

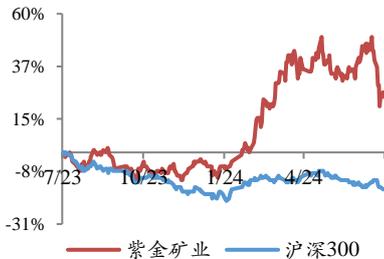
## 铜金矿山全球领先，新增项目持续释放

投资评级：买入  
首次覆盖

报告日期：2024-07-31

收盘价 (元)	16.58
近 12 个月最高/最低 (元)	19.79/11.21
总股本 (百万股)	26,578
流通股本 (百万股)	26,545
流通股比例 (%)	99.88
总市值 (亿元)	4,407
流通市值 (亿元)	4,401

### 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：许勇其

执业证书号：S0010522080002

邮箱：xuqy@hazq.com

分析师：黄玺

执业证书号：S0010524060001

邮箱：huangxi@hazq.com

### 相关报告

### 主要观点：

#### ● 历经三十余年，进入国际矿业领先行列

紫金矿业在全球范围内从事铜、金、锌、锂等资源的开发，截至 2023 年底公司资源量、储量：铜 9547 万吨、金 3465 吨、锌（铅）1240 万吨、银 22773 吨。2024 年得益于铜金等金属价格上行、公司海外矿山技改优化成本、收购和改扩建矿山产能释放，公司业绩持续提升，据公告 2024H1 公司预计实现归母净利润约 145.5-154.5 亿元，同比增加约 41%-50%。

#### ● 黄金：降息预期升温，避险情绪带动金价走高

2024 年年初以来美联储降息预期及央行购金带动黄金价格上行，下半年以来降息预期持续升温，美国 6 月经济数据不及预期，巴以、俄乌局势加剧全球地缘政治不确定性，黄金配置价值显著提升。公司黄金产量及资源量系亚洲第一、全球前十，2023 年公司实现矿山产金 67.7 吨，同比+20.17%，相当于中国矿山产金总量的 23%。后续波格拉复产、罗斯贝尔金矿技改、海域金矿等项目持续贡献黄金增量。

#### ● 铜：全球供应紧张，公司新增产能陆续释放

第一量子巴拿马铜矿预期 2024 年不会重启，矿端干扰延续，需求端 24H1 国内电网投资额和空调产量同比分别+23.7%和+11.7%，需求韧性凸显，铜价仍具上行空间。2023 年公司旗下矿山产铜 100.73 万吨，列全球铜企前五，2024-2025 年公司新建产能有望陆续投产：卡莫阿铜矿三期采选预计 24Q2 投产后年产能达到 60 万吨，塞尔维亚铜矿预计 2025 年完成改扩建工程产能达 30 万吨。

#### ● 逆周期并购+高效管理模式，成本优势领先行业

**逆周期并购：**公司依托矿业经济思维及专业分析决策能力，铜金矿收购大部分在金属价格相对低点，后续并表+产能释放充分享受价格回升的红利，铜及黄金并购成本显著低于行业。**自主勘探：**公司是国内第一家拥有自主研发国际先进勘探设备的矿业公司，50%以上铜、金资源和 90%以上锌（铅）资源为自主勘探获得，单位勘查成本显著低于全球同行。**矿山运营：**公司首创“矿石流五环归一”管理模式统筹矿山开发各环节，降低生产运营成本据公告紫金矿业铜 C1 成本和黄金 AISC 成本均位于全球前 20%分位。

#### ● 投资建议

紫金矿业是国内乃至全球多金属矿山开发领先企业，具备先进的勘探技术和高效的矿山管理能力，后续伴随矿山技改+新项目投产，公司业绩有望持续爬坡，我们预计紫金矿业 2024-2026 年归母净利润分别为 317.7/359.5/393.4 亿元，对应 PE 分别为 13.87/12.26/11.20 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

#### ● 风险提示

产能释放不及预期；金属价格大幅波动；海外矿山经营风险等。

## ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	293403	326033	352796	371528
收入同比 (%)	8.5%	11.1%	8.2%	5.3%
归属母公司净利润	21119	31766	35954	39336
净利润同比 (%)	5.4%	50.4%	13.2%	9.4%
毛利率 (%)	15.8%	19.8%	20.2%	20.7%
ROE (%)	19.6%	23.2%	20.8%	18.6%
每股收益 (元)	0.80	1.20	1.35	1.48
P/E	15.58	13.87	12.26	11.20
P/B	3.05	3.22	2.55	2.08
EV/EBITDA	10.69	9.06	8.07	7.28

资料来源: wind, 华安证券研究所

# 正文目录

1 历经三十余年，进入国际矿业领先行列 .....	5
1.1 三十年深耕矿业，全球领先的多金属矿业集团 .....	5
1.2 股权架构清晰，管理团队稳定 .....	7
1.3 手握世界级多金属资源，铜金产量居全球前列 .....	9
2 看好金铜价格长期空间 .....	14
2.1 黄金：美联储降息预期升温，避险情绪带动金价上涨 .....	14
2.2 铜：矿端供应紧张，精铜需求相对稳定 .....	15
3 逆周期并购+高效管理模式，成本优势领先行业 .....	18
4 盈利预测和估值探讨 .....	19
风险提示: .....	20
财务报表与盈利预测 .....	21

## 图表目录

图表 1 紫金矿业公司历程 (1980s 至 2005 年)	5
图表 2 紫金矿业公司历程 (2005 年至今)	6
图表 3 公司收入及增速	6
图表 4 公司归母净利润及增速	6
图表 5 公司矿产金收入及增速	7
图表 6 公司矿山产铜及增速	7
图表 7 公司年度毛利率和净利率	7
图表 8 公司分产品毛利率	7
图表 9 紫金矿业股权结构	8
图表 10 紫金矿业高管	8
图表 11 公司矿产资源量 (权益法)	10
图表 12 公司矿山产品产量规划	10
图表 13 紫金矿业铜矿情况	10
图表 14 紫金矿业铜冶炼情况	11
图表 15 紫金矿业金矿情况	11
图表 16 紫金矿业黄金冶炼情况	12
图表 17 紫金矿业铅锌产品产量	12
图表 18 紫金矿业锂矿项目及 2023 年产量	13
图表 19 紫金矿业白银、铁矿和硫酸生产情况	13
图表 20 2023 年初至今黄金价格和十年期美债收益率波动	14
图表 21 2022 年初至今黄金价格和美元指数波动	14
图表 22 黄金供需平衡	15
图表 23 中国央行黄金储备和增持情况	15
图表 24 各国黄金占外汇储备的比重 (%)	15
图表 25 2000 年以来铜价波动情况	16
图表 26 近十年铜价及通胀预期	16
图表 27 上海 20% 进口铜精矿 TC (美元/吨)	16
图表 28 全球铜矿产量及增速	17
图表 29 全球精铜消费量及增速	17
图表 30 国内电网投资完成额及同比	17
图表 31 国内空调产量及同比	17
图表 32 铜金价格及公司矿山收购时间	18
图表 33 “矿石流五环归一” 示意图	19
图表 34 公司收入预测	20
图表 35 可比公司估值	20

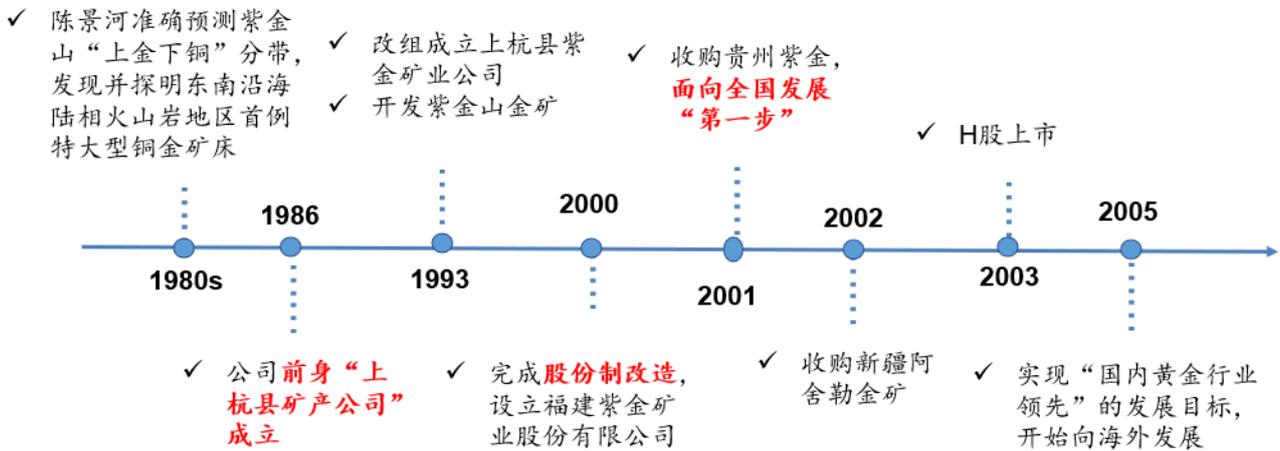
# 1 历经三十余年，进入国际矿业领先行列

## 1.1 三十年深耕矿业，全球领先的多金属矿业集团

卅载深耕矿业开发，三步战略持续突破。紫金矿业目前在全球范围内从事铜、金、锌、锂等资源的开发，在全国 17 个省（区）和海外 15 个国家拥有重要矿业投资项目。截至 2023 年底公司资源量、储量：铜 9547 万吨、金 3465 吨、锌（铅）1240 万吨、银 22773 吨，锂资源量（当量碳酸锂）1411 万吨，钼 433 万吨。

- **开发紫金山金矿，奠定矿业头部基础(1986-2000年)**：紫金矿业的前身“上杭县矿业公司”成立于 1986 年，负责紫金山金矿的开发建设。紫金山金矿最初被认为开发价值低，陈景河先生就上杭县矿业公司总经理后，大胆采用投资额低、生产成本低的堆浸技术进行矿山开发，挖掘低品位的紫金山金矿的潜力，奠定了紫金矿业的发展基础。
- **三步战略第一步“国内黄金行业领先”(2000-2005年)**：2000 年，已在黄金行业初具实力的紫金矿业完成股份制改革，进一步提出了“国内黄金行业领先-国内矿业领先-进入国际矿业先进行列”的三步发展战略，到贵州、吉林、新疆等地参与矿山开发。

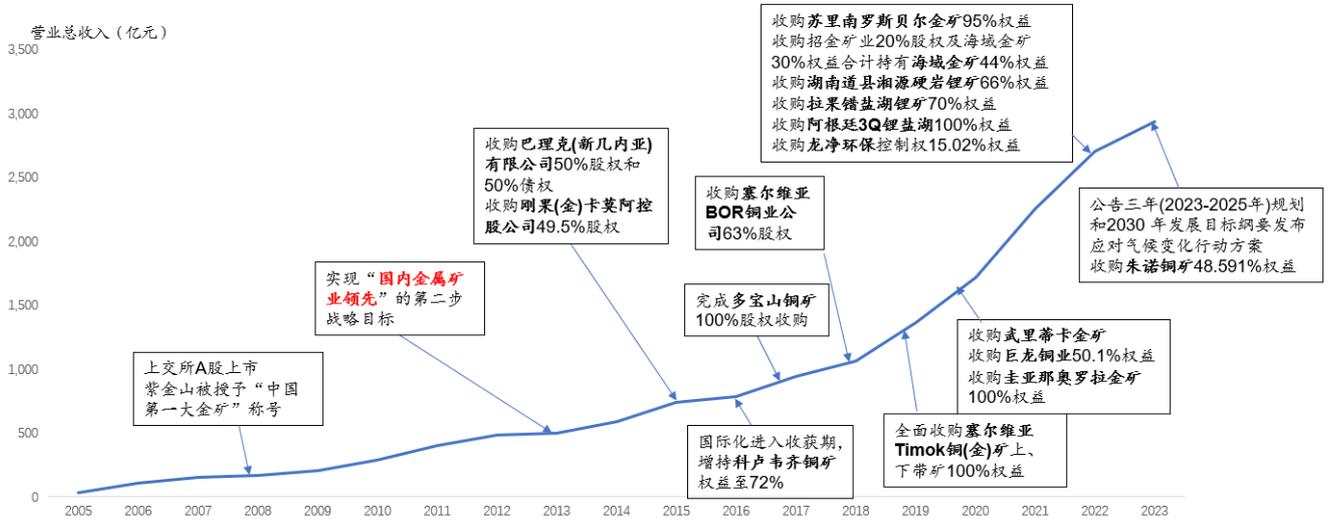
图表 1 紫金矿业公司历程（1980s 至 2005 年）



资料来源：公司官网，华安证券研究所

- **三步战略第二步“国内矿业领先”(2005-2013年)**：2005 年公司正式实现“国内黄金行业领先”的目标，开始向海外、向多金属发展；2008 年 H 股上市借助资本市场加速发展；2013 年公司实现“国内矿业领先”的第二步战略目标。
- **三步战略第三步“进入国际矿业先进行列”(2014 年至今)**：2015 年，紫金矿业先后收购巴里克（新几内亚）50% 股权和刚果（金）卡莫阿 49.5% 股权，公司国际化逐步步入收获期，在国内外多地收购金、铜、锂等矿，2021 年公司再次提出未来十年发展的三个阶段目标战略目标“绿色高技术超一流国际矿业集团”。

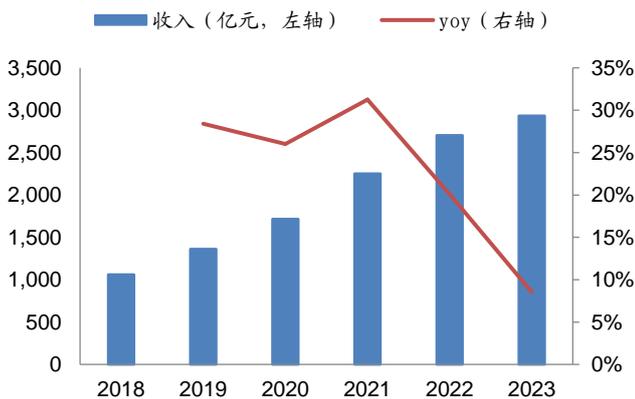
图表 2 紫金矿业公司历程 (2005 年至今)



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

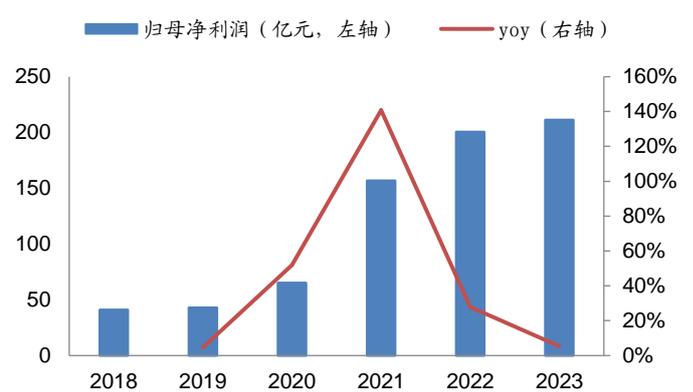
**五年再造紫金, 收入、利润持续增长。**公司在 2018 年提出“五年再造一个紫金”的目标, 五年来, 公司营收由 2018 年的 1059.94 亿元增长至 2023 年的 2934.03 亿元, CAGR 为 22.58%; 归母净利润由 2018 年的 40.94 亿元增长至 2023 年的 211.19 亿元, CAGR 为 38.84%。2024Q1 公司营业收入/归母净利润同比分别 -0.22%/+15.05%, 利润增长得益于柴油价格下降以及公司海外矿山技改优化成本, 公司盈利能力提升。据公告, 2024H1 公司预计实现归母净利润约 145.5-154.5 亿元, 同比增加约 41%-50%。

图表 3 公司收入及增速



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

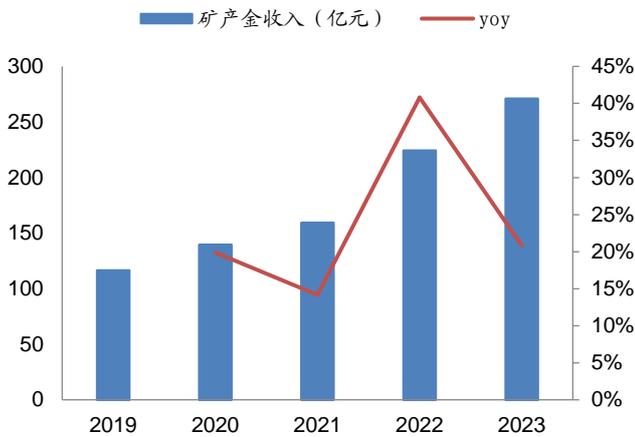
图表 4 公司归母净利润及增速



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

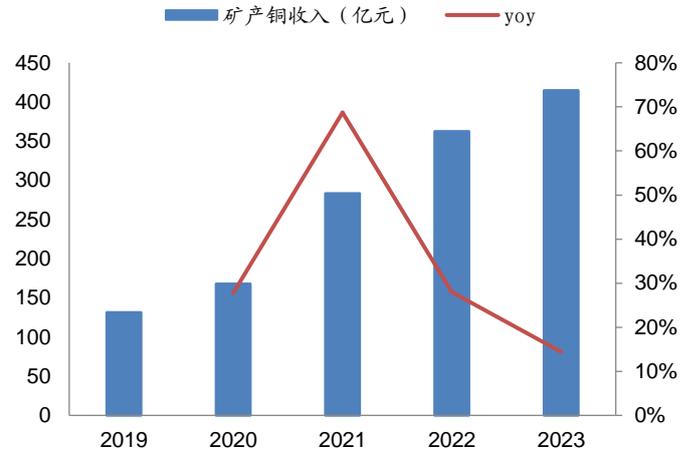
**矿产金铜贡献收入增量。**2023 年紫金矿业矿产金/矿产铜收入分别为 270.9/414.7 亿元, 同比分别+20.8%/+14.4%, 公司近年金铜产量持续提升, 叠加铜、金价格增长, 公司矿产金/铜业务贡献收入和利润持续提升。

图表 5 公司矿产金收入及增速



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

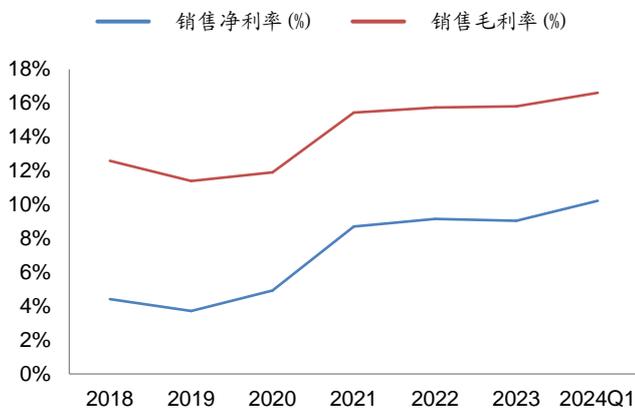
图表 6 公司矿山产铜及增速



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

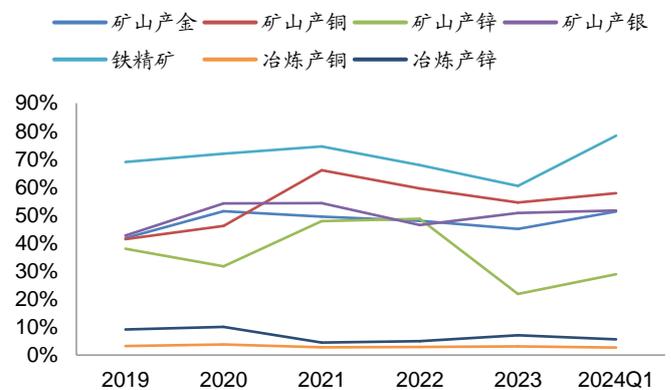
公司毛利率、净利率近年持续增长，24Q1 盈利能力同比改善。2020-2023 年，毛利率、净利率分别由 11.91% 上升至 15.81%，4.93% 上升至 9.05%。矿山板块毛利率显著高于冶炼板块，2023 年公司矿山产金/产铜毛利率分别为 45.07%/54.51%，2024 年以来受益于金属价格上行，公司利润率持续爬坡，24Q1 矿山产金/产铜毛利率分别达到 51.30%/57.84%。

图表 7 公司年度毛利率和净利率



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 8 公司分产品毛利率

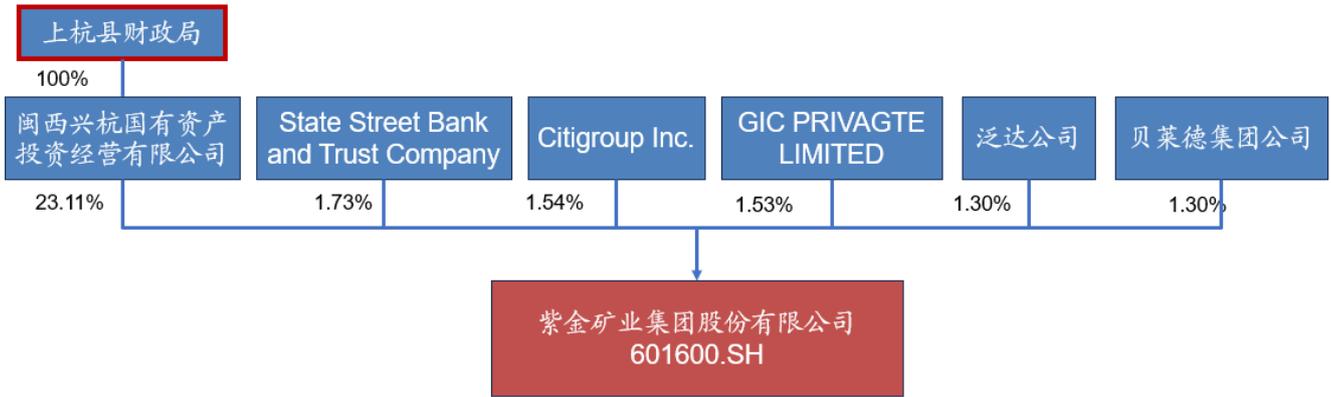


资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

## 1.2 股权架构清晰，管理团队稳定

实控人为上杭县财政局，股权架构清晰。紫金矿业第一大股东为上杭县财政局全资持有的闽西兴杭国有资产投资经营公司，持股比例 23.11%，公司股权架构清晰。

图表 9 紫金矿业股权结构



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

管理层致力于矿业研究，管理团队多年稳定。公司管理层有包括董事长陈景河先生在内的多位教授级高级工程师，管理团队专业背景扎实，在矿业开发、公司运营方面具备充足经验。

图表 10 紫金矿业高管

姓名	职务	经历
陈景河	董事长	毕业于福州大学地质专业，教授级高级工程师，享受国务院特殊津贴，中国矿业联合会副会长、中国有色金属工业协会副会长、中国黄金协会副会长、世界黄金协会董事会成员。陈先生是紫金矿业的创始人和核心领导人，紫金山金铜矿的主要发现者、研究者和开发组织者，自 2000 年起一直担任紫金矿业集团股份有限公司董事长，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，在地质找矿、低品位难选冶资源综合利用及大规模开发等关键技术创新和工程管理等方面有很高的造诣，创立“矿石流五环归一”矿业工程管理模式在国内外推广应用并实现显著的社会经济效益，获国家科技进步一等奖 1 项，省部级特等奖、一等奖 18 项，发明专利 27 项。
邹来昌	副董事长，总裁	教授级高级工程师，1996 年加入公司，历任公司总工程师、董事、高级副总裁、常务副总裁、副总裁、总裁等职务
林泓富	常务副总裁	1997 年加入公司，曾任黄金冶炼厂厂长，紫金山金矿副矿长/矿长，巴彦淖尔紫金有色金属公司总经理/董事长，紫金铜业有限公司董事长等职
吴健辉	副总裁	毕业于南方冶金学院选矿工程专业，中国地质大学地质工程硕士，教授级高级工程师。1997 年加入公司，历任紫金山金矿选矿厂副厂长、紫金山铜矿试验厂副厂长、紫金山铜矿建设指挥部总指挥助理，巴彦淖尔紫金有色金属有限公司总经理，紫金铜业有限公司总经理，集团公司冶炼加工管理部总经理，西藏巨龙铜业有限公司总经理等职务。
廖元杭	副总裁	教授级高级工程师，曾任龙岩粉末冶金研究所所长、技术质量部部长；紫金矿冶设计研究院副院长，洛阳紫金银辉黄金冶炼有限公司总经理，福建金山黄金冶炼有限公司总经理，巴彦淖尔紫金有色金属有限公司总经理，紫金铜业有限公司总经理，龙净环保冶炼加工事业部总经理等职务。
林红英	副总裁	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

沈绍阳	副总裁	曾任厦门特区贸易有限公司子公司经理，厦门远东国际贸易公司总经理，加拿大 Grant Thornton LLP 高级分析师，加拿大希尔威金属矿业有限公司副总裁、首席运营官。2014 年 5 月加入公司任国际部总经理，2015 年 11 月起任合资公司巴理克（新几内亚）有限公司董事总经理。
王春	副总裁	毕业于中南工业大学应用化学专业，中国科学院长春应用化学研究院博士研究生，教授级高级工程师。曾任北京矿冶研究总院课题组长；西藏玉龙铜业有限公司总工程师；瑞木镍钴管理（中冶）有限公司副总经理与技术总监；公司副总工程师、紫金矿冶设计研究院院长；洛阳栾川钼业集团股份有限公司运营及技术副总裁等职务。
谢雄辉	副总裁	毕业于淮南工业学院地质矿产勘查专业，2001 年加入公司，历任地质技术员、董办副主任兼法律顾问，琿春紫金副总经理，崇礼紫金总经理，紫金矿业集团西北有限公司总经理，集团公司矿山管理部总经理等职务。
阙朝阳	副总裁	毕业于中国地质大学（北京）矿产资源开发管理专业，中国地质大学（北京）矿物学、岩石学与矿床学专业博士研究生，高级工程师。2004 年加入公司，历任铜陵紫金副总经理、董事长，文山麻栗坡紫金钨业集团总经理，集团西南公司总经理，公司国际事业部总经理，穆索诺伊矿业简易股份有限公司总经理，公司矿山管理部总经理。
龙翼	副总裁	东北大学采矿工程专业博士研究生，高级工程师。1999 年加入公司，历任紫金山金铜矿技术员、铜矿建设指挥部办公室副主任、井下工程处副处长，金宝矿业总经理，阿舍勒铜业总经理，公司总裁助理，紫金山金铜矿矿长，公司安全总监，穆索诺伊矿业简易股份有限公司总经理，公司国际事业部总经理，塞尔维亚紫金波尔铜业总经理。
吴红辉	财务总监	工商管理硕士，注册会计师、注册税务师、高级会计师。曾任闽西嘉源大酒店财务经理，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，公司计划财务部总经理，2019 年 12 月起任紫金矿业集团股份有限公司财务总监。
郑友诚	董事会秘书	2005 年加入公司，历任巴彦淖尔紫金总经理，紫金铜业副总经理、金山黄金矿冶总经理，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等职。

资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

### 1.3 手握世界级多金属资源，铜金产量居全球前列

**世界级多元矿业资产，基本金属+小金属多位布局。**紫金矿业具备国内领先、世界前列的铜、黄金、锂等资源储备，截至 2023 年末，公司保有铜资源量 9547 万吨、金资源量 3465 吨、铅锌资源量 1240 万吨、银资源量 2.28 万吨。公司主力矿种铜、金资源量及产能位居中国领先、全球前十，锌产量常年位居中国领先、全球第四，锂、钼、银等伴随产能释放未来几年或将进入全球重要生产商行列。

图表 11 公司矿产资源量 (权益法)

矿种	单位	储量	资源量
铜矿	金属万吨	3339.81	7455.65
金矿	金属吨	854.06	2274.57
伴生金矿	金属吨	294.43	722.95
碳酸锂	LCE万吨	442.65	1346.59
银(含伴生)	金属吨	1863.89	14739.29
钼(含伴生)	金属万吨	159.84	305.70
锌矿	金属万吨	410.44	939.27
铅矿	金属万吨	59.48	128.50

资料来源: 公司 2023 年年报, 华安证券研究所

图表 12 公司矿山产品产量规划

	单位	2023A	2024E	2025E	2026E
矿产铜	万吨	101	111	122	150-160
矿产金	吨	68	74	85	100-110
矿产锌/铅	万吨	47	47	50	55-60
矿产银	吨	412	420	500	600-700
锂(LCE)	万吨	0.3	2.5	10	25-30
矿产钼	万吨	0.8	0.9	1	2.5-3.5

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

铜产量全球前五, 海外项目陆续投产。2023 年紫金矿业公司旗下矿山产铜 100.73 万吨, 公司铜矿增量主要来自刚果(金)卡莫阿铜矿投产, 项目一、二期联合改扩建已于 23Q1 建成投产, 2023 年卡莫阿铜矿产铜 39.4 万吨, 三期采选预期 24Q2 投产后年产能达到 60 万吨; 塞尔维亚铜矿 2023 年实现产能 23.89 万吨, 预计 2025 年完成改扩建工程, 产能达 30 万吨。

图表 13 紫金矿业铜矿情况

矿山企业名称	持有权益	矿产铜(吨)	权益产铜(吨)	备注
卡莫阿铜业	44.98%	177026	177026	资源量4266万吨, 2024年计划产量50.7万吨, 三期24Q2投产产能达60万吨
西藏巨龙铜业	50.10%	154368	77338	资源量1927万吨, 2023年矿产铜15.44万吨, 2024年计划矿产铜16.6万吨, 计划2025年矿产铜达30-35万吨
科卢韦齐铜(钴)矿	72%	127018	91453	资源量251万吨, 2023年矿产铜12.7万吨, 2024年计划矿产铜12.8万吨
黑龙江多宝山	100%	111029	111029	资源量216万吨
塞尔维亚紫金矿业	100%	138512	138512	资源量3083万吨, 2023年合计实现矿产铜23.89万吨, 2024年计划合计矿产铜26.7万吨
塞尔维亚紫金铜业	63%	100397	63250	
福建紫金山铜金矿	100%	86037	86037	资源量112万吨
阿舍勒铜矿	51%	44240	22563	资源量54万吨
西藏玉龙	22%	26347	26347	矿产铜产量将提升至 15 万吨
厄立特里亚碧沙矿业	55%	17595	9677	资源量铜76万吨, 2023年矿产铜1.8万吨
吉林珲春紫金	100%	12337	12337	
其他矿山合计	-	12384	9759	
总计		1007290	825328	公司总资源量7456万吨, 2023年矿山产铜100.73万吨

资料来源: 公司 2023 年年报, 华安证券研究所

图表 14 紫金矿业铜冶炼情况

冶炼企业名称	持有权益	冶炼产铜 (吨)	权益冶炼产铜 (吨)
紫金铜业(福建)	100%	422740	422740
黑龙江紫金铜业	100%	169008	169008
吉林紫金铜业	100%	130011	130011
其他铜冶炼总计		2791	2586
总计		724550	724345

资料来源: 公司 2023 年年报, 华安证券研究所

黄金产量高增, 波格拉复产+海域金矿投产后持续增长势能充足。2023 年公司实现矿山产金 67.7 吨, 同比+20.17%, 相当于中国矿山产金总量的 23%, 黄金产量及资源量系亚洲第一、全球前十。2023 年金矿增量来自苏里南罗斯贝尔金矿并表, 2023 年 2-12 月罗斯贝尔金矿实现矿产金 7.6 吨, 2024 年计划产金 7.9 吨, 技改完成后预计实现 10 吨年产能。巴布亚新几内亚的波格拉金矿已于 2023 年底复产, 达产后预计年矿产金 21 吨 (权益量约 5 吨); 海域金矿计划 2025 年投产, 整体达产后预计年矿产金 15-20 吨。

图表 15 紫金矿业金矿情况

黄金矿山或企业名称	持有权益	矿产金 (千克)	权益矿产金 (千克)	备注
哥伦比亚武里蒂卡	69.28%	8321	5764	资源量金312吨, 2023年矿产金8.3吨, 2024年计划矿产金8.6吨
罗斯贝尔	95.00%	7573	7194	资源量金193吨, 2023年2-12月矿产金7.6吨, 2024年计划矿产金7.9吨
澳大利亚诺顿金田	100.00%	6660	6660	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
塔吉克斯坦泽拉夫尚	70.00%	5991	4194	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
陇南紫金	84.22%	5937	5000	资源量136吨, 2023年产金5.9吨
塞尔维亚紫金矿业	100.00%	4955	4955	资源量金827吨, 2023年产金6.94吨,
塞尔维亚紫金铜业	63.00%	1989	1253	2024年计划产金7.1吨
吉尔吉斯斯坦奥同克	60.00%	4091	2454	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
山西紫金	100.00%	3875	3875	
圭亚那奥罗拉	100.00%	3023	3023	资源量金184吨, 2023年矿产金3吨; 2024年计划矿产金3.7吨
招金矿业(权益)	20.00%	2884	2884	招金矿业拥有3,809.86万盎司黄金资源量和1,518.06万盎司可采黄金储量
黑龙江多宝山	100.00%	2582	2582	
贵州紫金	56.00%	2217	1242	
吉林珲春紫金	100.00%	2160	2160	
洛阳坤宇	70.00%	2110	1477	
其他矿山合计		3358	2552	
总计		67726	57269	

资料来源: 公司 2023 年年报, 华安证券研究所

图表 16 紫金矿业黄金冶炼情况

子公司名称	持有权益	冶炼产金 (千克)	权益冶炼金 (千克)
黄金冶炼公司	100.00%	156046	156046
海峡珠宝产业园	50.30%	42368	21332
银辉黄金冶炼公司	100.00%	11502	11502
紫金铜业	100.00%	11551	11551
其他金冶炼合计		28052	25222
总计		249519	225653

资料来源: 公司 2023 年年报, 华安证券研究所

**铅锌:** 紫金矿业矿产锌产量国内第一、亚洲第二、全球前四, 2023 年紫金锌业技改全面达产, 公司实现矿产锌精矿含锌 42.2 万吨 (同比+2.24%)、矿产铅精矿含铅 4.52 万吨 (同比+9.32%)。

图表 17 紫金矿业铅锌产品产量

锌(铅)矿山或企业名称	持有权益	矿产锌(吨)	矿产铅(吨)	矿产锌+铅合计(吨)	权益产锌+铅合计(吨)
紫金锌业	100.00%	140744	24625	165369	165369
厄立特里亚碧沙矿业	55.00%	116829		116829	64256
俄罗斯龙兴	70.00%	86344	5060	91404	63983
乌拉特后旗紫金	95.00%	50842	11138	61980	58881
阿舍勒铜矿	51.00%	16458		16458	8394
万城商务(权益)	42.80%	10234	1646	11880	11880
其他矿山合计		401	2705	3106	2673
总计		421852	45174	467026	375436

锌(铅)冶炼企业名称	持有权益	锌锭(吨)	权益锌锭(吨)
巴彦淖尔紫金	87.29%	210062	183342
紫金有色(新疆)	100.00%	123019	123019
总计		333081	306361

资料来源: 公司 2023 年年报, 华安证券研究所

**锂资源储备丰富, 后续有望持续放量。**公司在境内西藏拉果错盐湖具备 216 万吨 LCE, 一二期建成达产后预计形成 4-5 万吨氢氧化锂年产能, 后续视市场行情投产运行; 湖南湘源硬岩锂矿具备 83 万吨 LCE, 一期 30 万吨/年采选系统已建成, 2023 年贡献产量 2903 吨 LCE, 二期 500 万吨计划 25Q2 投产; 海外阿根廷 3Q 盐湖具备约 854 万吨 LCE, 目前正推进二期 3 万吨电池级碳酸锂项目; 刚果金马诺诺锂矿亦有望持续推进。

图表 18 紫金矿业锂矿项目及 2023 年产量

锂矿或项目名称	持有权益	产品名称	权益当量碳酸锂(吨)	备注
阿根廷3Q盐湖锂矿	100.00%	碳酸锂		资源量854万吨，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
西藏拉果错盐湖锂矿	70.00%	氢氧化锂		资源量216万吨，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
湖南道县湘源硬岩锂矿	100.00%	锂云母精矿	2903	资源量83万吨，一期30万吨/年采选系 统已建成，二期500万吨/年
总计			2903	

资料来源：公司 2023 年年报，华安证券研究所

**白银、铁、钼、钨、钴、硫酸等：**2023 年公司矿山产银 411.99 吨、冶炼副产银 637.63 吨，生产铁精矿 242 万吨，副产硫酸 337 万吨，矿山产钼 8124 吨、钨 3571 吨、钴 2306 吨。

图表 19 紫金矿业白银、铁矿和硫酸生产情况

银矿山或企业名称	持有权益	矿产银(千克)	权益产银(千克)
西藏巨龙	50.10%	105774	52993
厄立特里亚碧沙矿业	55.00%	48532	26693
黑龙江多宝山	100.00%	39817	39817
洛阳坤宇	70.00%	37174	26022
阿舍勒铜矿	51.00%	34742	17718
福建紫金山铜金矿	100.00%	28474	28474
哥伦比亚武里蒂卡	69.28%	24977	17303
俄罗斯龙兴	70.00%	23872	16711
山西紫金	100.00%	23621	23621
其他矿山合计		45010	37659
<b>总计</b>		<b>411993</b>	<b>287011</b>
铁矿山或企业名称	持有权益	铁精矿(万吨)	权益铁精矿(万吨)
金宝矿业	56.00%	157.58	88.25
福建马坑(权益)	37.35%	80.69	80.69
其他矿山合计		4.00	2.00
<b>总计</b>		<b>242.27</b>	<b>170.94</b>
硫酸生产企业名称	持有权益	硫酸(吨)	权益硫酸(吨)
紫金铜业	100.00%	1127363	1127363
黑龙江紫金铜业	100.00%	661976	661976
吉林紫金铜业	100.00%	505490	505490.00
巴彦淖尔紫金	87.28%	351176	306506
紫金有色	100.00%	237298	237298
塞紫金铜业	63.00%	416852	262617
其他企业		70212	71644
<b>总计</b>		<b>3370367</b>	<b>3172894</b>

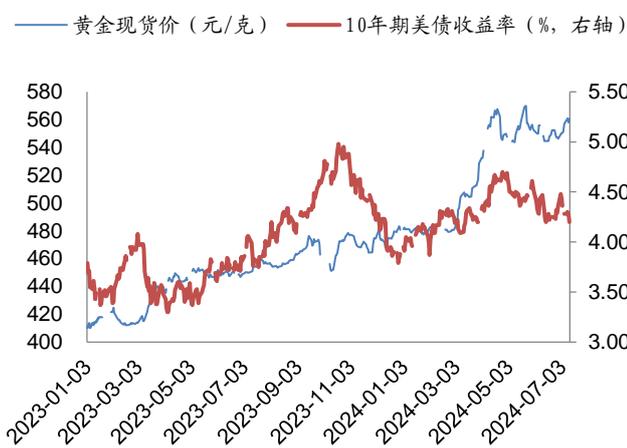
资料来源：公司 2023 年年报，华安证券研究所

## 2 看好金铜价格长期空间

### 2.1 黄金：美联储降息预期升温，避险情绪带动金价上涨

**复盘：避险情绪和降息预期催化近期金价上涨。**影响黄金价格的因素：**1) 无风险收益率：**黄金作为无息资产，和无风险收益率存在负相关关系，无风险收益率下行，黄金保值增值的属性凸显，金价上行，通常使用十年期美债实际收益率作为无风险收益率。**2) 美元指数：**黄金与美元互相替代，存在负相关关系。**3) 避险情绪：**经济风险扩大时黄金价格上涨对冲其它资产价值下降。2024 年以来，中东局势震荡，美国大选不确定因素上升，截至 2024 年 7 月 29 日，国内黄金现货价 553.67 元/克，较上年同期增长 21.28%。

图表 20 2023 年初至今黄金价格和十年期美债收益率波动 图表 21 2022 年初至今黄金价格和美元指数波动



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

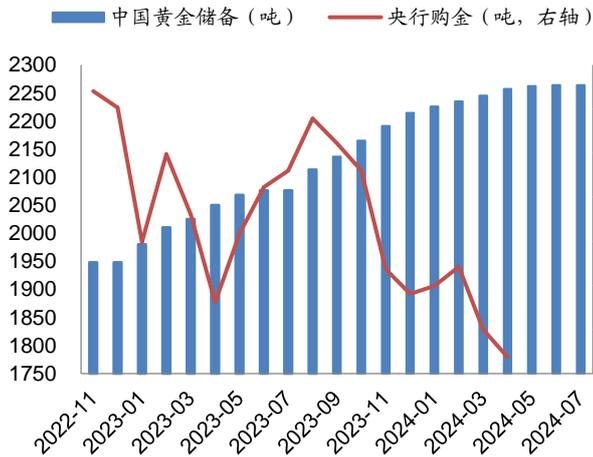
**央行购金催化黄金需求，带动金价上行。**据世界黄金协会的数据，2022 年以来，中国央行自 2022 年 10 月至 2024 年 5 月连续 18 个月增持黄金，累计黄金储备增加 316 吨，另外波兰、新加坡、土耳其等国央行亦持续增持黄金。尽管 6 月以来考虑到成本控制的因素暂停黄金增持，但截至 2024 年 7 月，中国黄金占外汇储备的比重仅 4.93%，全球黄金占外储比重约 17%，欧美超过 40%，因此我们认为央行增持黄金仍有空间。

图表 22 黄金供需平衡

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
<b>Supply</b>									
Mine production	3,361.3	3,515.2	3,575.7	3,655.9	3,596.4	3,482.0	3,576.5	3,632.4	3,636.1
Net producer hedging	12.9	37.6	-25.5	-11.6	6.2	-39.1	-5.4	-13.1	55.1
Recycled gold	1,067.1	1,232.1	1,112.4	1,131.7	1,275.7	1,293.1	1,136.2	1,140.1	1,238.9
<b>Total supply</b>	<b>4,441.3</b>	<b>4,785.0</b>	<b>4,662.6</b>	<b>4,775.9</b>	<b>4,878.2</b>	<b>4,736.0</b>	<b>4,707.3</b>	<b>4,759.5</b>	<b>4,930.1</b>
<b>Demand</b>									
Jewellery fabrication	2,479.2	2,018.8	2,257.5	2,290.0	2,152.1	1,324.0	2,230.3	2,195.9	2,192.1
Jewellery consumption	2,459.1	2,103.6	2,240.5	2,250.2	2,126.7	1,398.2	2,148.4	2,089.6	2,112.1
Jewellery inventory	20.1	-84.8	17.0	39.8	25.4	-74.2	82.0	106.4	80.0
Technology	331.7	323.0	332.6	334.8	326.0	302.8	330.2	308.8	297.1
Electronics	262.1	255.6	265.6	268.4	262.3	249.3	272.1	252.1	241.1
Other industrial	51.0	49.8	50.7	51.2	49.8	41.6	46.8	46.5	47.1
Dentistry	18.6	17.6	16.3	15.3	13.9	11.9	11.4	10.3	9.1
Investment	967.4	1,615.9	1,315.0	1,161.3	1,272.8	1,795.4	992.1	1,112.8	940.1
Total bar and coin	1,091.0	1,073.1	1,044.3	1,090.7	871.1	902.3	1,180.3	1,222.1	1,185.1
Bars	790.7	797.6	780.1	775.8	583.6	542.8	810.9	802.2	777.1
Official coins	224.3	207.9	188.1	241.9	220.7	290.4	284.4	320.9	293.1
Medals/imitation coins	76.0	67.7	76.1	73.0	66.8	69.1	84.9	98.9	114.1
ETFs & similar products	-123.5	542.7	270.7	70.6	401.7	893.1	-188.2	-109.2	-244.1
Central banks & other inst.	579.6	394.9	378.6	656.2	605.4	254.9	450.1	1,081.9	1,037.1
<b>Gold demand</b>	<b>4,357.9</b>	<b>4,352.5</b>	<b>4,283.6</b>	<b>4,442.4</b>	<b>4,356.2</b>	<b>3,677.1</b>	<b>4,002.7</b>	<b>4,699.4</b>	<b>4,467.1</b>
OTC and other	83.4	432.5	379.0	333.6	522.0	1,058.9	704.6	60.0	462.1
<b>Total demand</b>	<b>4,441.3</b>	<b>4,785.0</b>	<b>4,662.6</b>	<b>4,775.9</b>	<b>4,878.2</b>	<b>4,736.0</b>	<b>4,707.3</b>	<b>4,759.5</b>	<b>4,930.1</b>
LBMA Gold Price (US\$/oz)	1160.06	1250.8	1257.15	1268.49	1392.6	1769.59	1798.61	1800.09	1940.51

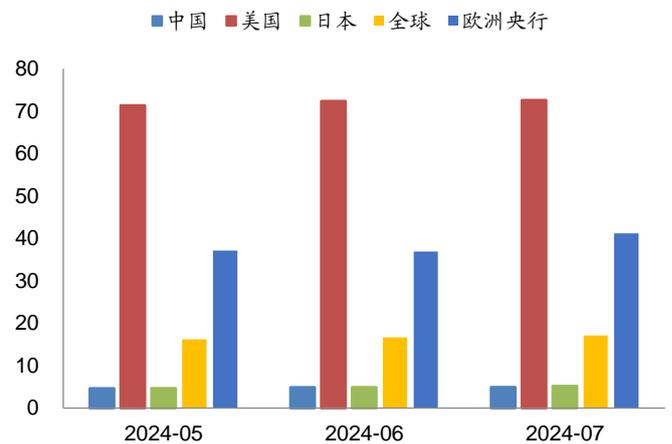
资料来源：世界黄金协会，华安证券研究所

图表 23 中国央行黄金储备和增持情况



资料来源：世界黄金协会，同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 24 各国黄金占外汇储备的比重 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

## 2.2 铜：矿端供应紧张，精铜需求相对稳定

**铜价复盘：**铜价受到宏观经济和供需因素影响。铜兼具商品属性和金融属性，价格受到宏观经济波动及铜精矿供需的影响，2023 年底第一量子年产 35 万吨的巴拿马 Cobre 铜矿停产，且预期 2024 年不会重启，受制于矿端干扰铜精矿 TC 触底，中长期来看全球存量铜矿品位下滑，铜价仍具上行空间。

图 25 2000 年以来铜价波动情况

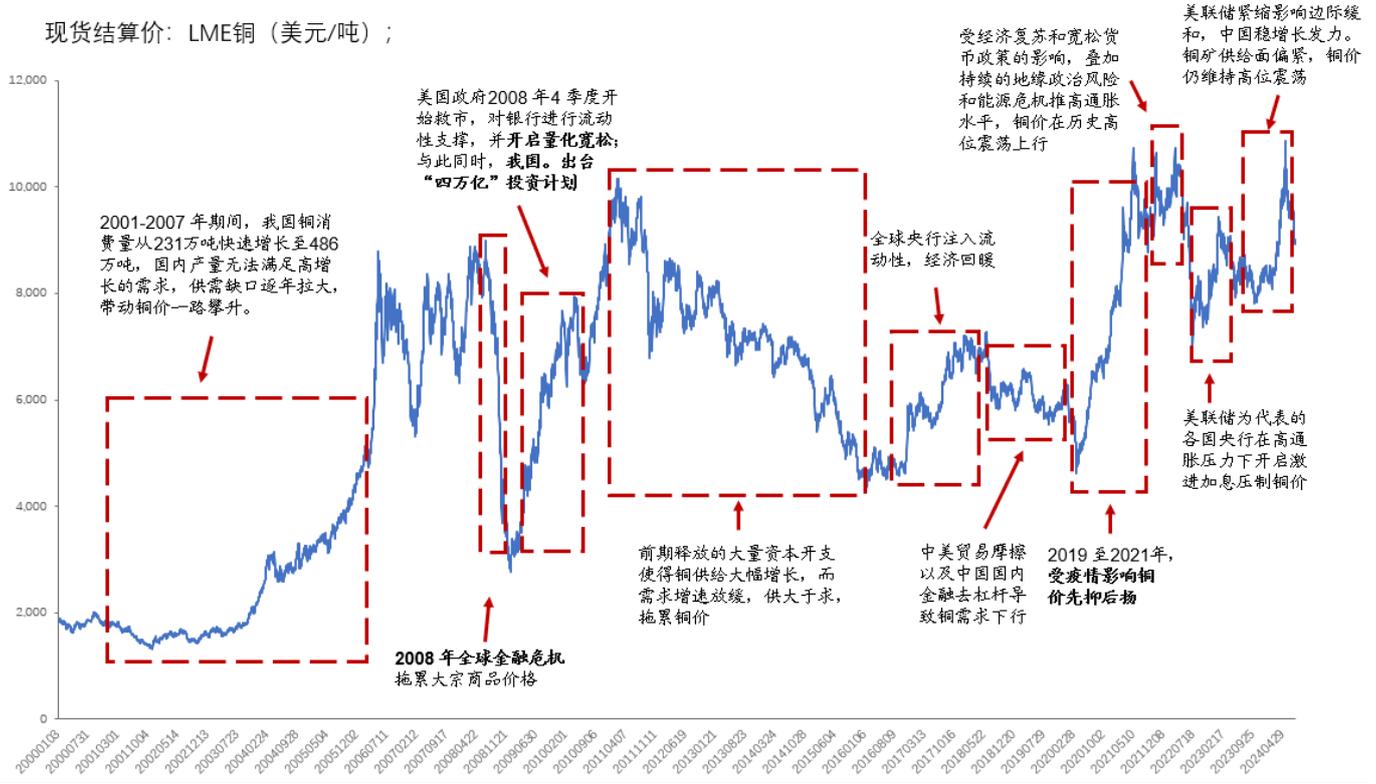


图 26 近十年铜价及通胀预期

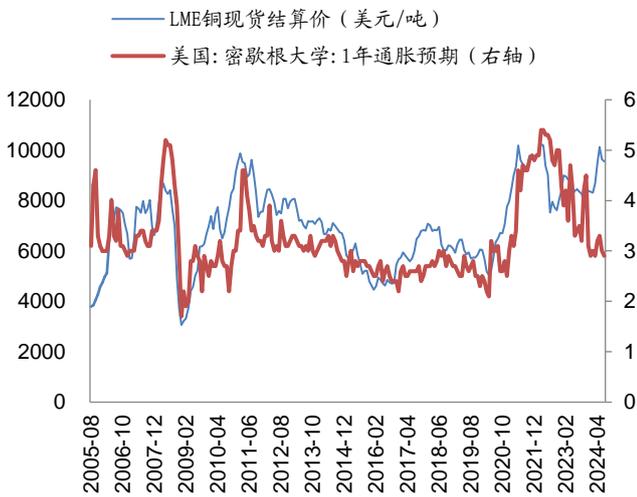
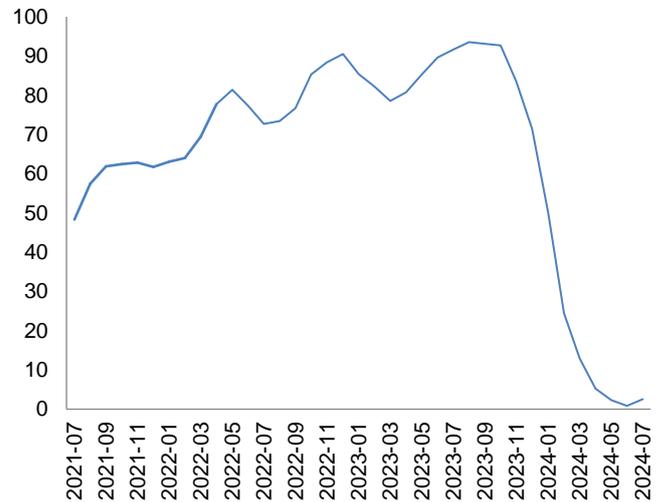


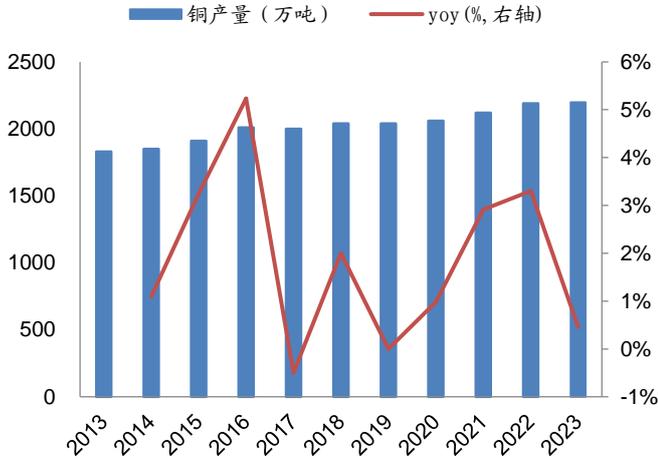
图 27 上海 20%进口铜精矿 TC（美元/吨）



电网及家电需求支撑，精铜供需矛盾凸显。据美国地质调查局的数据，2023 年全球铜矿产量 2200 万吨，同比+0.46%，近十年 CAGR 为 1.86%，根据 ICGS 全球精铜消费量 2023 年同比增速和 2013-2023 年 CAGR 分别为 2.78%和 2.18%。需求端铜由于其导电性常用于电缆、家电等的导热导电器件，24H1 国内电网投资额和空

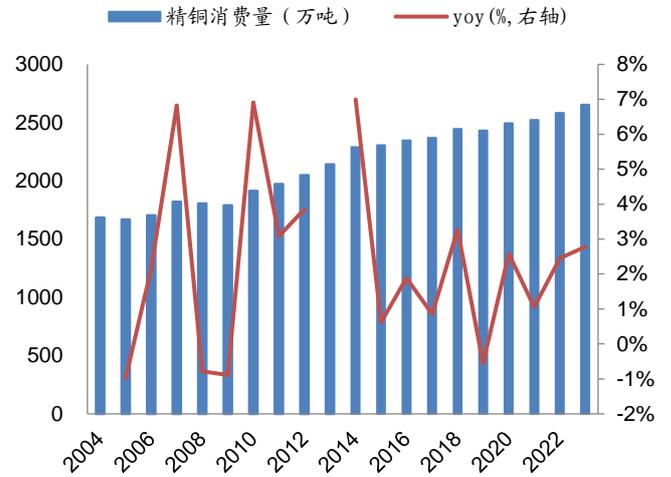
调产量同比分别+23.7%和+11.7%，电力和家电需求为铜消费量提供支撑。

图表 28 全球铜矿产量及增速



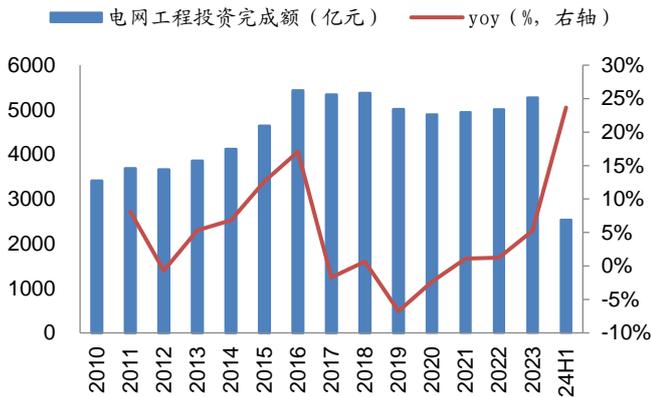
资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 29 全球精铜消费量及增速



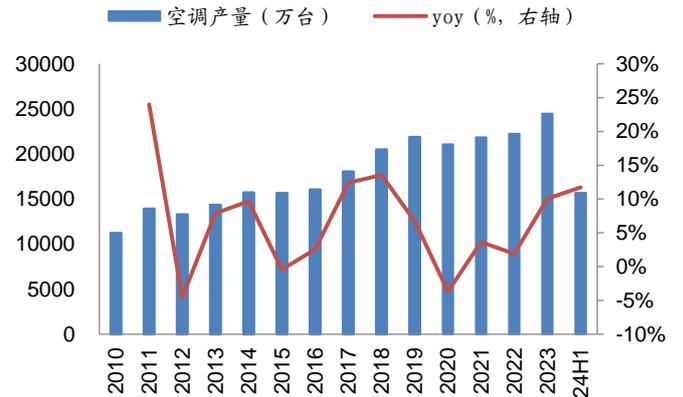
资料来源：ICGS，同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 30 国内电网投资完成额及同比



资料来源：国家统计局，同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 31 国内空调产量及同比

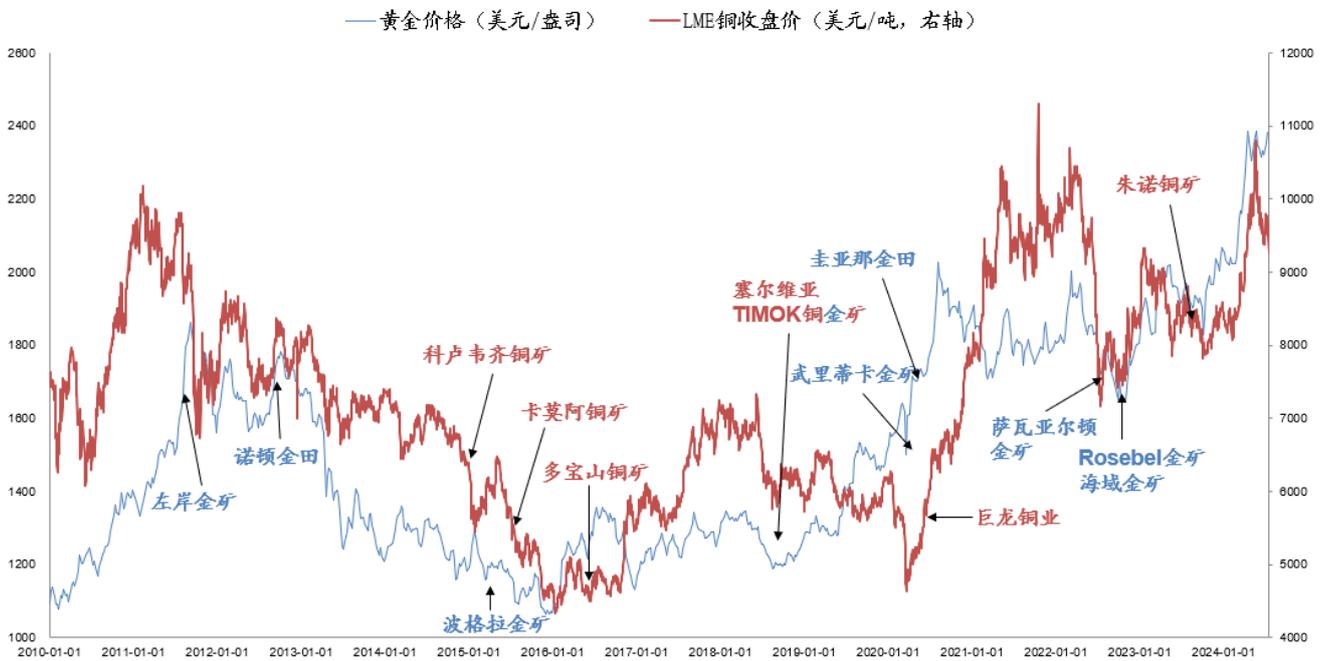


资料来源：国家统计局，同花顺 iFinD，华安证券研究所

### 3 逆周期并购+高效管理模式，成本优势领先行业

**擅长逆周期并购，实现全球资源高效配置。**紫金矿业依托矿业经济思维及专业分析决策能力进行逆周期并购，2010年以来公司收购铜金矿时间均在金属价格相对低点，后续并表+产能释放充分享受价格回升的红利。根据公司公告，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，显著低于全球同行同期铜200美元/吨、黄金80美元/盎司的平均并购水平。

图表 32 铜金价格及公司矿山收购时间



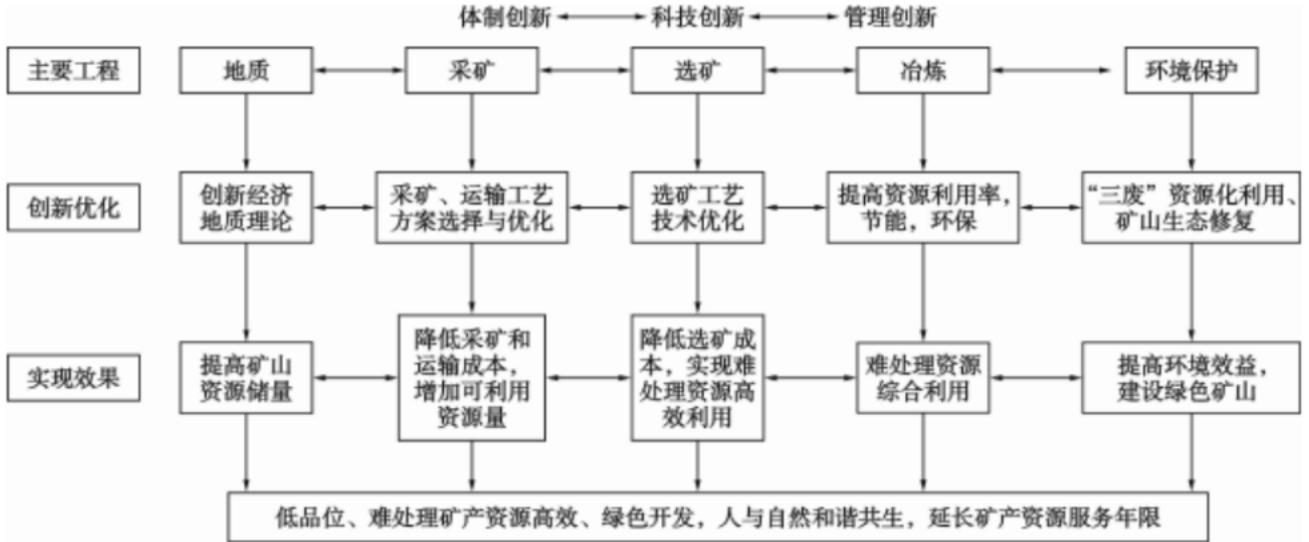
资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，华安证券研究所

**技术+实战造就领先的自主勘探能力。**作为国内第一家拥有自主研发国际先进勘探设备的矿业公司，紫金矿业具备强大的自主研究和找矿勘查能力，公司50%以上铜、金资源和90%以上锌（铅）资源为自主勘探获得，单位勘查成本显著低于全球同行。2023年公司勘查新增探明、控制和推断权益资源量黄金82.41吨、铜264.7万吨。

**独创“矿石流五环归一”管理模式，提升矿山开发各环节协同。**紫金矿业采用“矿石流五环归一”的管理模式，统筹矿山开发中地质、采矿、选矿、冶炼、环保五个环节。以早期的紫金山金矿为例，公司针对其地形陡峭、降雨量大的特点，创造性地利用地形打通超高位天井解决堆浸场地问题同时节省运输成本，采取清污分流系统解决环境问题的情况下又实现了金的高效回收利用。针对旗下多家矿山子公司，公司采用“一企一策”开发，优化建设方案、控制投资成本、缩短建设周期，生产运营成本竞争优势凸显，原长期亏损的塞尔维亚博尔铜矿、苏里南罗斯贝尔金矿等5

个大型项目在公司主导运营后不到 1 年均扭亏为盈，据公告紫金矿业铜 C1 成本和黄金 AISC 成本均位于全球前 20% 分位。

图表 33 “矿石流五环归一”示意图



资料来源：陈景河《紫金山金矿资源裂变与创新开发工程实践》，华安证券研究所

## 4 盈利预测和估值探讨

### 重要假设和收入预测：

**矿山产金：量：**Rosebel 金矿技改、波格拉复产、海域金矿投产等项目预期 2024-2026 年持续贡献增量，假设 2024-2026 年矿产金产量分别为 73/81/89 吨；**价格：**美联储降息预期升温，黄金价格有望持续增长，假设 2024-2026 年公司矿产金销售单价分别为 465/490/490 元/克。

**矿山产铜：量：**卡莫阿三期、塞尔维亚铜业等项目预计贡献增量，假设 2024-2026 年矿产铜产量分别为 89/96/104 万吨；**价：**铜矿供给偏紧，假设铜价整体维持增长，2024-2026 年公司矿产铜销售收入分别为 6/6.2/6.2 万元/吨。

图表 34 公司收入预测

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
矿产金收入 (亿元)	116	139	159	224	271	341	396	435
yoy		19.88%	14.16%	40.80%	20.84%	25.95%	15.91%	10.00%
毛利率	41.82%	52.39%	49.46%	47.97%	45.07%	45.16%	44.90%	45.92%
销量 (吨)	39	38	46	61	67	73	81	89
单价 (元/克)	297	365	349	369	406	465	490	490
矿产铜收入 (亿元)	131	168	283	363	415	535	597	645
yoy		27.75%	68.72%	27.98%	14.40%	29.02%	11.60%	8.00%
毛利率	41.42%	46.15%	66.05%	59.53%	54.51%	56.67%	57.26%	57.26%
销量 (万吨)	37.11	44.99	52.87	73.87	81.07	89.18	96.32	104.02
销售单价 (万元/吨)	3.54	3.73	5.36	4.91	5.12	6.00	6.20	6.20

资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

**估值探讨:** 我们选取 SW 有色金属板块截至 2024/7/30 市值前五的上市公司作为对比, 洛阳钼业、山东黄金、中国铝业和中金黄金均具备矿山到冶炼一体化布局, 涉及金属品种以贵金属和工业金属为主, 业务上同紫金矿业具备可比性。紫金矿业作为以铜、金为主的多金属矿业公司, 当前估值低于行业平均水平, 后续产能释放具备增长弹性, 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 317.7/359.5/393.4 亿元, 对应 PE 分别为 13.87/12.26/11.20 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表 35 可比公司估值

公司	股价	市值 (亿元)	EPS				PE			
			23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
紫金矿业	16.58	4,281.20	0.80	1.20	1.35	1.48	15.58	13.87	12.26	11.20
洛阳钼业	7.47	1543.46	0.38	0.51	0.58	0.63	13.61	14.52	12.83	11.80
山东黄金	29.42	1190.47	0.52	0.87	1.19	1.47	43.95	34.00	24.66	20.03
中国铝业	6.90	1069.57	0.39	0.56	0.67	0.76	14.41	12.30	10.36	9.02
中金黄金	16.06	778.48	0.61	0.76	0.85	1.00	26.14	21.24	19.00	16.07

资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所; 注: 股价截至 2024/7/31 收盘, 紫金矿业为模型预测值, 其余为一致预期均值

## 风险提示:

**产能释放不及预期:** 公司卡莫阿卡库拉三期采选项目、塞尔维亚铜矿改扩建、海域金矿等项目在建, 产能释放进度影响公司未来收益;

**金属价格大幅波动:** 公司经营铜、黄金、铅锌、锂等资源的开发, 金属价格波动影响公司销售价格, 进而影响销售收入;

**海外矿山经营风险:** 公司在南美、中亚、欧洲等区域都有矿山资源, 海外政策、营商环境等具备不确定性, 可能造成公司的经营风险。

## 财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	77629	81268	97234	116837	<b>营业收入</b>	293403	326033	352796	371528
现金	18449	18507	29356	46812	营业成本	247024	261598	281422	294699
应收账款	7778	8094	9219	9570	营业税金及附加	4850	5246	5710	6023
其他应收款	2834	3379	3759	3861	销售费用	766	775	861	909
预付账款	2677	3279	3562	3628	管理费用	7523	7980	8695	9197
存货	29290	30690	33418	34845	财务费用	3268	4390	4391	4113
其他流动资产	16601	17319	17921	18121	资产减值损失	-385	62	82	88
<b>非流动资产</b>	265377	299170	332831	364242	公允价值变动收益	-19	0	0	0
长期投资	31632	40483	49669	58307	投资净收益	3491	3503	3920	4131
固定资产	81466	89730	97670	104673	<b>营业利润</b>	31937	48656	54643	59669
无形资产	67892	74743	81497	87093	营业外收入	120	120	120	120
其他非流动资产	84387	94214	103995	114169	营业外支出	769	1000	1000	1000
<b>资产总计</b>	343006	380438	430066	481079	<b>利润总额</b>	31287	47776	53763	58789
<b>流动负债</b>	84182	84819	89503	91346	所得税	4748	8068	8820	9618
短期借款	20989	21048	21092	20687	<b>净利润</b>	26540	39708	44943	49171
应付账款	14428	13845	15348	16104	少数股东损益	5420	7942	8989	9834
其他流动负债	48765	49925	53064	54555	<b>归属母公司净利润</b>	21119	31766	35954	39336
<b>非流动负债</b>	120460	120114	120114	120114	EBITDA	42251	62427	68743	73687
长期借款	77531	77531	77531	77531	EPS (元)	0.80	1.20	1.35	1.48
其他非流动负债	42930	42583	42583	42583					
<b>负债合计</b>	204643	204933	209617	211460					
少数股东权益	30857	38798	47787	57621	<b>主要财务比率</b>				
股本	2633	2632	2632	2632	<b>会计年度</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
资本公积	25866	25770	25770	25770	<b>成长能力</b>				
留存收益	79007	108305	144259	183596	营业收入	8.5%	11.1%	8.2%	5.3%
归属母公司股东权	107506	136707	172661	211998	营业利润	3.2%	52.4%	12.3%	9.2%
<b>负债和股东权益</b>	343006	380438	430066	481079	归属于母公司净利	5.4%	50.4%	13.2%	9.4%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	15.8%	19.8%	20.2%	20.7%
					净利率 (%)	7.2%	9.7%	10.2%	10.6%
					ROE (%)	19.6%	23.2%	20.8%	18.6%
					ROIC (%)	9.7%	13.6%	13.4%	12.8%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	59.7%	53.9%	48.7%	44.0%
					净负债比率 (%)	147.9%	116.8%	95.1%	78.4%
					流动比率	0.92	0.96	1.09	1.28
					速动比率	0.45	0.46	0.58	0.77
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.90	0.90	0.87	0.82
					应收账款周转率	37.39	41.08	40.75	39.55
					应付账款周转率	18.87	18.50	19.28	18.74
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.80	1.20	1.35	1.48
					每股经营现金流	1.39	1.80	2.14	2.32
					每股净资产	4.08	5.14	6.50	7.98
					<b>估值比率</b>				
					P/E	15.58	13.87	12.26	11.20
					P/B	3.05	3.22	2.55	2.08
					EV/EBITDA	10.69	9.06	8.07	7.28

资料来源:公司公告,华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**许勇其，金属&新材料首席分析师，毕业于中南大学，历任中信期货、国君期货、建信期货等高级分析师、研究总监，拥有 16 年产业（江铜套保）及金属期货行业投研经历，亲身经历行业的两轮牛熊大周期，2020 年加入华安证券研究所。

**分析师：**黄玺，香港大学金融硕士，2022 年加入华安证券研究所。

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者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任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。