

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	16.06
总股本/流通股本(亿股)	265.78 / 205.56
总市值/流通市值(亿元)	4,268 / 3,301
52周内最高/最低价	19.47 / 11.44
资产负债率(%)	59.7%
市盈率	20.07
第一大股东	闽西兴杭国有资产投资 经营有限公司

研究所

分析师: 李帅华  
SAC 登记编号: S1340522060001  
Email: lishuaihua@cnpsec.com  
研究助理: 杨丰源  
SAC 登记编号: S1340124050015  
Email: yangfengyuan@cnpsec.com

紫金矿业(601899)

Q2 利润历史新高，成本控制能力得到持续验证

● Q2 归母净利润为 88.24 亿元，环比增 40.94%

公司于 24 年 8 月 23 日晚发布半年报。2024 年上半年实现营收 1504 亿元，归母净利润 151 亿元、同比增长 46.4%，扣非后归母净利润 154.3 亿元、同比增长达 59.8%。其中，2024 年 Q2，公司实现归母净利润 88.24 亿元，环比增 40.94%，创造历史最好成绩。

● 产量：铜金继续保持高增速

2024 年 H1，公司产量继续保持了高增速，实现矿产铜 51.9 万吨（42.5 权益万吨）、矿产金 35.4 吨（29.9 权益吨）、矿产锌（铅）22.2 万吨（权益 18.0 万吨）、矿产银 210.3 吨（140.7 权益吨），其中矿产铜、金产量同比增长分别为 5.3%、9.5%，继续保持了较高增速，量价齐升背景下贡献公司业绩增量。（24H1，公司铜业务毛利占集团毛利的 49.1%，黄金业务毛利占集团毛利的 28.3%）。

● 估值提升的底层逻辑，成本控制能力得到持续验证

成本控制是矿山竞争能力的重要体现。2023 年以来，紫金矿业加快构建具有紫金特色的全球运营管理体系，攻坚海外项目等重点领域成本控制，“控本”工作逐渐显现出“增效”成果，2024H1，公司铜精矿单位销售成本为 18578 元/吨，同比下降了 5.41%，环比 2023H2 下降了 8.82%；金精矿单位销售成本为 151.5 元/g，同比下降了 2.5%，环比 2023H2 下降了 6.73%。在地缘政治持续扰动，民族资源主义抬头的大背景下，公司积极降本增效，2024 年上半年持续控制成本下行，实属难能可贵。我们认为，优秀的成本控制能力可以降低大宗商品价格波动带来的利润波动率，是矿企提升估值的重要力量，紫金矿业成本控制能力得到持续验证，未来有望提升估值水平，详见我们之前发布的《紫金矿业：全球领先的铜金矿石服务提供商，估值有望提升》。

● 持续增储，新一轮找矿取得重大成果

2024H1，公司旗下的西藏巨龙铜矿和黑龙江铜山铜矿合计新增备案铜金属资源量 1837.7 万吨，新增备案的铜金属储量 577.7 万吨。此外，塞尔维亚佩吉铜金矿南部 MG 勘查有望新探获大型高品位铜金矿床，武里蒂卡金矿、马诺诺锂矿东北部、诺顿金田、山西紫金、湘源锂矿、备战铁矿等勘探均取得积极进展。优秀的探矿处理矿能力有望继续增强公司资源储备。

● 战略目标清晰，继续向全球铜金矿山领导企业迈进

公司战略方向正确，执行高效坚定一以贯之。公司基本面良好，为乘势而上，加快各项指标达成，报告期公司发布《关于未来五年（至

2028年)主要矿产品产量规划的公告》，将力争提前2年(至2028年)达成原定至2030年实现的主要经济指标，届时主营矿产品年产量将形成铜150-160万吨、金100-110吨、锌(铅)55-60万吨、银600-700吨、锂(LCE)25-30万吨、钼2.5-3.5万吨规模，主要经济指标有望进入全球前3-5位。

### ● 盈利预测

我们预计2024-2026年，随着金铜价格持续强势，紫金矿业各个项目稳定投产，预计紫金矿业营业收入为3458.69/3582.82/3721.43亿元，YOY为17.88%/3.59%/3.87%，归母净利润为311.34/392.44/460.46亿元，YOY 47.42%/26.05%/17.33%，对应PE为13.71/10.88/9.27，维持“买入”评级。

### ● 风险提示

铜金价格超预期下跌，公司项目进度不及预期等。

### ■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	293403	345869	358282	372143
增长率(%)	8.54	17.88	3.59	3.87
EBITDA(百万元)	42250.91	59893.46	71442.35	82486.19
归属母公司净利润(百万元)	21119.42	31134.15	39244.17	46046.44
增长率(%)	5.38	47.42	26.05	17.33
EPS(元/股)	0.79	1.17	1.48	1.73
市盈率(P/E)	20.21	13.71	10.88	9.27
市净率(P/B)	3.97	3.08	2.45	1.97
EV/EBITDA	10.69	9.68	7.73	6.30

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	293403	345869	358282	372143	营业收入	8.5%	17.9%	3.6%	3.9%
营业成本	247024	285033	289999	294825	营业利润	3.2%	42.2%	23.8%	18.1%
税金及附加	4850	5707	5912	6140	归属于母公司净利润	5.4%	47.4%	26.0%	17.3%
销售费用	766	899	932	968	<b>获利能力</b>				
管理费用	7523	8301	7882	8187	毛利率	15.8%	17.6%	19.1%	20.8%
研发费用	1567	1729	1791	1861	净利率	7.2%	9.0%	11.0%	12.4%
财务费用	3268	5150	4713	4168	ROE	19.6%	22.5%	22.5%	21.2%
资产减值损失	-385	-50	-50	-50	ROIC	9.7%	13.0%	13.8%	14.1%
<b>营业利润</b>	<b>31937</b>	<b>45425</b>	<b>56231</b>	<b>66409</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	120	120	120	120	资产负债率	59.7%	54.4%	49.2%	44.2%
营业外支出	769	800	800	800	流动比率	0.92	1.18	1.48	1.82
<b>利润总额</b>	<b>31287</b>	<b>44745</b>	<b>55551</b>	<b>65729</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	4748	7607	9444	11174	应收账款周转率	37.39	40.92	38.56	38.61
<b>净利润</b>	<b>26540</b>	<b>37139</b>	<b>46107</b>	<b>54555</b>	存货周转率	10.22	11.35	11.22	11.45
归母净利润	21119	31134	39244	46046	总资产周转率	0.90	0.95	0.88	0.82
<b>每股收益(元)</b>	<b>0.79</b>	<b>1.17</b>	<b>1.48</b>	<b>1.73</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	0.79	1.17	1.48	1.73
货币资金	18449	40296	67569	100094	每股净资产	4.04	5.22	6.57	8.15
交易性金融资产	5307	5407	5507	5607	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	8331	9752	10102	10492	PE	20.21	13.71	10.88	9.27
预付款项	2677	2850	2900	2948	PB	3.97	3.08	2.45	1.97
存货	29290	31670	32222	32758	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>77629</b>	<b>104910</b>	<b>134337</b>	<b>169070</b>	净利润	26540	37139	46107	54555
固定资产	81466	92061	104116	118437	折旧和摊销	10263	9998	11178	12589
在建工程	35927	32334	29101	26191	营运资本变动	505	-2021	-583	-608
无形资产	67892	68842	69792	70742	其他	-447	-43	-2548	-3769
<b>非流动资产合计</b>	<b>265377</b>	<b>279792</b>	<b>295094</b>	<b>312985</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>36860</b>	<b>45073</b>	<b>54154</b>	<b>62768</b>
<b>资产总计</b>	<b>343006</b>	<b>384703</b>	<b>429430</b>	<b>482054</b>	资本开支	-30329	-18675	-21674	-25673
短期借款	20989	20989	20989	20989	其他	-3636	-668	3162	4381
应付票据及应付账款	16284	17815	18125	18427	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-33965</b>	<b>-19344</b>	<b>-18512</b>	<b>-21292</b>
其他流动负债	46909	50241	51902	53600	股权融资	235	-97	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>84182</b>	<b>89045</b>	<b>91016</b>	<b>93016</b>	债务融资	12223	1645	500	500
其他	120460	120114	120114	120114	其他	-18276	-5354	-8869	-9450
<b>非流动负债合计</b>	<b>120460</b>	<b>120114</b>	<b>120114</b>	<b>120114</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-5817</b>	<b>-3806</b>	<b>-8369</b>	<b>-8950</b>
<b>负债合计</b>	<b>204643</b>	<b>209159</b>	<b>211130</b>	<b>213130</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-1974</b>	<b>21848</b>	<b>27272</b>	<b>32526</b>
股本	2633	2632	2632	2632					
资本公积金	25866	25770	25770	25770					
未分配利润	69270	93001	123008	158217					
少数股东权益	30857	36861	43724	52233					
其他	9737	17279	23166	30073					
<b>所有者权益合计</b>	<b>138363</b>	<b>175543</b>	<b>218300</b>	<b>268925</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>343006</b>	<b>384703</b>	<b>429430</b>	<b>482054</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048