



买入(维持)

所属行业: 有色金属/工业金属
当前价格(元): 16.21

证券分析师

翟堃

资格编号: s0120523050002

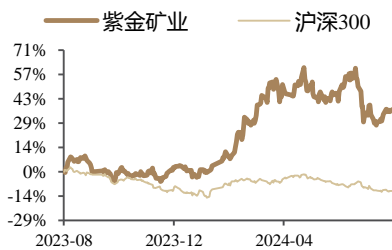
邮箱: zhaikun@tebon.com.cn

研究助理

谷瑜

邮箱: guyu5@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	5.75	-5.95	-7.39
相对涨幅(%)	7.96	-2.09	0.31

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《黄金: 降息预期提升, 金价展望2600美元》, 2024.8.1
- 《铜行业跟踪: 24Q2铜价创新高, Q3TC骤降, 供需持续紧张》, 2024.7.11
- 《紫金矿业(601899.SH): 24H1业绩预告同比大增, 量价齐升》, 2024.7.9
- 《紫金矿业(601899.SH): 24Q1金铜量价齐升, 毛利增厚显著》, 2024.4.23
- 《铜行业跟踪: TC走低致冶炼减产预期, 2024Q1铜价震荡升高》, 2024.4.2

紫金矿业(601899.SH): 24H1 净利增46%, 找矿、控本取得阶段性成果

投资要点

- 事件: 公司发布2024年半年度报告。**2024H1实现营业收入1504亿元, 同比+0.06%; 实现归母净利150.8亿元, 与2023H1的103.02亿元相比增加46.42%; 实现扣非归母净利154.3亿元, 与2023H1的96.55亿元相比增加59.84%。主要系①主产品产量实现增长, 矿产铜、金产量分别增加5.3%、9.5%; 铜、金价格同比均增长。②控本初显成效, 2024H1公司铜精矿、金精矿销售成本环比分别下降8.8%、6.7%。2024Q2单季度实现营收756.4亿元, 环比+1.2%, 同比+0.3%; 实现归母净利88.2亿元, 同比+81.5%, 环比+40.9%。
- 2024H1主要产品产量同比增长, 金属价格上行。**产量方面, 2024H1主要矿产品产量同比增加, 公司矿产金产量35.4吨, 同比增长9.5%(2023H1为32.3吨); 矿产铜产量约51.9万吨, 同比增长5.3%(2023H1为49.2万吨); 矿产银产量约210.3吨, 同比增长1.3%(2023H1为207.6吨)。经计算, 2024Q2公司矿产金产量18.6吨, 环比增加10.7%, 同比增加13.5%; 矿产铜产量25.6万吨, 环比减少2.6%, 同比增加3.3%; 矿产银产量约108.2吨, 环比增加6.1%, 同比增加4.7%。价格方面, 2024H1伦金均价2203美元/盎司, 同比+14.0%; 伦铜均价9206美元/吨, 同比+5.5%。
- 新一轮找矿取得重大成果。**公司旗下西藏巨龙铜矿、黑龙江铜山铜矿合计新增备案铜金属资源量1837.7万吨、铜金属储量577.7万吨。这一新增的铜金属储量约占中国2022年末铜储量的14.2%, 标志着公司全面落实国家新一轮找矿突破战略行动取得重大成果。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。2024年6月底, 公司权益口径资源量较年初增加铜619.7万吨, 金53.71吨, 银3334吨, 按控股企业100%口径及联合营合营企业权益口径计算, 公司保有探明、控制及推断的总资源量为铜10467万吨、金3528吨、锌(铅)1212万吨、银28380吨, 锂(LCE)1411万吨; 其中, 保有证实储量和可信储量: 铜4382万吨、金1322吨、锌(铅)506万吨、银2653吨、锂(LCE)505万吨。
- 旗舰矿山蓄势。**铜方面, 卡莫阿铜矿、巨龙铜矿均可见可观增长。卡莫阿铜矿资源量约4266万吨, 2023年矿产铜39.4万吨, 2024年计划矿产铜50.7万吨; 项目一、二期联合改扩建能于2023年第一季度建成投产, 年产能达到45万吨; 三期采选工程于2024年5月26日提前建成投产, 年矿石处理总量将达到1420万吨, 铜产量将提升至60万吨, 晋升为全球第四大铜矿。巨龙铜业拥有资源量铜1927万吨、银1.06万吨、钼120万吨; 2023年矿产铜15.44万吨, 2024年计划矿产铜16.6万吨; 二期改扩建2024年将全面开工建设, 计划2025年底建成投产, 达产后年矿产铜将达30-35万吨。金方面, 波格拉金矿、海域金矿为主要增量项目。波格拉金矿为全球十大黄金矿山之一、巴新第二大金矿, 拥有资源量金417吨, 于2023年12月22日全面复产, 复产达产后归属公司权益年矿产金约5吨。海域金矿为中国最大单体金矿, 拥有资源量金562吨, 计划2025年投产, 整体投产达产后年矿产黄金约15-20吨, 有望晋升为中国最大黄金矿山。
- 盈利预测。**我们参考公司产量规划目标及新增矿山投产进度, 我们预计2024-2026年矿产金产量分别为74/85/99吨, 矿产铜产量分别为111/122/134万吨。受金属

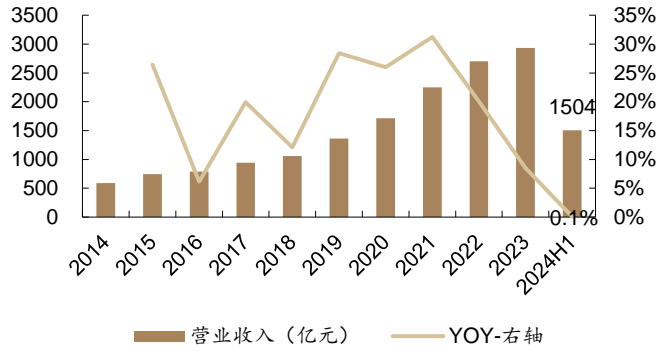
价格波动影响，我们调整公司盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利分别为 313、375、416 亿元，同比增速 48.4%、19.8%、10.8%，截至 2024 年 8 月 26 日收盘，2024-2026 年对应 PE 分别为 13.8x/11.5x/10.4x，维持“买入”评级。

- **风险提示：** 黄金、铜、铅锌、锂等金属价格大幅下跌；改扩建项目不及预期导致产量不及预期；汇率波动风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	26,577.89		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	20,556.29	营业收入(百万元)	270,329	293,403	326,007	348,834	367,227
52 周内股价区间(元):	11.19-19.12	(+/-)YOY(%)	20.1%	8.5%	11.1%	7.0%	5.3%
总市值(百万元):	422,950.90	净利润(百万元)	20,042	21,119	31,339	37,531	41,579
总资产(百万元):	368,876.38	(+/-)YOY(%)	27.9%	5.4%	48.4%	19.8%	10.8%
每股净资产(元):	4.70	全面摊薄 EPS(元)	0.75	0.79	1.18	1.41	1.56
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	15.7%	15.8%	20.0%	21.1%	21.6%
		净资产收益率(%)	22.5%	19.6%	23.9%	23.3%	21.6%

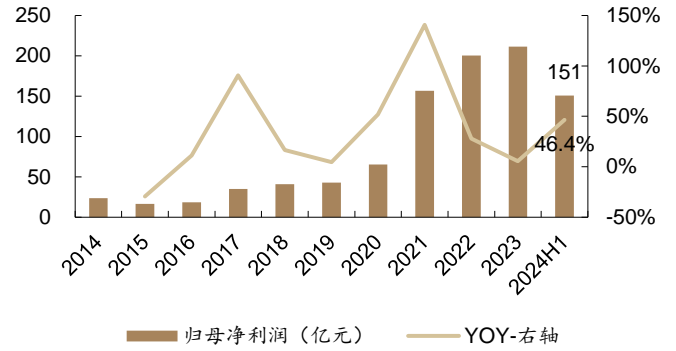
资料来源: 公司年报 (2022-2023), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

图 1: 公司营业收入和增速



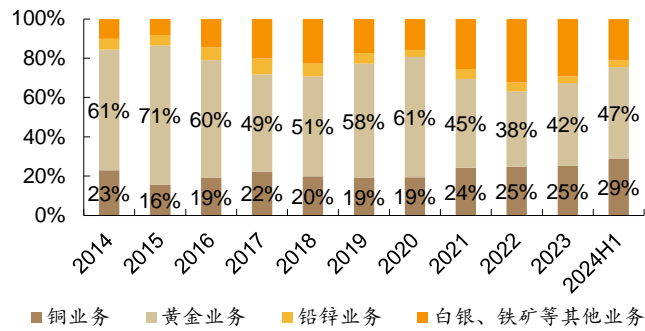
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 2: 公司归母净利润和增速



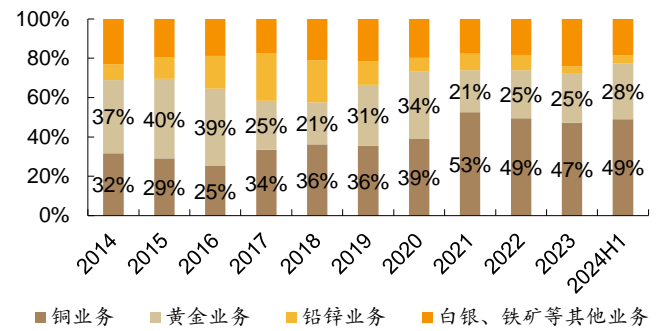
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 3: 公司营业收入结构



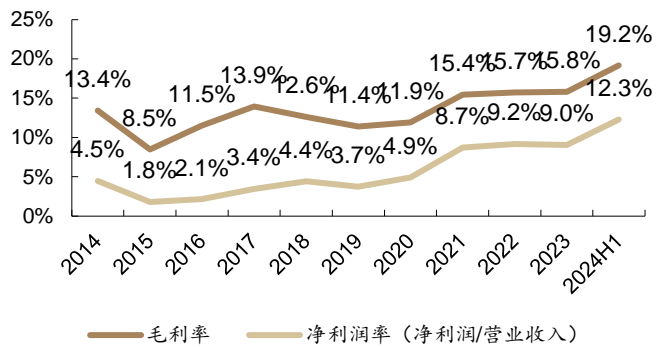
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 4: 公司毛利结构



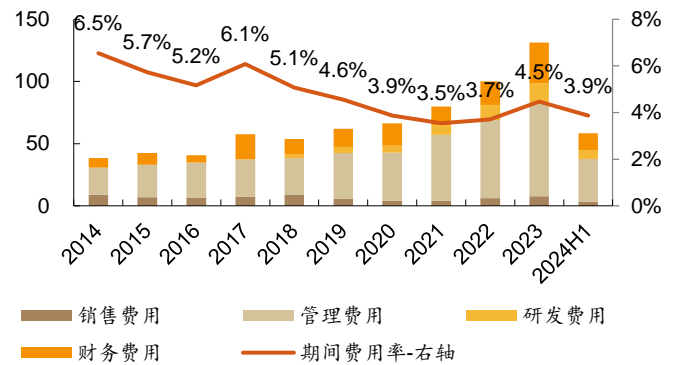
资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 5: 公司毛利率和净利率



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所

图 6: 公司期间费用及总费用率



资料来源: Wind, 公司公告, 德邦研究所
注: 2018年及之前, 研发费用在管理费用中列示

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.80	1.18	1.41	1.56
每股净资产	4.08	4.94	6.06	7.24
每股经营现金流	1.40	2.07	2.34	2.45
每股股利	0.25	0.28	0.30	0.38
价值评估(倍)				
P/E	15.58	13.75	11.48	10.36
P/B	3.05	3.28	2.68	2.24
P/S	0.15	0.13	0.12	0.12
EV/EBITDA	10.69	8.60	7.02	5.92
股息率%	2.0%	1.7%	1.9%	2.3%
盈利能力指标(%)				
毛利率	15.8%	20.0%	21.1%	21.6%
净利润率	9.0%	12.0%	13.5%	14.1%
净资产收益率	19.6%	23.9%	23.3%	21.6%
资产回报率	6.2%	8.3%	9.7%	9.5%
投资回报率	9.7%	13.5%	15.0%	14.3%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	8.5%	11.1%	7.0%	5.3%
EBIT 增长率	5.6%	57.5%	13.8%	8.3%
净利润增长率	5.4%	48.4%	19.8%	10.8%
偿债能力指标				
资产负债率	59.7%	55.2%	46.1%	42.7%
流动比率	0.9	1.3	1.3	1.7
速动比率	0.4	0.8	0.9	1.3
现金比率	0.2	0.6	0.7	1.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	9.6	8.3	8.0	8.1
存货周转天数	41.8	40.0	35.0	35.0
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.8
固定资产周转率	3.6	3.7	3.7	3.8

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	21,119	31,339	37,531	41,579
少数股东损益	5,420	7,713	9,434	10,342
非现金支出	10,782	10,884	11,828	12,823
非经营收益	-966	3,417	2,055	1,019
营运资金变动	505	1,645	1,406	-534
经营活动现金流	36,860	54,998	62,253	65,230
资产	-30,329	-13,482	-13,368	-13,373
投资	-7,239	0	0	0
其他	3,603	3,672	4,040	4,195
投资活动现金流	-33,965	-9,810	-9,328	-9,179
债权募资	12,223	1,380	-29,500	940
股权募资	235	-3	0	0
其他	-18,276	-14,049	-13,700	-14,940
融资活动现金流	-5,817	-12,672	-43,200	-14,000
现金净流量	-1,974	32,517	9,725	42,051

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 26 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	293,403	326,007	348,834	367,227
营业成本	247,024	260,695	275,079	288,002
毛利率%	15.8%	20.0%	21.1%	21.6%
营业税金及附加	4,850	5,268	5,702	5,968
营业税金率%	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%
营业费用	766	800	883	915
营业费用率%	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%
管理费用	7,523	7,957	8,729	9,076
管理费用率%	2.6%	2.4%	2.5%	2.5%
研发费用	1,567	1,613	1,794	1,853
研发费用率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
EBIT	31,988	50,388	57,346	62,133
财务费用	3,268	6,331	4,962	3,930
财务费用率%	1.1%	1.9%	1.4%	1.1%
资产减值损失	-385	-350	-200	-100
投资收益	3,491	3,672	4,040	4,195
营业利润	31,937	47,157	56,136	62,224
营业外收支	-649	-500	-400	-400
利润总额	31,287	46,657	55,736	61,824
EBITDA	42,251	60,802	68,914	74,806
所得税	4,748	7,605	8,771	9,903
有效所得税率%	15.2%	16.3%	15.7%	16.0%
少数股东损益	5,420	7,713	9,434	10,342
归属母公司所有者净利润	21,119	31,339	37,531	41,579

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	18,449	50,965	60,690	102,741
应收账款及应收票据	8,331	7,669	9,034	8,822
存货	29,290	28,293	24,645	31,055
其它流动资产	21,559	24,236	23,966	25,132
流动资产合计	77,629	111,163	118,334	167,751
长期股权投资	31,632	31,632	31,632	31,632
固定资产	81,466	88,838	94,098	97,488
在建工程	35,927	31,141	27,313	24,251
无形资产	67,892	67,892	67,892	67,892
非流动资产合计	265,377	267,963	269,396	269,723
资产总计	343,006	379,126	387,730	437,474
短期借款	20,989	22,370	22,870	23,810
应付票据及应付账款	16,284	18,692	15,754	21,598
预收账款	87	102	106	113
其它流动负债	46,822	47,531	49,577	50,708
流动负债合计	84,182	88,695	88,308	96,230
长期借款	77,531	77,531	47,531	47,531
其它长期负债	42,930	42,930	42,930	42,930
非流动负债合计	120,460	120,460	90,460	90,460
负债总计	204,643	209,155	178,768	186,690
实收资本	2,633	2,632	2,632	2,632
普通股股东权益	107,506	131,401	160,958	192,438
少数股东权益	30,857	38,570	48,004	58,346
负债和所有者权益合计	343,006	379,126	387,730	437,474

信息披露

分析师与研究助理简介

翟堃，所长助理，能源开采&有色金属行业首席分析师，中国人民大学金融硕士，天津大学工学学士，8年证券研究经验，2022年上海证券报能源行业第二名，2021年新财富能源开采行业入围，2020年机构投资者（II）钢铁、煤炭和铁行业第二名，2019年机构投资者（II）金属与采矿行业第三名。研究基础扎实，产业、政府资源丰富，擅长从库存周期角度把握周期节奏，深挖优质弹性标的。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	类别	评级	说明
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。