 国外-阿根廷 |
| 拉果错盐湖锂矿 | 70% | 国内-西藏 |
| 道县湘源锂多金属矿 | 66% | 国内-湖南 |
| Manono 锂矿 | 61% | 国外-刚果(金) |
| 萨瓦亚尔顿金矿 | 70% | 国内-新疆 |
| 海域金矿 | 44% (含招金矿业20%权益) | 国内-山东 |
| 招金矿业 | 44% | 国内 |
| 苏里南罗斯贝尔金矿 | 95% | 国外-圭亚那 |
| 沙坪沟钼矿 | 84% | 国内-安徽 |
| 蒙古哈马戈泰铜金矿 | 46% | 周边-蒙古 |
| 朱诺铜矿 | 49% | 国内-西藏 |

数据来源：中国地质科学院，东吴证券研究所

中国铜、金、锂对外依存度高，布局回归可打造自主性优势。公司主营的金和铜，以及获得大量资源的锂中国总储量和产量之间都存在较大差距，三者储量/产量分别为4%/11%，3%/9%，8%/15%。另一方面，中国铜/金/锂对外依存度分别为71%/63%/64%。皆处于较高水平。综上，国内大部分矿企面临较大的供给风险，故公司布局回归可打造相对于国内大部分矿企的自主性优势。

图29: 中国主要矿种储量产量对比

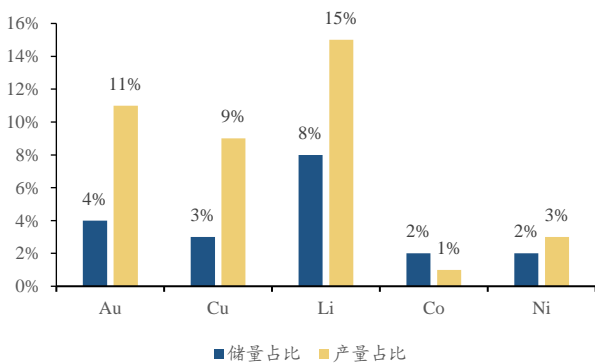
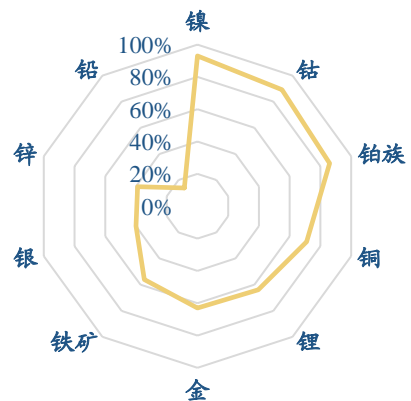


图30: 中国主要矿种对外依存度



数据来源：公司业绩说明会，东吴证券研究所

数据来源：公司业绩说明会，东吴证券研究所

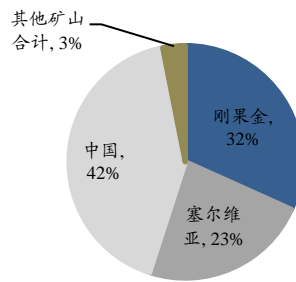
截止 2023 年，公司铜矿山三大区域塞尔维亚、刚果金及中国矿产铜产量比例分别为 23%、32%及 42%，布局整体较为均衡。截至 2023 年公司矿产铜产量为 101 万吨，主要来自刚果金的卡莫阿、中国西藏巨龙及塞紫金三大矿山，其产量 2023 年分别为 18/15/14 万吨，yoy+18%/34%/25%。

表3: 公司 2023 年矿产铜产量 (吨)，并表口径

| 区域 | 矿山简称 | 权益 | 2023 年 | 2022 年 | 同比增量 | 同比增幅 |
|------|-------------|------|-----------|---------|---------|------|
| 刚果金 | 卡莫阿铜业 (权益) | 45% | 177,026 | 150,013 | 27,013 | 18% |
| 中国 | 西藏巨龙铜业 | 50% | 154,368 | 114,977 | 39,391 | 34% |
| 塞尔维亚 | 塞尔维亚紫金矿业 | 100% | 138,512 | 111,021 | 27,491 | 25% |
| 刚果金 | 刚果 (金) 科卢韦齐 | 72% | 127,018 | 128,233 | -1,215 | -1% |
| 中国 | 黑龙江多宝山 | 100% | 111,029 | 110,568 | 461 | 0% |
| 塞尔维亚 | 塞尔维亚紫金铜业 | 63% | 100,397 | 92,977 | 7,420 | 8% |
| 中国 | 福建紫金山金铜矿 | 100% | 86,037 | 86,012 | 25 | 0% |
| 中国 | 阿舍勒铜矿 | 51% | 44,240 | 44,136 | 104 | 0% |
| 中国 | 西藏玉龙 (权益) | 22% | 26,347 | | 26,347 | |
| 非洲 | 厄立特里亚碧沙矿业 | 55% | 17,595 | 17,098 | 497 | 3% |
| 中国 | 吉林珲春紫金 | 100% | 12,337 | 12,138 | 199 | 2% |
| | 其他矿山合计 | | 12,384 | 10,144 | 2,240 | 22% |
| | 总计 | | 1,007,290 | 877,317 | 129,973 | 15% |

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

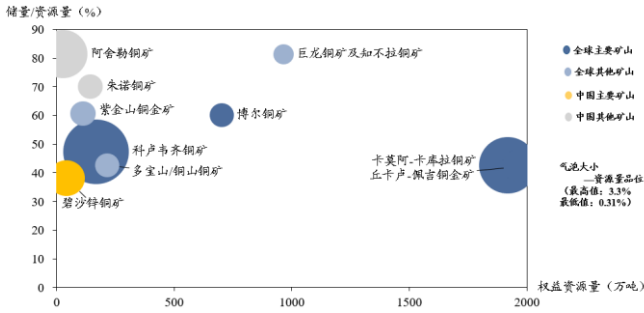
图31: 2023 年公司铜矿三大区域产量占比



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

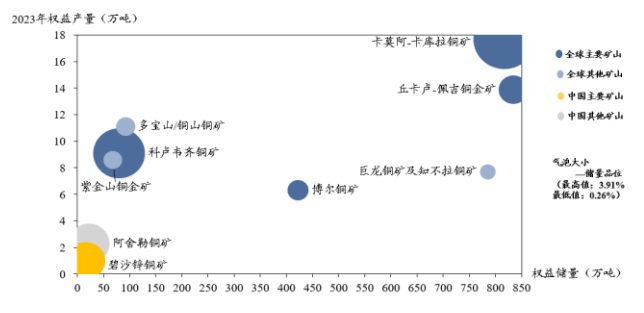
公司 2023 年铜矿权益资源量为 7456 万吨，储量 3340 万吨，储量与资源量占比 45%，未来潜力可期。1) 品位角度，公司高品位矿前三为卡莫阿卡库拉铜矿、科卢韦齐铜矿及阿舍勒铜矿，储量品位分别为 3.9%/2.7%/1.7%。2) 权益资源量角度，前三铜矿为丘卡卢佩吉铜金矿、卡莫阿卡库拉铜矿及巨龙铜矿，分别为 1969/1920/965 万吨，占公司总资源量 65%。3) 储量/资源量角度，公司 5 座铜矿均不到 50%，包括卡莫阿卡库拉铜矿、丘卡卢佩吉铜金矿，未来增长潜力可期。

图32: 2023 年公司主要铜矿权益资源和资源品位



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

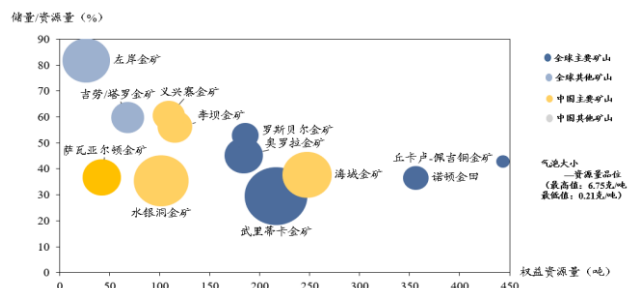
图33: 2023 年公司主要铜矿权益产量和权益储量



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

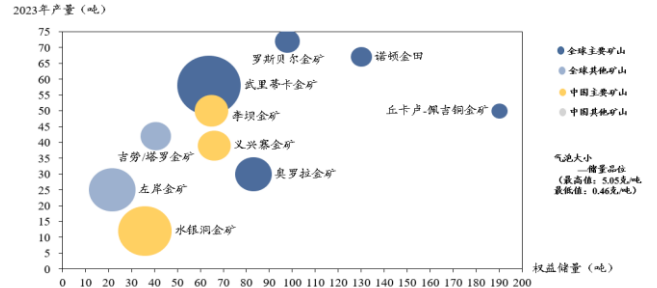
公司 2023 年金矿权益资源量为 2998 吨, 分布较为分散, 储量 1148 吨, 储量与资源量占比 38%。1) 品位角度, 公司高品位矿前三为武里蒂卡金矿、水银洞金矿及海域金矿, 储量品位分别为 7.2%/5.1%/4.4%。2) 权益资源量角度, 前三铜矿为丘卡卢佩吉铜金矿、诺顿金田及海域金矿, 分别为 443/356/247 吨, 占公司总资源量 35%。3) 储量/资源量角度, 公司 5 座铜矿均不到 50%, 包括卡莫阿卡库拉铜矿、丘卡卢佩吉铜金矿, 未来增长潜力可期。

图34: 2023 年公司主要金矿权益资源和资源品位



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图35: 2023 年公司主要金矿权益产量和权益储量



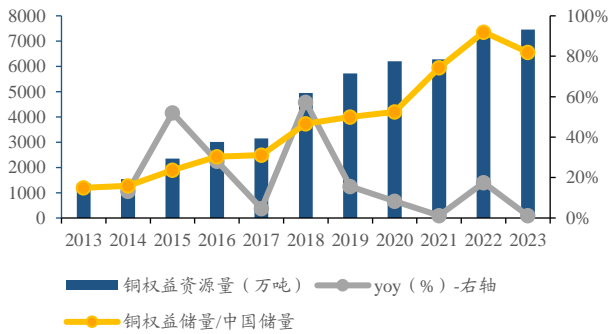
数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

3.1.2. 铜资源增量: 拥有高品位卡莫阿、高储量 Timok+巨龙, 2025 年后增量可期

总量方面, 铜矿山资源公司国内第一, 全球前十; 增量而言, 看好卡莫阿、西藏区域铜矿及 Timok 铜矿。

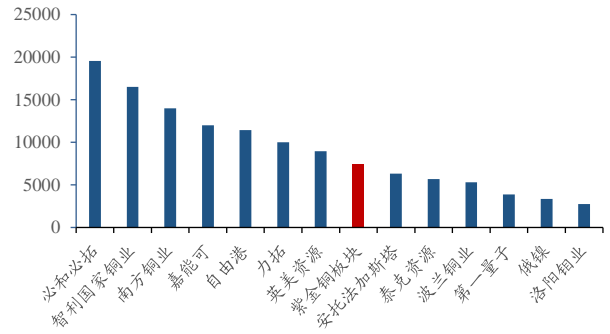
总量: 公司铜矿山资源国内第一, 国际领先。根据公司 2023 年报数据显示, 公司铜权益资源总量已达 7456 万吨, yoy+1.1%, 增速有所放缓, 但未来增量可期。同时, 截至 2023 年公司铜权益储量占中国储量 82%, 铜权益资源量位居国内第一, 全球第八。

图36: 2013-2023 年公司铜矿权益资源量(万吨)及 yoy



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

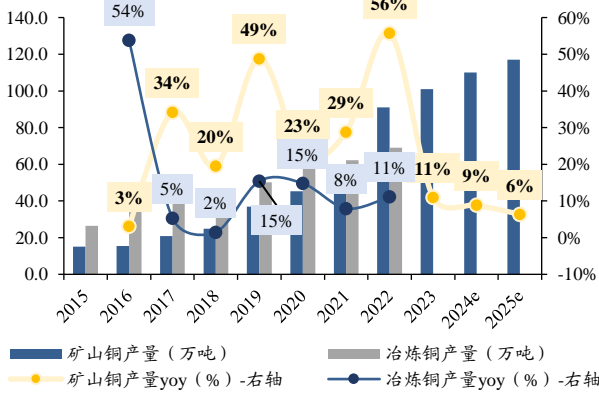
图37: 2023 年全球铜矿权益资源量排名 (万吨)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

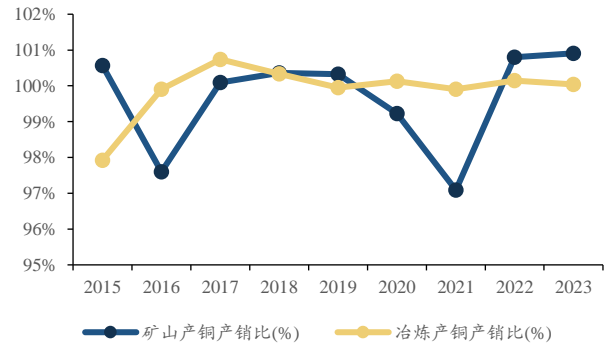
铜产量 2023 年超百万吨, 预计 2024-2025 年每年铜产量增量 10 万吨左右。2013-2023 年公司铜产品产量不断增加, 2023 年矿山产铜产量 101 万吨 (yoy+11%), 受新增和扩建项目投产速度下降影响, 增速略有放缓。2024-2025 年公司预计每年有 5-10 万吨左右的增量, 2025 年公司规划实现年矿产铜 117 万吨, 或有超预期可能, 截至 2023 年公司矿山产铜、冶炼产铜产销比均超 100%, 销售状态良好。

图38: 2015-2025E 年公司铜产品产量 (万吨)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所预测

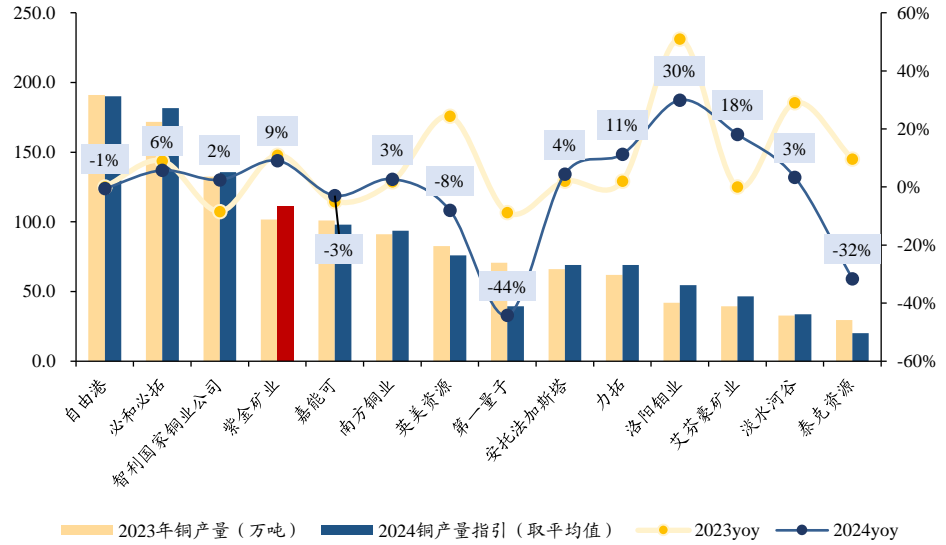
图39: 2015-2023 年公司铜产品产销比



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

公司铜产量处于世界前五, 2024 年指引产量增速位列 CR5 第一。2023 年, 在统计主要铜企中, 紫金相较于其他铜企产量位于前五, 仅排在自由港、必和必拓及智利国家铜业之后。根据各公司 2024 年指引来看, 紫金在前五公司中预计产量增速 9%, 为增速最高企业。

图40: 2023-2024 年世界主要铜企铜产量对比 (万吨)



数据来源: 各公司年报, SMM, 东吴证券研究所

短期卡莫阿、塞紫铜放量, 长期巨龙、朱诺等有增量预期。 1) 就卡莫阿而言, 2024年产量预计增加 11 万吨, 为 2024 年主要增量矿山, 当前公司正在加快其三期 500 万吨/年选厂扩建, 预计 2024Q2 投产, 同时配套 50 万吨/年铜冶炼厂建设预计 2024 年 Q4 投产, 届时年产能将达到 60 万吨以上, 较 2023 年增量仍有 50%。2) 就塞尔维亚铜矿而言, 2024 年产量预计 26.7 万吨, 较 2023 年增加 2.8 万吨, yoy+12%, 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, 较 2023 年增长 26%。3) 就西藏产区而言, 2024 年巨龙产量预计增量 1.2 万吨至 16.6 万吨, yoy+8%, 二期扩建已获核准, 预计 2025 年底建成投产, 达产后一二期合计年矿产铜将达 30-35 万吨, 三期达产后产铜 60 万吨, 增量可期, 朱诺铜矿预计达产后年产 10 万吨铜。

表4: 公司主要铜矿项目技改扩建情况

| 名称 | 地理位置 | 项目状态 | 技改扩建 | 2023 铜产量 (万吨) | 2024 铜产量预计 (万吨) | yoy (%) |
|-----------|-------|-------------|---|---------------|-----------------|---------|
| 丘卡卢-佩吉铜金矿 | 塞尔维亚 | 上带矿在产+下带矿在建 | 上部矿带达产后预计年均产铜 9.14 万吨, 年产量峰值预计产铜 13.5 万吨。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。 | 23.9 | 26.7 | 12% |
| 博尔铜矿 | 塞尔维亚 | 在产+技改扩建 | 博尔铜矿 JM 矿填充法变更为崩落法采矿加快推进; | | | |
| 卡莫阿-卡库拉铜矿 | 刚果(金) | 在产+技改扩建 | 项目一、二期联合改扩能于 2023Q1 建成投产, 年产能达到 45 万吨; 三期选厂较计划提前 6 个月在 2024 年 5 月正式投料运行, 届时产能将提升至 60 万吨铜以 | 39.4 | 50.7 | 29% |

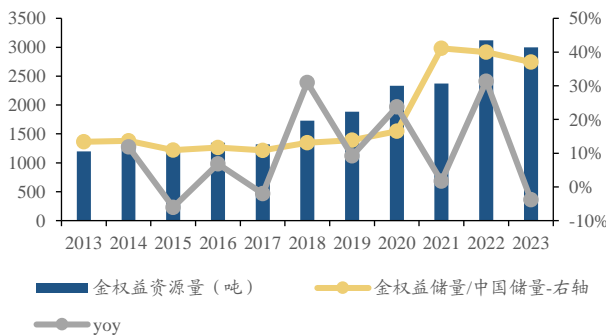
| | | | | | | |
|----------|-------|-------|---|------|------|----|
| | | | 上,同时项目正规划 80 万吨/年的铜产量目标; | | | |
| 科卢韦齐铜矿 | 刚果(金) | 在产 | | 12.7 | 12.8 | 1% |
| 巨龙铜矿 | 西藏自治区 | 在产+扩建 | 拟分阶段实施二期、三期工程,其中二期 20 万吨/日采矿改扩建已获有关部门核准,预计 2025 年底建成投产,达产后一二期合计年矿产铜将达 30-35 万吨。二期、三期全面建成后可望实现每年采选矿石量约 2 亿吨、年产铜 60 万吨规模。 | 15.4 | 16.6 | 8% |
| 朱诺铜矿 | 西藏自治区 | 筹建 | 设计露天开采,规划采选规模为 2400 万吨/年,服务年限 20 年(不含基建期 2 年),达产后年均产铜 9.9 万吨。 | | | |
| 玉龙铜矿 | 西藏自治区 | 在产+扩建 | 2023 年 11 月 8 日,改扩建项目竣工,矿石处理能力将达到 2280 万吨/年,矿产铜由 12 万吨增加至 15 万吨(紫金权益占比 22%)。 | | | |
| 多宝山/铜山铜矿 | 黑龙江省 | 在产+在建 | | | | |
| 紫金山铜金矿 | 福建省 | 在产 | | | | |

数据来源:公司年报,东吴证券研究所

3.1.3. 金资源增量:拥有高品位金矿武里蒂卡,高储量金矿诺顿、Timok,平稳增长

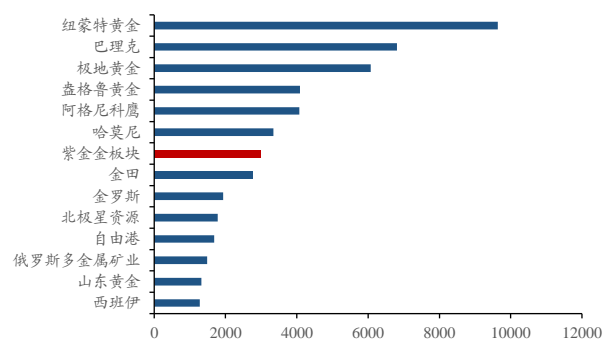
公司金矿山资源总量国内、国际领先。根据公司 2023 年报数据显示,公司金权益资源总量已达 2998 吨, yoy-3.8%,较去年有所下降,权益储量占中国储量 37%,未来潜力可期。公司金权益资源量截至 2023 年位居世界第 7,国际领先。

图41: 2013-2023 年公司金矿权益资源量(吨)及 yoy



数据来源:公司年报,东吴证券研究所

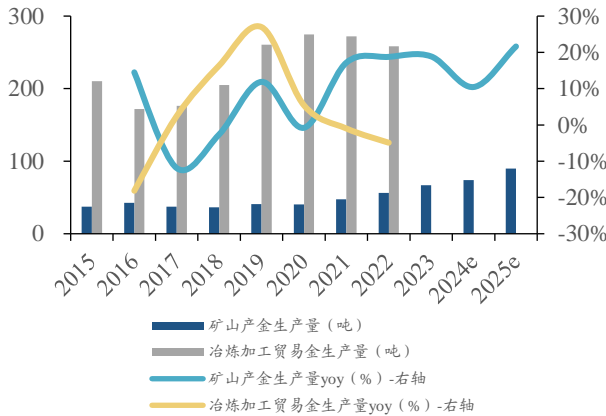
图42: 2023 年世界主要金矿权益资源量排名(吨)



数据来源:公司年报,东吴证券研究所

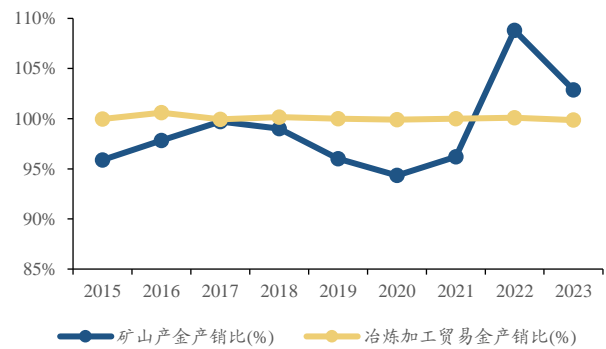
公司矿山产金产量 2023-2025eCAGR 为 16%。2023 年矿山产金产量 67 吨 (yoy+19%)，预计 2024-2025 年皆有 8-10 吨的增量，维持匀速增长，2025 年公司规划实现矿产金 90 吨，2023-2025 年 CAGR16%。截至 2022 年公司矿山产金、冶炼加工贸易金产销比分别为 102.9%/99.9%，销售状态良好。

图43: 2015-2025e 年公司金产品产量



数据来源: 公司年报、三季报, 东吴证券研究所

图44: 2015-2023 年公司金产品产销比



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

短期增量国外关注罗斯贝尔、波格拉，国内关注义兴寨、萨瓦亚尔顿；长期武里蒂卡、诺顿、Timok 潜力可期。

短期波格拉金矿贡献增量，长期山东海域金矿及山西义兴寨金矿放量可期。短期: 1) 位于巴布亚新几内亚的波格拉金矿于 2020 年 4 月因项目矿权到期停产，2023 年 12 月 22 日正式启动复产，其保有黄金资源量 417 吨，在复产、达产后，矿山预计平均年产黄金 21 吨 (公司权益量为 5 吨)，贡献黄金显著增量。2) 位于澳大利亚的诺顿金田由于在产及技改有望在 2024 年贡献 8 吨金，较 2023 年增长 1.3 吨。长期: 1) 山东海域金矿设计采选规模为 12,000 吨/日，整体投产达产后，年矿产黄金约 15-20 吨，有望晋升国内最大的黄金矿山。2) 位于山西省的义兴寨金矿 2022 年产量为 2.1 吨，扩建项目达产后预计年增量 3-4 吨。

表5: 公司主要金矿项目技改扩建情况及 2023、2024 年产量 (吨)

| 名称 | 地理位置 | 项目状态 | 技改扩建 | 2023 金产量 | 2024 金产量 | yoy |
|-----------|------|-------------|--------------------------------------|----------|----------|-----|
| 丘卡卢-佩吉铜金矿 | 塞尔维亚 | 上带矿在产+下带矿在建 | 上部矿带达产后预计年均产金 2.5 吨，年产量峰值预计产金 6.1 吨。 | 6.9 | | |
| 哈马戈泰铜金矿 | 蒙古国 | 预可研 | | | | |
| 武里蒂卡金矿 | 哥伦比亚 | 在产+扩建 | 4,000 吨/日采选技改工程已建成投 | 8.3 | 8.6 | 4% |

| | | | | | | |
|---------|---------|------------|--|-----|-----|-----|
| | | | 产，达产后年产黄金将超8吨。 | | | |
| 罗斯贝尔金矿 | 圭亚那 | 在产+技改优化 | 选厂设计处理能力为1,250万吨/年软岩或770万吨/年硬岩，选厂设备升级预计2023年下半年完工。技改建成达产后将形成年产黄金10吨产能。 | 7.6 | 7.9 | 4% |
| 奥罗拉金矿 | 圭亚那 | 在产 | 拥有7,500吨/日选矿处理能力，正在推进技改和流程优化，达产后年黄金产量4吨以上。 | 3.0 | 3.7 | 23% |
| 诺顿金田 | 澳大利亚 | 在产+技改扩建 | | 6.7 | 8 | 19% |
| 吉劳/塔罗金矿 | 塔吉克斯坦 | 在产+技改扩建 | 具备年产黄金6.5吨的产能，其500吨/日加压氧化项目计划2023年底建成投产。 | | | |
| 左岸金矿 | 吉尔吉斯斯坦 | 在产 | | | | |
| 波格拉金矿 | 巴布亚新几内亚 | 2023年12月复产 | | | 5 | |
| 山西义兴寨金矿 | 山西省 | 在产+扩建 | 6,000吨/日矿山智能化采选改扩建工程项目计划于2023年第三季度建成投产，达产后年新增矿产金3-4吨。 | | | |
| 陇南李坝金矿 | 甘肃省 | 在产 | 正在推进金山金矿2,000吨/日采选工程项目开发前准备。 | 5.9 | | |
| 贵州水银洞金矿 | 贵州省 | 在产+技改扩建 | 1,000吨/日加压预氧化项目计划于2023年建成，4,000吨/日选矿项目正在推进前期筹备，计划2024年建成。 | | | |
| 海域金矿 | 山东省 | 在建 | 设计采选规模为12,000吨/日，整体投产达产后，年矿产黄金约15-20吨，有望晋升国内最大的黄金矿山。 | | | |
| 萨瓦亚尔顿金矿 | 新疆自治区 | 在建 | 设计先露采后地采，设计采选规模240万吨/年，预计露天采矿达产后年均产金约3.3吨，地下采矿达产后年均产金约2.4吨。 | | | |

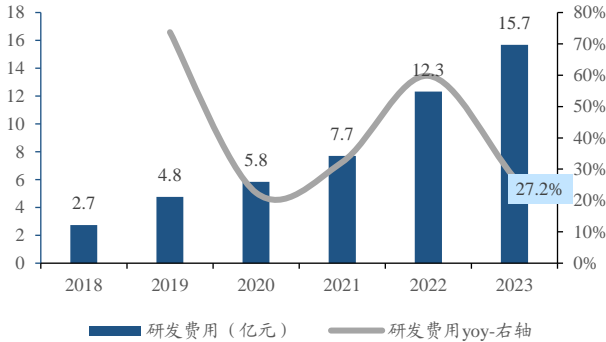
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

3.2. 成本：“五环归一”模式打造技术优势，重心回归推动降本增效

公司持续进行研发投入，“五环归一”模式深化技术优势。公司2023年研发费用15.7亿元，yoy+27.2%，研发费用率为0.53%，有较大提升。自紫金山铜金矿起，公司创造性地逐步形成了集地勘、采矿、选矿、冶金、环保为一体的“五环归一”工程管理模式，在地质勘查、低品位和难选冶矿产资源综合利用、环保方面取得了显著的技术成果，

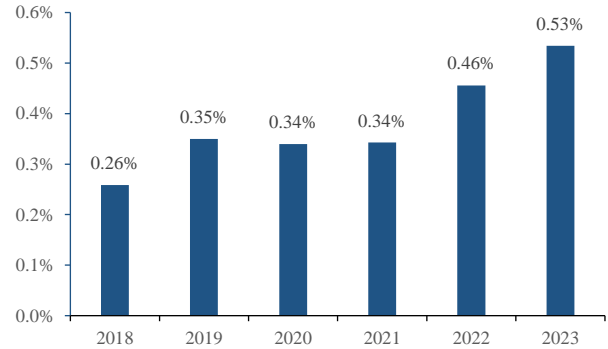
截至 2023 年年底，公司累计具有自主知识产权科研成果 224 项，累计获得省部级以上科技奖励 109 项。

图45：2018-2023 年公司研发费用及 yoy



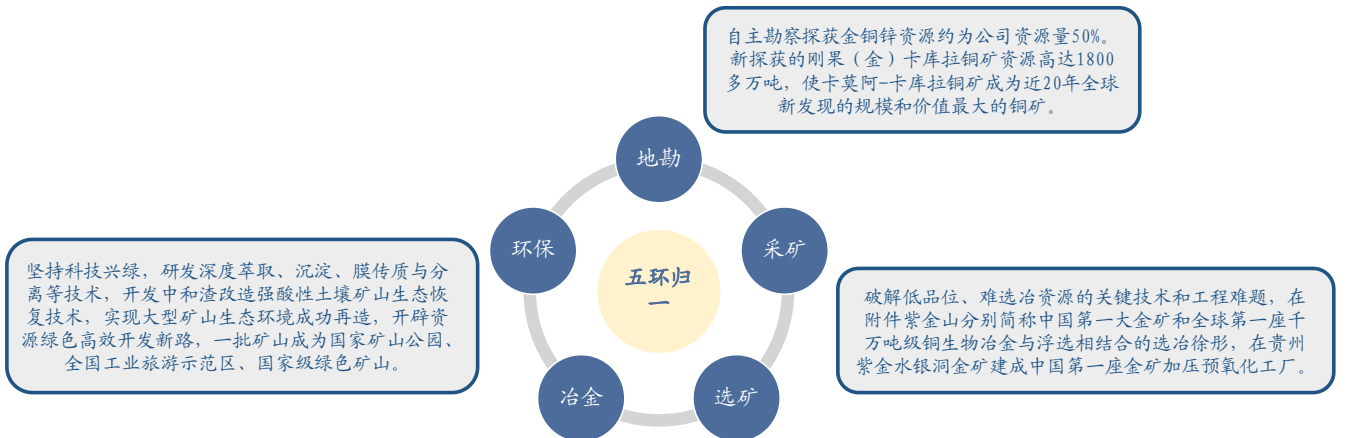
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图46：2018-2023 年公司研发费用率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

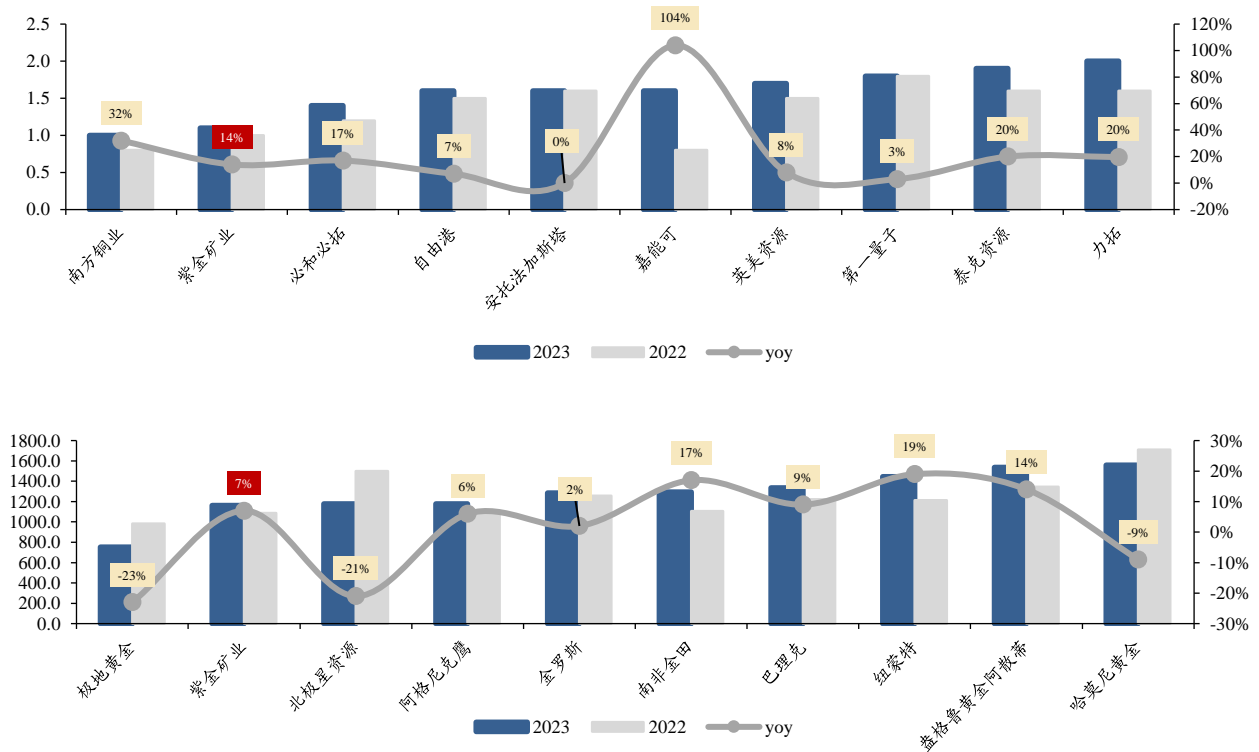
图47：公司“五环归一”工程管理模式



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

对比海外，公司金铜成本 2023 年均控制在世界前二水平。2023 年公司铜 C1 成本仅为 1.1 美元/磅，yoy+14%，对比其他企业成本优势显著，位列第二，仅弱于南方铜业，金 AISC 成本角度，2023 年公司为 1161 美元/盎司，yoy+7%，仅弱于极地黄金，在目前海外电力、运费、人工均有一定上升情况下，预计公司仍有较强控制能力将 2024 年成本控制在合理范围内。

图48: 全球主要铜矿企业 C1 (上图, 美元/磅) 成本及金矿企业 AISC 成本 (下图, 美元/盎司) 对比

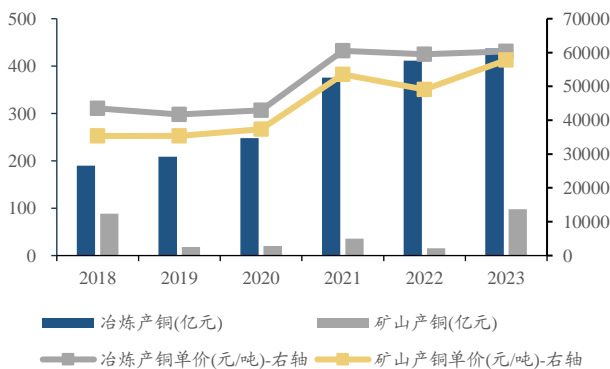


数据来源: 公司官网, Wind, 东吴证券研究所

3.3. 业绩测算: 铜/金价格上涨 1%, 公司毛利率上涨 0.1pct, 股价预计上涨 2%/1%

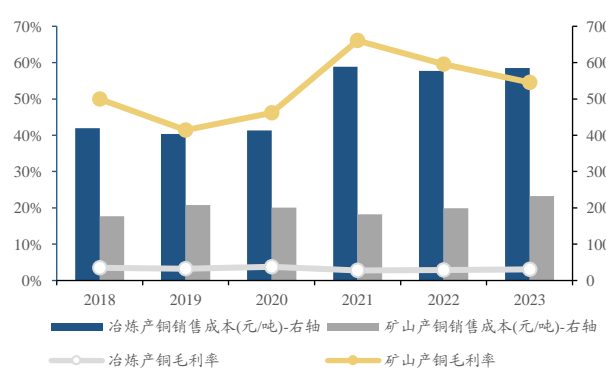
铜产品业绩: 营收跟随价格波动, 矿山产铜毛利率维持高位。2018-2023 年公司营收随价格波动, 2023 年公司矿山产铜营收 98.1 亿元, 销售单价 5.8 万元/吨, 冶炼产铜营收 437.3 亿元, 销售单价 6.0 万元/吨。毛利率角度 2023 年矿山产铜毛利率为 54.5%, 较去年略有下降, 主要受到矿山品位下降及能源成本增加影响, 但仍维持较高水平, 贡献主要毛利; 冶炼产铜毛利率为 3.1%, 维持稳定。

图49: 2018-2023 年公司铜产品营收及单价



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

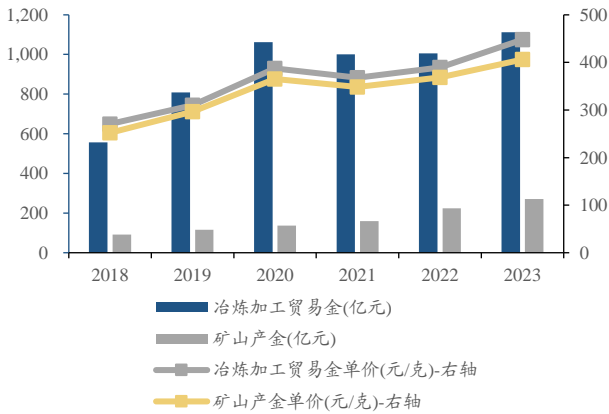
图50: 2018-2023 年公司铜产品销售成本及毛利率



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

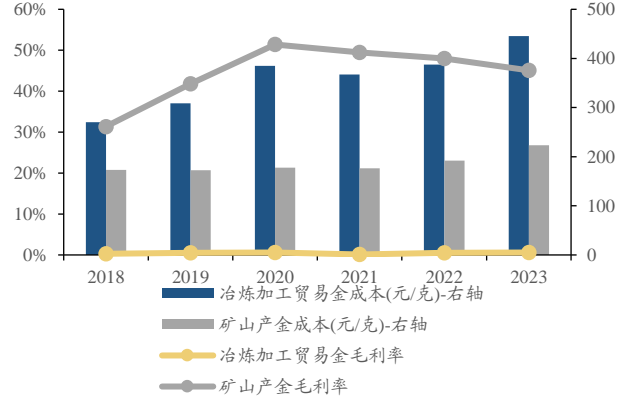
金产品业绩：营收跟随价格波动，矿山产金毛利率维持高位。2018-2023 年公司营收随价格波动，2023 年公司矿山产金营收 271 亿元，销售单价 406 元/克，冶炼加工贸易金营收 1113 亿元，销售单价 448 元/克，营收跟随价格上涨。毛利率角度 2023 年矿山产金毛利率为 45.1%，较去年略有下降，但仍维持较高水平，贡献主要毛利；冶炼产铜毛利率为 0.6%，维持稳定。

图51：2018-2023 年公司金产品营收及单价



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图52：2018-2023 年公司金产品销售成本及毛利率



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

复盘股价角度，公司股价与铜价存在较强正相关性。2015 年以来，公司股价与铜价一直存在较强的正相关关系，2020 年开始迎来有色金属价格上行周期，公司股价持续增长，2023 年至今，公司股价受铜价支撑表现较好，预计未来伴随卡莫阿、巨龙铜矿持续放量，宏观铜供给收紧和美联储降息预期，公司股价仍将与铜价格相关性较高且保持较高位运行。

图53：2015 年至今铜价及公司股价关系



数据来源：Wind，东吴证券研究所

复盘股价角度，公司股价与金价存在较强正相关性，略滞后于金价表现。2015年以来，公司股价与金价存在较强的正相关关系，2020年开始迎来有色金属价格上行周期，公司股价反应略滞后于金价，跟随铜价上涨增长，2023年Q4至今，金价启动仍较公司启动早，或主要受大盘表现不佳影响，2024年公司股价跟随金价上行大幅增长，预计未来公司股价仍将与金价格相关性较高且保持较高位运行。

图54: 2015年至今金价及公司股价关系



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

据我们测算铜价上涨 1%，公司毛利率约增长 0.1pct；金价上涨 1%，公司毛利率约增长 0.1pct。我们假设 2024 年铜和金销量分别为 88 万吨及 74 吨，铜价格变动区间为 64000-80000 元/吨，金价变动为 420-540 元/克，通过测算得出铜价每上涨 1%，公司毛利率约增长 0.1pct；金价每上涨 1%，公司毛利率约增长 0.1pct。

表6: 2024 年铜金价格及毛利率敏感性分析

| 毛利率(%) | 铜价 (元/吨) | | | | | | | | | |
|-------------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 64000 | 66000 | 68000 | 70000 | 72000 | 74000 | 76000 | 78000 | 80000 | |
| 金价 (元/克) | 420 | 19.9% | 20.3% | 20.7% | 21.2% | 21.6% | 22.0% | 22.5% | 22.9% | 23.3% |
| | 440 | 20.2% | 20.7% | 21.1% | 21.5% | 22.0% | 22.4% | 22.8% | 23.2% | 23.7% |
| | 460 | 20.6% | 21.0% | 21.5% | 21.9% | 22.3% | 22.8% | 23.2% | 23.6% | 24.0% |
| | 480 | 21.0% | 21.4% | 21.8% | 22.3% | 22.7% | 23.1% | 23.5% | 23.9% | 24.3% |
| | 500 | 21.3% | 21.8% | 22.2% | 22.6% | 23.0% | 23.5% | 23.9% | 24.3% | 24.7% |
| | 520 | 21.7% | 22.1% | 22.6% | 23.0% | 23.4% | 23.8% | 24.2% | 24.6% | 25.0% |
| | 540 | 22.1% | 22.5% | 22.9% | 23.3% | 23.7% | 24.1% | 24.5% | 24.9% | 25.3% |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

据我们测算铜价/金价上涨 1%，公司股价预计上涨 2%/1%。由于公司近年来费用率持续维持在 8.5%左右，我们测算得出 2024 年铜价每上涨 1%，公司业绩增长 5.4 亿元；金价每上涨 1%，公司业绩增长 3.4 亿元，若按照公司估值 15X、截至 4 月 15 日 4860

亿元市值计算，铜价每上涨 1%，公司股价预计上涨 2%，金价每涨 1%，公司股价预计上涨 1%。

表7：2024 年铜金价格及业绩敏感性分析

| 归母净利 (百万元) | 铜价 (元/吨) | | | | | | | | | |
|---------------|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 64000 | 66000 | 68000 | 70000 | 72000 | 74000 | 76000 | 78000 | 80000 | |
| 金价 (元/克) | 420 | 35128 | 36737 | 38345 | 39954 | 41562 | 43171 | 44780 | 46388 | 47997 |
| | 440 | 36481 | 38089 | 39698 | 41307 | 42915 | 44524 | 46132 | 47741 | 49350 |
| | 460 | 37833 | 39442 | 41051 | 42659 | 44268 | 45877 | 47485 | 49094 | 50702 |
| | 480 | 39186 | 40795 | 42403 | 44012 | 45621 | 47229 | 48838 | 50447 | 52055 |
| | 500 | 40539 | 42147 | 43756 | 45365 | 46973 | 48582 | 50191 | 51799 | 53408 |
| | 520 | 41892 | 43500 | 45109 | 46717 | 48326 | 49935 | 51543 | 53152 | 54761 |
| | 540 | 43244 | 44853 | 46462 | 48070 | 49679 | 51287 | 52896 | 54505 | 56113 |

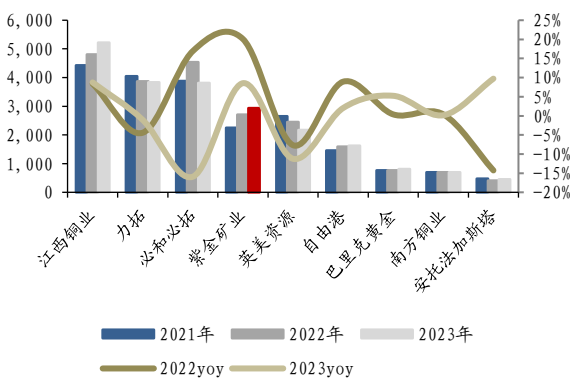
数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

4. 海内外可比公司对比：公司增长潜力大，“横向+纵向”业务布局抵抗周期性波动

4.1. 营收高增、业绩逆势扩张，公司估值增长潜力大

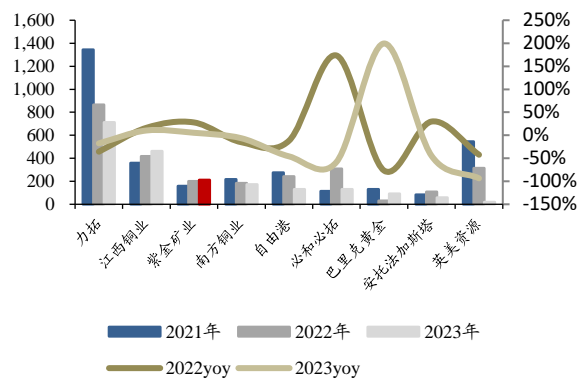
营收高增，业绩逆势扩张，穿越周期优势显著。2023 年公司营收为 2934 亿元，yoy+9%，在统计 9 家龙头企业中，公司处于平均线以上，具有一定规模优势，且增速处于领先水平。2023 年公司归母净利为 211 亿元，yoy+5%，除了巴里克黄金由于 2022 年基数较低增速较快外，其余海外矿企业绩均有一定程度下滑，公司逆势扩张，体现了穿越周期的强大能力。

图55：全球主要矿企营业收入（亿元）及 yoy（%）



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图56：全球主要矿企归母净利（亿元）及 yoy（%）

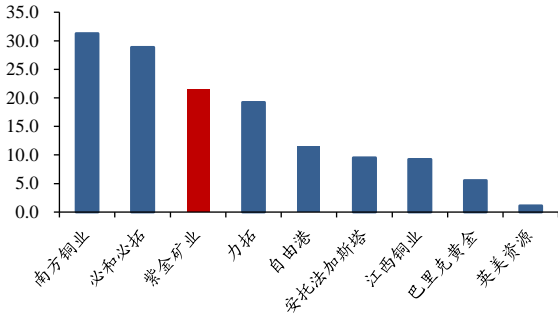


数据来源：Wind，东吴证券研究所

估值角度公司较海外公司对比仍有一定增长空间。2023 年全球主要矿企 ROE 平均值为 15%，公司 ROE 为 22%，仅次于南方铜业及必和必拓。截至 2024 年 5 月 21 日，

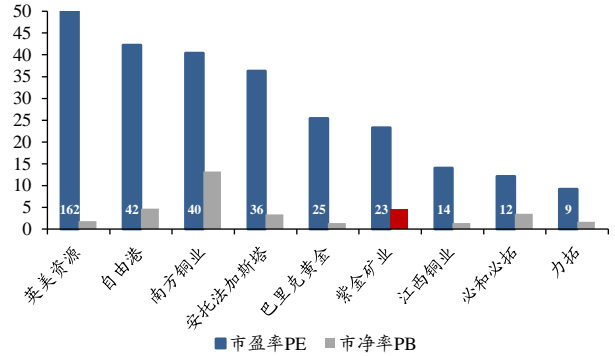
公司市盈率为 23 倍，市净率为 5，市盈率较自由港、南方铜业仍低 40%以上，市净率较南方铜业仍低 65%，估值提升仍有空间。

图57: 2023 年全球主要矿企 ROE (%)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图58: 全球主要矿企当前市盈率及市净率



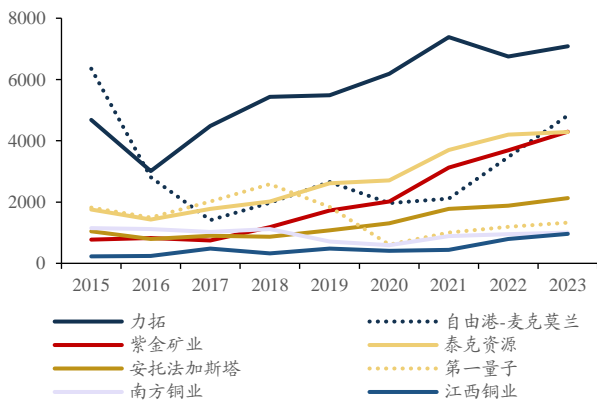
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

备注: 更新日期为 2024 年 5 月 21 日

4.2. 高速高效逆势扩张, “横向+纵向” 业务布局抵抗周期性波动

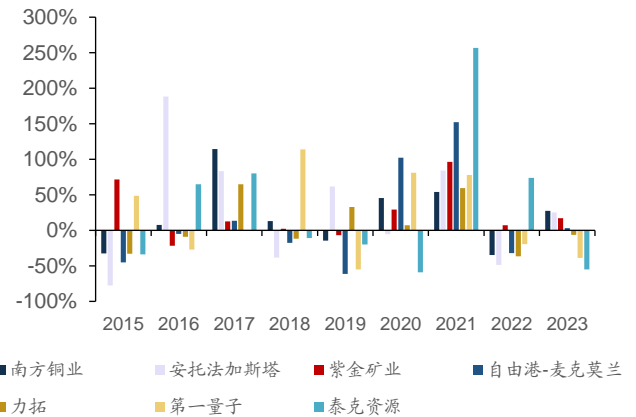
公司资本开支维持较高增速, 周期性平滑现金流。2023 年公司资本开支为 43 亿美元 (yoy+16.5%), 2015-2023 年 CAGR 为 23.9%, 在主要可比公司中处于较高位, 且相对其他铜企保持较高增速。2023 年公司营运现金流增长为 17%, 公司通过纵向布局资源+冶炼、横向布局铜+金拥有了跨越周期的能力, 相对于其他可比公司实现了几乎所有年份的营运现金流正增长。

图59: 全球主要铜企资本开支 (百万美元)



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图60: 全球主要铜企营运现金流增长 (%)

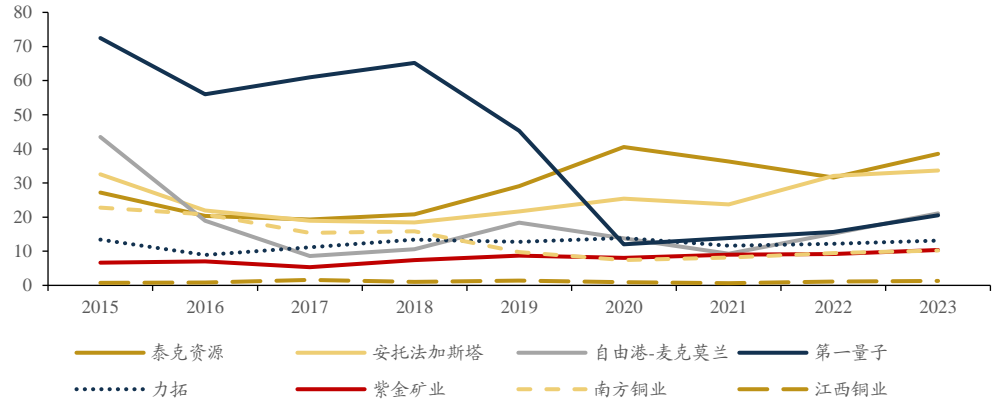


数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

公司单位营收所需资本开支较小, 投资效益高。2023 年公司资本支出/营业收入为 10.4, 与全球主要铜企相比, 公司资本支出/营业收入处于低位, 与南方铜业较为相近,

江西铜业由于资本开支投入较低不具备对比条件，整体来看公司单位营收所需资本开支较小，投资效益较高。

图61：2015-2023 年全球主要铜企资本支出/营业收入



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

5. 盈利预测与估值

行业层面核心假设： 1) 假设 2024-2026 年 SHFE 金价中枢为 546/594/640 元/克。截止 5 月 22 日，SHFE 金价为 573 元/克，接近历史最高点，我们认为主要由于地缘政治扰动事件频发，叠加市场预期后续美联储降息导致。后续预计随着央行购金持续、降息开启，金价仍有一定支撑。因此我们假设金价中枢维持在目前水平。

2) 假设 2024-2026 年 LME 铜价中枢为 9500/10000/11000 美元/吨。截止 5 月 22 日，LME 铜价为 10396 美元/吨，接近历史新高，我们认为主要由于供给收缩预期提前以及需求超预期导致，叠加对后续降息预期博弈，推高铜价，展望后市，供给短缺逻辑不变，冶炼费仍处低位，需求端目前海外表现优于国内，对铜价有一定支撑。因此我们假设铜价中枢短期维持在目前水平，后续进入降息阶段有望中枢平稳上移。

公司层面 2024-2026 年核心假设：

- 1) 矿产铜：假设公司矿山端 2024-2026 年产量为 111/122/130 万吨，整体 2024-2026 年矿产铜业务收入为 499/596/666 亿元；
- 2) 矿产金：假设公司矿山端 2024-2026 年产量为 74/85/90 吨，整体 2024-2026 年矿产金业务收入为 343/430/491 亿元；
- 3) 矿产碳酸锂：假设公司矿山端 2024-2026 年产量为 2.5/10/15 万吨，整体 2024-2026 年矿产锂业务收入为 24/95/143 亿元；
- 4) 矿产锌/银/铁精矿：预计公司矿产锌/铅 2024-2026 年产量为 47/50/50 万吨，矿

产银为 410/450/480 吨，整体 2024-2026 年矿产锌/银/铁精矿合计业务收入为 83/92/98 亿元；

5) 冶炼加工金/铜/锌: 预计公司冶炼整体 2024-2026 年金/铜/锌合计业务收入为 1709/1757/1842 亿元；

6) 贸易业务: 公司贸易业务较为稳定，预计公司贸易业务收入为 1875/1913/1951 亿元；

盈利预测: 根据以上假设，我们预计 2024-2026 年公司营业总收入分别为 3138/3321/3472 亿元，yoy+7%/6%/5%；公司归母净利润分别为 275/353/407 亿元，yoy+30%/28%/15%。

表8: 盈利预测拆分 (单位: 百万元)

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业总收入 | 270,329 | 293,403 | 313,791 | 332,069 | 347,209 |
| yoy | 20% | 9% | 7% | 6% | 5% |
| 综合毛利率 | 16% | 16% | 18% | 21% | 23% |
| 矿山产金 | 22,419 | 27,091 | 34,329 | 43,030 | 49,059 |
| 占比 | 8% | 9% | 12% | 15% | 17% |
| yoy | 41% | 21% | 27% | 25% | 14% |
| 毛利率 | 48% | 45% | 51% | 54% | 56% |
| 矿山产铜 | 36,254 | 41,474 | 49,865 | 59,591 | 66,570 |
| 占比 | 13% | 14% | 17% | 20% | 23% |
| yoy | 28% | 14% | 20% | 20% | 12% |
| 毛利率 | 60% | 55% | 56% | 57% | 57% |
| 矿山产碳酸锂 | | | 2,375 | 9,500 | 14,250 |
| 占比 | | | 1% | 3% | 5% |
| yoy | | | 0% | 300% | 50% |
| 毛利率 | | | 30% | 30% | 30% |
| 矿山产锌 | 6,274 | 4,918 | 5,465 | 6,105 | 6,410 |
| 占比 | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% |
| yoy | 11% | -22% | 11% | 12% | 5% |
| 毛利率 | 49% | 22% | 27% | 27% | 27% |
| 矿山产银 | 1,231 | 1,439 | 1,652 | 1,912 | 2,141 |
| 占比 | 0% | 0% | 1% | 1% | 1% |
| yoy | 17% | 17% | 15% | 16% | 12% |
| 毛利率 | 46% | 51% | 56% | 58% | 59% |
| 铁精矿 | 1,215 | 1,227 | 1,168 | 1,226 | 1,285 |
| 占比 | 0% | 0% | 0% | 0% | 0% |
| yoy | -56% | 1% | -5% | 5% | 5% |
| 毛利率 | 68% | 60% | 59% | 58% | 57% |
| 冶炼加工金 | 100,580 | 111,256 | 119,270 | 122,219 | 129,601 |
| 占比 | 37% | 38% | 41% | 42% | 44% |

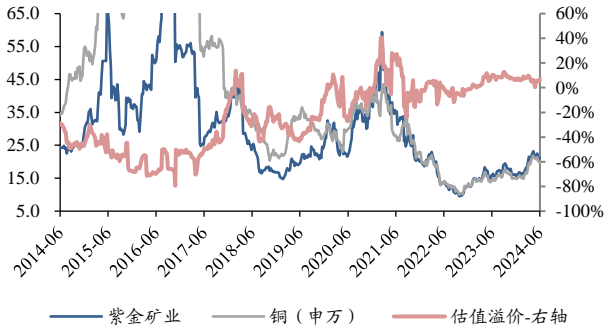
| | | | | | |
|----------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| yoy | 1% | 11% | 7% | 2% | 6% |
| 毛利率 | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% |
| 冶炼产铜 | 41,136 | 43,731 | 45,250 | 47,060 | 48,266 |
| 占比 | 15% | 6% | 15% | 16% | 16% |
| yoy | 10% | 6% | 3% | 4% | 3% |
| 毛利率 | 3% | 3% | 1% | -1% | -3% |
| 冶炼产锌 | 7,095 | 6,391 | 6,382 | 6,382 | 6,382 |
| 占比 | 3% | 2% | 2% | 2% | 2% |
| yoy | 10% | -10% | 0% | 0% | 0% |
| 毛利率 | 5% | 7% | 7% | 7% | 7% |
| 贸易及其他收入 | 171,518 | 183,864 | 187,542 | 191,293 | 195,118 |
| 贸易和其他业务毛利率 | 4% | 6% | 6% | 6% | 6% |
| 内部抵销数 | -117,395 | -127,988 | -139,507 | -156,248 | -171,873 |
| yoy | -18% | 9% | -9% | -12% | -10% |
| 毛利率 | 3% | 3% | 3% | 3% | 3% |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 20,042 | 21,119 | 27,485 | 35,293 | 40,736 |
| yoy | 28% | 5% | 30% | 28% | 15% |
| 归母净利率 | 7.4% | 7.2% | 8.8% | 10.6% | 11.7% |

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测

估值及投资建议：我们预计公司 2024-2026 年 公司 EPS 分别为 1.0、1.3、1.6 元/股，对应 PE 分别为 17/13/11 倍。从 PE (TTM) 来看，自 2023 年以来，紫金矿业平均 PE 为 17 倍，处于历史 10 年 20 分位水平，相较上一轮 2020-2021 年铜价高位时期平均 PE(TTM)31 倍仍有较大成长空间，而对比整个申万铜板块，紫金矿业 2023 年以前估值溢价不够显著，仅在收购后业绩明显提升情况下有一定溢价，而 2023 年至今，我们认为由于公司规模效应显著，且铜产量再上一个新台阶，相较板块估值溢价凸显，2023 年至今持续高于铜（申万）板块 5-10%。

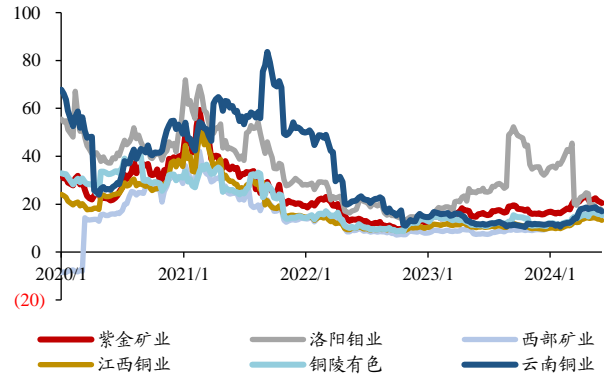
对应具体可比公司上，我们选取了铜重点矿业公司洛阳钼业、西部矿业、江西铜业、铜陵有色、云南铜业进行对比，从历史角度来看，紫金矿业规模优势逐步得到估值认可，自 2023 年后，除了洛阳钼业估值一段时间高于紫金矿业外，其余时间紫金矿业估值均显著领先于其他公司，截至 6 月 24 日，公司 PE (TTM) 高于其他公司 18-65%，2024 年可比公司平均 PE 为 12.1 倍，我们预计公司 PE 为 16.7 倍，基于公司为亚洲唯一矿产铜产量破百万吨矿企且未来 5 年规划目标清晰，首次覆盖，给予“买入”评级。

图62: 紫金相较于铜板块 PE(TTM)的估值溢价



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图63: 紫金矿业及可比公司 PE(TTM)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表9: 可比公司估值表 (截至 2024 年 6 月 24 日)

| 股票代码 | 公司 | 市值 (亿元) | 股价 (元) | 归母净利润 (亿元) | | | PE | | |
|-----------|------|------------|-----------|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 2024E | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E |
| 603993.SH | 洛阳钼业 | 1,782 | 8.3 | 109.7 | 124.2 | 135.2 | 16.2 | 14.4 | 13.2 |
| 601168.SH | 西部矿业 | 422 | 17.7 | 36.6 | 40.3 | 44.6 | 11.5 | 10.5 | 9.5 |
| 600362.SH | 江西铜业 | 822 | 23.7 | 78.4 | 88.2 | 90.6 | 10.5 | 9.3 | 9.1 |
| 000630.SZ | 铜陵有色 | 449 | 3.5 | 40.5 | 46.1 | 54.8 | 11.1 | 9.8 | 8.2 |
| 000878.SZ | 云南铜业 | 252 | 12.6 | 22.1 | 24.4 | 27.7 | 11.4 | 10.3 | 9.1 |
| | 平均 | | | | | | 12.1 | 10.8 | 9.8 |
| 601899.SH | 紫金矿业 | 4,599 | 17.5 | 274.8 | 352.9 | 407.4 | 16.7 | 13.0 | 11.3 |

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

备注: 可比公司预测来自 Wind 一致预期

6. 风险提示

市场竞争格局加剧: 行业需求不及预期, 市场可能受到竞争加剧影响。

地缘政治风险: 地缘政治风险导致金属资源生产销售受阻, 进而带来销售风险。

金属价格不及预期: 矿端供给持续增长导致供需缺口进一步增大, 或带动铜价下跌, 金价目前仍处高位, 若降息推迟, 金价或有下跌风险。

紫金矿业三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流动资产 | 77,629 | 100,401 | 139,460 | 163,191 | 营业总收入 | 293,403 | 313,791 | 332,069 | 347,209 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 23,756 | 43,380 | 78,828 | 100,184 | 营业成本(含金融类) | 247,024 | 256,377 | 261,823 | 268,008 |
| 经营性应收款项 | 13,807 | 14,224 | 15,130 | 15,338 | 税金及附加 | 4,850 | 5,187 | 5,489 | 5,740 |
| 存货 | 29,290 | 29,341 | 29,949 | 30,171 | 销售费用 | 766 | 941 | 996 | 1,042 |
| 合同资产 | 1,144 | 1,424 | 1,507 | 1,576 | 管理费用 | 7,523 | 7,845 | 8,634 | 9,027 |
| 其他流动资产 | 9,632 | 12,031 | 14,044 | 15,922 | 研发费用 | 1,567 | 1,883 | 1,992 | 2,083 |
| 非流动资产 | 265,377 | 301,641 | 337,540 | 370,663 | 财务费用 | 3,268 | 3,138 | 3,322 | 3,474 |
| 长期股权投资 | 31,632 | 41,496 | 51,864 | 61,768 | 加:其他收益 | 542 | 550 | 600 | 600 |
| 固定资产及使用权资产 | 81,800 | 91,437 | 100,016 | 106,815 | 投资净收益 | 3,491 | 3,500 | 4,000 | 4,000 |
| 在建工程 | 35,927 | 34,933 | 33,990 | 33,093 | 公允价值变动 | (19) | (250) | (250) | (250) |
| 无形资产 | 67,892 | 82,136 | 97,515 | 112,352 | 减值损失 | (519) | (262) | (442) | (379) |
| 商誉 | 692 | 928 | 1,180 | 1,418 | 资产处置收益 | 37 | 14 | 14 | 8 |
| 长期待摊费用 | 2,534 | 2,879 | 3,216 | 3,566 | 营业利润 | 31,937 | 41,972 | 53,735 | 61,813 |
| 其他非流动资产 | 44,899 | 47,832 | 49,760 | 51,652 | 营业外净收支 | (649) | (1,254) | (1,452) | (1,466) |
| 资产总计 | 343,006 | 402,041 | 476,999 | 533,854 | 利润总额 | 31,287 | 40,718 | 52,283 | 60,347 |
| 流动负债 | 84,182 | 83,619 | 90,323 | 95,974 | 减:所得税 | 4,748 | 6,179 | 7,934 | 9,158 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 39,018 | 43,190 | 46,507 | 49,610 | 净利润 | 26,540 | 34,539 | 44,349 | 51,189 |
| 经营性应付款项 | 16,371 | 13,356 | 13,851 | 14,011 | 减:少数股东损益 | 5,420 | 7,054 | 9,058 | 10,454 |
| 合同负债 | 6,164 | 5,400 | 6,051 | 6,032 | 归属母公司净利润 | 21,119 | 27,485 | 35,293 | 40,736 |
| 其他流动负债 | 22,629 | 21,672 | 23,914 | 26,322 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 0.80 | 1.04 | 1.34 | 1.55 |
| 非流动负债 | 120,460 | 142,821 | 166,711 | 166,711 | EBIT | 31,988 | 43,856 | 55,605 | 63,822 |
| 长期借款 | 77,531 | 100,221 | 124,094 | 124,094 | EBITDA | 42,251 | 57,384 | 70,720 | 80,217 |
| 应付债券 | 25,287 | 25,287 | 25,287 | 25,287 | 毛利率(%) | 15.81 | 18.30 | 21.15 | 22.81 |
| 租赁负债 | 81 | 98 | 115 | 115 | 归母净利率(%) | 7.20 | 8.76 | 10.63 | 11.73 |
| 其他非流动负债 | 17,562 | 17,215 | 17,215 | 17,215 | 收入增长率(%) | 8.54 | 6.95 | 5.82 | 4.56 |
| 负债合计 | 204,643 | 226,440 | 257,034 | 262,684 | 归母净利润增长率(%) | 5.38 | 30.14 | 28.41 | 15.42 |
| 归属母公司股东权益 | 107,506 | 137,691 | 172,998 | 213,750 | | | | | |
| 少数股东权益 | 30,857 | 37,911 | 46,967 | 57,420 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 138,363 | 175,601 | 219,966 | 271,170 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 343,006 | 402,041 | 476,999 | 533,854 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | 重要财务与估值指标 | | | | | |
|-------------|----------|----------|----------|-----------|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 经营活动现金流 | 36,860 | 45,163 | 65,545 | 75,038 | 每股净资产(元) | 4.08 | 5.23 | 6.57 | 8.12 |
| 投资活动现金流 | (33,965) | (49,308) | (50,172) | (48,447) | 最新发行在外股份(百万股) | 26,326 | 26,326 | 26,326 | 26,326 |
| 筹资活动现金流 | (5,817) | 22,397 | 18,562 | (6,500) | ROIC(%) | 10.26 | 11.91 | 12.41 | 12.22 |
| 现金净增加额 | (1,974) | 18,176 | 33,950 | 20,106 | ROE-摊薄(%) | 19.64 | 19.96 | 20.40 | 19.06 |
| 折旧和摊销 | 10,263 | 13,528 | 15,115 | 16,396 | 资产负债率(%) | 59.66 | 56.32 | 53.89 | 49.21 |
| 资本开支 | (30,329) | (37,844) | (39,777) | (38,786) | P/E (现价&最新股本摊薄) | 21.78 | 16.73 | 13.03 | 11.29 |
| 营运资本变动 | 505 | (8,009) | (827) | (388) | P/B (现价) | 4.28 | 3.34 | 2.66 | 2.15 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>