

勘探增储+逆周期并购，矿业龙头两大“法宝”

2024年06月28日

➤ **事件：公司发布增储公告。**紫金矿业旗下西藏巨龙铜矿和黑龙江铜山铜矿获得自然资源主管部门出具的矿产资源储量评审意见，合计新增备案铜金属资源量 1,837.7 万吨、铜金属储量 577.7 万吨，约占中国 2022 年末铜储量的 14.2%。

➤ **西藏巨龙铜矿：中国目前备案资源量最多的铜矿山。**本次备案巨龙铜矿铜金属量达到 2588.04 万吨，铜储量达到 1535.73 万吨，权益资源量为 1296.6 万吨，权益储量为 769.4 万吨。相比于 2022 年，新增铜金属资源量为 1472.6 万吨，新增铜储量为 577.7 万吨，新增权益资源量 737.8 万吨（占 2023 年公司铜权益资源量的 17.4%），新增权益储量 289.4 万吨（占 2023 年公司铜权益储量的 23.0%）。值得注意的是，本次增储伴随着铜边际品位从 0.3% 下降至 0.17%，标志着公司采选能力已经可以以较高回收率回收品位低至 0.17% 的矿石，一定程度上来说是技术赋能了本次增储。

➤ **黑龙江铜山铜矿：中国东北地区近 40 年来唯一探明的超大型单体铜矿。**本次新增 V 号矿体为中国东北地区近 40 年来唯一探明的超大型铜矿体。本次备案铜山铜矿铜金属量达到 383.31 万吨，其中 V 号矿体为新发现斑岩型盲矿体（主要分布在地下 639-2,049 米），铜金属资源量达到 281 万吨。新增铜金属资源量 365.1 万吨（占 2023 年公司铜权益资源量的 5.1%）。除前述新增铜金属资源量外，铜山铜矿另新增伴生资源钼金属量 13 万吨、金金属量 55 吨、银金属量 1,104 吨。

➤ **自主地质找矿勘探，实现矿产内生性增长。**公司自主地质勘查具有行业竞争优势，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。

➤ **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润 282 亿元、345 亿元、396 亿元，对应 6 月 28 日收盘价的 PE 为 17x、14x 和 12x，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。

推荐

维持评级

当前价格：

17.57 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

相关研究

1. 紫金矿业 (601899.SH) 2024 年一季报深度点评：成本管控初见成效，铜金将迎量价齐升-2024/04/23

2. 紫金矿业 (601899.SH) 2023 年年报深度点评：飞龙在天-2024/03/25

3. 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

4. 紫金矿业 (601899.SH) 动态报告：多点开花业绩环比提升，期待铜金锂持续成长-2023/10/29

5. 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

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	369,844	388,683
增长率 (%)	8.5	17.7	7.1	5.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	21,119	28,230	34,532	39,572
增长率 (%)	5.4	33.7	22.3	14.6
每股收益 (元)	0.79	1.06	1.30	1.49
PE	22	17	14	12
PB	4.3	3.5	3.0	2.5

资料来源：ifind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 6 月 28 日收盘价）

目录

1 事件：公司发布增储公告	3
2 分析：技术助力，勘探重大突破	4
2.1 西藏巨龙铜矿：中国目前备案资源量最多的铜矿山	4
2.2 黑龙江铜山铜矿：中国东北地区近 40 年来唯一探明的超大型单体铜矿	5
2.3 自主地质找矿勘探，实现矿产内生性增长	6
3 核心看点与投资建议	7
3.1 核心看点	7
3.2 投资建议	7
4 风险提示	8
表格目录	10

1 事件：公司发布增储公告

事件：公司发布增储公告。紫金矿业旗下西藏巨龙铜矿和黑龙江铜山铜矿获得自然资源主管部门出具的矿产资源储量评审意见，合计新增备案铜金属资源量 1,837.7 万吨、铜金属储量 577.7 万吨，约占中国 2022 年末铜储量的 14.2%。

2 分析：技术助力，勘探重大突破

2.1 西藏巨龙铜矿：中国目前备案资源量最多的铜矿山

公司于 2020 年收购西藏巨龙铜业有限公司（“巨龙铜业”）50.1% 权益，获得西藏巨龙铜矿控股权，仅用一年半时间完成了原中途停建的一期工程建设，并开展系统的矿产资源补充勘探，投入钻探工程量 8.7 万米，化学分析样品 4.34 万件。

本次备案巨龙铜矿铜金属量达到 2588.04 万吨，铜储量达到 1535.73 万吨，权益资源量为 1296.6 万吨，权益储量为 769.4 万吨。相比于 2022 年，新增铜金属资源量为 1472.6 万吨，新增铜储量为 577.7 万吨，新增权益资源量 737.8 万吨（占 2023 年公司铜权益资源量的 17.4%），新增权益储量 289.4 万吨（占 2023 年公司铜权益储量的 23.0%）。值得注意的是，本次增储伴随着铜边际品位从 0.3% 下降至 0.17%，标志着公司采选能力已经可以以较高回收率回收品位低至 0.17% 的矿石，一定程度上来说是技术赋能了本次增储。

除前述新增铜金属资源量外，巨龙矿区另新增伴生资源铂金属量 100.2 万吨、银金属量 8,157 吨。备案完成后，巨龙矿区伴生资源铂金属量达 167.2 万吨，平均品位 0.019%，银金属量达 15,145 吨，平均品位 1.68 克/吨。

表1：巨龙矿区铜金属资源量变化情况

资源量类别	2022 年备案			2024 年备案			资源量变化情况	
	矿石量 (万吨)	品位 (%)	金属量 (万吨)	矿石量 (万吨)	品位 (%)	金属量 (万吨)	矿石量 (万吨)	金属量 (万吨)
探明	62,815	0.43	267.35	107,054	0.38	405.31	44,239	137.96
控制	188,648	0.4	747.73	493,287	0.29	1,450.93	304,639	703.2
推断	26,947	0.37	100.36	301,131	0.24	731.8	274,184	631.44
小计	278,410	0.4	1,115.44	901,473	0.29	2,588.04	623,063	1,472.60

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：2022 年估算铜边际品位为 0.30%，本次估算边际品位为 0.17%

表2：巨龙矿区铜金属储量变化情况

储量类别	2022 年备案			2024 年备案			储量变化情况	
	矿石量 (万吨)	品位 (%)	金属量 (万吨)	矿石量 (万吨)	品位 (%)	金属量 (万吨)	矿石量 (万吨)	金属量 (万吨)
证实	60,573	0.43	258.04	104,108	0.38	394.16	43,535	136.12
可信	175,872	0.4	699.97	375,324	0.3	1,141.57	199,452	441.6
合计	236,445	0.41	958.01	479,432	0.32	1,535.73	242,987	577.72

资料来源：公司公告，民生证券研究院

注 1：2022 年估算铜边际品位为 0.30%，本次估算边际品位为 0.17%

注 2：目前备案的储量是根据二期露天开采工程境界底标高 4,452 米核定

本次增储后，考虑巨龙二期投产后，储采比高达 44-51 年。目前，巨龙铜矿二期改扩建工程项目已经得到有关部门的核准，项目建设已全面启动，预计 2026 年一季度实现试生产。该选厂建设在海拔 5,200 米露天开采总出入口附近，是全球大型矿山最高海拔的选矿厂，将全面实施自动化系统；巨龙二期工程建成达产后，年矿石采选规模将从 4,500 万吨提升至 1.1 亿吨以上（日采选 35 万吨），矿产铜年产量将从 2023 年的 15.44 万吨提高至约 30-35 万吨（储采比高达 44-51 年），矿产钼年产量将从 2023 年的 0.5 万吨提高至约 1.3 万吨，矿产银年产量从 100 吨提升到 230 吨；该矿山将成为海拔最高、入选品位最低、中国最大的世界级超大型铜矿。

公司预计巨龙三期还有一倍以上的铜储量增储空间。公司研究和设计单位正在研究巨龙铜矿二期工程建设完成后，进一步规划实施三期工程，若项目得到政府有关部门批准，三期工程最终开采海拔标高将从二期 4,452 米降低到 4,090 米，境界内可供开发的铜储量将超过 2,000 万吨，可望实现每年采选矿石量约 2 亿吨规模，成为全球采选规模最大的铜矿山，年产铜约 60 万吨。

2.2 黑龙江铜山铜矿：中国东北地区近 40 年来唯一探明的超大型单体铜矿

公司全资持有黑龙江多宝山铜业股份有限公司，多宝山铜业拥有多宝山铜矿和铜山铜矿。为加速实现铜山铜矿全面大开发，多宝山铜业实施了系统的铜山铜矿地质研究和勘查工作，投入钻探工程量 7.3 万米，基本化学分析样品 1.47 万件，尤其是采用先进的物探技术进行深部探测，取得了重大找矿突破和成果。

本次新增 V 号矿体为中国东北地区近 40 年来唯一探明的超大型铜矿体。本次备案铜山铜矿铜金属量达到 383.31 万吨，其中 V 号矿体为新发现斑岩型盲矿体（主要分布在地下 639-2,049 米），铜金属资源量达到 281 万吨。新增铜金属资源量 365.1 万吨（占 2023 年公司铜权益资源量的 5.1%）。除前述新增铜金属资源量外，铜山铜矿另新增伴生资源钼金属量 13 万吨、金金属量 55 吨、银金属量 1,104 吨。

表3：铜山铜矿 III、V 号矿体铜金属资源量变化表

资源量类别	1993 年备案			2024 年备案			资源量变化情况	
	矿石量 (万吨)	品位 (%)	金属量 (万吨)	矿石量 (万吨)	品位 (%)	金属量 (万吨)	矿石量 (万吨)	金属量 (万吨)
探明	/	/	/	12,595.70	0.47	58.62	12,595.70	58.62
控制	119.1	0.45	0.53	30,748.90	0.49	150.07	30,629.80	149.54
推断	3,957.00	0.45	17.68	38,994.50	0.45	174.62	35,037.50	156.94
小计	4,076.10	0.45	18.21	82,339.10	0.47	383.31	78,263.00	365.1

注：1993 年备案资源量仅为 III 号矿体资源量，不包括 V 号矿体。1993 年估算铜边界品位为 0.20%，最低工业品位为 0.40%，本次估算边界品位为当量铜品位 0.30%。

项目未来开发计划：铜山铜矿浅部Ⅱ号矿体的地下开采已经在建设当中，预计将在 2024 年投产，年采选规模 300 万吨，达产后年产铜 1.2 万吨，钼 170 吨，金 0.3 吨，银 5 吨。

铜山深部铜矿为斑岩矿床，矿体厚度大、埋藏深、品位不高，公司研究设计单位正在开展深部铜矿开发方案研究，将实施自然-强制诱导崩落采矿法对该矿床进行开采，通过技术进步和创新，预计能够获得良好的开发效益。

2.3 自主地质找矿勘探，实现矿产内生性增长

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4：主营矿种历年自主勘查新增资源量

矿种	单位	自主勘查探获资源量	公司总资源量	占比 (%)
铜	万吨	3740	7456	50%
金	吨	1540	2998	51%
锌（铅）	万吨	969	1068	91%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2023 年公司投入权益地勘资金 3.79 亿元，勘查新增探明、控制和推断权益资源量：黄金 82.41 吨、铜 264.70 万吨、锌（铅）72.29 万吨、钨 1.61 万吨、钼 6.44 万吨、银 650.32 吨，当量碳酸锂 101.44 万吨。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。

表5：公司 2023 年新增资源量占总资源量比例

矿种	单位	2023 年底公司总资源量	2023 年新增	占总资源量比例
金	吨	2998	82.41	2.7%
铜	万吨	7456	264.7	3.6%
锌（铅）	万吨	1068	72.29	6.8%
钨	万吨	10.55	1.61	15.3%
钼	万吨	306	6.44	2.1%
银	吨	14739	650.32	4.4%
当量碳酸锂	万吨	1347	101.44	7.5%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

3 核心看点与投资建议

3.1 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。

3.2 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 年公司实现归母净利 282 亿元、345 亿元、396 亿元，对应 6 月 28 日收盘价的 PE 为 17x、14x 和 12x，维持“推荐”评级。

4 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	369,844	388,683
营业成本	247,024	285,984	300,385	311,209
营业税金及附加	4,850	5,707	6,114	6,425
销售费用	766	902	966	1,015
管理费用	7,523	8,852	9,483	9,966
研发费用	1,567	1,844	1,975	2,076
EBIT	31,988	42,584	51,604	58,710
财务费用	3,268	4,013	3,995	3,860
资产减值损失	-385	0	0	0
投资收益	3,491	4,108	4,400	4,625
营业利润	31,937	42,722	52,057	59,524
营业外收支	-649	-900	-900	-900
利润总额	31,287	41,822	51,157	58,624
所得税	4,748	6,346	7,763	8,896
净利润	26,540	35,475	43,394	49,728
归属于母公司净利润	21,119	28,230	34,532	39,572
EBITDA	42,251	53,657	64,278	72,949

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	18,449	26,355	37,602	53,313
应收账款及票据	8,331	9,803	10,502	11,036
预付款项	2,677	3,100	3,256	3,373
存货	29,290	33,909	35,617	36,900
其他流动资产	18,882	20,470	21,038	21,473
流动资产合计	77,629	93,636	108,014	126,095
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	386,370	423,711	464,753
短期借款	20,989	23,989	23,989	23,989
应付账款及票据	16,284	18,853	19,802	20,515
其他流动负债	46,909	52,862	54,655	56,013
流动负债合计	84,182	95,705	98,446	100,518
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	216,242	218,983	221,055
股本	2,633	2,633	2,633	2,633
少数股东权益	30,857	38,102	46,964	57,120
股东权益合计	138,363	170,129	204,728	243,698
负债和股东权益合计	343,006	386,370	423,711	464,753

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	7.13	5.09
EBIT 增长率	5.58	33.12	21.18	13.77
净利润增长率	5.38	33.67	22.32	14.60
盈利能力 (%)				
毛利率	15.81	17.16	18.78	19.93
净利润率	7.20	8.18	9.34	10.18
总资产收益率 ROA	6.16	7.31	8.15	8.51
净资产收益率 ROE	19.64	21.38	21.89	21.21
偿债能力				
流动比率	0.92	0.98	1.10	1.25
速动比率	0.41	0.47	0.58	0.73
现金比率	0.22	0.28	0.38	0.53
资产负债率 (%)	59.66	55.97	51.68	47.56
经营效率				
应收账款周转天数	9.63	8.83	9.23	9.31
存货周转天数	41.82	39.78	41.66	41.94
总资产周转率	0.90	0.95	0.91	0.87
每股指标 (元)				
每股收益	0.79	1.06	1.30	1.49
每股净资产	4.04	4.97	5.94	7.02
每股经营现金流	1.39	1.75	2.12	2.42
每股股利	0.25	0.33	0.40	0.46
估值分析				
PE	22	17	14	12
PB	4.3	3.5	3.0	2.5
EV/EBITDA	14.06	11.07	9.24	8.14
股息收益率 (%)	1.42	1.88	2.30	2.64

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	26,540	35,475	43,394	49,728
折旧和摊销	10,263	11,074	12,673	14,240
营运资金变动	505	-712	-389	-299
经营活动现金流	36,860	46,539	56,442	64,205
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	-31,980	-33,316
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	-13,215	-15,178
现金净流量	-1,974	7,906	11,247	15,711

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 巨龙矿区铜金属资源量变化情况.....	4
表 2: 巨龙矿区铜金属储量变化情况.....	4
表 3: 铜山铜矿 III、V 号矿体铜金属资源量变化表	5
表 4: 主营矿种历年自主勘查新增资源量	6
表 5: 公司 2023 年新增资源量占总资源量比例.....	6
公司财务报表数据预测汇总.....	9

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