

2024年8月30日

## 紫金矿业 (601899.SH)

买入 (维持)

——铜金量价齐升，成本管控效果显著

## 证券分析师

田源

S1350524030001

tianyuan@huayuanstock.com

田庆争

S1350524050001

tianqingzheng@huayuanstock.com

项祈瑞

S1350524040002

xiangqirui@huayuanstock.com

## 市场表现:



## 相关研究

1. 《紫金矿业(601899.SH): 铜金板块持续扩张, 布局锂钨打造第二增长极》, 2024.06.19

## 股价数据: 2024年8月28日

收盘价(元) 15.82  
年内最高/最低(元) 19.79/11.21  
总市值(亿元) 4205

## 投资要点:

- 公司事件:** 公司发布 24 年半年报, 上半年实现营收 1504.17 亿元, 同比+0.06%; 归母净利润 150.84 亿元, 同比+46.42%。其中, Q2 季度实现营收 756.40 亿元, 同比+0.3%、环比+1.15%; 归母净利润 88.24 亿元, 同比+81.54%、环比+40.93%。
- 销量稳步增长, 价格上涨带来吨毛利大幅提升。** 报告期内自产矿销量: 金 33.58 吨, 同比+5.2%; 铜 41.37 万吨, 同比+6.1%; 锌 18.65 万吨, 同比-11.7%; 银 203.61 吨, 同比-2.6%。自产矿成本: 金 227 元/克, 同比+8.1%; 铜 2.24 万元/吨, 同比+3.5%; 锌 8969 元/吨, 同比+2.6%; 银 1.87 元/克, 同比+11.3%。自产矿毛利: 金 259 元/克, 同比+38%; 铜 3.6 万元/吨, 同比+23%; 锌 4799 元/吨, 同比+79%; 银 2.56 元/克, 同比+49%。
- 成本管控效果显著, 期间费用回落。** 报告期内公司期间费用率为 3.88%, 同比下降 0.17pct, 细分来看: (1) 销售费用持平为 0.23%; (2) 管理费用受工资&办公费的下降影响, 减少 1.18 亿元至 34.24 亿元, 费用率下降 0.08pct 至 2.28%; (3) 研发费用率略降 0.02pct 至 0.47%, 系工资及福利以及物料消耗减少所致; (4) 财务费用方面因利息费用净额减少 2.37 亿元以及汇兑损失增加 1.02 亿, 导致财务费用下降 1.14 亿元至 13.57 亿元, 费用率下降 0.08pct 至 0.90%。成本管控效果显著, 期间费用回落。
- 重大项目持续推进:** 卡莫阿三期 5 月试生产, 新增铜金属 15 万吨/年; 卡莫阿冶炼厂 (50 万吨/年) 预计 25 年 2 月投产; 巨龙二期预计 25 年底投产, 新增铜 15-20 万吨、钼 0.8 万吨; 塞尔维亚铜业技改项目 MS 矿、VK 矿相继投产, JM 矿仍在进行中, 全部建成达产后铜产量达 15-16 万吨; 萨瓦亚尔顿金矿 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 3 月建成投产, 新增金 1 吨。
- 扩张提速, 5 年计划 3 年完成:** 根据公司《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。
- 降息预期下, 金价有望持续新高, 铜价触底回升。** (1) 8 月 23 日美联储主席鲍威尔在全球央行年会发言偏鸽, 美国或将进入降息周期, 持续看好金价上行; (2) 铜矿供应仍然趋紧, 随着库存的去化及冶炼端预期减产, 供给收缩有望在 2024Q4 兑现, 铜价有望触底回升。
- 盈利预测与估值:** 公司铜金产量持续增长, 叠加铜金价格景气, 公司业绩有望持续高增长。上调公司 2024-2026 年归母净利润分别为 311、370 和 437 亿元 (前值为 287、339 和 403 亿元), 对应 PE 分别为 14X、11X 和 10X。公司业绩确定性较高且持续性较强, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 需求波动风险; 项目建设不及预期风险; 铜金价格下跌风险, 海外项目所在国政治波动的风险。

## 盈利预测与估值

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	270329.00	293403.24	344003.36	394352.46	450101.39
增长率(%)	20.09	8.54	17.25	14.64	14.14
归母净利润(百万元)	20042.05	21119.42	31103.45	37019.15	43731.11
增长率(%)	27.88	5.38	47.27	19.02	18.13
EPS(摊薄)	0.75	0.79	1.17	1.39	1.65
毛利率(%)	15.74	15.81	18.18	18.76	19.36
ROE(摊薄)(%)	22.53	19.64	22.80	21.68	20.72
PE	20.98	19.91	13.52	11.36	9.61

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

## 销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com  
华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com  
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

## 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数