

评级: 买入 (维持)

市场价格: 18.48 元

分析师: 郭中伟

执业证书编号: S0740521110004

Email: guozw@zts.com.cn

分析师: 谢鸿鹤

执业证书编号: S0740517080003

Email: xiehh@zts.com.cn

分析师: 陈沁一

执业证书编号: S0740523090001

Email: chenqy01@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	26,578
流通股本(百万股)	20,556
市价(元)	18.48
市值(百万元)	491,159
流通市值(百万元)	379,880

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 《铜金业务量价齐升，矿业龙头持续扩张》2024-04-09
- 《铜金业务量价齐升，23Q3 业绩环比高增》2023-11-02
- 《在建项目投产释放成长动力，多元化资源布局巩固矿业龙头优势》2023-05-10

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	270,329	293,403	376,666	422,584	455,124
增长率 yoy%	20%	9%	28%	12%	8%
净利润 (百万元)	20,042	21,119	31,216	41,509	45,496
增长率 yoy%	28%	5%	48%	33%	10%
每股收益 (元)	0.75	0.79	1.17	1.56	1.71
每股现金流量	1.08	1.39	1.12	1.85	2.17
净资产收益率	16%	15%	18%	19%	16%
P/E	24.5	23.3	15.7	11.8	10.8
P/B	5.5	4.6	3.8	2.9	2.3

备注: 股价取自于 2024 年 07 月 12 日

投资要点

- 事件:** 紫金矿业发布《2024 年半年度业绩预增公告》。报告期内，公司预计实现归母净利润约 145.5-154.5 亿元，同比增约 41%-50%，预计实现扣非归母净利润约 148.5-157.5 亿元，同比增约 54%-63%，单季度来看，预计 2024 年 Q2 实现归母净利润约 82.9-91.9 亿元，同比增约 71%-89%，环比增约 32%-47%，预计实现扣非归母净利润约 86.3-95.3 亿元，同比增约 101%-122%，环比增约 39%-53%。公司单季度业绩预计创历史新高。
- 报告期内，主营产品量价齐升，公司业绩实现高增。**
  - 从量方面来看，2024 年 H1，公司实现矿产金产量约 35.4 吨，同比增长 9.6%，矿产铜产量约 51.8 万吨，同比增长 5.3%，矿产银产量约 210.3 吨，同比增长 1.3%。
  - 从价方面来看，2024 年 H1，SHFE 黄金均价为 523.07 元/克，同比增 20.44%，SHFE 铜均价为 74,776.41 元/吨，同比增 10.22%，SHFE 白银均价为 6,798.75 元/千克，同比增 27.85%。
- 内增外拓取得显著进展，发展基础不断夯实。**
  - 对内方面: 公司进行持续的勘探增储工作，2024 年 6 月，根据公司公告，巨龙铜矿和铜山铜矿找矿增储取得重大突破，合计新增备案铜金属资源量 1837.7 万吨，其中巨龙铜矿新增 1472.6 万吨，铜山铜矿新增 365.1 万吨。
  - 对外方面: 公司完成西藏朱诺铜矿 48.59% 权益并购，新增权益资源量铜 142.78 万吨、钼 2.78 万吨，银 456 吨。另外，公司完成道县湘源硬岩锂矿剩余 34% 权益、雅江措拉锂辉石矿 20% 权益、备战铁矿 49% 权益等资源投资并购。
- 重点项目有序推进，新能源项目加快建设，公司成长持续性较强。**
  - 铜，未来两年复合增速 10% 左右: 塞尔维亚佩吉铜金矿及博尔铜矿将于 2025 年完成技改，届时合计矿产铜 30 万吨/年产能; 刚果(金)卡莫阿铜矿三期项目预计于 2024 年 Q2 建成投产，产能将提升至 60 万吨/年以上，并且 50 万吨/年阳极铜冶炼厂计划于 2024 年 Q4 建成投产; 西藏巨龙二期改扩建项目获得核准，预计 2026 年 Q1 试生产，达产后矿产铜产能将达到 30-35 万吨/年; 铜山铜矿浅部 II 号矿体的地下开采已开工建设，预计 2024 年投产，达产后年产铜 1.2 万吨。
  - 金，未来两年复合增速 15% 左右: 苏里南 Rosebel 主矿区、Saramacca 矿区均已投产，达产后将形成 10 吨/年产金能力; 波格拉金矿于 2023 年 12 月 22 日复产，达产后平均年产金 21 吨，归属公司权益量约 5 吨; 陇南紫金新建的金山金矿 2,000 吨/日采选工程已取得审查批复，目前已进入试生产阶段; 萨瓦亚尔顿金矿项目建设加快推进，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。
  - 锂，25 年具备形成 15 万吨产能的潜力: 3Q 盐湖一期 2 万吨/年碳酸锂项目已基本建成，

二期 3 万吨/年电池碳酸锂项目盐田项目建设有序推进；拉果措盐湖一期形成 2 万吨/年氢氧化锂产能，一、二期全部建成投产达产后形成 4-5 万吨/年氢氧化锂产能；湖南湘源硬岩锂多金属矿一期 30 万吨/年采选系统已建成，二期 500 万吨/年采选系统有序推进，计划 2025 年二季度建成投产，达产后预期形成约 3 万吨/年当量碳酸锂产能。

- **贵金属上行趋势不变，铜牛市基础依然坚实。**对于黄金，美国远端国债实际收益率处于 2% 左右历史高位，高利率下美国经济上行风险较低，而全球信用格局重塑下，贵金属价格将上涨至新高度，公司作为黄金板块内资源优势突出标的有望充分受益。对于铜，需求结构变化的重要性被忽视，新能源的影响从边际已经转换为全局，长期紧平衡格局下，金融属性的恢复推动整体板块价格回升，中期看全球制造业复苏周期仍将持续，在供给瓶颈下，铜具备长牛基石。
- **盈利预测及投资建议：**参考公司给予的 2024-2025 年产量规划，我们假设公司 2024-2026 年矿产金产量为 75.8/90.0/93.7 吨，矿产铜产量为 111.3/118.8/120.8 万吨，矿产铅锌产量为 48.0/49.3/49.8 万吨，上调 2024-2026 年金价假设为 550/575/600 元/克，铜价 7.6/8.0/8.5 万元/吨，锌价 2.25/2.3/2.3 万元/吨，预计 2024-2026 年公司实现归母净利润 312.16/415.09/454.96 亿元（之前预计 2024-2026 年业绩为 260.18/323.12/361.69 亿元），当前股价 18.48 元，对应 PE 为 16/12/11X，维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济超预期波动、项目建设进度不及预期风险、地缘政治风险、金属价格波动超预期风险、研报使用信息更新不及时风险、模型测算误差风险等。

图表 1: 紫金矿业产业结构图



来源: wind、公司公告、中泰证券研究所, 注: 截至 2023 年年报

## 盈利预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	18,449	28,250	55,298	100,153	营业收入	293,403	376,666	422,584	455,124
应收票据	553	753	696	936	营业成本	247,024	313,779	348,915	372,598
应收账款	7,778	11,197	12,311	13,259	税金及附加	4,850	5,462	5,705	5,917
预付账款	2,677	3,588	3,990	4,260	销售费用	766	866	909	956
存货	29,290	37,098	41,252	44,052	管理费用	7,523	8,475	8,832	9,239
合同资产	1,144	636	713	768	研发费用	1,567	1,770	1,902	2,003
其他流动资产	18,882	16,253	17,841	18,967	财务费用	3,268	3,526	3,502	3,222
流动资产合计	77,629	97,139	131,387	181,627	信用减值损失	-134	-134	-134	-134
其他长期投资	327	230	230	230	资产减值损失	-385	-385	-385	-385
长期股权投资	31,632	31,632	31,632	31,632	公允价值变动收益	-19	-19	-19	-19
固定资产	81,466	84,806	87,856	91,418	投资收益	3,491	7,044	12,124	14,439
在建工程	35,927	42,840	49,752	55,868	其他收益	542	513	513	513
无形资产	67,892	77,194	86,496	95,798	营业利润	31,937	49,845	64,956	75,642
其他非流动资产	48,133	47,708	48,043	48,378	营业外收入	119	119	119	119
非流动资产合计	265,377	284,410	304,010	323,324	营业外支出	769	630	630	630
<b>资产合计</b>	<b>343,006</b>	<b>381,548</b>	<b>435,397</b>	<b>504,951</b>	利润总额	31,287	49,334	64,445	75,131
短期借款	20,989	30,318	19,609	19,609	所得税	4,747	10,114	12,889	13,523
应付票据	1,856	2,357	2,621	2,799	净利润	26,540	39,220	51,556	61,608
应付账款	14,428	18,328	20,380	21,763	少数股东损益	5,420	8,004	10,047	16,112
预收款项	87	47	53	57	归属母公司净利润	21,119	31,216	41,509	45,496
合同负债	6,164	7,913	8,878	9,561	NOPLAT	29,312	42,024	54,358	64,250
其他应付款	12,228	12,228	12,228	12,228	EPS (按最新股本摊薄)	0.79	1.17	1.56	1.71
一年内到期的非流动负债	18,029	9,778	9,778	9,778					
其他流动负债	10,401	10,962	11,202	11,427					
流动负债合计	84,182	91,930	84,748	87,222					
长期借款	77,531	87,531	96,531	101,531					
应付债券	25,287	18,296	18,296	18,296					
其他非流动负债	17,643	14,695	14,695	14,695					
非流动负债合计	120,460	120,522	129,522	134,522					
<b>负债合计</b>	<b>204,643</b>	<b>212,452</b>	<b>214,271</b>	<b>221,745</b>					
归属母公司所有者权益	107,506	129,235	170,218	215,187					
少数股东权益	30,857	39,861	50,908	68,020					
<b>所有者权益合计</b>	<b>138,363</b>	<b>169,096</b>	<b>221,126</b>	<b>283,207</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>343,006</b>	<b>381,548</b>	<b>435,397</b>	<b>504,951</b>					

  

现金流量表				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	36,860	29,790	49,169	57,672
现金收益	39,962	52,258	64,868	74,911
存货影响	-1,186	-7,808	-4,154	-2,800
经营性应收影响	1,819	-4,144	-1,072	-1,074
经营性应付影响	5,482	4,361	2,322	1,565
其他影响	-9,217	-14,876	-12,794	-14,930
投资活动现金流	-33,965	-19,441	-17,383	-15,068
资本支出	-32,795	-29,067	-29,074	-29,061
股权投资	-6,565	0	0	0
其他长期资产变化	5,395	9,626	11,691	13,993
融资活动现金流	-5,817	-548	-4,738	2,251
借款增加	17,834	4,087	-1,709	5,000
股利及利息支付	-15,175	-6,053	-6,890	-7,939
股东融资	235	3,652	3,652	3,652
其他影响	-8,711	-2,234	209	1,538

  

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	8.5%	28.4%	12.2%	7.7%
EBIT增长率	8.3%	53.0%	28.5%	15.3%
归母公司净利润增长率	5.4%	47.8%	33.0%	9.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率	15.8%	16.7%	17.4%	18.1%
净利率	9.0%	10.4%	12.2%	13.5%
ROE	15.3%	18.5%	18.8%	16.1%
ROIC	16.3%	21.3%	22.7%	21.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	59.7%	55.7%	49.2%	43.9%
债务权益比	115.3%	95.0%	71.9%	57.9%
流动比率	0.9	1.1	1.6	2.1
速动比率	0.6	0.7	1.1	1.6
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.9	1.0	1.0	0.9
应收账款周转天数	10	9	10	10
应付账款周转天数	19	19	20	20
存货周转天数	42	38	40	41
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.79	1.17	1.56	1.71
每股经营现金流	1.39	1.12	1.85	2.17
每股净资产	4.04	4.86	6.40	8.10
<b>估值比率</b>				
P/E	23	16	12	11
P/B	5	4	3	2
EV/EBITDA	3	2	2	2

来源: wind、公司公告、中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。