

评级: 买入 (维持)

市场价格: 16.21 元

分析师: 郭中伟

执业证书编号: S0740521110004

Email: guozw@zts.com.cn

分析师: 谢鸿鹤

执业证书编号: S0740517080003

Email: xiehh@zts.com.cn

分析师: 陈沁一

执业证书编号: S0740523090001

Email: chenqy01@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	26,578
流通股本(百万股)	20,556
市价(元)	16.21
市值(百万元)	430,828
流通市值(百万元)	333,218

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 《铜金业务量价齐升，Q2 业绩创历史新高》2024-07-14
- 《铜金业务量价齐升，矿业龙头持续扩张》2024-04-09
- 《铜金业务量价齐升，23Q3 业绩环比高增》2023-11-02
- 《在建项目投产释放成长动力，多元化资源布局巩固矿业龙头优势》2023-05-10

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	270,329	293,403	373,753	421,474	456,842
增长率 yoy%	20%	9%	27%	13%	8%
净利润 (百万元)	20,042	21,119	31,414	41,582	45,676
增长率 yoy%	28%	5%	49%	32%	10%
每股收益 (元)	0.75	0.79	1.18	1.56	1.72
每股现金流量	1.08	1.39	1.14	1.85	2.14
净资产收益率	16%	15%	19%	19%	16%
P/E	21.5	20.4	13.7	10.4	9.4
P/B	4.8	4.0	3.3	2.5	2.0

备注: 股价取自于 2024 年 08 月 26 日

投资要点

- **事件:** 紫金矿业发布 2024 年半年报。报告期内,公司实现营业收入 1504.17 亿元,同比增 0.06%,实现归母净利润 150.84 亿元,同比增 46.42%,实现扣非归母净利润 154.33 亿元,同比增 59.84%。单季度来看,2024 年 Q2,公司实现营业收入 756.40 亿元,同比增 0.33%,环比增 1.15%,实现归母净利润 88.24 亿元,同比增 81.54%,环比增 40.93%。公司 Q2 业绩创历史新高。
- **报告期内,主营产品量价齐升,矿产金铜成本回落,公司业绩实现高增。**
 - **从量方面来看,**公司实现矿产金产量约 35.41 吨 (yoy+9.49%),矿产铜产量约 51.85 万吨 (yoy+5.35%),矿产银产量约 210.3 吨 (yoy+1.26%),矿产锌产量为 20.01 万吨 (yoy-7.88%)。公司控股企业中,实现矿产金销量 33.58 万吨 (yoy+5.21%),矿产铜销量 41.37 万吨 (yoy+6.07%),矿产银销量 203.61 吨 (yoy-2.55%),矿产锌销量 18.65 万吨 (yoy-11.67%)。
 - **从价方面来看,**2024 年 H1,SHFE 黄金均价为 523.07 元/克,同比增 20.44%,SHFE 铜均价为 74,776.41 元/吨,同比增 10.22%,SHFE 白银均价为 6,798.75 元/千克,同比增 27.85%。
 - **从成本方面来看,**2024 年 H1,公司控股企业金锭克金销售成本 284.78 元/克 (yoy+4.90%),金精矿克金销售成本为 151.50 元/克 (yoy-2.50%),铜精矿单位销售成本 18,578 元/吨 (yoy-5.41%),电积铜成本 33,072 元/吨 (yoy+5.47%),电解铜成本 35,778 元/吨 (yoy-0.62%),矿产锌成本 8,969 元/吨 (yoy+2.63%),矿产银成本 1.87 元/克 (yoy+11.31%)。
- **成本管控成效显著,期间费用率有所回落。**2024 年 H1,公司期间费用率为 3.88%,较去年同期减少 0.17pcts,具体来看:1)由于工资和福利费同比增 5.91%至 1.49 亿元,销售费用同比增 0.48%至 3.44 亿元,销售费用率由 0.228%→0.229%,上升 0.001pcts;2)由于职工薪酬同比降 6.15%至 19.23 亿元,管理费用同比减少 3.33%至 34.24 亿元,管理费用率由 2.36%→2.28%,减少 0.08pcts;3)由于利息收入同比增 38.01%至 12.32 亿元与利息费用同比增 13.55%至 29.59 亿元,公司 2024 年 H1 财务费用共计 13.57 亿元,同比降 7.79%,财务费用率由 0.98%→0.90%,减少 0.08pcts。
- **内增外拓取得显著进展,发展基础不断夯实。**
 - **对内方面:**公司进行持续的勘探增储工作,报告期内,巨龙铜矿和铜山铜矿找矿增储取得重大突破,合计新增备案铜金属资源量 1837.7 万吨,其中巨龙铜矿新增 1472.6 万吨,铜山铜矿新增 365.1 万吨,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。

- 对外方面：公司完成西藏朱诺铜矿 48.59% 权益并购，新增权益资源量铜 142.78 万吨、钼 2.78 万吨，银 456 吨。另外，公司完成道县湘源硬岩锂矿剩余 34% 权益、雅江措拉锂辉石矿 20% 权益、备战铁矿 49% 权益等资源投资并购。
- 截至 2024 年 H1，权益口径下公司拥有铜资源量 8,075.35 万吨（较年初增加 619.7 万吨），金 3,051.24 吨（较年初增加 53.71 吨），银 18,073.30 吨（较年初增加 3,334 吨）。
- **重点项目有序推进，新能源项目加快建设，公司成长持续性较强。**
 - 铜，未来两年复合增速 10% 左右：塞尔维亚紫金铜业 MS 矿、VK 矿技改项目相继投产，JM 铜矿采选工程持续推进，建成达成后，预计矿产铜将达到 15-16 万吨/年；刚果（金）卡莫阿铜矿三期项目于 2024 年 5 月建成投产，达产后新增铜金属量 15 万吨/年；西藏巨龙二期改扩建项目获得核准，预计 2025 年底建成投产，达产后矿产铜产能将达到 30-35 万吨/年；铜山铜矿浅部 II 号矿体的地下开采已开工建设，预计 2024 年投产，达产后年产铜 1.2 万吨。
 - 金，未来两年复合增速 15% 左右：苏里南 Rosebel 主矿区、Saramacca 矿区均已投产，达产后将形成 10 吨/年产金能力；波格拉金矿于 2023 年 12 月 22 日复产，达产后平均年产金 21 吨，归属公司权益量约 5 吨；陇南紫金山金山金矿 2000 吨/日采选工程已于 2024 年 3 月建成投产，达产后预计新增约 1 吨/年黄金产量；萨瓦亚尔顿金矿项目建设加快推进，设计先露采后地采，预计达产后年均产金约 3 吨。
 - 锂，25 年具备形成 15 万吨产能的潜力：3Q 盐湖一期 2 万吨/年碳酸锂项目已基本建成，二期 3 万吨/年电池碳酸锂项目目前正推进各浓缩池土方工程及铺膜工作；湖南湘源硬岩锂多金属矿 500 万吨/年采选工程全面开工建设，计划 2025 年年底建成投产，达产后预期年产铁锂云母精矿 65.68 万吨。
- **贵金属上行趋势不变，铜牛市基础依然坚实。**对于黄金，美国远端国债实际收益率当前仍处于 2% 左右历史高位，高利率下美国经济上行风险较低，伴随着全球信用格局重塑，贵金属价格将保持长期上行趋势。随着金价 β 行情的展开，公司作为板块内高成长性的标的有望充分受益。对于铜，需求结构变化的重要性被忽视，新能源的影响从边际已经转换为全局，长期紧平衡格局下，金融属性的恢复推动整体板块价格回升，中期看全球制造业复苏周期仍将持续，在供给瓶颈下，铜具备长牛基石。
- **盈利预测及投资建议**：我们假设公司 2024-2026 年矿产金产量为 75.8/90.0/93.7 吨，矿产铜产量为 112.3/120.6/122.6 万吨，矿产铅锌产量为 48.0/50.1/50.6 万吨，调整 2024-2026 年金价假设为 540/570/600 元/克，铜价 7.5/8.0/8.3 万元/吨，锌价 2.25/2.3/2.5 万元/吨，预计 2024-2026 年公司实现归母净利润 314.14/415.82/456.76 亿元（之前预计 2024-2026 年业绩为 312.16/415.09/454.96 亿元），当前股价 16.21 元，对应 PE 为 14/10/9X，维持公司“买入”评级。
- **风险提示**：宏观经济超预期波动、项目建设进度不及预期风险、地缘政治风险、金属价格波动超预期风险、研报使用信息更新不及时风险、模型测算误差风险等。

图表 1: 公司财务状况简表 (亿元)

	2023Q2	2024Q1	2024Q2	环比	同比	2023H1	2024H1	同比	指标变动原因
营业收入	753.89	747.77	756.40	1.2%	0.3%	1,503.34	1,504.17	0.1%	报告期内, 主营产品量价齐升
营业成本	650.02	623.60	592.48	-5.0%	-8.9%	1,283.09	1,216.08	-5.2%	报告期内, 人民币汇率贬值因素导致以美元计价的成本换算成人民币成本增高, 而公司降本增效, 成本上升态势得到遏制
毛利	103.86	124.17	163.92	32.0%	57.8%	220.25	288.09	30.8%	
	毛利率	13.78%	16.61%	5.1%	7.9%	15%	19%	4.5%	
销售费用	1.81	1.79	1.65	-8.2%	-8.9%	3.42	3.44	0.5%	报告期内, 工资和福利费用同比增5.91%至1.49亿元
	销售费用率	0.24%	0.24%	0.0%	0.0%	0.23%	0.23%	0.0%	
管理费用	17.54	17.87	16.37	-8.4%	-6.7%	35.42	34.24	-3.3%	报告期内, 职工薪酬同比下降6.15%至19.23亿元
	管理费用率	2.33%	2.39%	2.16%	-0.2%	2.36%	2.28%	-0.1%	
财务费用	6.63	8.03	5.54	-31.1%	-16.5%	14.71	13.57	-7.8%	报告期内, 利息收入同比增38.01%至12.32亿元与利息费用同比增13.55%至29.59亿元
	财务费用率	0.88%	1.07%	0.73%	-0.3%	-0.1%	0.98%	0.90%	-0.1%
研发费用	4.06	3.26	3.82	17.2%	-5.8%	7.33	7.08	-3.4%	
	研发费用率	0.54%	0.44%	0.51%	0.1%	0.0%	0.47%	0.0%	
期间费用	30.04	30.96	27.37	-11.6%	-8.9%	60.89	58.33	-4.2%	
	期间费用率	3.98%	4.14%	3.62%	-0.5%	-0.4%	4.05%	3.88%	-0.2%
投资收益	9.69	7.91	12.40	56.8%	-72.1%	15.03	20.30	35.1%	报告期内, 公司处置子公司收益增加所致
资产减值损失	-0.10	0.19	-0.28	-248.0%	-185.0%	-0.11	-0.09	19.2%	
营业利润	75.39	90.81	129.03	42.1%	71.1%	157.43	219.84	39.6%	
利润总额	74.35	88.28	127.59	44.5%	71.6%	155.45	215.88	38.9%	
所得税费用	14.79	11.79	19.32	63.8%	30.6%	27.12	31.12	14.7%	
归母净利润	48.60	62.61	88.24	40.9%	81.5%	103.02	150.84	46.4%	
扣非净利润	42.86	62.24	92.09	48.0%	114.8%	96.55	154.33	59.8%	
经营活动产生的现金流量净额	81.99	81.72	122.75	50.2%	49.7%	160.28	204.47	27.6%	报告期内, 公司矿产品销售毛利增加所致
投资活动产生的现金流量净额	-72.57	-78.91	-58.03	26.5%	20.0%	-148.51	-136.94	-7.8%	报告期内, 是并购支付的现金同比减少所致
筹资活动产生的现金流量净额	-3.29	24.03	-24.23	200.8%	-635.8%	-19.15	-0.20	99.0%	报告期内, 公司发行H股和可转换公司债券所致

来源: wind、公司公告、中泰证券研究所

图表 2: 紫金矿业产业结构图 (截至 2024 年 H1)


来源: wind、公司公告、中泰证券研究所, 注: 资源量情况截至 2023 年年报

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	18,449	28,031	56,463	101,841	营业收入	293,403	373,753	421,474	456,842
应收票据	553	748	694	940	营业成本	247,024	311,024	347,442	373,778
应收账款	7,778	11,110	12,278	13,309	税金及附加	4,850	5,419	5,690	5,939
预付账款	2,677	3,556	3,973	4,274	销售费用	766	860	906	959
存货	29,290	36,772	41,078	44,192	管理费用	7,523	8,409	8,809	9,137
合同资产	1,144	631	711	771	研发费用	1,567	1,757	1,897	1,964
其他流动资产	18,882	16,152	17,803	19,026	财务费用	3,268	3,521	3,480	2,486
流动资产合计	77,629	96,370	132,289	183,582	信用减值损失	-134	-134	-134	-134
其他长期投资	327	230	230	230	资产减值损失	-385	-385	-385	-385
长期股权投资	31,632	31,632	31,632	31,632	公允价值变动收益	-19	-19	-19	-19
固定资产	81,466	84,806	87,856	91,418	投资收益	3,491	7,146	12,602	15,016
在建工程	35,927	42,840	49,752	55,868	其他收益	542	513	513	513
无形资产	67,892	77,194	86,496	95,798	营业利润	31,937	49,922	65,865	77,606
其他非流动资产	48,133	47,708	48,043	48,378	营业外收入	119	119	119	119
非流动资产合计	265,377	284,410	304,010	323,324	营业外支出	769	630	630	630
资产合计	343,006	380,780	436,299	506,906	利润总额	31,287	49,411	65,354	77,095
短期借款	20,989	29,517	19,609	19,609	所得税	4,747	9,882	13,071	14,648
应付票据	1,856	2,337	2,610	2,808	净利润	26,540	39,529	52,283	62,447
应付账款	14,428	18,167	20,294	21,832	少数股东损益	5,420	8,115	10,701	16,771
预收款项	87	47	53	57	归属母公司净利润	21,119	31,414	41,582	45,676
合同负债	6,164	7,852	8,854	9,597	NOPLAT	29,312	42,346	55,067	64,461
其他应付款	12,228	12,228	12,228	12,228	EPS (按最新股本摊薄)	0.79	1.18	1.56	1.72
一年内到期的非流动负债	18,029	9,778	9,778	9,778					
其他流动负债	10,401	10,929	11,189	11,392					
流动负债合计	84,182	90,852	84,615	87,301					
长期借款	77,531	87,531	96,531	101,531					
应付债券	25,287	18,296	18,296	18,296					
其他非流动负债	17,643	14,695	14,695	14,695					
非流动负债合计	120,460	120,522	129,522	134,522					
负债合计	204,643	211,375	214,137	221,824					
归属母公司所有者权益	107,506	129,433	170,489	215,638					
少数股东权益	30,857	39,972	51,673	69,444					
所有者权益合计	138,363	169,405	222,161	285,082					
负债和股东权益	343,006	380,780	436,299	506,906					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	36,860	30,266	49,252	56,883
现金收益	39,962	52,562	65,573	75,014
存货影响	-1,186	-7,483	-4,306	-3,114
经营性应收影响	1,819	-4,020	-1,145	-1,192
经营性应付影响	5,482	4,179	2,407	1,741
其他影响	-9,217	-14,972	-13,277	-15,566
投资活动现金流	-33,965	-19,339	-16,906	-14,492
资本支出	-32,795	-29,067	-29,074	-29,061
股权投资	-6,565	0	0	0
其他长期资产变化	5,395	9,728	12,168	14,569
融资活动现金流	-5,817	-1,344	-3,914	2,987
借款增加	17,834	3,286	-908	5,000
股利及利息支付	-15,175	-6,053	-6,900	-7,267
股东融资	235	3,652	3,652	3,652
其他影响	-8,711	-2,229	242	1,602

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	8.5%	27.4%	12.8%	8.4%
EBIT增长率	8.3%	53.2%	30.0%	15.6%
归母公司净利润增长率	5.4%	48.7%	32.4%	9.8%
获利能力				
毛利率	15.8%	16.8%	17.6%	18.2%
净利率	9.0%	10.6%	12.4%	13.7%
ROE	15.3%	18.5%	18.7%	16.0%
ROIC	16.3%	21.3%	22.9%	21.6%
偿债能力				
资产负债率	59.7%	55.5%	49.1%	43.8%
债务权益比	115.3%	94.3%	71.5%	57.5%
流动比率	0.9	1.1	1.6	2.1
速动比率	0.6	0.7	1.1	1.6
营运能力				
总资产周转率	0.9	1.0	1.0	0.9
应收账款周转天数	10	9	10	10
应付账款周转天数	19	19	20	20
存货周转天数	42	38	40	41
每股指标 (元)				
每股收益	0.79	1.18	1.56	1.72
每股经营现金流	1.39	1.14	1.85	2.14
每股净资产	4.04	4.87	6.41	8.11
估值比率				
P/E	20	14	10	9
P/B	4	3	3	2
EV/EBITDA	3	2	2	2

来源: wind、公司公告、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。