

降本增效见成效，三大铜矿产业集群齐绽放

2024 年 08 月 26 日

➤ **事件：公司发布 2024 年半年报。**2024H1 公司实现营收 1504 亿元，同比增长 0.1%，归母净利润 150.8 亿元，同比增长 46.4%。单季度看，2024Q2 公司实现营收 756 亿元，同比增长 0.3%，环比增长 1.2%，实现归母净利润 88.2 亿元，同比增长 81.5%，环比增长 40.9%。业绩符合业绩预告。计划实施中期分红 26.58 亿元，践行“以投资者为本”的上市公司发展理念。

➤ **2024H1 公司归母净利润同比上升，主要原因是毛利上升。**公司 2024H1 实现归母净利润 150.8 亿元，同比增长 46.4%，主要原因是公司主要运营产品量价齐升，尤其是铜、金产品，其中矿山产金、矿山产铜平均售价同比 2023 年同期分别增加 22.4%和 14.6%，销量分别同比增长 5.2%和 6.1%。

➤ **单季度来看，24Q2 公司毛利为 164 亿元，环比增长 40 亿元，主要得益于铜金产品售价提升。**24Q2 公司毛利为 164 亿元，环比大幅增长 40 亿元，主要得益于铜金产品量价齐升，矿产金/矿产铜毛利分别环比增长 12/18 亿元，占毛利增长总额的 30%和 46%。**产量：金产量环比提升，铜产量环比减少。**2024Q2，公司生产矿产金/矿产铜/矿产银 18.6 吨/25.5 万吨/108 吨，环比分别变化 +10.7%/-3.0%/+5.9%，同比分别增长 13.5%/2.9%/4.5%。黄金同环比增长主要或得益于大陆黄金和诺顿金田新项目爬坡等。铜产量环比减少或主要由于 Q2 刚果金电力供应紧张，影响卡莫阿正常生产，以及钴产品放射性超标导致科卢韦齐产量受影响。**成本：成本端得到有效控制。**2024H1 矿产金/铜单位销售成本同比分别增长 8.1%/3.5%。2024Q2 矿产金/铜单位销售成本环比增长 3.46%/0.06%，同比增长 4.51%/3.49%。成本环比增长态势有所减缓。细分来看，Q2 矿产电解铜成本环比下降 6.84%，主要或由于塞紫铜产量增长带来规模效应。Q2 矿产铜精矿成本环比基本持平，矿产电积铜成本环比增长 6.09%，主要或由于科卢韦齐产量下降导致单位成本抬升。

➤ **核心看点：①三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，塞尔维亚 Timok+Bor、卡莫阿、巨龙，三大世界级铜矿业集群 2024-2026 年均将持续贡献增量；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。**②成本上涨趋势得到遏制，期待后续进一步降本增效。****③中期分红回馈投资者，彰显公司“以投资者为本”的发展理念。**

➤ **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 297 亿元、363 亿元、414 亿元，对应 8 月 23 日收盘价的 PE 为 14x、12x 和 10x，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。

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	301,479	319,553	340,553
增长率 (%)	8.5	2.8	6.0	6.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	21,119	29,692	36,282	41,440
增长率 (%)	5.4	40.6	22.2	14.2
每股收益 (元)	0.79	1.12	1.37	1.56
PE	20	14	12	10
PB	4.0	3.1	2.5	2.1

资料来源：ifind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 8 月 23 日收盘价)

推荐

维持评级

当前价格：

16.21 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

分析师 李挺

执业证书：S0100523090006

邮箱：liting@mszq.com

相关研究

- 紫金矿业 (601899.SH) 动态报告：勘探增储+逆周期并购，矿业龙头两大“法宝”-2024/06/29
- 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
- 紫金矿业 (601899.SH) 2023 年年报深度点评：飞龙在天-2024/03/25
- 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
- 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

目录

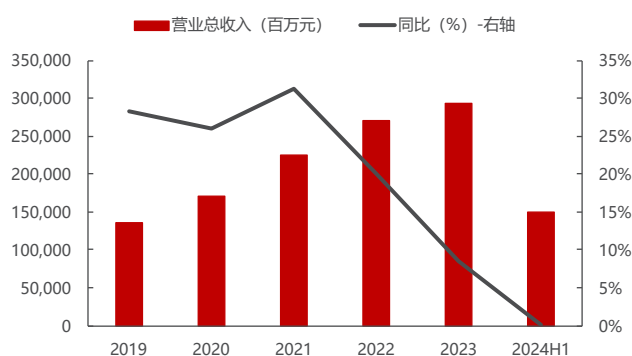
1 事件：公司发布 2024 年半年报.....	3
2 铜金产品量价齐升，贯彻实施提质控本增效方针.....	4
3 毛利端拆解：铜金量价齐升，成本端上行趋势放缓.....	6
4 费用端：期间费用增加，资产负债率略有上升.....	10
5 Q2 非经常性利润环比减少，主要为公允价值变动损失环比略有增加.....	12
6 经营性现金流充裕，且随着项目投产达产有望持续增加.....	14
7 子公司视角的产量情况.....	17
7.1 矿产金：项目建设持续推进，产量稳步增长.....	17
7.2 矿产铜：刚果金电力紧张干扰，整体产量持续增长.....	17
7.3 铅锌矿：产量同比略微下滑，朝规划目标推进.....	18
7.4 矿产银：项目产能扩充，产量有望持续提升.....	19
8 项目跟踪：在建项目稳步推进，顺周期勘探成果颇丰.....	20
8.1 在建项目稳步推进，铜金锂钼持续放量.....	20
8.2 自主地质找矿勘探，实现矿产内生性增长.....	21
9 盈利预测与投资建议.....	23
10 风险提示.....	24
插图目录.....	26
表格目录.....	26

1 事件：公司发布 2024 年半年报

2024 年 8 月 23 日，公司发布 2024 年半年报。2024H1 公司实现营收 1504 亿元，同比增长 0.1%，归母净利润 150.8 亿元，同比增长 46.4%。

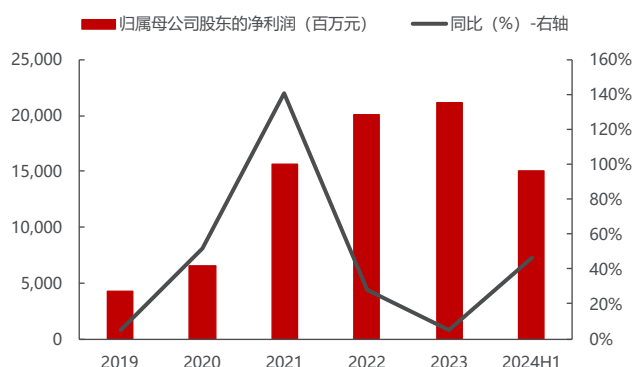
单季度看，2024Q2 公司实现营收 756 亿元，同比增长 0.3%，环比增长 1.2%，实现归母净利润 88.2 亿元，同比增长 81.5%，环比增长 40.9%。业绩符合业绩预告。

图1：2024H1，公司实现营收 1504 亿元



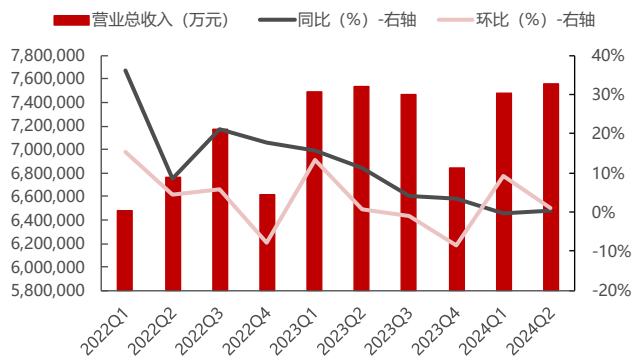
资料来源：ifind，民生证券研究院

图2：2024H1，公司实现归母净利润 150.8 亿元



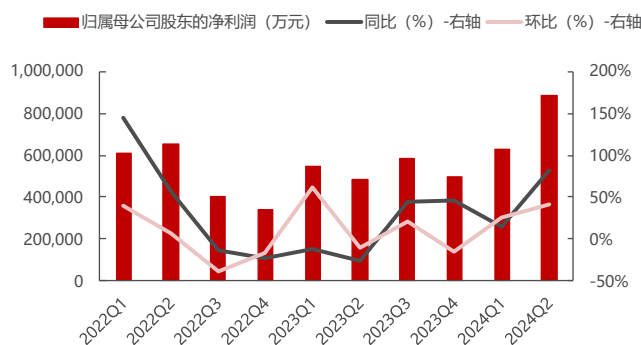
资料来源：ifind，民生证券研究院

图3：2024Q2，公司实现营收 756 亿元



资料来源：ifind，民生证券研究院

图4：2024Q2，公司实现归母净利润 88.2 亿元



资料来源：ifind，民生证券研究院

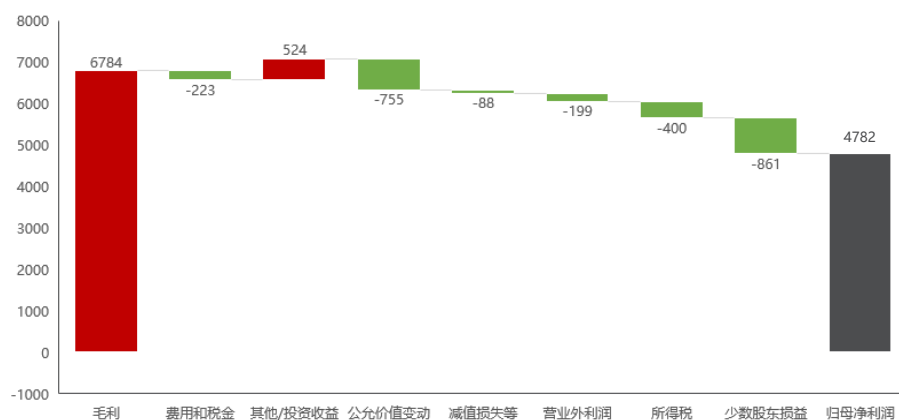
计划实施中期分红，践行“以投资者为本”的上市公司发展理念。公司计划实施 2024 年中期分红，向全体股东每 10 股派发现金红利 1 元（含税）。公司目前总股份数 265.78 亿股，合计拟派发现金红利 26.58 亿元。

2 铜金产品量价齐升，贯彻实施提质控本增效方针

2024 年上半年，公司贯彻“提质、控本、增效”工作总方针和“奋发有为、改革创新、高度适配、控制风险”总体原则，多措并举，主营矿产品产量、资源量及主要经济指标持续进阶，项目建设稳步推进，全球资本市场融资取得历史性突破，实现紫金矿业新五年征程“开门红”。

2024H1 公司归母净利润同比上升，主要原因是毛利上升。公司 2024H1 实现归母净利润 150.8 亿元，同比增长 46.4%，主要原因是公司主要运营产品量价齐升，尤其是铜、金产品，其中矿山产金、矿山产铜平均售价同比 2023 年同期分别增加 22.4%和 14.6%，销量分别同比增长 5.2%和 6.1%。

图5：2024H1，公司毛利同比增加 67.84 亿元（单位：百万元）

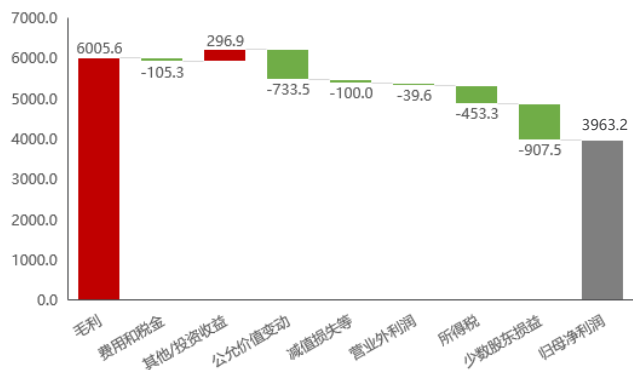


资料来源：ifind，民生证券研究院

分季度同比来看，2024Q2 vs 2023Q2：2024Q2 归母净利润 88.2 亿元，同比增加 39.6 亿元，核心在于毛利同比增加 60.1 亿元以及其它投资收益增加约 3.0 亿元，毛利增长主要得益于主要金属品种尤其是铜金量价齐升，以及部分其他金属价格普涨贡献利润增量。减利点主要是少数股东损益 (-9.08 亿元)，公允价值变动 (-7.34 亿元)，费用和税金在毛利大幅增加的情况下仅增加 1.05 亿元，足以及得公司成本管控力度较强，细分来看主要得益于管理费用和财务费用分别同比减少 1.2 和 1.1 亿元。

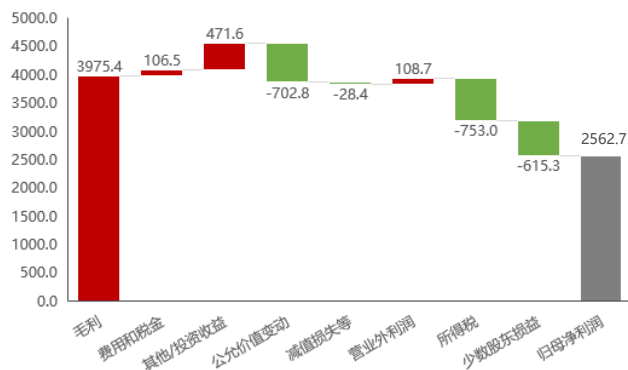
分季度环比来看，2024Q2 vs 2024Q1：2024Q2 归母净利润环比增加 25.6 亿元，核心在于毛利增加 39.8 亿元，毛利增长主要也是由于铜金产品量价齐升，且铜金生产成本的持续环比上涨趋势得到明显遏制。主要减利点为所得税 (-7.53 亿元)，公允价值变动 (-7.03 亿元) 和少数股东损益 (-6.15 亿元)。费用和税金为增利项，尽管只增利 1.07 亿元，但是考虑到公司主要产品产销量增加，毛利环比大幅增长，费用和税金却在环比减少，主要是由于财务费用/管理费用环比分别减少 2.5/1.5 亿元，财务费用环比减少主要或得益于公司采用低利率可转债替换高利率美元债，且 Q2 公司持续压降资产负债率。

图6: 2024Q2 业绩同比变化拆分 (单位: 百万元)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图7: 2024Q2 业绩环比变化拆分 (单位: 百万元)

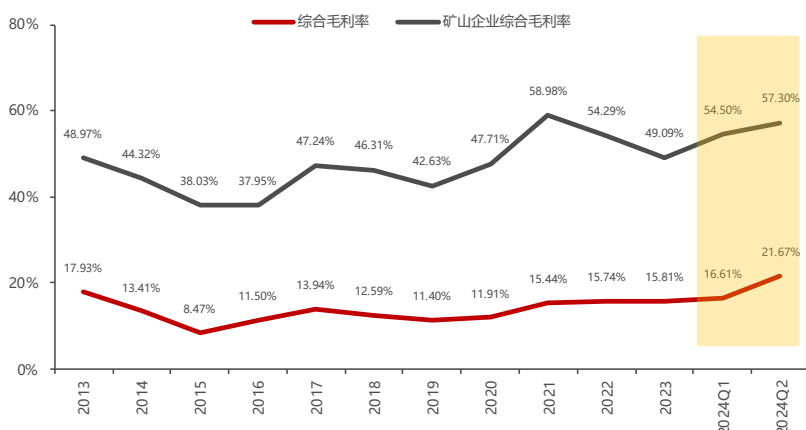


资料来源: ifind, 民生证券研究院

3 毛利端拆解：铜金量价齐升，成本端上行趋势放缓

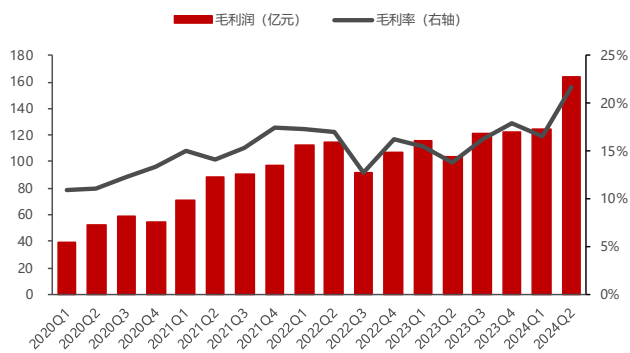
整体来看，2024H1 公司毛利润同比增长 67.8 亿元。分季度来看，公司综合毛利率逐季增长，Q1/Q2 分别为 16.61%和 21.67%。我们认为，公司 2024H1 毛利增长的核心原因为主要产品量价齐升。

图8：2024Q2 公司综合毛利率为 21.67% (单位：%)



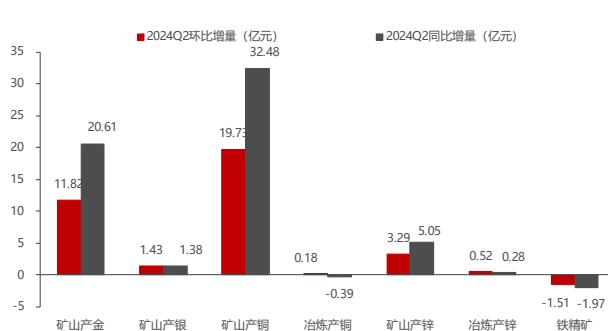
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图9：公司毛利和毛利率逐步抬升



资料来源：ifind，民生证券研究院

图10：公司主要板块毛利变化 (单位：亿元)



资料来源：ifind，民生证券研究院

环比角度，从详细分产品的毛利来看，矿产金和矿产铜表现较好。

- ✓ **矿山及冶炼端：**24Q2 公司毛利为 164 亿元，环比大幅增长 40 亿元，主要得益于铜金产品量价齐升，矿产金/矿产铜毛利分别环比增长 12/18 亿元，占毛利增长总额的 30%和 46%。由于锌、银量价齐升，Q2 矿产锌/银毛利环比分别增长 116%和 76%至 6.1 和 3.3 亿元，增量合计占公司毛利增长总额的 12%。
- ✓ **其他非主营产品（包括贸易物流，冶炼加工银，黄金制品，铜管/铜板带，钼精矿、黄金制品、贵金属贸易，服务业务等，含内部抵消，通过合计毛利值与**

主营业务产品之差计算得到) 毛利环比增长 5.84 亿元, 贡献了 15%的毛利增量占比。

表1: 公司分季度毛利变化 (亿元)

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q1 毛利占比 (%)	2024Q2 毛利占比 (%)	2024Q2 同比 (%)	2024Q2 环比 (%)
矿产金	30.9	28.8	30.9	31.5	37.6	49.4	30.24%	30.12%	71.65%	31.46%
矿产银	1.7	1.9	1.9	1.8	1.9	3.3	1.52%	2.03%	71.44%	75.85%
矿山铜板块	60.5	53.9	59.1	50.5	65.5	83.6	52.71%	51.02%	55.08%	27.78%
冶炼产铜	3.7	3.6	3.7	2.5	3.1	3.3	2.48%	1.99%	-10.61%	5.70%
矿产产锌	4.6	1.1	2.7	2.4	2.8	6.1	2.28%	3.74%	468.54%	116.48%
冶炼产锌	1.4	1.2	0.8	1.2	1.0	1.5	0.77%	0.90%	23.89%	54.29%
铁精矿	2.6	2.2	1.5	1.1	1.7	0.2	1.41%	0.15%	-89.10%	-86.23%
矿产品和冶炼端	105.38	92.75	100.64	90.91	113.51	147.43	91.42%	89.94%	58.95%	29.88%
其他产品等	11.01	11.11	20.19	31.81	10.66	16.50	8.58%	10.06%	48.45%	54.77%
合计	116.38	103.86	120.82	122.72	124.17	163.92	100.00%	100.00%	57.82%	32.02%

注 1: 其他产品 (含内部抵消) 为通过合计毛利值与主营业务产品之差计算所得

注 2: 其它产品中主要包括贸易物流, 冶炼加工银, 钼精矿、黄金制品, 铜管/铜板带, 贵金属贸易, 服务业务等其他业务。

资料来源: ifind, 公司公告, 民生证券研究院

量价本分拆来看: 铜金量价齐升, 成本端上行趋势放缓

产量端: 2024Q2, 公司生产矿产金/矿产铜/矿产银 18.6 吨/25.5 万吨/108 吨, 环比分别变化+10.7%/-3.0%/+5.9%, 同比分别增长 13.5%/2.9%/4.5%。黄金同环比增长主要或得益于大陆黄金 (H1 同比+1 吨) 和诺顿金田新项目爬坡 (H1 同比+0.8 吨) 等。铜产量环比减少或主要由于 Q2 刚果金电力供应紧张, 影响卡莫阿正常生产 (H1 同比-0.52 万吨), 以及钴产品放射性超标导致科卢韦齐产量受影响 (H1 同比-2 万吨)。

销量端: 2024Q2, 矿产金、矿产银、矿产铜、矿产锌环比分别+10.16%、+18.74%、-5.65%、+32.73%。矿产银和矿产锌的销量增长均为库存销售增加所致 (Q1 产量大于销量而 Q2 销量大于产量)。

价格端: 2024Q2, 矿产金、矿产银、矿产铜、矿产锌环比分别+10.16%、+23.44%、+20.52%、+22.24%。受益于经济向好以及宏观美联储降息预期走强, Q2 金属价格普涨。

成本端: 成本端得到有效控制。 2024H1 矿产金/铜单位销售成本同比分别增长 8.1%/3.5%。2024Q2 矿产金/铜单位销售成本环比增长 3.46%/0.06%, 同比增长 4.51%/3.49%。成本环比增长态势有所减缓。细分来看, Q2 矿产电解铜成本环比下降 6.84%, 主要或由于塞紫铜产量增长带来规模效应。Q2 矿产铜精矿成本环比基本持平, 矿产电积铜成本环比增长 6.09%, 主要或由于科卢韦齐产量下

降导致单位成本抬升，后续产量恢复正常后成本仍有下降空间。

表2：公司主要产品销量、单价和单位成本变化 (2024Q2 环比 2024Q1)

	单位	2024Q1				2024Q2				2024Q2 环比 (%)			
		产量	销量	单价	单位成本	产量	销量	单价	单位成本	产量	销量	单价	单位成本
矿产金	千克, 元/克	16,805	15,978	458	223	18,601	17,601	511	231	10.69%	10.16%	11.61%	3.46%
矿产银	千克, 元/克	102,014	93,079	3.93	1.90	108,238	110,526	4.85	1.84	6.10%	18.74%	23.44%	-2.91%
矿产铜小计	吨, 元/吨	262,649	212,875	53,156	22,410	255,351	200,843	64,064	22,422	-2.78%	-5.65%	20.52%	0.06%
矿产阴极铜	吨, 元/吨		20,530	58,220	32,155		18,087	72,621	34,113	-11.90%		24.74%	6.09%
矿产电解铜	吨, 元/吨		29,319	60,516	37,069		30,450	71,002	34,535		3.86%	17.33%	-6.84%
矿产铜精矿	吨, 元/吨		163,026	51,194	18,546		152,306	61,662	18,612		-6.58%	20.45%	0.36%
冶炼产铜	吨, 元/吨	190,805	188,622	61,129	59,495	200,710	200,333	70,245	68,618	5.19%	6.21%	14.91%	15.33%
矿产锌	吨, 元/吨	95,555	80,152	12,218	8,689	104,528	106,382	14,936	9,180	9.39%	32.73%	22.24%	5.65%
冶炼产锌	吨, 元/吨	92,536	91,712	18,567	17,525	88,076	79,298	20,855	18,996	-4.82%	-13.54%	12.32%	8.39%

资料来源: ifind, 公司公告, 民生证券研究院

注 1: 矿产铜仅有销量分拆数据, 无产量分拆数据;

注 2: 产量数据为并表产量+非并表企业的权益产量, 而销量数据为并表销量数据, 主要是为了方便观测量价本对毛利的影 响, 若和产量数据相同口径, 则销量的变化不能直接推导出与毛利变化的关系

表3：公司分产品销量、单价和单位成本变化 (2024Q2 同比 2023Q2)

	单位	2023Q2				2024Q2				2024Q2 同比 (%)			
		产量	销量	单价	单位成本	产量	销量	单价	单位成本	产量	销量	单价	单位成本
矿产金	千克, 元/克	16,386	15,416	407	221	18,601	17,601	511	231	13.52%	14.17%	25.50%	4.51%
矿产银	千克, 元/克	103,380	104,812	3.54	1.69	108,238	110,526	4.85	1.84	4.70%	5.45%	37.07%	9.16%
矿产铜	吨, 元/吨	247,770	193,554	49,530	21,666	255,351	200,843	64,064	22,422	3.06%	3.77%	29.34%	3.49%
冶炼产铜	吨, 元/吨	187,011	187,230	59,602	57,655	200,710	200,333	70,245	68,618	7.33%	7.00%	17.86%	19.01%
矿产锌	吨, 元/吨	112,206	104,428	9,478	8,447	104,528	106,382	14,936	9,180	-6.84%	1.87%	57.58%	8.68%
冶炼产锌	吨, 元/吨	89,567	89,693	18,405	17,078	88,076	79,298	20,855	18,996	-1.66%	-11.59%	13.32%	11.23%

资料来源: ifind, 公司公告, 民生证券研究院

从单位毛利数据来看, 2024Q2 主要产品单位毛利普遍上涨。矿产金 (+19.34%), 矿产银 (+48.10%), 矿产铜 (+35.44%), 矿产锌 (+63.10%), 仅冶炼产铜单位毛利环比下降 0.48%。毛利普遍增长主要得益于 Q2 金属价格普 涨, 且公司主要产品成本控制较好, 没有影响太多利润。

表4：公司分产品单位毛利同比、环比变化

	2023Q2	2024Q1	2024Q2	2024Q2 同比	2024Q2 环比
矿产金	187	235	280	50.34%	19.34%
矿产银	1.85	2.03	3.01	62.58%	48.10%
矿产铜	27864	30746	41642	49.45%	35.44%
冶炼产铜	1947	1634	1626.2	-16.46%	-0.48%

矿产锌	1031	3529	5755.9	458.10%	63.10%
冶炼产锌	1327	1042	1859.3	40.14%	78.44%

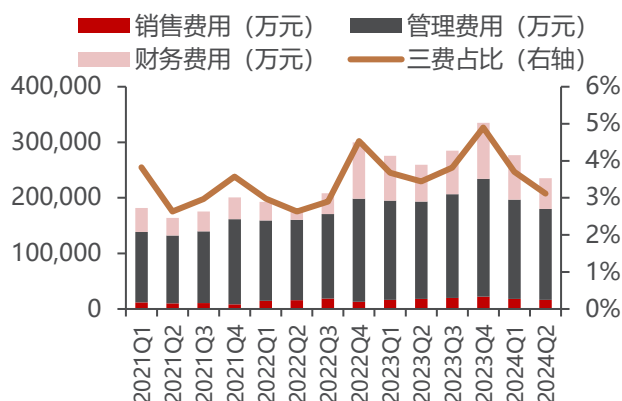
注：矿产金、矿产银单位均为元/克；矿产铜、冶炼铜、矿产锌、冶炼锌单位均为元/吨；

资料来源：ifind，公司公告，民生证券研究院

4 费用端：期间费用增加，资产负债率略有上升

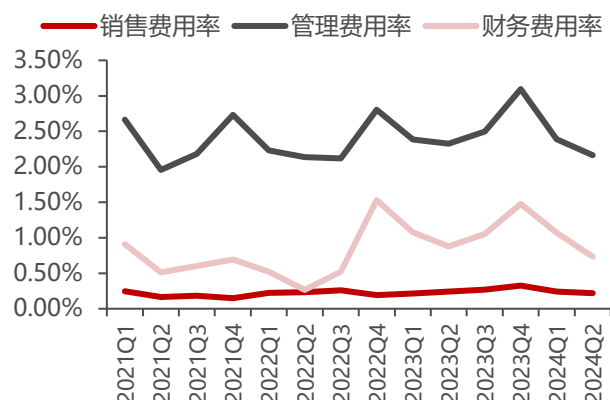
从期间费用的变化来看，2024H1 公司期间费用率同比下降。2024H1 公司销售费用、管理费用、财务费用、研发费用分别为 3.44 亿元、34.24 亿元、13.57 亿元、7.08 亿元。2024H1 同比来看：销售费用、研发费用同比基本持平；管理费用同比减少 1.18 亿元，主要是人工成本同比下降所致；财务费用同比减少 1.15 亿元，主要是汇兑损益变化所致。分季度看，2024Q2 期间费用（含研发费用）合计 23.37 亿元，环比减少 3.58 亿元，其中销售费用、管理费用、财务费用、研发费用分别环比变化-0.15 亿元、-1.50 亿元、-2.49 亿元、+0.56 亿元。

图11：公司三费情况



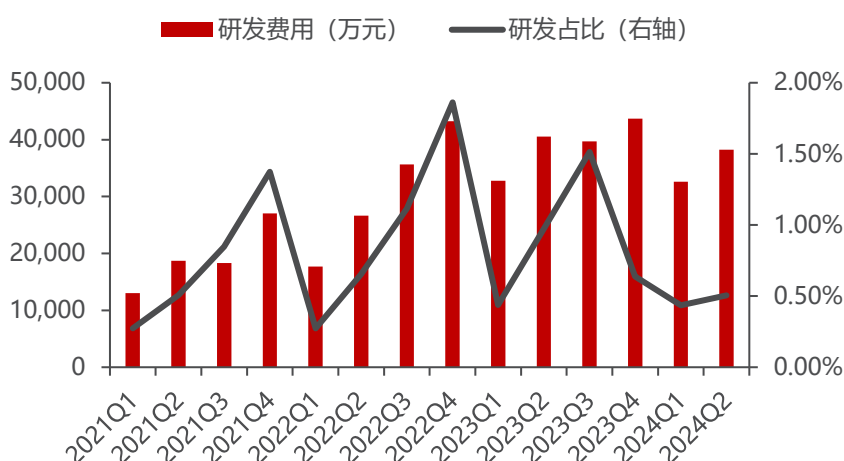
资料来源：ifind，民生证券研究院

图12：公司费用率变化



资料来源：ifind，民生证券研究院

图13：公司研发费用情况



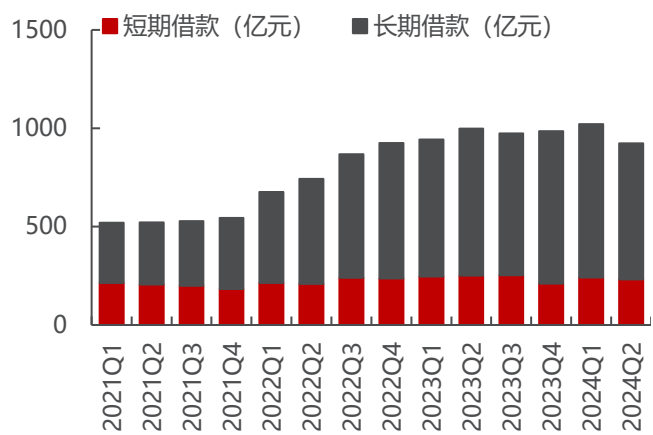
资料来源：ifind，民生证券研究院

长期借款增加，2024Q2 资产负债率较 2024Q1 上涨 2.7pct 至 59.3%。

2024Q2 末公司借款总额同比减少 97.95 亿元至 923.25 亿元，其中短期借款 231.91 亿元，同比减少 9.72 亿元，长期借款 691.35 亿元，同比减少 88.20 亿

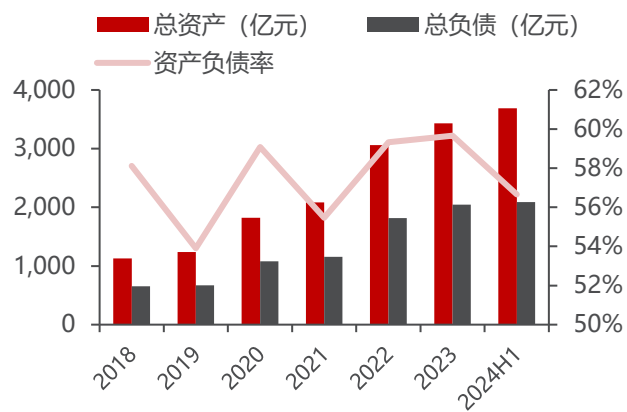
元; 公司 2024Q2 资产负债率为 56.65%，较 2023 年小幅下降，债务负担可控。

图14: 公司短期借款和长期借款情况 (单位: 亿元)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图15: 公司资产负债率变化

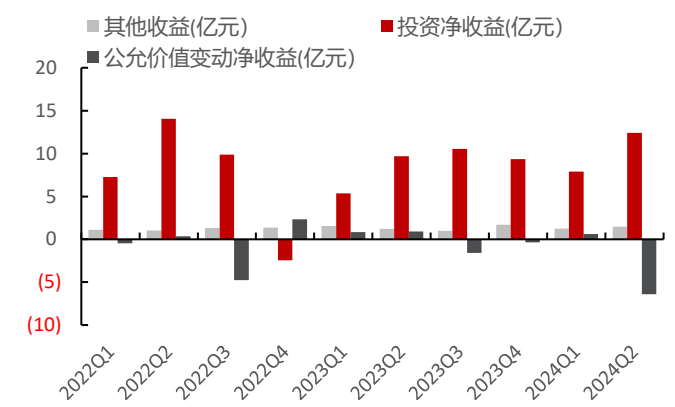


资料来源: ifind, 民生证券研究院

5 Q2 非经常性利润环比减少, 主要为公允价值变动损失环比略有增加

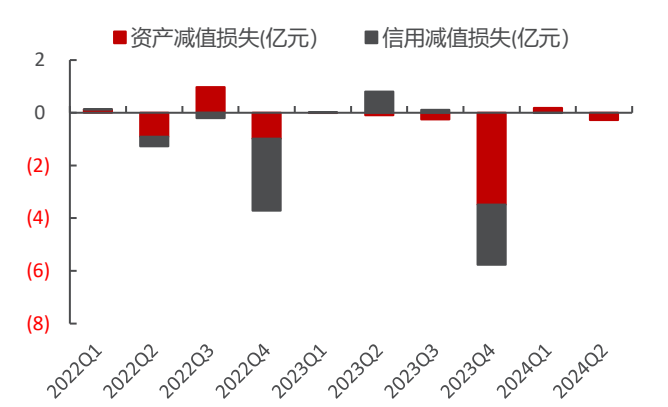
2024Q2 公司非经常性利润 (其他收益+投资净收益+公允价值变动净收益) 环比减少 2.31 亿元 (其中投资收益同比增加主要系本期处置子公司收益增加所致, 公允价值变动收益减少主要系延迟定价安排、交易性权益工具和未指定套期关系的衍生工具等公允价值变动所致), 资产/信用减值损失环比减利 0.46 亿元 (主要是上年同期龙净环保收回华泰保险投资款相应转回信用减值准备所致), 此外, 营业外收支环比增加利润 1.09 亿元。综合来看, 环比减利 1.68 亿。

图16: 其他收益、投资净收益及公允价值变动净收益环比变化 (单位: 亿元)



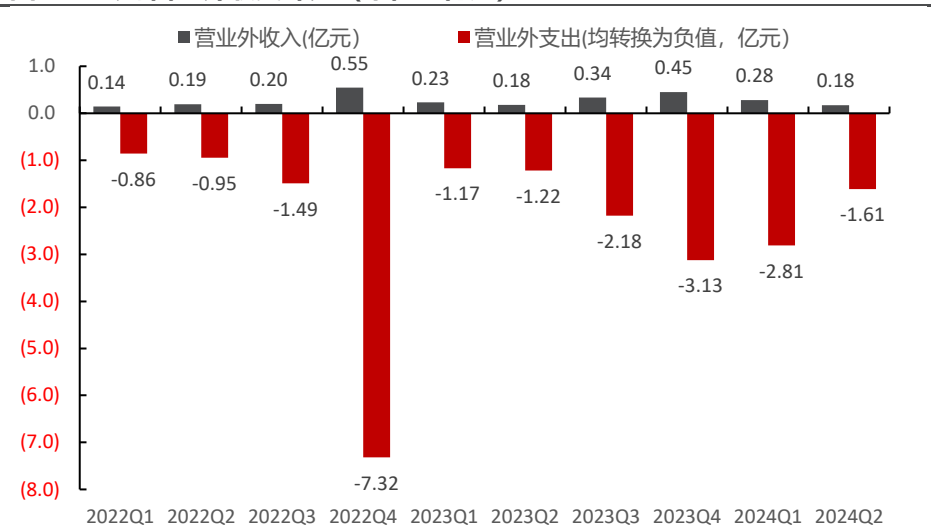
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图17: 资产/信用减值损失环比变化 (单位: 亿元)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

详细来看, 2024Q2 非经常性损益项目环比减量主要体现在: 非流动资产处置损益 (-0.44 亿元), 除同公司正常经营业务相关的有效套期保值业务外的公允价值变动损益和投资收益 (-7.85 亿元), 少数股东权益影响 (-0.69 亿元); **Q1 环比的增量体现在:** 计入当期损益的政府补助 (+0.23 亿元), 计入当期损益的对非金融企业收取的资金占用费 (+28 万元), 单独进行减值测试的应收款项减值准备转回 (+6 万元), 除上述各项之外的其他营业外收入和支出 (+1.55 亿元), 其他符合非经常性损益定义的损益 (+2.48 亿元), 所得税影响额 (+0.49 亿元)。

图18: 公司营业外收支环比 (单位: 亿元)


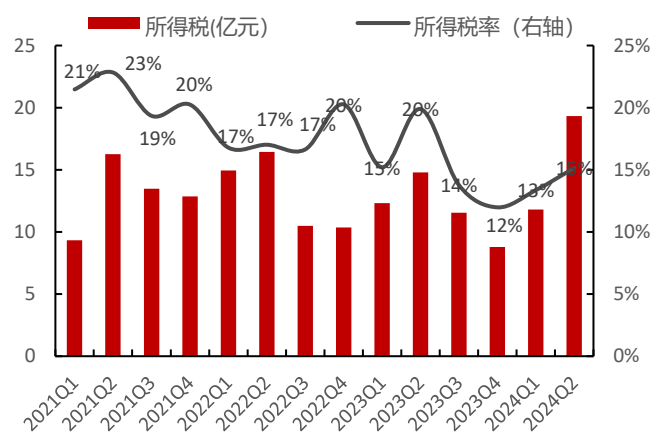
资料来源: ifind, 民生证券研究院

表5: 非经常性损益项目环比比较 (单位: 百万元)

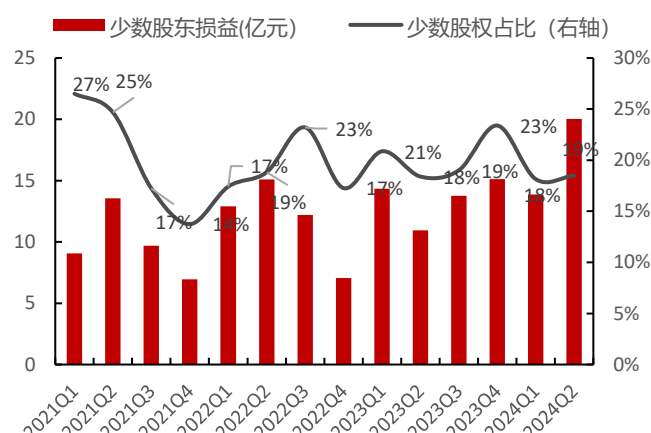
非经常性损益项目	2024Q1	2024Q2	环比增减
非流动资产处置损益	-8.73	-52.54	-43.81
计入当期损益的政府补助, 但与公司正常经营业务密切相关, 符合国家政策规定、按照一定标准定额或定量持续享受的政府补助除外	125.31	148.02	22.72
计入当期损益的对非金融企业收取的资金占用费	10.04	10.32	0.28
除同公司正常经营业务相关的有效套期保值业务外, 持有交易性金融资产、交易性金融负债产生的公允价值变动损益, 以及处置交易性金融资产、交易性金融负债和可供出售金融资产取得的投资收益	-14.36	-798.98	-784.62
除上述各项之外的其他营业外收入和支出	-250.41	-95.10	155.31
其他符合非经常性损益定义的损益项目	100.88	348.54	247.66
少数股东权益影响额(税后)	-87.59	-18.40	69.19
所得税影响额	14.32	-35.02	-49.34
合计	36.85	-385.45	-422.30

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2024Q2 所得税率环比上升, 少数股权占比小幅上升。2024Q2 公司所得税率环比上升 1.8pct 至 15.1%。另外, 公司 Q2 少数股东损益环比增加 6.15 亿元, 少数股东损益占比提升 0.36pct 至 18.5%。2024Q2 年少数股东损益环比增加, 主要因为 Q2 金属价格环比提升, 部分子公司盈利环比提升。

图19：公司分季度所得税及所得税率


资料来源：ifind，民生证券研究院

图20：公司分季度少数股东损益及少数股权占比


资料来源：ifind，民生证券研究院

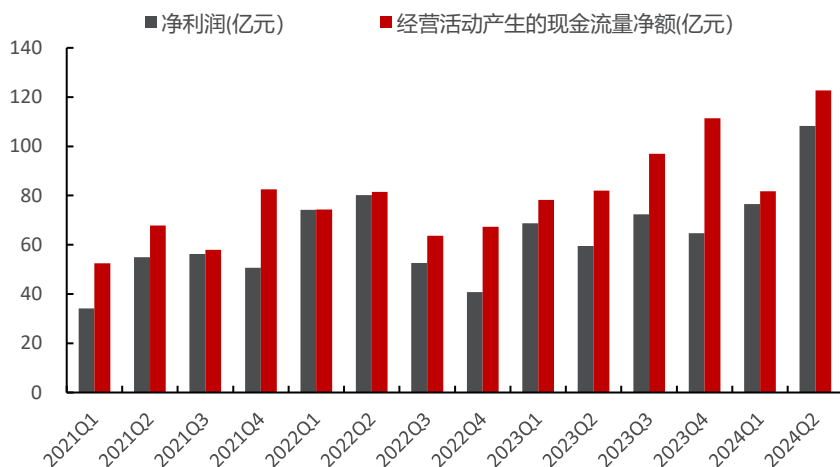
6 经营性现金流充裕，且随着项目投产达产有望持续增加

2024Q2 公司实现经营活动现金净流入 122.75 亿元，同比增加流入 40.76 亿元。目前铜金价格有望维持高位，随着卡莫阿系列项目、巨龙铜矿等项目的投产，公司铜金产量将得到进一步提升，公司经营性现金流情况有望持续改善。

2024Q2 公司筹资活动产生的现金净流出额为 24.23 亿元，上年同期为现金净流出额 3.29 亿元。根据公司未到期债务情况，预计 2024 年需偿还约 25 亿元规模的债务，基于公司的现金流情况，我们认为公司的资金压力较小。

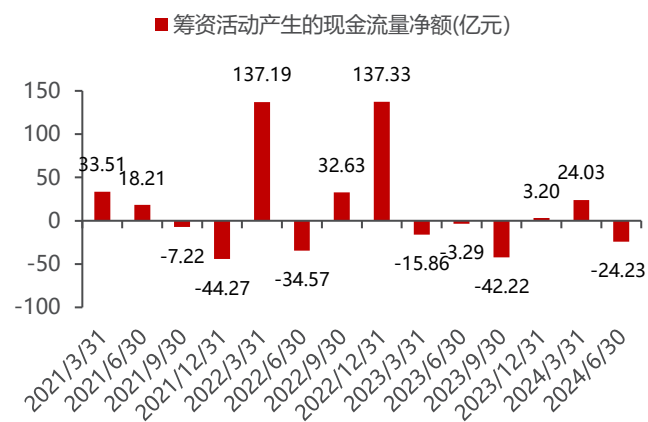
2024Q2 公司投资活动产生的现金净流出为 58.03 亿元，上年同期为现金净流出 72.57 亿元，主要系正常项目投建资金需求。

图21: 公司单季度净利润及经营活动净现金流



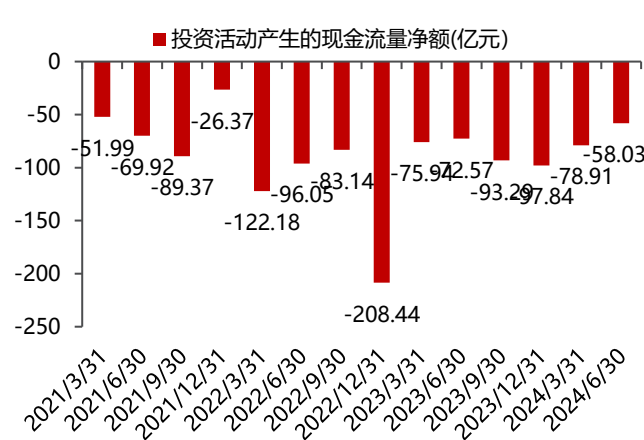
资料来源: ifind, 民生证券研究院

图22: 公司单季度筹资活动净现金流



资料来源: ifind, 民生证券研究院

图23: 公司单季度投资活动净现金流



资料来源: ifind, 民生证券研究院

表6: 公司未到期债券情况 (单位: 亿元)

债券代码	债券类型	利率类型	起息日	到期日	剩余期限 (年)	发行规模 (亿元)	当前余额 (亿元)	票面利率 (%)
102281888.IB	一般中期票据	固定利率	2022-08-24	2032-08-24	8.00	7.00	7.00	3.80
102381477.IB	一般中期票据	固定利率	2023-06-21	2030-06-21	5.82	7.50	7.50	3.67
102282230.IB	一般中期票据	累进利率	2022-10-13	2029-10-13	3.14	15.00	15.00	3.20
102483761.IB	一般中期票据	累进利率	2024-08-26	2029-08-26	3.01	--	--	--
241356.SH	一般公司债	累进利率	2024-07-31	2029-07-31	2.93	20.00	20.00	1.99

5034.HK	海外债	固定利率	2024-06-25	2029-06-25	4.84	20.00	20.00	1.00
240996.SH	一般公司债	累进利率	2024-05-16	2029-05-16	2.73+2	20.00	20.00	2.30
102382995.IB	一般中期票据	累进利率	2023-11-06	2028-11-06	2.20+2	20.00	20.00	3.08
115808.SH	一般公司债	累进利率	2023-08-18	2028-08-18	1.98+2	20.00	20.00	2.83
115350.SH	一般公司债	累进利率	2023-05-11	2028-05-11	1.71+2	10.00	10.00	2.96
102381003.IB	一般中期票据	累进利率	2023-04-21	2028-04-21	1.66+2	10.00	10.00	3.10
102282287.IB	一般中期票据	累进利率	2022-10-19	2027-10-19	1.15+2	15.00	15.00	2.79
185806.SH	一般公司债	累进利率	2022-05-26	2027-05-26	0.75+2	35.00	35.00	2.94
102280542.IB	一般中期票据	累进利率	2022-04-22	2027-04-22	0.66+2	20.00	20.00	3.15
185486.SH	一般公司债	固定利率	2022-03-08	2027-03-08	2.54	15.00	15.00	3.60
102101852.IB	一般中期票据	累进利率	2021-09-14	2026-09-14	0.06+2	15.00	15.00	3.25
188495.SH	一般公司债	累进利率	2021-08-03	2026-08-03	1.94	20.00	0.07	3.10
188162.SH	一般公司债	固定利率	2021-06-03	2026-06-03	1.78	5.00	5.00	3.87
102000148.IB	一般中期票据	固定利率	2020-02-21	2025-02-21	0.50	10.00	10.00	3.51
101901191.IB	一般中期票据	固定利率	2019-08-30	2024-08-30	0.02	25.00	25.00	3.95

资料来源: ifind, 公司公告, 民生证券研究院

7 子公司视角的产量情况

7.1 矿产金：项目建设持续推进，产量稳步增长

2024H1 矿产金产量 35.41 吨，同比增长 9.49%，24 年公司矿产金年度目标是 73.5 吨，24H1 完成年度规划目标的 48.18%。2024H1，泽拉夫尚 (-0.45 吨) 产量同比略微减少，但诺顿金田 (+0.83 吨)、奥同克 (+0.09 吨)、哥伦比亚武里蒂卡 (+1.00 吨)、陇南紫金 (+0.55 吨)、塞尔维亚紫金矿业 (+0.37 吨)、圭亚那奥罗拉 (+0.59 吨)、苏里南罗斯贝尔金矿 (+0.24 吨) 贡献了较多增量。具体来看主要金矿的生产进度，罗斯贝尔项目 2024 年计划矿产金 7.9 吨，24H1 完成年度目标的 47.4%；武里蒂卡金矿 2024 年计划矿产金 8.6 吨，24H1 完成年度目标的 58.2%；奥罗拉金矿 2024 年计划矿产金 3.7 吨，24H1 完成年度目标的 52.7%；诺顿金田 2024 年计划矿产金 8.0 吨，24H1 完成年度目标的 47.7%；塔吉克斯坦泽拉夫尚 2024 年计划矿产金 5.8 吨，24H1 完成年度目标的 45.3%；，奥同克左岸金矿 2024 年计划矿产金 3.7 吨，24H1 完成年度目标的 52.1%。跟踪项目建设进展，新疆紫金萨瓦亚尔顿金矿 240 万吨/年采选和 5 吨/年黄金冶炼项目 5 月底建成投产，达产后年均产金约 3 吨；陇南紫金金山金矿 2000 吨/日采选工程 3 月建成投产，达产后年新增约 1 吨黄金产量。

表7：2024H1 矿产金产量同比+9.49% (单位：千克)

主要企业或矿山	权益	2023H1	2024H1	2024H1 同比
塔吉克斯坦泽拉夫尚公司	70%	3,076	2,625	-14.66%
澳洲诺顿金田黄金公司	100%	2,991	3,817	27.62%
吉尔吉斯斯坦奥同克公司	60%	1,840	1,929	4.84%
哥伦比亚武里蒂卡	69.28%	4,001	5,002	25.02%
甘肃陇南紫金	84.22%	2,976	3,530	18.62%
塞尔维亚紫金矿业	100%	2,527	2,894	14.52%
圭亚那奥罗拉	100%	1,364	1,949	42.89%
苏里南罗斯贝尔	95%	3,505	3,741	6.73%
集团其他黄金企业合计		10058	9,919	-1.38%
总计		32,338	35,406	9.49%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

7.2 矿产铜：刚果金电力紧张干扰，整体产量持续增长

2024H1 矿产铜产量 51.86 万吨，同比+5.35%，24 年矿产铜年度目标是 111 万吨，24H1 完成年度规划目标的 46.72%。2024H1，多宝山铜矿、紫金山金铜矿、塞尔维亚紫金铜业、西藏巨龙、塞尔维亚紫金矿业等优质项目持续增量增效，分别同比增长 1.62%、0.78%、45.30%、13.55%、33.19%，由于刚果金电

力紧缺影响,刚果(金)科卢韦齐铜矿、卡莫阿铜业同比减量,分别同比减少 31.21%、5.85%。具体来看主要铜矿的生产进度,塞尔维亚的丘卡卢-佩吉铜金矿和博尔铜矿计划 24 年生产矿产铜 26.7 万吨, 24H1 塞尔维亚完成年度目标的 56%; 卡莫阿 2024 年计划矿产铜 50.7 万吨(100%权益), 24H1 完成年度目标的 36.7%; 科卢韦齐铜矿 2024 年计划矿产铜 12.8 万吨, 24H1 完成年度目标的 35.2%; 巨龙铜业 2024 年计划矿产铜 16.6 万吨, 24H1 完成年度目标的 48.6%。跟踪项目进展,卡莫阿三期选厂工程已于 5 月份投料试生产,较计划提前 6 个月竣工投产,建成达产后,增加 500 万吨/年处理量,新增铜金属 15 万吨/年;卡莫阿冶炼厂项目土建工程基本完成,现场施工进度整体完成 59%,整体累计完成 85%(含设计、采购等),预计于 2025 年 2 月份竣工投产,建成达产后,冶炼铜金属 50 万吨/年;巨龙铜业二期改扩建工程获得政府核准,相关证照办理有序推进,计划 2025 年底建成投产,建成后增加采选规模 20 万吨/天,新增铜产量 15-20 万吨,钼 0.8 万吨。

表8: 2024H1 矿产铜产量同比+5.35% (单位: 吨)

主要企业或矿山	权益	2023H1	2024H1	2024H1 同比
刚果(金)科卢韦齐铜矿	72%	65487	45,047	-31.21%
黑龙江多宝山铜业	100%	56329	57,242	1.62%
福建紫金山金铜矿	100%	43989	44,331	0.78%
塞尔维亚紫金铜业(紫金波尔铜业有限公司)	63%	40918	59,454	45.30%
西藏巨龙	50.10%	71118	80,758	13.55%
卡莫阿铜业(权益)	44.98%	88789	83,593	-5.85%
塞尔维亚紫金矿业	100%	67581	90,008	33.19%
其他矿山合计		58030	58,137	0.18%
总计		492,241	518,570	5.35%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

7.3 铅锌矿: 产量同比略微下滑, 朝规划目标推进

2024H1 矿产锌产量 20.01 万吨,同比减少 7.88%,矿产铅产量 2.19 万吨,同比减少 4.65%。2024 年公司矿产锌铅目标是 47 万吨, 24H1 公司矿产锌铅产量完成年度规划的 47.23%。矿产锌方面, 2024H1 乌拉特后旗紫金、新疆紫金锌业和碧沙矿业矿产锌产量分别变化+1.65%、-2.64%和-4.55%, 其他铅锌矿的矿产锌产量合计同比下滑 21.45%。具体来看主要铅锌矿的生产进度,碧沙锌(铜)矿 2024 年计划生产矿产锌 11.7 万吨, 24H1 完成年度目标的 49.2%; 紫金锌业乌拉根锌(铅)矿 2024 年计划生产矿产锌 14 万吨、铅 2.4 万吨, 24H1 完成年度目标的 49.9%、52.3%; 乌后紫金 2024 年计划生产矿产锌 5.3 万吨、铅 1.1 万吨, 24H1 完成年度目标的 49.5%、52.1%。

表9：2024H1 矿产锌产量同比-7.88%，矿产铅产量同比-4.65% (单位：吨)

主要企业 或矿山	权益	2023H1			2024H1			2024H1 同比		
		矿产锌 (吨)	矿产铅 (吨)	矿产锌+ 铅合计 (吨)	矿产锌 (吨)	矿产铅 (吨)	矿产锌+ 铅合计 (吨)	矿产锌 %	矿产铅 %	矿产锌+ 铅合计 %
碧沙矿业	55%	59,253	-	59,253	56,559	-	56,559	-4.55%	-	-4.55%
新疆紫金 锌业	100%	71,746	11,807	83,553	69,849	12,563	82,412	-2.64%	6.40%	-1.37%
乌拉特后 旗紫金	95%	25,786	5,789	31,575	26,212	5,728	31,940	1.65%	-1.05%	1.16%
其他矿山 合计		60,425	5,333	65,758	47,463	3,571	51,034	-21.45%	-33.04%	-22.39%
总计		217,210	22,929	240,139	200,083	21,862	221,945	-7.88%	-4.65%	-7.58%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

7.4 矿产银：项目产能扩充，产量有望持续提升

2024H1 矿产银产量 210.25 吨，同比上升 1.26%，24 年矿产银年度规划是 420 吨，24H1 公司完成年度规划目标的 50.06%。2024H1 公司共产银 493.33 吨，同比下降 5.58%，其中：冶炼副产银 283.07 吨，同比下降 10.09%；矿山产银 210.25 吨，同比上升 1.26%。随着巨龙铜矿、多宝山铜山铜矿等加速扩能投产，伴生矿产银产量将全面提升。

表10：2024H1 矿产银产量同比+1.26% (单位：千克)

名称	权益	2023H1	2024H1	2024H1 同比
厄立特里亚碧沙矿业股份公司	55%	25,794	29,240	13.36%
黑龙江多宝山铜业	100%	20,235	19,609	-3.09%
福建紫金山金铜矿	100%	14,744	14,486	-1.75%
洛阳坤宇矿业有限公司	70%	19,237	20,309	5.57%
西藏巨龙铜业	50.1%	47,323	56,415	19.21%
其他矿山合计		80,310	70,193	-12.60%
总计		207,643	210,252	1.26%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

8 项目跟踪：在建项目稳步推进，顺周期勘探成果颇丰

8.1 在建项目稳步推进，铜金锂钼持续放量

一批重磅增量项目跑出“紫金速度”。卡莫阿铜矿三期选厂提前半年建成投产，达产后年产铜将提升至 60 万吨以上，晋升为非洲最大、全球第三大铜矿；萨瓦亚尔顿金矿 240 万吨/年采选和 5 吨/年黄金冶炼项目如期建成投产。塞紫铜和塞紫金年总产铜 45 万吨工程、巨龙铜矿二期改扩建后一期及二期年总产铜 30-35 万吨工程，黑龙江铜山矿地采、圭亚那奥罗拉地采一期、“两湖两矿”锂板块建设等有序推进。

表11：在建项目稳步推进

项目名称	项目金额	项目进度	本报告期投入金额 (亿元)	累计实际投入金额 (亿元)	项目收益情况
卡莫阿三期采选工程	18.58 亿-19.98 亿美元	卡莫阿三期选厂工程已于 5 月份投料试生产，较计划提前 6 个月竣工投产；	42.76	98	建成达产后，增加 500 万吨/年处理量，新增铜金属 15 万吨/年。
卡莫阿冶炼厂项目	9.11 亿-10.25 亿美元	冶炼厂项目土建工程基本完成，现场施工进度整体完成 59%，整体累计完成 85% (含设计、采购等)，预计于 2025 年 2 月份竣工投产；	15.84	46.38	建成达产后，冶炼铜金属 50 万吨/年。
塞尔维亚紫金铜业技改(矿山+冶炼厂)	17.78 亿美元 (含 4.84 亿美元增资款)	MS 矿、VK 矿、冶炼厂技改项目相继投产；JM 铜矿采选工程井巷工程完成约 61%，胶带斜井及辅助斜坡道与竖井、多个中段工程互联互通；JM 铜矿采选工程新选厂平基完成 96.2%	5.43	107.13	建成达产后，矿产铜将达到 15-16 万吨，冶炼铜金属 18 万吨，预留至 20 万吨
锂业科思 3Q 盐湖锂项目一期工程	6.2 亿美元	加工厂区域子项预计 9 月建成投产	8.86	38.63	全面建成投产达产后，年产碳酸锂约 2 万吨
锂业科思 3Q 盐湖锂项目二期工程	6.21 亿美元	二期全力推进各浓缩池土方工程及铺膜工作	1.22	9.65	全面建成达产后，增加年产碳酸锂约 3 万吨
巨龙铜业二期改扩建工程	174.6 亿元。	二期获得政府核准，相关证照办理有序推进；选矿厂、尾矿库开工建设，磨矿、粗选、精选主厂房钢结构主体安装完成 60%，1-4 号半自磨、球磨机基础完成约 30%，铜精矿和脱药浓密池环廊和通廊施工；德庆普尾矿库项目初期坝清表完成	23.86	31.83	计划 2025 年底建成投产，建成后增加采选规模 20 万吨/天，新增铜产量 15-20 万吨，钼 0.8 万吨
新疆紫金黄金有限公司萨瓦	16.75 亿元	5 月底建成投产，收尾和消缺累计完成 90%，尾矿清水排洪洞施工完成 77%	2.24	10.93	达产后年均产金约 3 吨

亚尔顿金矿项目

陇南紫金山金矿 2000 吨/日采选工程	4.14 亿元	3 月建成投产	0.45	3.32	建成后年新增约 1 吨黄金产量
湖南省道县湘源矿区锂多金属矿 500 万吨/年采选工程	26.57 亿元	全面开工建设, 生活区建成, 500 万吨选矿厂平基完成; 尾矿库一期主排洪坝掘进完成约 88%	1.37	4.08	计划 2025 年底建成, 建成达产后, 年产铁锂云母精矿 65.68 万吨; 年产锡精矿 0.20 万吨; 年产钨精矿 0.18 万吨
紫金三亚黄金产业园	4.28 亿元	精炼项目已投产	0.0033	2	建成后黄金精炼项目设计产能规模标准金锭 100 吨/年、四九白银副产品 20 吨/年

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

8.2 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。公司权益口径资源量较年初增加铜 619.7 万吨, 金 53.71 吨, 银 3,334 吨。按控股企业 100%口径及联营合营企业权益口径计算, 报告期末保有探明、控制及推断的总资源量为铜 10,467 万吨、金 3,528 吨、锌 (铅) 1,212 万吨、银 28,380 吨, 锂 (LCE) 1,411 万吨; 其中, 保有证实储量和可信储量: 铜 4,382 万吨、金 1,322 吨、锌 (铅) 506 万吨、银 2,653 吨、锂 (LCE) 505 万吨。

表 12: 截至 2024 年 6 月 30 日, 公司的资源储量情况

矿种	截至 2024 年 6 月 30 日总资源量			截至 2024 年 6 月 30 日权益资源量	
	储量	资源量	储量与资源量占比 (%)	储量	资源量
铜矿/金属万吨	4382.31	10466.84	42%	3292.71	8075.35
金矿/金属吨	1322.28	3527.96	37%	1119.59	3051.24
碳酸锂/ LCE 万吨	505.39	1411.28	36%	442.62	1346.56
银(含伴生)/ 金属吨	2653.26	28380.36	9%	1684.53	18073.3
钼(含伴生)/ 金属万吨	232.68	490.6	47%	159.45	340.7
锌矿/金属万吨	446.96	1081.42	41%	390.45	919.29
铅矿/金属万吨	59.52	130.45	46%	56.91	125.93

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

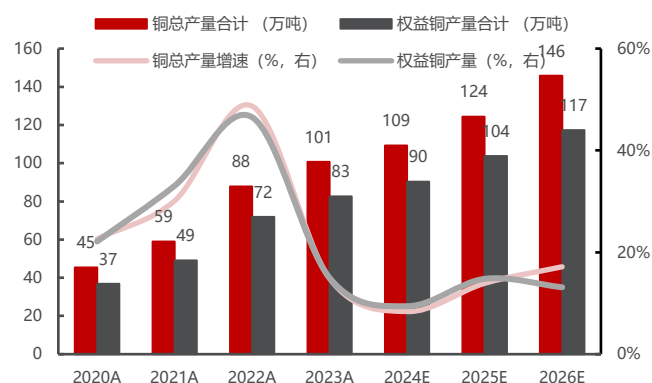
顺周期勘探成果颇丰。2024H1, 公司旗下巨龙铜矿和黑龙江铜山铜矿的重大地质找矿勘查成果获得自然资源主管部门评审通过; 其中, 巨龙矿区累计查明资源量铜 2,588 万吨、钼 167.2 万吨、银 1.5 万吨, 为中国备案资源量最大铜矿山; 铜山矿新增铜资源量 365 万吨, 其深部揭露的 V 号矿体为中国东北地区近四十年

唯一探明的超大型铜矿体;两宗铜矿合计新增铜资源量 1,837.7 万吨、铜储量 577.7 万吨, 约占中国 2022 年末铜储量的 14.2%。此外, 2024H1, 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。

9 盈利预测与投资建议

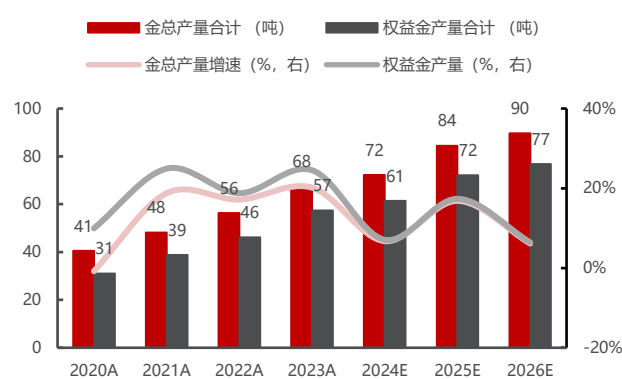
公司铜金产量持续增长，考虑到铜金价格上涨，我们预计 2024-2026 年公司
将实现归母净利 297 亿元、363 亿元、414 亿元，对应 8 月 23 日收盘价的 PE 为
14x、12x 和 10x，维持“推荐”评级。

图24：紫金矿业铜产量预测



资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

图25：紫金矿业金产量预测



资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

10 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	301,479	319,553	340,553
营业成本	247,024	240,134	247,376	259,836
营业税金及附加	4,850	6,030	6,391	6,811
销售费用	766	787	835	890
管理费用	7,523	7,236	7,669	8,173
研发费用	1,567	1,610	1,707	1,819
EBIT	31,988	46,239	56,166	63,653
财务费用	3,268	2,907	2,828	2,567
资产减值损失	-385	0	0	0
投资收益	3,491	3,587	3,802	4,052
营业利润	31,937	46,957	57,180	65,181
营业外收支	-649	-900	-900	-900
利润总额	31,287	46,057	56,280	64,281
所得税	4,748	6,989	8,540	9,755
净利润	26,540	39,068	47,740	54,527
归属于母公司净利润	21,119	29,692	36,282	41,440
EBITDA	42,251	57,313	68,839	77,892

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	18,449	22,366	44,186	72,172
应收账款及票据	8,331	8,560	9,074	9,670
预付款项	2,677	2,603	2,681	2,816
存货	29,290	28,473	29,331	30,809
其他流动资产	18,882	20,501	20,919	21,404
流动资产合计	77,629	82,503	106,190	136,870
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	295,372	318,335	341,296
资产合计	343,006	377,875	424,525	478,166
短期借款	20,989	29,989	29,989	29,989
应付账款及票据	16,284	15,830	16,307	17,129
其他流动负债	46,909	44,689	45,780	47,321
流动负债合计	84,182	90,509	92,077	94,439
长期借款	77,531	69,135	69,135	69,135
其他长期负债	42,930	41,792	41,792	41,792
非流动负债合计	120,460	110,927	110,927	110,927
负债合计	204,643	201,436	203,004	205,366
股本	2,633	2,658	2,658	2,658
少数股东权益	30,857	40,233	51,691	64,777
股东权益合计	138,363	176,439	221,521	272,800
负债和股东权益合计	343,006	377,875	424,525	478,166

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	2.75	5.99	6.57
EBIT 增长率	5.58	44.55	21.47	13.33
净利润增长率	5.38	40.59	22.20	14.22
盈利能力 (%)				
毛利率	15.81	20.35	22.59	23.70
净利润率	7.20	9.85	11.35	12.17
总资产收益率 ROA	6.16	7.86	8.55	8.67
净资产收益率 ROE	19.64	21.80	21.36	19.92
偿债能力				
流动比率	0.92	0.91	1.15	1.45
速动比率	0.41	0.44	0.68	0.96
现金比率	0.22	0.25	0.48	0.76
资产负债率 (%)	59.66	53.31	47.82	42.95
经营效率				
应收账款周转天数	9.63	9.42	9.27	9.25
存货周转天数	41.82	43.30	42.06	41.66
总资产周转率	0.90	0.84	0.80	0.75
每股指标 (元)				
每股收益	0.79	1.12	1.37	1.56
每股净资产	4.04	5.12	6.39	7.83
每股经营现金流	1.39	1.85	2.27	2.57
每股股利	0.25	0.10	0.12	0.14
估值分析				
PE	20	14	12	10
PB	4.0	3.1	2.5	2.1
EV/EBITDA	13.03	9.61	8.00	7.07
股息收益率 (%)	1.56	0.62	0.76	0.87

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	26,540	39,068	47,740	54,527
折旧和摊销	10,263	11,074	12,673	14,240
营运资金变动	505	-884	-299	-332
经营活动现金流	36,860	49,170	60,268	68,336
资本开支	-30,329	-34,808	-36,386	-37,947
投资	-7,239	-4,872	0	0
投资活动现金流	-33,965	-38,632	-32,584	-33,895
股权募资	235	0	0	0
债务募资	12,223	-1,735	0	0
筹资活动现金流	-5,817	-6,620	-5,864	-6,454
现金净流量	-1,974	3,918	21,819	27,986

插图目录

图 1: 2024H1, 公司实现营收 1504 亿元.....	3
图 2: 2024H1, 公司实现归母净利润 150.8 亿元.....	3
图 3: 2024Q2, 公司实现营收 756 亿元.....	3
图 4: 2024Q2, 公司实现归母净利润 88.2 亿元.....	3
图 5: 2024H1, 公司毛利同比增加 67.84 亿元 (单位: 百万元)	4
图 6: 2024Q2 业绩同比变化拆分 (单位: 百万元)	5
图 7: 2024Q2 业绩环比变化拆分 (单位: 百万元)	5
图 8: 2024Q2 公司综合毛利率为 21.67% (单位: %)	6
图 9: 公司毛利和毛利率逐步抬升.....	6
图 10: 公司主要板块毛利变化 (单位: 亿元)	6
图 11: 公司三费情况	10
图 12: 公司费用率变化	10
图 13: 公司研发费用情况.....	10
图 14: 公司短期借款和长期借款情况 (单位: 亿元)	11
图 15: 公司资产负债率变化.....	11
图 16: 其他收益、投资净收益及公允价值变动净收益环比变化 (单位: 亿元)	12
图 17: 资产/信用减值损失环比变化 (单位: 亿元)	12
图 18: 公司营业外收支环比 (单位: 亿元)	13
图 19: 公司分季度所得税及所得税率	14
图 20: 公司分季度少数股东损益及少数股权占比	14
图 21: 公司单季度净利润及经营活动净现金流.....	15
图 22: 公司单季度筹资活动净现金流	15
图 23: 公司单季度投资活动净现金流	15
图 24: 紫金矿业铜产量预测.....	23
图 25: 紫金矿业金产量预测.....	23

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司分季度毛利变化 (亿元)	7
表 2: 公司主要产品销量、单价和单位成本变化 (2024Q2 环比 2024Q1)	8
表 3: 公司分产品销量、单价和单位成本变化 (2024Q2 同比 2023Q2)	8
表 4: 公司分产品单位毛利同比、环比变化	8
表 5: 非经常性损益项目环比比较 (单位: 百万元)	13
表 6: 公司未到期债券情况 (单位: 亿元)	15
表 7: 2024H1 矿产金产量同比+9.49% (单位: 千克)	17
表 8: 2024H1 矿产铜产量同比+5.35% (单位: 吨)	18
表 9: 2024H1 矿产锌产量同比-7.88%, 矿产铅产量同比-4.65% (单位: 吨)	19
表 10: 2024H1 矿产银产量同比+1.26% (单位: 千克)	19
表 11: 在建项目稳步推进	20
表 12: 截至 2024 年 6 月 30 日, 公司的资源储量情况.....	21
公司财务报表数据预测汇总.....	25

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