

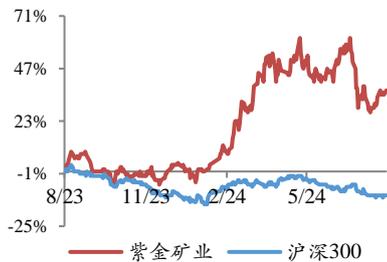
矿产铜金量价齐增，矿山成本持续优化

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-08-26

收盘价(元)	16.21
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)	4,308
流通市值(亿元)	4,303

公司价格与沪深300走势比较



分析师：黄玺

执业证书号：S0010524060001

邮箱：huangxi@hazq.com

分析师：许勇其

执业证书号：S0010522080002

邮箱：xuqy@hazq.com

相关报告

1. 铜金矿山全球领先，新增项目持续释放 2024-08-01

主要观点：

● 紫金矿业发布 2024 年半年报

公司 24H1 实现营业收入 1504.17 亿元，同比微增 0.06%；实现归母净利润 150.84 亿元，同比+46.42%。单 Q2 实现营业收入 756.4 亿元，同比 23Q2+0.33%，环比 24Q1+1.15%；实现归母净利润 88.24 亿元，同比+81.54%，环比+40.93%。

● 铜金矿山产量释放，五年目标有望提前达成

24H1 公司矿山产铜收入 241.82 亿元（同比+21.6%），实现矿山产铜 51.86 万吨（同比+5.3%）；矿山产金收入 163.15 亿元（同比+28.8%），产量为 35.41 吨（同比+9.5%）。公司铜、金矿山产量持续释放，卡莫阿三期提前半年建成投产，塞尔维亚项目、巨龙铜矿改扩建等项目有序推进，据公告公司预计提前 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。

● 矿山技改叠加贵金属价格上涨，盈利能力优化

24H1 公司综合毛利率 19.15%，较 23H1 增加 4.5pcts；其中矿山业务毛利率 57.3%，同比+5.6pcts。利润率提升主要得益于金属价格上涨以及矿山技改优化成本，上半年金精矿/铜精矿单位成本分别为 151.5 元/克和 1.86 万元/吨，同比分别-2.5%和-5.41%。价格方面，24H1 上交所黄金均价 521 元/克（同比+20%），白银价格 6790 元/千克（同比+28.2%），铜价 7.47 万元/吨（同比+10%）。根据上海黄金交易所，2024 年 8 月 21 日黄金、白银收盘价分别为 574.5 元/克和 7544 元/千克，较上半年均价有明显提升，下半年美联储降息预期升温，贵金属价格继续抬升，公司业绩有望持续优化。

● 投资建议

公司是国内金属矿业领先企业，铜、金矿产量稳步提升，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 317.14/353.45/382.84 亿元（前值为 317.7/359.5/393.4 亿元），对应 PE 分别为 14/12/11 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

铜、金等金属价格超预期下降；项目建设进展不及预期；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	321793	344711	362396
收入同比 (%)	8.5%	9.7%	7.1%	5.1%
归属母公司净利润	21119	31714	35345	38284
净利润同比 (%)	5.4%	50.2%	11.4%	8.3%
毛利率 (%)	15.8%	20.2%	20.4%	20.7%
ROE (%)	19.6%	22.6%	20.1%	17.9%
每股收益 (元)	0.80	1.19	1.33	1.44
P/E	15.58	13.58	12.19	11.25
P/B	3.05	3.08	2.46	2.02
EV/EBITDA	10.69	8.97	8.05	7.35

资料来源: wind, 华安证券研究所

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
流动资产	77629	76916	91668	109878	营业收入	293403	321793	344711	362396
现金	18449	15115	25288	41437	营业成本	247024	256882	274269	287207
应收账款	7778	7989	9008	9335	营业税金及附加	4850	6307	6185	6617
其他应收款	2834	3335	3673	3766	销售费用	766	764	841	887
预付账款	2677	3220	3471	3536	管理费用	7523	7876	8496	8971
存货	29290	30137	32568	33959	财务费用	3268	4390	4476	4215
其他流动资产	16601	17120	17659	17845	资产减值损失	-385	62	82	88
非流动资产	265377	300946	334608	366018	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	3458	3830	4030
固定资产	81466	89730	97670	104673	营业利润	31937	48074	53265	57457
无形资产	67892	74743	81497	87093	营业外收入	120	120	108	108
其他非流动资产	84387	95991	105771	115946	营业外支出	769	1000	800	700
资产总计	343006	377862	426275	475896	利润总额	31287	47194	52573	56865
流动负债	84182	79658	83890	85656	所得税	4748	7551	8392	9009
短期借款	20989	21048	21092	20687	净利润	26540	39643	44181	47855
应付账款	14428	13596	14957	15694	少数股东损益	5420	7929	8836	9571
其他流动负债	48765	45014	47841	49275	归属母公司净利润	21119	31714	35345	38284
非流动负债	120460	119323	119323	119323	EBITDA	42251	61845	67637	71865
长期借款	77531	77531	77531	77531	EPS (元)	0.80	1.19	1.33	1.44
其他非流动负债	42930	41792	41792	41792					
负债合计	204643	198982	203214	204980					
少数股东权益	30857	38785	47622	57193					
股本	2633	2658	2658	2658					
资本公积	25866	29112	29112	29112					
留存收益	79007	108325	143670	181954					
归属母公司股东权益	107506	140095	175440	213724					
负债和股东权益	343006	377862	426275	475896					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	36860	47688	55991	60044
净利润	26540	39643	44181	47855
折旧摊销	10263	10261	10589	10785
财务费用	3583	4852	4853	4847
投资损失	-3524	-3458	-3830	-4030
营运资金变动	505	-3919	-390	108
其他经营现金流	25529	43872	45158	48225
投资活动现金流	-33965	-43003	-41008	-38644
资本支出	-30329	-34992	-35578	-33985
长期投资	-7239	-8930	-9260	-8688
其他投资现金流	3603	919	3830	4030
筹资活动现金流	-5817	-7955	-4810	-5252
短期借款	-2677	59	43	-405
长期借款	8711	0	0	0
普通股增加	0	25	0	0
资本公积增加	315	3246	0	0
其他筹资现金流	-12166	-11285	-4853	-4847
现金净增加额	-1974	-3334	10173	16149

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	8.5%	9.7%	7.1%	5.1%
营业利润	3.2%	50.5%	10.8%	7.9%
归属于母公司净利	5.4%	50.2%	11.4%	8.3%
获利能力				
毛利率 (%)	15.8%	20.2%	20.4%	20.7%
净利率 (%)	7.2%	9.9%	10.3%	10.6%
ROE (%)	19.6%	22.6%	20.1%	17.9%
ROIC (%)	9.7%	13.6%	13.2%	12.6%
偿债能力				
资产负债率 (%)	59.7%	52.7%	47.7%	43.1%
净负债比率 (%)	147.9%	111.2%	91.1%	75.7%
流动比率	0.92	0.97	1.09	1.28
速动比率	0.45	0.45	0.57	0.75
营运能力				
总资产周转率	0.90	0.89	0.86	0.80
应收账款周转率	37.39	40.82	40.56	39.51
应付账款周转率	18.87	18.33	19.21	18.74
每股指标 (元)				
每股收益	0.80	1.19	1.33	1.44
每股经营现金流薄)	1.39	1.79	2.11	2.26
每股净资产	4.08	5.27	6.60	8.04
估值比率				
P/E	15.58	13.58	12.19	11.25
P/B	3.05	3.08	2.46	2.02
EV/EBITDA	10.69	8.97	8.05	7.35

资料来源: 公司公告, 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述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。