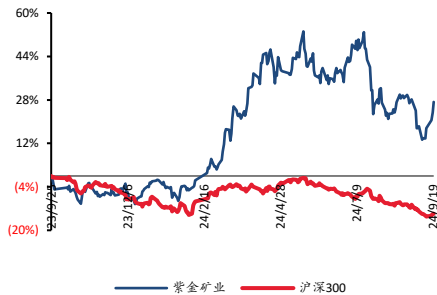


## 降本增量成果显著，高质量成长利于长远

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	265.78/265.78
总市值/流通(亿元)	4,220.57/4,220.57
12个月内最高/最低价(元)	19.79/11.21

### 相关研究报告

<<【太平洋有色】紫金矿业深度报告：多品种矿产齐头并进，高行业景气扬帆起航>>--2024-07-23

<<铜金产量增加明显，持续处于资源变现期——紫金矿业跟踪点评>>--2020-03-22

<<战略性看多铜板块和紫金矿业>>--2019-12-11

### 证券分析师：刘强

电话:

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190522080001

### 证券分析师：梁必果

电话:

E-MAIL: liangbg@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190524010001

### 研究助理：钟欣材

电话:

## 报告摘要

**铜、金产量持续增长。**铜：2024H1 公司实现矿产铜 51.9 万吨，同比+5.3%；其中，塞尔维亚紫金矿业/塞尔维亚紫金铜业实现矿产铜 9.0/5.9 万吨，同比分别为+33%/+45%，实现超产；卡莫阿铜矿（权益）/科卢韦齐铜矿实现矿产铜 8.4/4.5 万吨，同比分别为-6%/-31%，产量下滑主要系刚果（金）电力供应不稳，未来公司将通过建设水电站、光伏电站等措施实现电力供应稳定。**金**：2024H1 公司实现矿产金 35.4 吨，同比+9.5%；其中，哥伦比亚武里蒂卡/圭亚那奥罗拉/澳大利亚诺顿金田/陇南紫金实现矿产金 5.0/1.9/3.8/3.0 吨，同比分别为+25%/+43%/+28%/+19%，贡献主要矿产金增量。

**自主勘探成绩显著，在手资源量丰富。**公司自主勘探优势显著，高度重视既有矿床的经济技术重新评价，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，两宗铜矿合计新增铜资源量 1837.7 万吨、铜储量 577.7 万吨，约占中国 2022 年末铜储量的 14.2%。截至报告期末，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，权益口径资源量较年初增加铜 619.7 万吨，金 53.71 吨，银 3334 吨。

**生产成本控制效果显著。**公司产品的销售成本主要包括采矿、选矿、冶炼、矿产品精矿采购、矿石运输成本、原材料消耗、动力、薪金及固定资产折旧等。2024H1 公司成本控制效果显著，金锭/金精矿/铜精矿生产成本环比分别为-4.4%/-6.7%/-8.8%，主要系公司原材料采购端规模效应明显，以及精益管理所致。

**费用端表现优异。**2024H1 公司销售/管理/财务费用率为 3.41%，同比-0.15pct；其中 Q2 销售/管理/财务费用率为 3.11%，同比-0.33pct，

E-MAIL: zhongxc@tpyzq.com  
一般证券业务登记编号: S1190122090007  
**研究助理: 谭甘露**  
电话:  
E-MAIL: tangl@tpyzq.com  
一般证券业务登记编号: S1190122100017

环比-0.59pct。公司费用端有所下降，主要系人工成本下降等因素，体现公司精益管理不断取得成效。

**杠杆率下降，经营呈现高质量发展。**2024H1 末公司资产负债率为56.7%，同比-2.3pct，环比-1.6pct，继2023Q4以来持续下降；2024H1末公司长期/短期借款为691/232亿元，同比分别-20/-55亿元，环比分别-10/-88亿元；2024Q2公司经营性现金流量净额123亿元，同比+50%，环比+50%；公司上半年杠杆率下降，经营呈现高质量发展态势。

**投资建议：**我们深度分析公司2024年中报，公司矿山产铜、金产量实现持续增长，自主勘探优势显著，在手资源量丰富，同时生产成本、费用端控制较好，财务杠杆率下降，公司高质量成长利于长远发展。我们维持公司2024-2026年盈利预测，预计2024-2026年公司归母净利润分别为314/360/410亿元，维持“买入”评级。

**风险提示：**下游需求不及预期；供给超预期释放；美联储紧缩超预期。

#### ■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	293,403	325,387	361,740	395,965
营业收入增长率(%)	8.54%	10.90%	11.17%	9.46%
归母净利(百万元)	21,119	31,427	35,980	41,048
净利润增长率(%)	5.38%	48.81%	14.49%	14.08%
摊薄每股收益(元)	0.80	1.18	1.35	1.54
市盈率(PE)	15.58	15.17	13.25	11.62

资料来源: 携宁, 太平洋证券, 注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 目录

一、 2024 年上半年业绩亮眼.....	6
二、 上半年铜、金产量实现增长.....	7
(一) 矿产铜、金产量稳步增长.....	7
(二) 矿产铜：塞尔维亚铜矿实现超产.....	8
(三) 矿产金：南美洲、澳洲金矿产量增长显著.....	10
(四) 矿产锌（铅）：2024H1 产量有所下滑.....	12
(五) 矿产银：2024H1 产量小幅增长.....	12
三、 铜、金项目快速推进，自主勘探取得显著成果.....	13
(一) 铜、金项目快速推进.....	13
(二) 自主勘探取得显著成果.....	15
四、 毛利分析.....	17
(一) 行业分析：金属资源价值属性凸显.....	17
(二) 成本分析：规模效应及精益管理助力生产成本优化.....	18
(三) 毛利率分析：售价提升及成本优化助力毛利率提升.....	19
(四) 业务分析：矿山产金/铜量价齐升.....	20
五、 费用及负债分析.....	21
(一) 费用分析：期间费用率下降.....	21
(二) 负债分析：资产负债率下降.....	22
六、 盈利预测与投资建议.....	22
七、 风险提示.....	22

## 图表目录

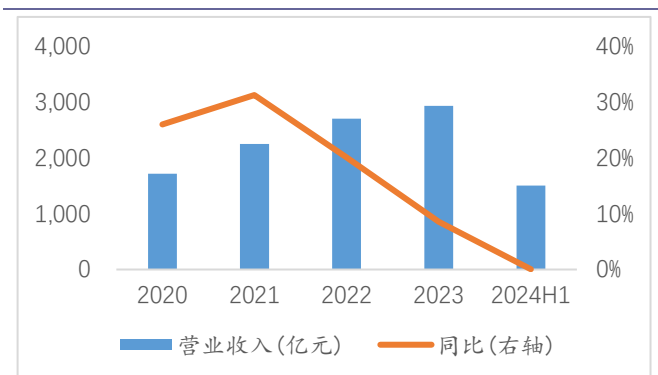
图表 1: 2024H1 公司实现收入 1504 亿元	6
图表 2: 2024H1 公司实现归母净利润 151 亿元	6
图表 3: 2024H1 公司实现扣非净利润 154 亿元	6
图表 4: 2024H1 公司毛利率/净利润分别为 19%/10%	6
图表 5: 2024Q2 公司实现收入 756 亿元	7
图表 6: 2024Q2 公司实现归母净利润 88 亿元	7
图表 7: 2024Q2 公司实现扣非净利润 92 亿元	7
图表 8: 2024Q2 公司毛利率/净利润分别为 22%/12%	7
图表 9: 2024H1 公司实现矿产铜产量 51.9 万吨	8
图表 10: 2024H1 公司实现矿产金产量 35.4 吨	8
图表 11: 2024H1 公司实现矿产锌(铅)产量 22.2 万吨	8
图表 12: 2024H1 公司实现矿产银产量 210.3 吨	8
图表 13: 2024H1 公司矿产铜产量(分矿山)	9
图表 14: 2024H1 塞紫金实现矿产铜产量 9.0 万吨	9
图表 15: 2024H1 塞紫铜实现矿产铜产量 5.9 万吨	9
图表 16: 2024H1 巨龙铜业实现矿产铜产量 8.1 万吨	9
图表 17: 2024H1 多宝山实现矿产铜产量 5.7 万吨	9
图表 18: 2024H1 卡莫阿(权益)矿产铜产量 8.4 万吨	10
图表 19: 2024H1 科卢韦齐实现矿产铜产量 4.5 万吨	10
图表 20: 2024H1 公司矿产金产量(分矿山)	10
图表 21: 2024H1 武里蒂卡实现矿产金产量 5.0 吨	11
图表 22: 2024H1 罗斯贝尔实现矿产金产量 3.7 吨	11
图表 23: 2024H1 奥罗拉实现矿产金产量 1.9 吨	11
图表 24: 2024H1 诺顿金田实现矿产金产量 3.8 吨	11
图表 25: 2024H1 泽拉夫尚实现矿产金产量 2.6 吨	11
图表 26: 2024H1 奥克同实现矿产金产量 1.9 吨	11
图表 27: 2024H1 陇南紫金实现矿产金产量 3.5 吨	12
图表 28: 2024H1 塞紫金实现矿产金产量 2.9 吨	12
图表 29: 2024H1 公司矿产锌(铅)产量(分矿山)	12
图表 30: 2024H1 公司矿产银产量(分矿山)	13
图表 31: 公司主要项目更新	13
图表 32: 至 2024H1 末公司储量及资源量	15
图表 33: 至 2024H1 末公司铜矿权益资源量	16
图表 34: 至 2024H1 末公司金矿权益资源量	16
图表 35: 至 2024H1 末公司锂矿权益资源量	16
图表 36: 至 2024H1 末公司银矿权益资源量	16
图表 37: 至 2024H1 末公司铜矿权益资源量	16
图表 38: 至 2024H1 末公司锌矿权益资源量	16
图表 39: 2024H1 伦敦金现均价同比+14.0%	17
图表 40: 2024H1 伦敦银现均价同比+13.0%	17
图表 41: 2024H1 伦敦铜现均价同比+5.5%	17
图表 42: 2024H1 伦敦锌现均价同比-5.4%	17
图表 43: 2024H1 公司主要业务成本情况	18
图表 44: 2024H1 公司矿山产金生产成本	18

图表 45:	2024H1 公司矿山产铜生产成本 .....	18
图表 46:	2024H1 公司矿山产锌生产成本 .....	19
图表 47:	2024H1 公司矿山产银生产成本 .....	19
图表 48:	2024H1 公司主要业务成本情况 .....	19
图表 49:	2024H1 公司矿山产金毛利率提升 .....	20
图表 50:	2024H1 公司矿山产铜毛利率提升 .....	20
图表 51:	2024H1 公司矿山产锌/银等毛利率提升 .....	20
图表 52:	2024H1 公司矿山/综合毛利率提升 .....	20
图表 53:	2024H1 公司业务收入分析 .....	21
图表 54:	2024H1 公司费用率下降 .....	21
图表 55:	2024Q2 公司费用率环比下降 .....	21
图表 56:	2024H1 公司费用率下降 .....	22
图表 57:	2024Q2 公司费用率环比下降 .....	22
图表 58:	2024H1 公司费用率下降 .....	22
图表 59:	2024Q2 公司费用率环比下降 .....	22

## 一、2024 年上半年业绩亮眼

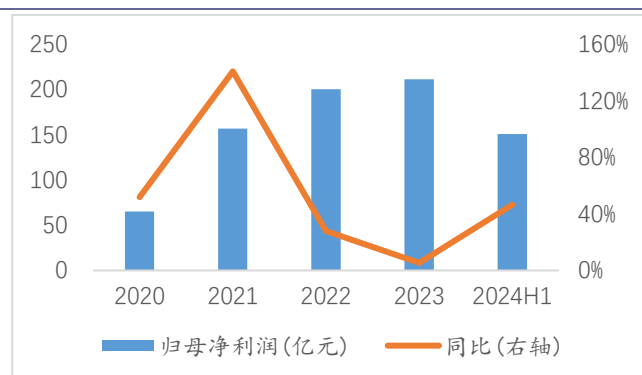
2024 年 8 月 23 日，公司发布 2024 年上半年业绩。报告期内公司实现收入 1504.2 亿元，同比+0.1%；归母净利润 150.8 亿元，同比+46.4%；扣非净利润 154.3 亿元，同比+59.8%。其中，二季度实现收入 756.4 亿元，同比+0.3%，环比+1.2%；归母净利润 88.2 亿元，同比+81.5%，环比+40.9%；扣非净利润 92.1 亿元，同比+114.8%，环比+48.0%。

图表1：2024H1 公司实现收入 1504 亿元



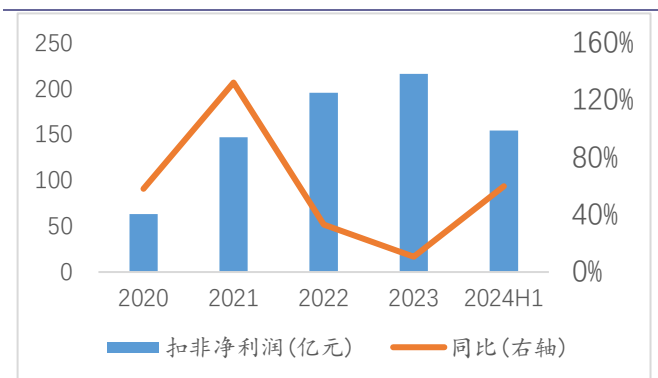
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表2：2024H1 公司实现归母净利润 151 亿元



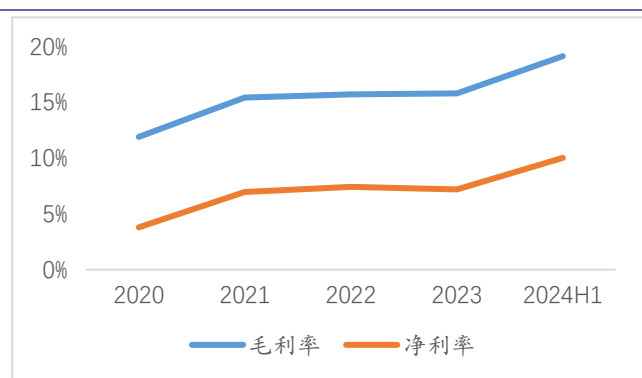
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表3：2024H1 公司实现扣非净利润 154 亿元



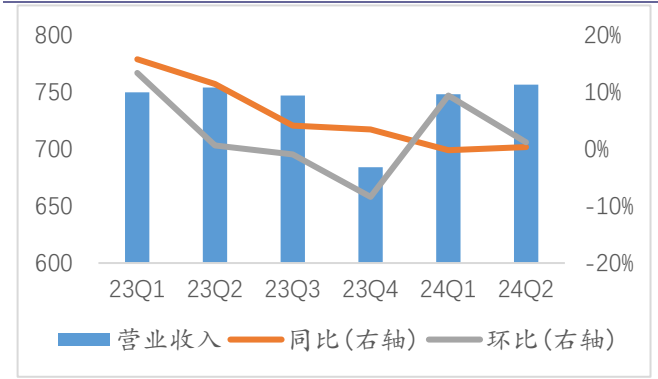
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表4：2024H1 公司毛利率/净利润分别为 19%/10%



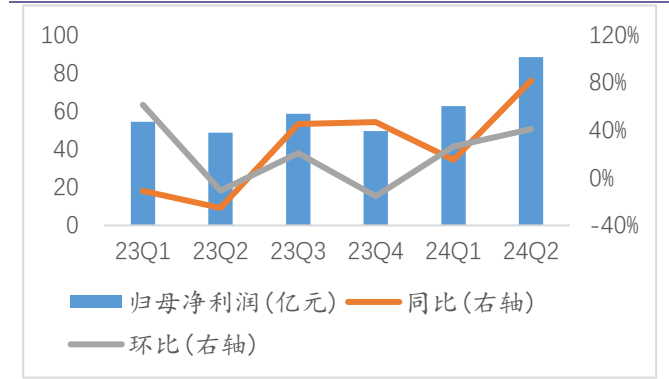
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表5：2024Q2 公司实现收入 756 亿元



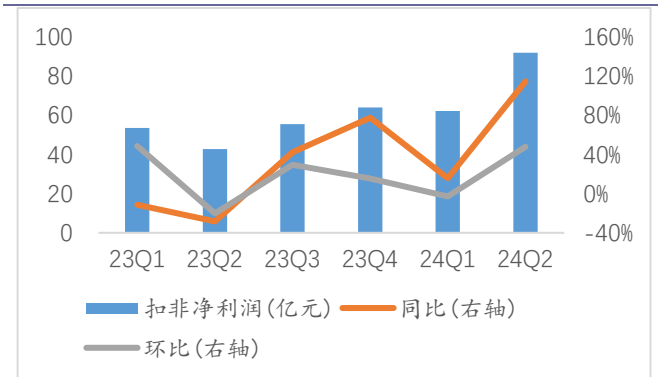
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表6：2024Q2 公司实现归母净利润 88 亿元



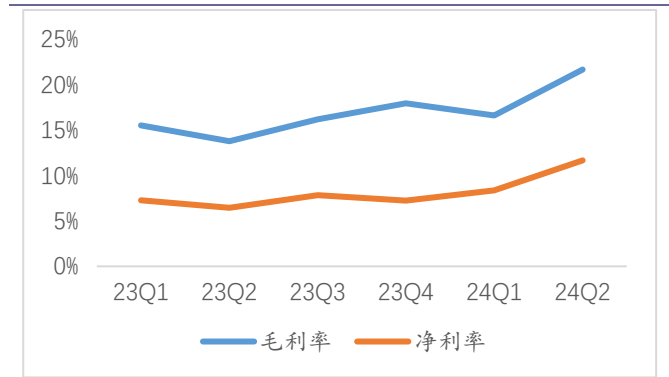
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表7：2024Q2 公司实现扣非净利润 92 亿元



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表8：2024Q2 公司毛利率/净利润分别为 22%/12%



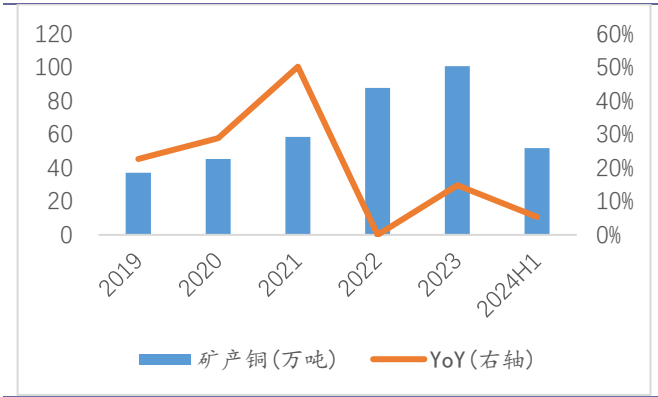
资料来源：iFind，太平洋证券整理

## 二、 上半年铜、金产量实现增长

### (一) 矿产铜、金产量稳步增长

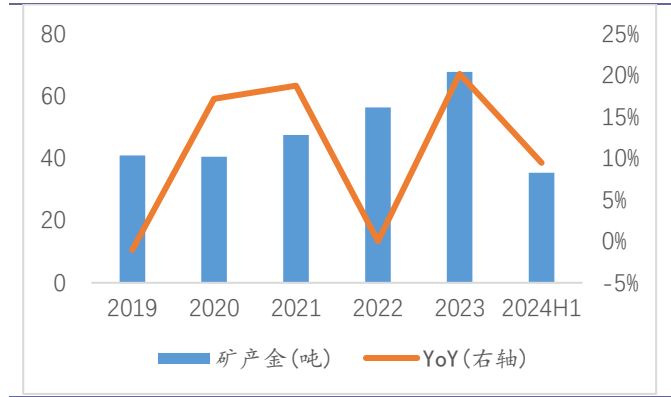
2024 年上半年公司矿产铜、矿产金产量稳步增长。2024 年上半年公司实现矿产铜 51.9 万吨，同比+5.3%，完成全年目标的 47%；实现矿产金 35.4 吨，同比+9.5%，完成全年目标的 48%；实现矿产锌（铅）22.2 万吨，同比-7.6%，完成全年目标的 47%；实现矿产银 210.3 吨，同比+1.3%，完全全年目标的 50%。

图表9：2024H1 公司实现矿产铜产量 51.9 万吨



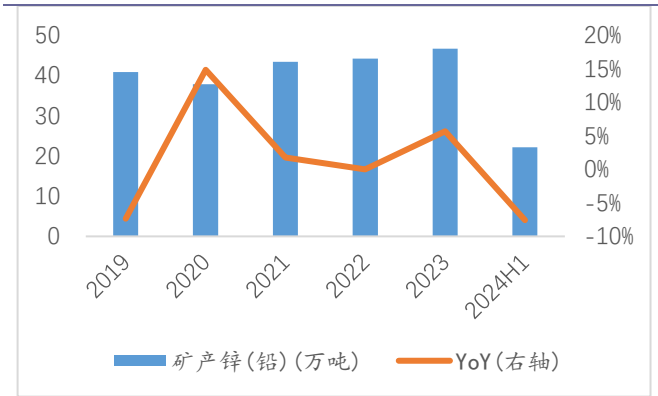
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表10：2024H1 公司实现矿产金产量 35.4 吨



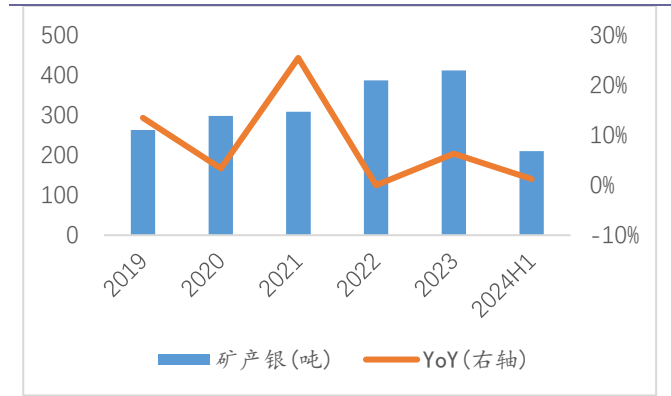
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表11：2024H1 公司实现矿产锌(铅)产量 22.2 万吨



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表12：2024H1 公司实现矿产银产量 210.3 吨



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## (二) 矿产铜：塞尔维亚铜矿实现超产

2024 年上半年公司塞尔维亚铜矿实现超产。2024 年上半年公司实现矿产铜/权益产铜为 51.9/42.5 万吨，同比分别为+5.3%/+4.6%。其中，塞尔维亚紫金矿业/塞尔维亚紫金铜业实现矿产铜 9.0/5.9 万吨，同比分别为+33%/+45%，实现超产，主要系佩吉铜金矿上半年所采区域品位较高；西藏巨龙铜业实现矿产铜 8.1 万吨，同比+14%；卡莫阿铜矿（权益）/科卢韦齐铜矿实现矿产铜 8.4/4.5 万吨，同比分别为-6%/-31%，产量下滑主要系刚果（金）电力供应不稳，公司预计将通过建设水电站、光伏电站等措施实现电力供应稳定。

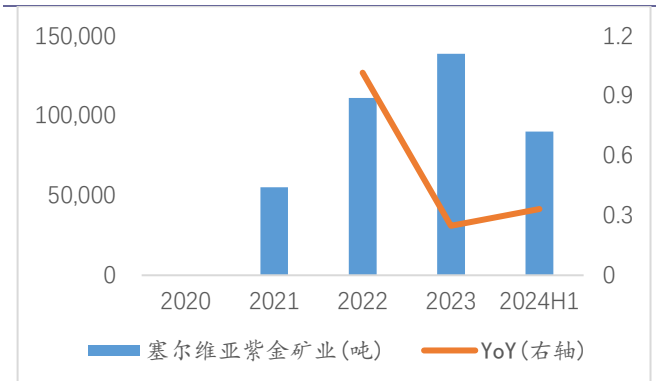


图表13：2024H1 公司矿产铜产量（分矿山）

矿山	国家	持有权益	矿产铜 (吨)	权益产铜 (吨)	矿产铜 YoY	权益产铜 YoY
卡莫阿铜矿（权益）	刚果（金）	44.47%	83,593	83,593	-6%	-6%
科卢韦齐铜矿	刚果（金）	67.00%	45,047	30,181	-31%	-36%
西藏巨龙铜业	中国	50.10%	80,758	40,460	14%	14%
黑龙江多宝山	中国	100.00%	57,242	57,242	2%	2%
福建紫金山铜金矿	中国	100.00%	44,331	44,331	1%	1%
塞尔维亚紫金矿业	塞尔维亚	100.00%	90,008	90,008	33%	33%
塞尔维亚紫金铜业	塞尔维亚	63.00%	59,454	37,456	45%	45%
其他矿山合计			58,137	41,900		
<b>总计</b>			<b>518,570</b>	<b>425,171</b>	<b>5.3%</b>	<b>4.6%</b>

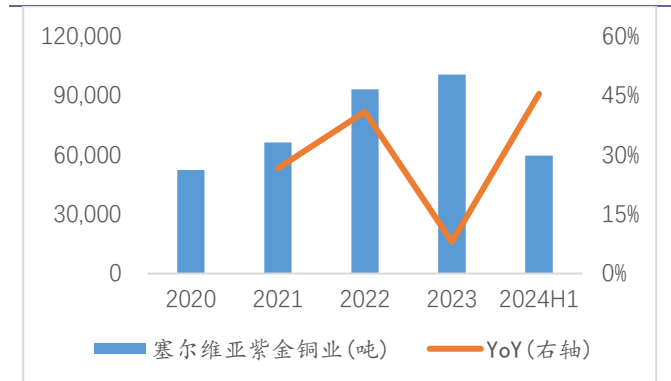
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表14：2024H1 塞紫金实现矿产铜产量 9.0 万吨



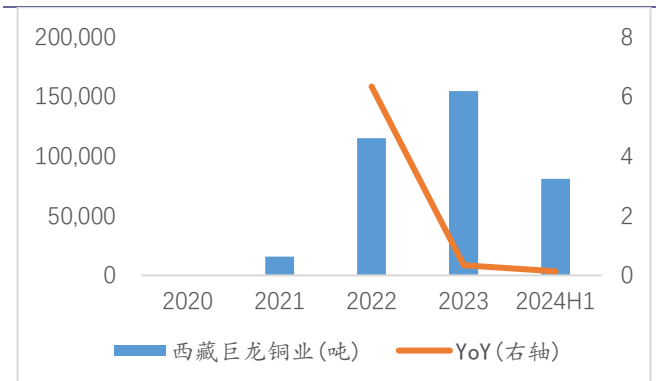
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表15：2024H1 塞紫铜实现矿产铜产量 5.9 万吨



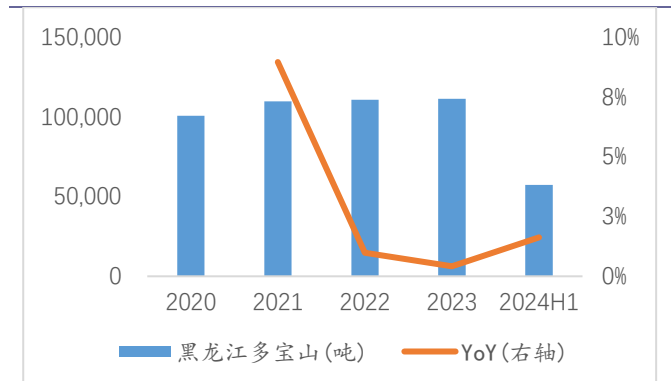
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表16：2024H1 巨龙铜业实现矿产铜产量 8.1 万吨



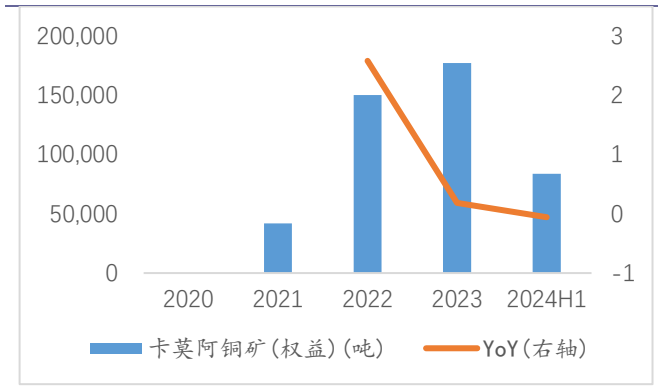
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表17：2024H1 多宝山实现矿产铜产量 5.7 万吨



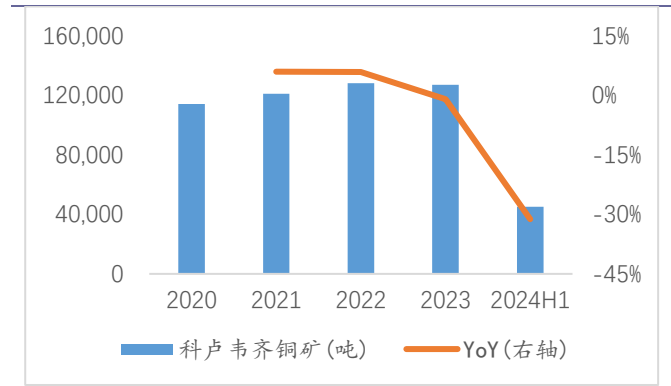
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表18：2024H1 卡莫阿(权益)矿产铜产量 8.4 万吨



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表19：2024H1 科卢韦齐实现矿产铜产量 4.5 万吨



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

### (三) 矿产金：南美洲、澳洲金矿产量增长显著

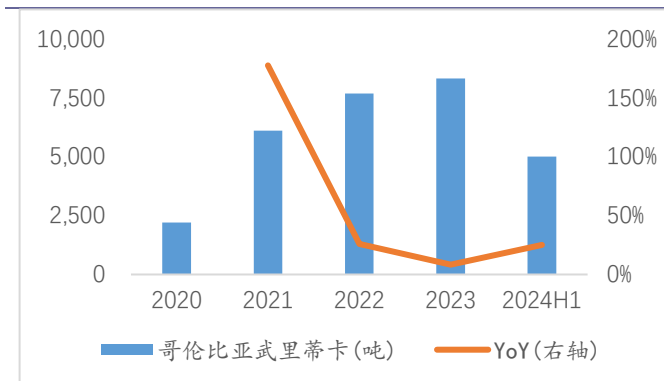
2024 年上半年公司南美洲、澳洲金矿产量增长显著。2024 年上半年公司实现矿产金/权益产金为 35.4/29.9 万吨，同比分别为+9.5%/+8.8%。其中，哥伦比亚武里蒂卡/圭亚那奥罗拉/澳大利亚诺顿金田/陇南紫金实现矿产金 5.0/1.9/3.8/3.0 吨，同比分别为+25%/+43%/+28%/+19%，贡献主要矿产金增量；塔吉克斯坦泽拉夫尚实现矿产金 2.6 吨，同比-15%，主要系品位下降所致。

图表20：2024H1 公司矿产金产量（分矿山）

矿山	国家	持有权益	矿产金 (千克)	权益产金 (千克)	矿产金 YoY	权益产金 YoY
哥伦比亚武里蒂卡	哥伦比亚	69.28%	5,002	3,465	25%	25%
罗斯贝尔	苏里南	95.00%	3,741	3,554	7%	7%
圭亚那奥罗拉	圭亚那	100.00%	1,949	1,949	43%	43%
澳大利亚诺顿金田	澳大利亚	100.00%	3,817	3,817	28%	28%
塔吉克斯坦泽拉夫尚	塔吉克斯坦	70.00%	2,625	1,838	-15%	-15%
吉尔吉斯斯坦奥同克	吉尔吉斯斯坦	60.00%	1,929	1,158	5%	5%
陇南紫金	中国	84.22%	3,530	2,973	19%	19%
塞尔维亚紫金矿业	塞尔维亚	100.00%	2,894	2,894	15%	15%
其他矿山合计			9,919	8,238		
<b>总计</b>			<b>35,406</b>	<b>29,885</b>	<b>9.5%</b>	<b>8.8%</b>

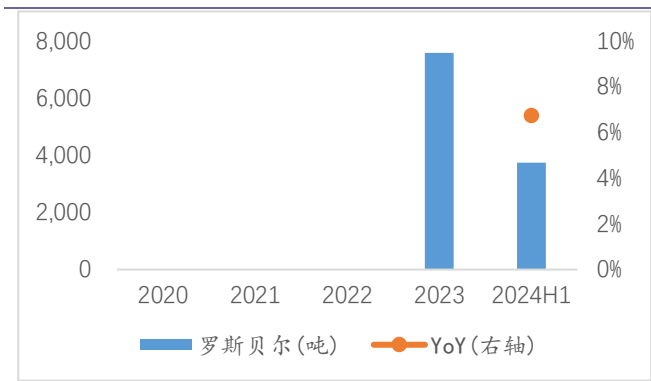
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表21：2024H1 武里蒂卡实现矿产金产量 5.0 吨



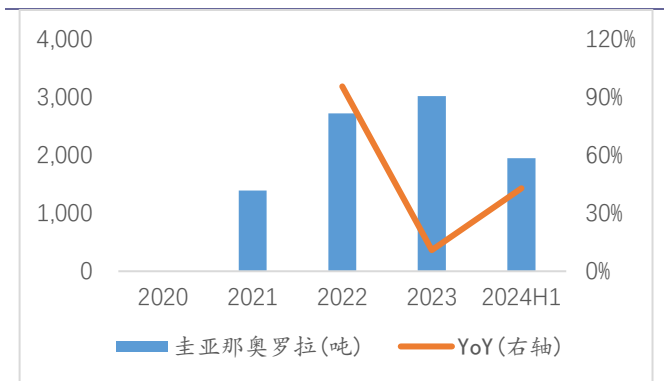
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表22：2024H1 罗斯贝尔实现矿产金产量 3.7 吨



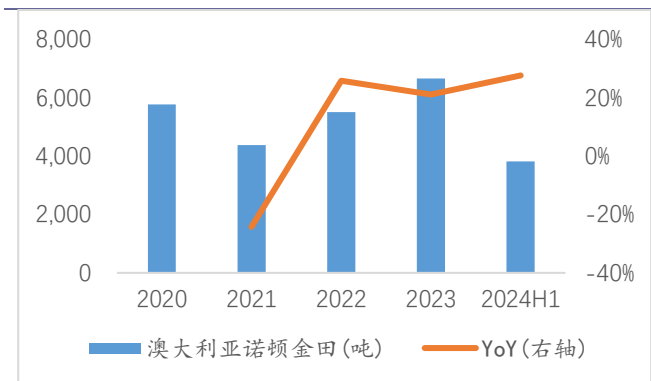
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表23：2024H1 奥罗拉实现矿产金产量 1.9 吨



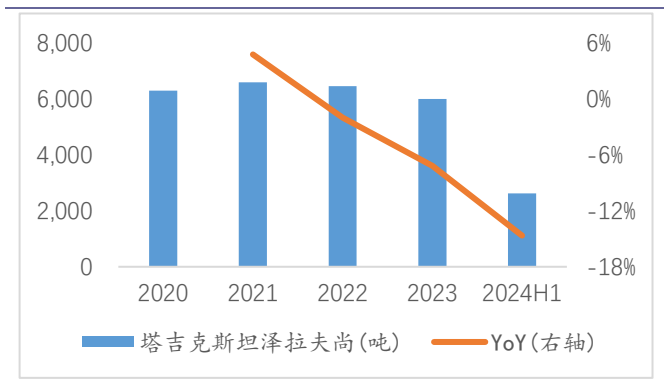
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表24：2024H1 诺顿金田实现矿产金产量 3.8 吨



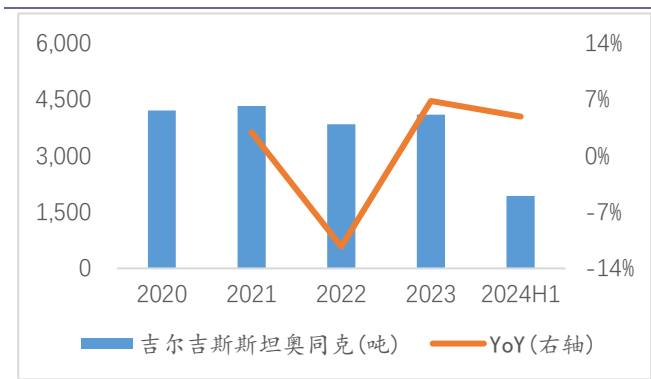
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表25：2024H1 泽拉夫尚实现矿产金产量 2.6 吨



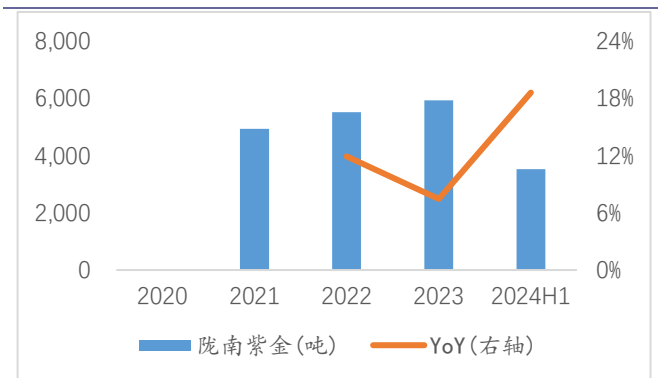
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表26：2024H1 奥克同实现矿产金产量 1.9 吨



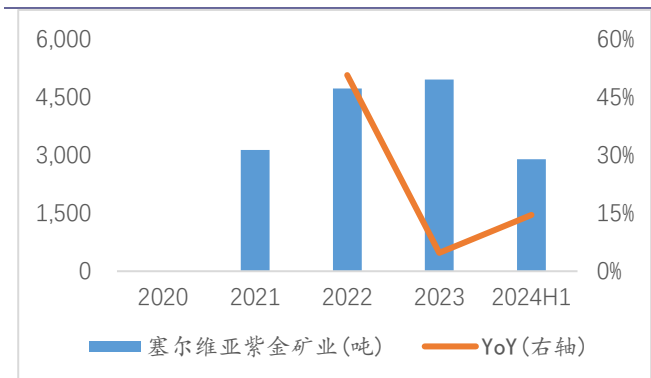
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表27：2024H1 陇南紫金实现矿产金产量 3.5 吨



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表28：2024H1 塞紫金实现矿产金产量 2.9 吨



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

#### (四) 矿产锌 (铅)：2024H1 产量有所下滑

2024 年上半年公司矿产锌 (铅) 产量同比有所下滑。2024 年上半年公司实现矿产锌 (铅) / 权益矿产锌 (铅) 为 22.2/18.0 万吨，同比分别为-7.6%/-6.4%。其中，新疆紫金锌业/乌拉特后旗紫金/厄立特里亚碧沙矿产锌 (铅) 产量为 8.2/3.0/3.1 万吨，同比分别为-1.4%/1.2%/-4.5%。

图表29：2024H1 公司矿产锌 (铅) 产量 (分矿山)

矿山	持有权益	矿产锌 (吨)	矿产铅 (吨)	矿产锌+铅 (吨)	矿产锌+铅 (权益, 吨)	矿产锌+铅 YoY	矿产锌+铅 (权益) YoY
新疆紫金锌业	100%	69,849	12,563	82,412	82,412	-1.4%	-1.4%
乌拉特后旗紫金	95%	26,212	5,728	31,940	30,343	1.2%	1.2%
厄立特里亚碧沙	55%	56,559		56,559	31,107	-4.5%	-4.5%
其他矿山合计		47,463	3,571	51,034	36,186		
<b>总计</b>		<b>200,083</b>	<b>21,862</b>	<b>221,945</b>	<b>180,048</b>	<b>-7.6%</b>	<b>-6.4%</b>

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

#### (五) 矿产银：2024H1 产量小幅增长

2024 年上半年公司矿产银产量小幅增长。2024 年上半年公司实现矿产银/权益矿产银为 210.3/140.7 吨，同比分别为+1.3%/-3.6%。其中，西藏巨龙/厄立特里亚碧沙矿产银产量为 56.4/29.2 万吨，同比分别为+19%/+13%，为主要增量来源；黑龙江多宝山/福建紫金山铜金矿产银产量为 196.1/144.9 万吨，同比分别为-3%/-2%，产量略有下滑。

图表30：2024H1 公司矿产银产量（分矿山）

矿山	持有权益	矿产银(千克)	权益产银(千克)	矿产银 YoY	权益产银 YoY
西藏巨龙	50.10%	56,415	28,264	19%	19%
黑龙江多宝山	100.00%	19,609	19,609	-3%	-3%
洛阳坤宇	70.00%	20,309	14,216	6%	6%
福建紫金山铜金矿	100.00%	14,486	14,486	-2%	-2%
厄立特里亚碧沙	55.00%	29,240	16,082	13%	13%
其他矿山合计		70,193	48,012		
总计		210,252	140,669	1.3%	-3.6%

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

### 三、铜、金项目快速推进，自主勘探取得显著成果

#### (一)铜、金项目快速推进

公司铜、金项目快速推进。铜板块：(1)卡莫阿-卡库拉：三期工程于2024年5月建成投产，8月实现商业化生产，三期项目产能约15万吨铜；一二三期产能合计超过60万吨铜，晋升为全球第三大铜矿；年产50万吨粗铜及阳极铜冶炼厂计划于2025年2月竣工，将显著降低物流成本，预计可将平均C1现金成本下降约20%。(2)Timok铜金矿、博尔铜矿：至2025年，塞尔维亚两大铜矿综合体完成改扩建工程，届时铜矿产能有望达30万吨。(3)巨龙铜矿：二期改扩建工程已全面启动，预计2025年底建成投产，届时一二期矿产铜产能达30-35万吨，矿产铜产能达1.3万吨，矿产银产能达230吨。金板块：(1)波格拉金矿：该项目于2020年4月因矿权到期停产，经谈判协商于2023年12月22日全面复产，达产后预计平均年产黄金21吨，归属紫金矿业权益部分约5吨。(2)撒瓦亚尔顿金矿：该项目为国内少有的百吨级未开发超大型低品位金矿，目前240万吨/年采选和5吨/年黄金冶炼项目如期建成投产，达产后年均产金约3吨。

图表31：公司主要项目更新

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	98.00	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。
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。
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。
新疆紫金黄金有限公司萨瓦亚尔顿金矿项目	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。
陇南紫金山金山金矿 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；尾矿库一期主排洪洞掘进完成约 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	2.00	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，太平洋证券整理

## (二) 自主勘探取得显著成果

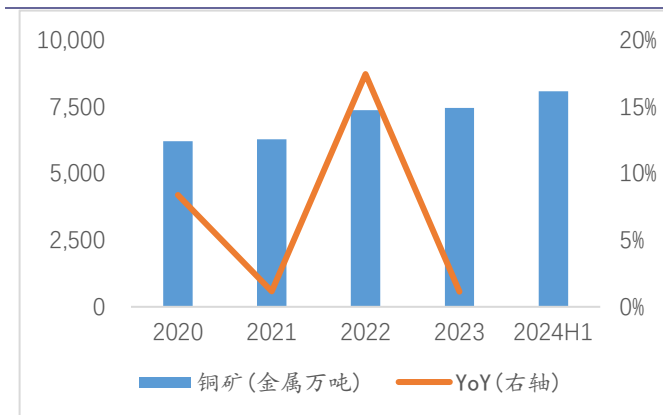
公司自主勘探优势显著，在手资源量丰富。公司自主勘探优势显著，高度重视既有矿床的经济技术重新评价，2024 年上半年，公司旗下巨龙铜矿和黑龙江铜山铜矿的重大地质找矿勘查成果获得自然资源主管部门评审通过；其中，巨龙矿区累计查明资源量铜 2588 万吨、钼 167.2 万吨、银 1.5 万吨，为中国备案资源量最大铜矿山；铜山矿新增铜资源量 365 万吨，其深部揭露的 V 号矿体为中国东北地区近四十年唯一探明的超大型铜矿体；两宗铜矿合计新增铜资源量 1837.7 万吨、铜储量 577.7 万吨，约占中国 2022 年末铜储量的 14.2%；此外，公司塞尔维亚佩吉铜金矿南部 MG 勘查有望新探获大型高品位铜金矿床，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。截至报告期末，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，权益口径资源量较年初增加铜 619.7 万吨，金 53.71 吨，银 3334 吨。

图表32：至 2024H1 末公司储量及资源量

品种	储量	资源量	储量/资源量	权益储量	权益资源量
铜矿(金属万吨)	4,382	10,467	42%	3,293	8,075
金矿(金属吨)	1,322	3,528	37%	1,120	3,051
碳酸锂/LCE(万吨)	505	1,411	36%	443	1,347
银(含伴生)(金属吨)	2,653	28,380	9%	1,685	18,073
钼(含伴生)(金属万吨)	233	491	47%	159	341
锌矿(金属万吨)	447	1,081	41%	390	919
铅矿(金属万吨)	60	130	46%	57	126

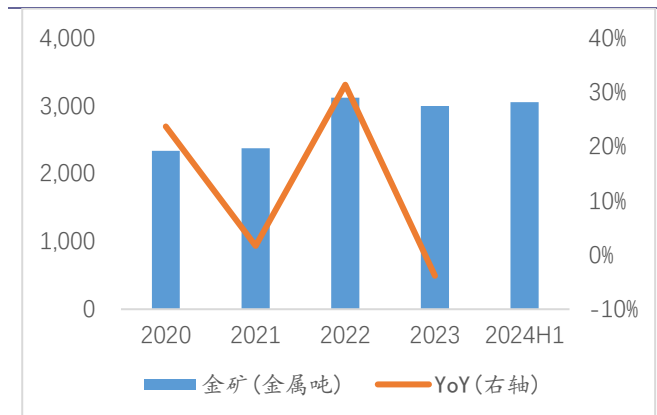
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表33：至 2024H1 末公司铜矿权益资源量



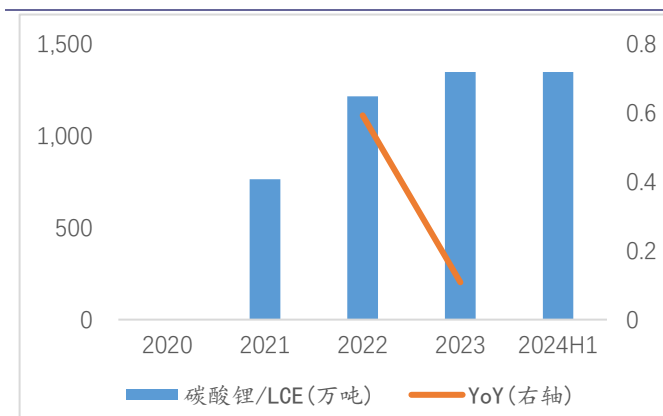
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表34：至 2024H1 末公司金矿权益资源量



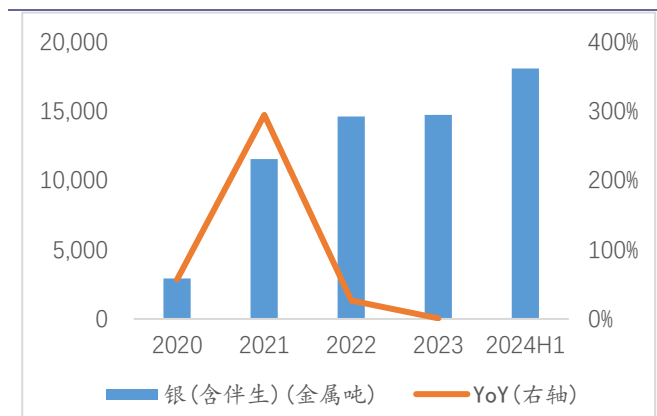
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表35：至 2024H1 末公司锂矿权益资源量



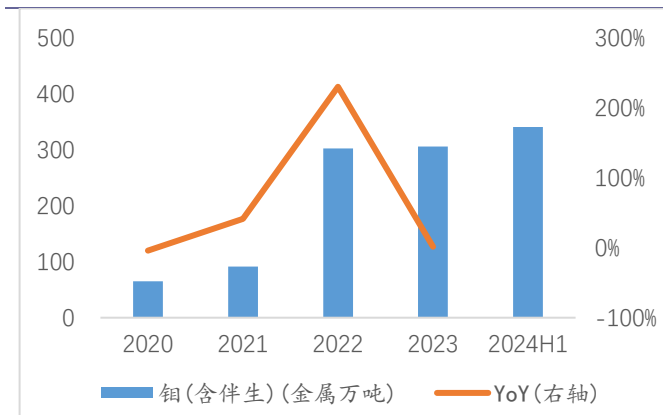
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表36：至 2024H1 末公司银矿权益资源量



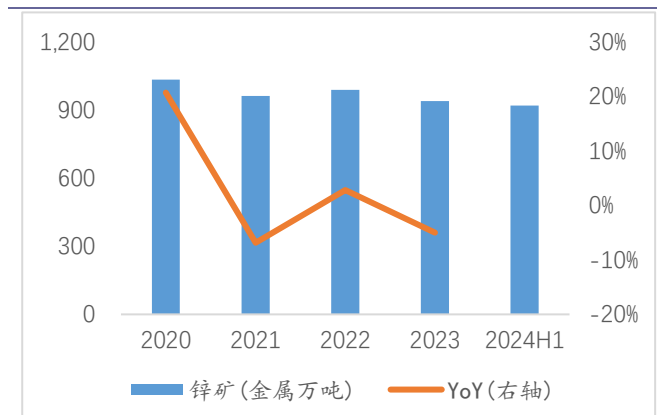
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表37：至 2024H1 末公司钼矿权益资源量



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表38：至 2024H1 末公司锌矿权益资源量



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

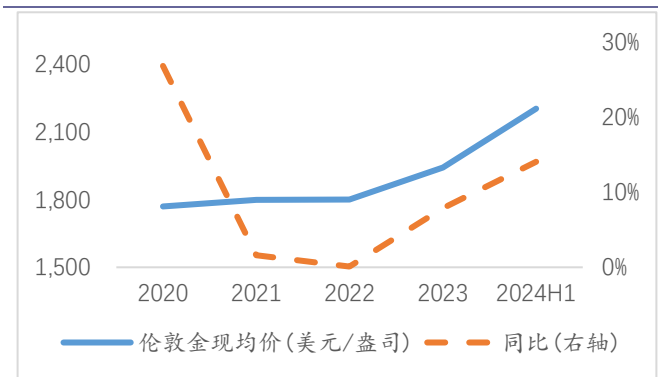


## 四、毛利分析

### (一) 行业分析：金属资源价值属性凸显

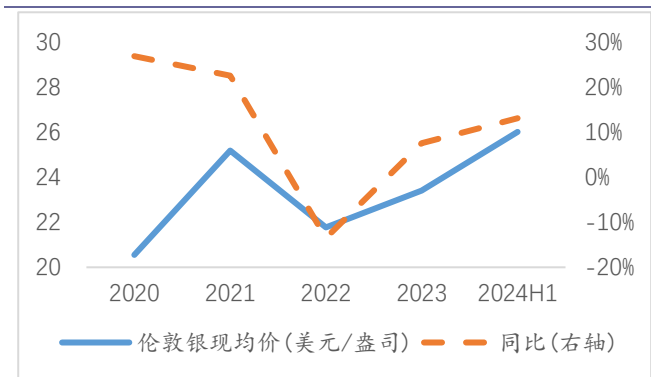
贵金属成为央行等机构重要配置选项，基本金属资源价值愈发凸显。报告期内，全球经济形势趋弱，主要经济体逐步进入降息预期，叠加地缘政治风险加剧，贵金属成为行业及机构配置资产的重要选项。随着逆全球化思潮蔓延，全球供应链体系面临挑战，基本金属的资源价值愈发凸显，全球矿业开发壁垒增加，行业收购事件不断，集中度随之提升。**铜**：全球经济趋弱，衰退预期对价格造成扰动，但资源供应端紧缺状况不改，新能源、人工智能等行业快速发展，带来铜需求增量，铜中长期供需紧缺形势未发生明显变化。**金**：全球主要经济体降息通道打开，地缘政治风险带来避险需求，从中长期看，美元信用弱化支撑黄金价格长期上升趋势。**锂**：现阶段行业供应过剩局面难以得到逆转，锂矿价格处于弱势震荡，价格持续逼近成本有助于供应端边际收紧。

图表39：2024H1 伦敦金现均价同比+14.0%



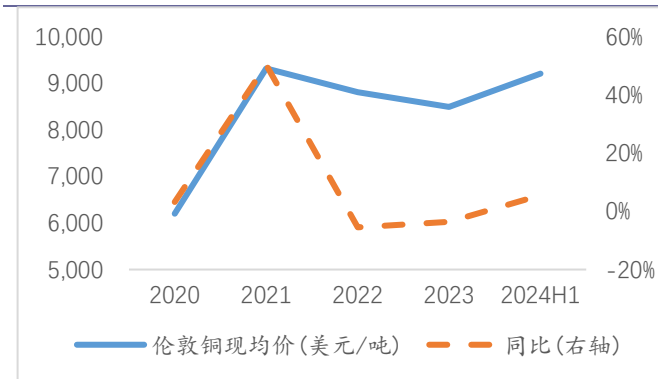
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表40：2024H1 伦敦银现均价同比+13.0%



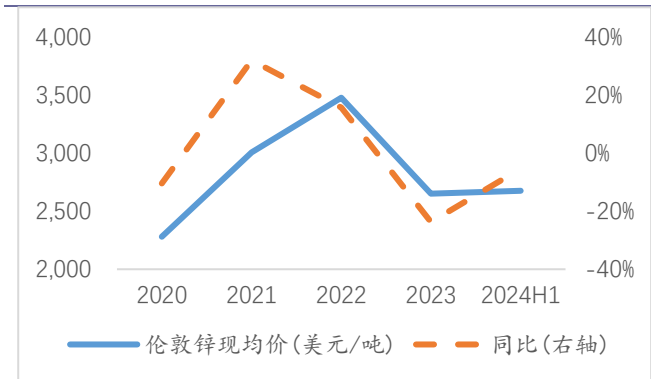
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表41：2024H1 伦敦铜现均价同比+5.5%



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表42：2024H1 伦敦锌现均价同比-5.4%



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## (二) 成本分析：规模效应及精益管理助力生产成本优化

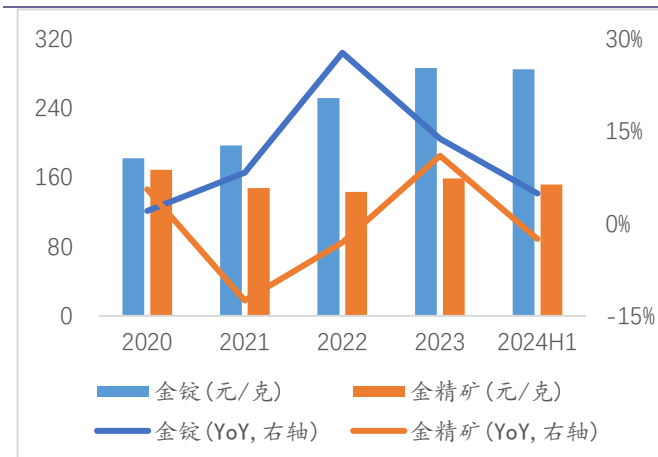
2024H1 公司成本控制效果显著。公司产品的销售成本主要包括采矿、选矿、冶炼、矿产品精矿采购、矿石运输成本、原材料消耗、动力、薪金及固定资产折旧等。报告期内，公司成本控制效果显著，金锭、金精矿、铜精矿、电解铜等主要矿产品生产升本环比下滑明显，主要系公司原材料采购端规模效应明显，以及精益管理所致。

图表43：2024H1 公司主要业务成本情况

产品名称		单位	2024H1	同比	环比
矿山产金	金锭	元/克	284.78	4.90%	-4.39%
	金精矿	元/克	151.50	-2.50%	-6.73%
矿产产铜	铜精矿	元/吨	18,578	-5.41%	-8.82%
	电积铜	元/吨	33,072	5.47%	16.29%
	电解铜	元/吨	35,778	-0.62%	-20.19%
矿山产锌		元/吨	8,969	2.62%	-8.60%
矿山产银		元/克	1.87	11.31%	6.25%
铁精矿		元/吨	148.77	-36.21%	-34.39%
冶炼加工金		元/克	512.85	19.14%	11.67%
冶炼产铜		元/吨	64,194	10.28%	9.32%
冶炼产锌		元/吨	18,207	1.03%	3.70%

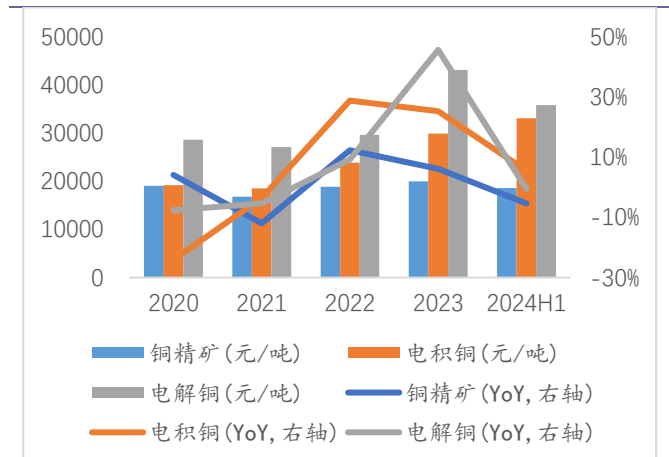
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表44：2024H1 公司矿山产金生产成本



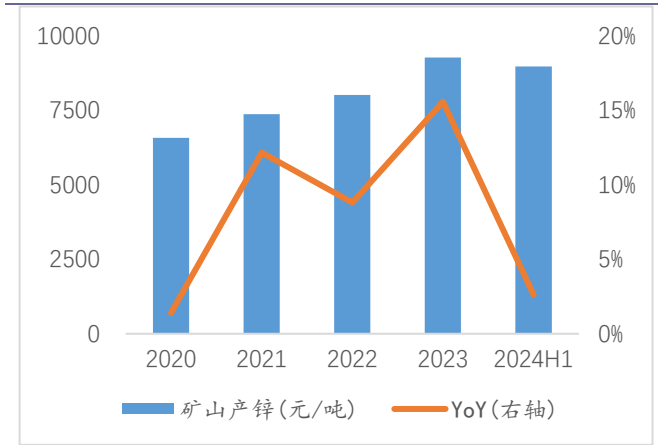
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表45：2024H1 公司矿山产铜生产成本



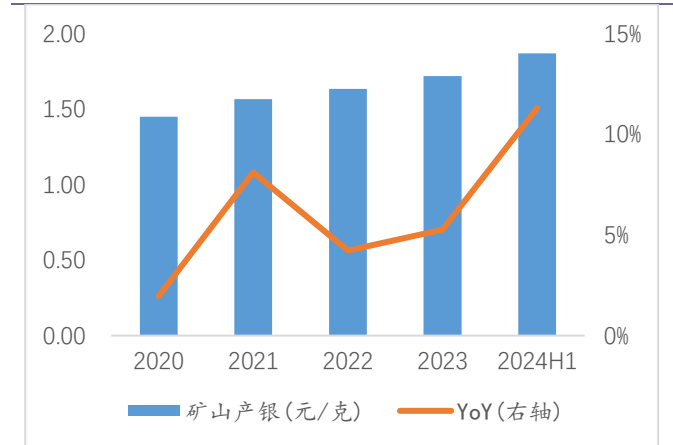
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表46：2024H1 公司矿山产锌生产成本



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表47：2024H1 公司矿山产银生产成本



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

### (三) 毛利率分析：售价提升及成本优化助力毛利率提升

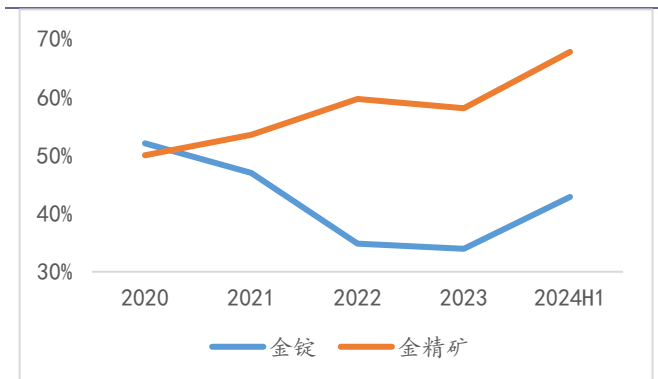
2024H1 公司多项业务毛利率同比明显提升。报告期，公司综合毛利率/矿山企业综合毛利率未 19.15%/57.30%，同比分别+4.50/+5.55pct；核心矿产品种毛利率普遍提升显著，主要系产品价格上升，以及部分品种成本优化显著。

图表48：2024H1 公司主要业务成本情况

产品名称		2024H1	同比	环比
矿山产金	金锭	42.83%	6.91pct	10.41pct
	金精矿	67.75%	9.38pct	10.02pct
矿产产铜	铜精矿	66.97%	6.42pct	8.55pct
	电积铜	49.09%	4.35pct	-0.11pct
	电解铜	45.67%	5.61pct	21.04pct
矿山产锌		34.85%	11.39pct	14.58pct
矿山产银		57.90%	7.36pct	6.89pct
铁精矿		79.24%	18.99pct	18.46pct
冶炼加工金		0.42%	-0.11pct	-0.22pct
冶炼产铜		2.48%	-0.88pct	-0.35pct
冶炼产锌		7.24%	-0.21pct	0.61pct
综合毛利率		19.15%	4.50pct	2.13pct
矿山企业综合毛利率		57.30%	5.55pct	10.64pct

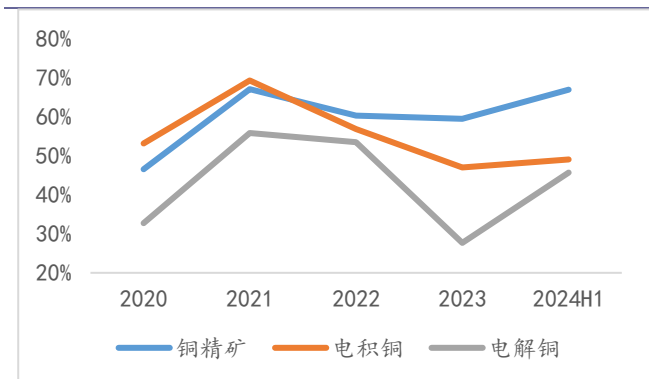
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表49：2024H1 公司矿山产金毛利率提升



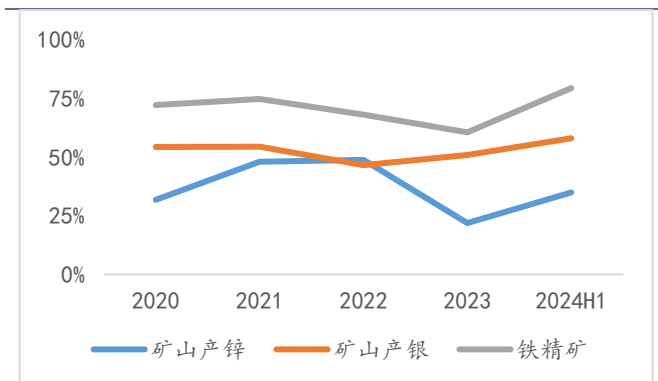
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表50：2024H1 公司矿山产铜毛利率提升



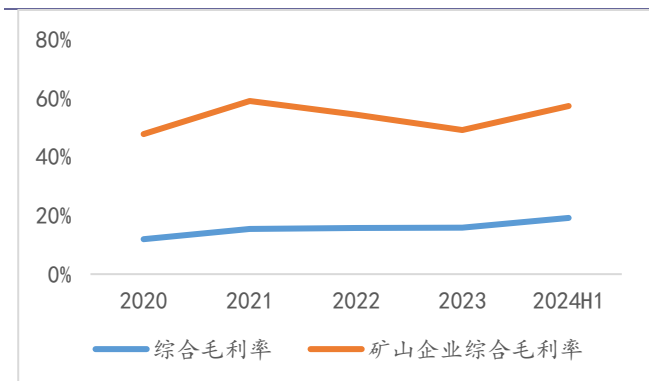
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表51：2024H1 公司矿山产锌/银等毛利率提升



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表52：2024H1 公司矿山/综合毛利率提升



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

#### (四) 业务分析：矿山产金/铜量价齐升

2024H1 公司矿山产金/铜业务量价齐升。报告期内，公司矿山产金/矿山产铜销售量为 34 吨/41 万吨，同比分别为 5%/6%；金精矿销售价格（不含税）为 470 元/克，同比+26%；铜精矿销售价格（不含税）为 5.63 万元/吨，同比+13%，计价系数约 85%，同比+2pct，主要系 TC/RC 价格下跌，矿端较为紧缺所致。上半年公司矿山产金/铜业务量价齐升，贡献公司主要增量收入与毛利来源。

图表53：2024H1 公司业务收入分析

产品名称		价格单位	销量单位	售价(不含税)	销售数量	金额(万元)	销售成本	毛利率
矿山产金	金锭	元/克	千克	498.18	19,021	947,604	284.78	42.83%
	金精矿	元/克	千克	469.74	14,558	683,872	151.50	67.75%
矿产产铜	铜精矿	元/吨	吨	56,250	315,332	1,773,733	18,578	66.97%
	电积铜	元/吨	吨	64,965	38,617	250,874	33,072	49.09%
	电解铜	元/吨	吨	65,858	59,769	393,623	35,778	45.67%
矿山产锌		元/吨	吨	13,768	186,534	256,823	8,969	34.85%
矿山产银		元/克	千克	4.43	203,605	90,223	1.87	57.90%
铁精矿		元/吨	万吨	717	35	25,214	149	79.24%
冶炼产铜		元/吨	吨	65,824	388,955	2,560,276	64,194	2.48%
冶炼产锌		元/吨	吨	19,628	171,010	335,652	18,207	7.24%
贸易精炼等其他销售收入						10,860,103		
内部销售抵消数						-3,136,346		
合计						15,041,651		

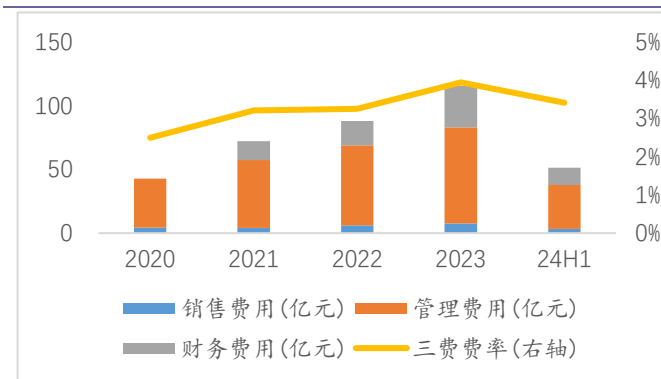
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## 五、费用及负债分析

### (一) 费用分析：期间费用率下降

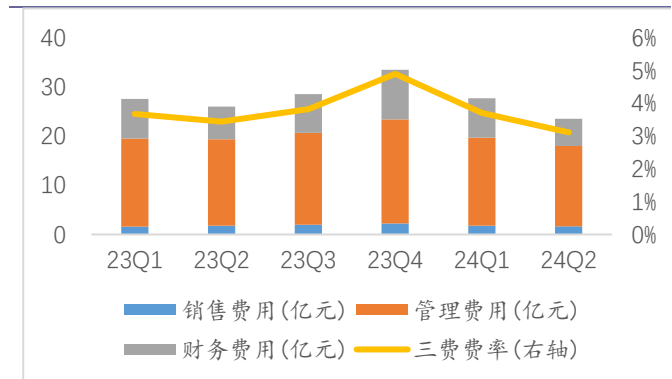
费用端表现优异。2024H1 公司销售/管理/财务费用率为 3.41%，同比-0.15pct；其中 Q2 销售/管理/财务费用率为 3.11%，同比-0.33pct，环比-0.59pct。公司费用端有所下降，主要系人工成本下降等因素，体现公司精益管理不断取得成效。

图表54：2024H1 公司费用率下降



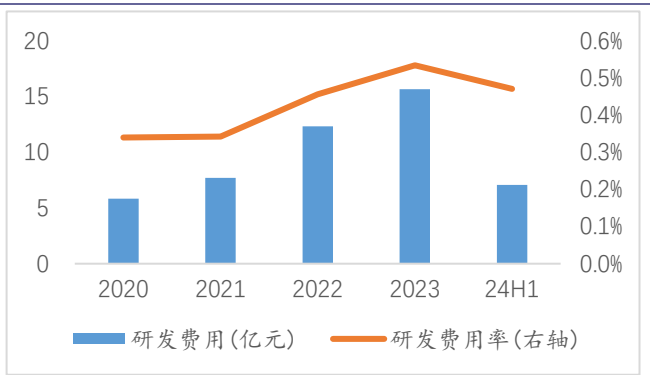
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表55：2024Q2 公司费用率环比下降



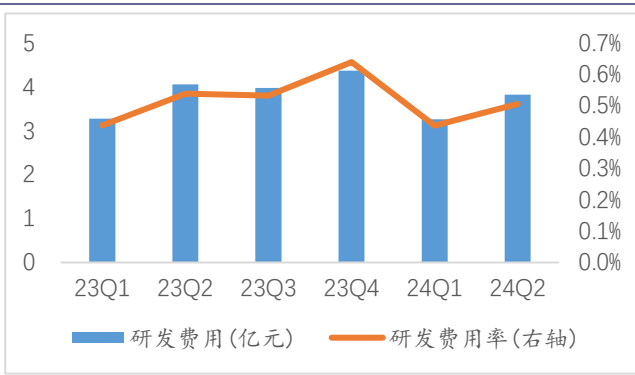
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表56：2024H1 公司费用率下降



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表57：2024Q2 公司费用率环比下降

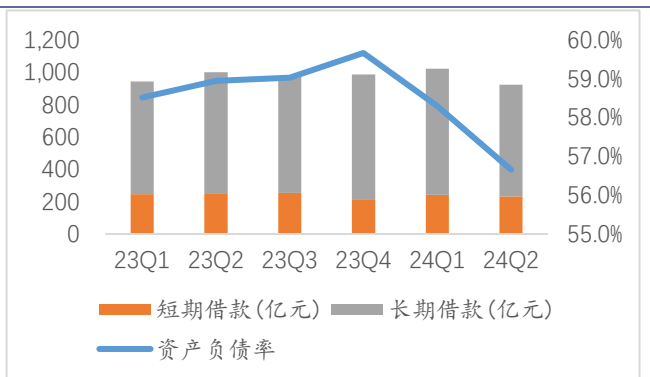


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## (二) 负债分析：资产负债率下降

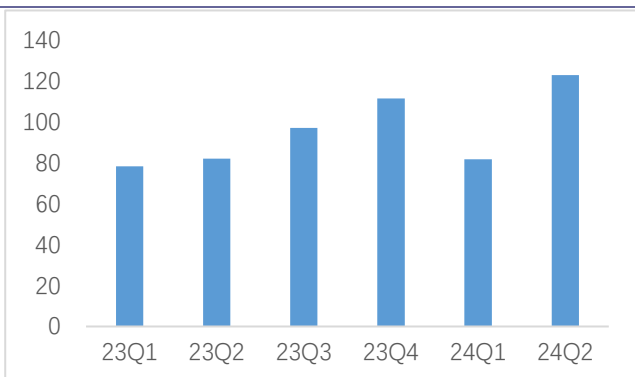
杠杆下降，经营呈现高质量发展。2024H1 末公司资产负债率为 56.7%，同比-2.3pct，环比-1.6pct，继 23Q4 以来持续下降；2024H1 末公司长期/短期借款为 691/232 亿元，同比分别-20/-55 亿元，环比分别-10/-88 亿元；2024Q2 公司经营性现金流量净额 123 亿元，同比+50%，环比+50%；公司上半年杠杆率下降，经营呈现高质量发展态势。

图表58：2024H1 公司费用率下降



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表59：2024Q2 公司费用率环比下降



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## 六、 盈利预测与投资建议

我们维持公司 2024-2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 314/360/410 亿元，我们认为公司作为全球矿业龙头企业，成长确定性强，有望充分受益于行业高景气度，维持“买入”评级。

## 七、 风险提示

下游需求不及预期；供给超预期释放；美联储紧缩超预期。

**资产负债表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	20,244	18,449	20,625	28,986	50,875
应收和预付款项	12,442	11,008	10,968	14,043	14,495
存货	28,104	29,290	30,191	34,927	37,820
其他流动资产	18,855	18,882	19,635	21,353	21,641
流动资产合计	79,644	77,629	81,418	99,309	124,831
长期股权投资	25,067	31,632	39,810	49,870	58,138
投资性房地产	449	327	395	488	500
固定资产	72,746	81,466	89,003	97,243	103,839
在建工程	21,867	35,927	42,824	50,916	60,599
无形资产开发支出	68,280	67,892	74,936	84,071	89,334
长期待摊费用	2,060	2,534	2,534	2,534	2,534
其他非流动资产	115,575	123,227	128,108	146,217	171,855
资产总计	306,044	343,006	377,610	431,338	486,800
短期借款	23,666	20,989	21,080	22,030	21,484
应付和预收款项	13,582	16,371	14,691	17,798	19,620
长期借款	68,820	77,531	77,531	77,531	77,531
其他负债	75,521	89,751	89,303	94,121	96,987
负债合计	181,589	204,643	202,605	211,480	215,622
股本	2,633	2,633	2,632	2,632	2,632
资本公积	25,552	25,866	25,770	25,770	25,770
留存收益	56,125	70,637	96,723	132,703	173,751
归母公司股东权益	88,943	107,506	136,367	172,347	213,395
少数股东权益	35,513	30,857	38,638	47,511	57,783
股东权益合计	124,455	138,363	175,005	219,858	271,178
负债和股东权益	306,044	343,006	377,610	431,338	486,800

**现金流量表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	28,679	36,860	44,780	52,585	57,418
投资性现金流	-50,981	-33,965	-41,224	-45,174	-34,983
融资性现金流	27,258	-5,817	-1,304	950	-546
现金增加额	6,035	-1,974	2,176	8,362	21,889

**利润表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	270,329	293,403	325,387	361,740	395,965
营业成本	227,784	247,024	263,760	293,986	322,476
营业税金及附加	4,268	4,850	5,172	5,814	6,401
销售费用	620	766	1,106	1,230	1,346
管理费用	6,265	7,523	8,232	9,152	10,018
财务费用	1,905	3,268	0	0	0
资产减值损失	-79	-385	22	57	79
投资收益	2,874	3,491	651	2,360	5,795
公允价值变动	-255	-19	0	0	0
营业利润	30,946	31,937	47,727	53,920	61,545
其他非经营损益	-953	-649	0	0	0
利润总额	29,993	31,287	47,727	53,920	61,545
所得税	5,226	4,748	8,519	9,067	10,225
净利润	24,767	26,540	39,208	44,853	51,320
少数股东损益	4,725	5,420	7,781	8,873	10,273
归母股东净利润	20,042	21,119	31,427	35,980	41,048

**预测指标**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	15.74%	15.81%	18.94%	18.73%	18.56%
销售净利率	7.41%	7.20%	9.66%	9.95%	10.37%
销售收入增长率	20.09%	8.54%	10.90%	11.17%	9.46%
EBIT 增长率	18.02%	5.58%	49.20%	12.98%	14.14%
净利润增长率	27.88%	5.38%	48.81%	14.49%	14.08%
ROE	22.53%	19.64%	23.05%	20.88%	19.24%
ROA	6.55%	6.16%	8.32%	8.34%	8.43%
ROIC	10.06%	9.68%	12.32%	12.32%	12.37%
EPS (X)	0.76	0.80	1.18	1.35	1.54
PE (X)	13.16	15.58	15.17	13.25	11.62
PB (X)	2.96	3.05	3.50	2.77	2.23
PS (X)	0.97	1.12	1.47	1.32	1.20
EV/EBITDA (X)	9.08	10.69	10.21	9.01	7.86

资料来源：携宁，太平洋证券



## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。