

## 历史最佳业绩，成长不止

2024 年 10 月 20 日

► **事件：2024 年 10 月 18 日，公司发布 2024 年三季报。**2024 年前三季度，公司实现营收 2304 亿元，同比增长 2.4%，归母净利润 243.6 亿元，同比增长 50.7%，扣非归母净利润 237.5 亿元。单季度看，2024Q3 公司实现营收 800 亿元，同比增长 7.1%，环比增长 5.7%，实现归母净利润 92.7 亿元，同比增长 58.2%，环比增长 5.1%，扣非归母净利润 83.1 亿元，同比增长 49.8%，环比减少 9.7%，业绩超预期。

► **2024 年前三季度公司归母净利润同比上升，主要原因是毛利同比上升了 108.93 亿元。**公司 2024 年前三季度实现归母净利润 243.6 亿元，同比增长 50.7%，主要原因是公司主要运营产品量价齐升，尤其是铜、金产品，其中矿产金、矿产铜平均售价同比 2023 年同期分别增加 25.5%和 13.9%，销量分别同比增长 3.4%和 2.3%。

► **单季度来看，2024Q3 归母净利润环比增加 4.5 亿元，核心在于公允价值变动环比增利 22.3 亿元，主要或由于持有的权益资产、期货套保以及汇兑变化导致。**2024Q3 毛利同比增长 41 亿元，主要是由于矿产金铜板快毛利分别同比增长 21.7 和 12.7 亿元，Q3 毛利环比减少 2 亿元，主要是由于铜价环比下跌，矿产铜毛利环比下降 11.8 亿元。**产量：主要产品产量环比增长。**2024Q3，公司生产矿产金/矿产铜/矿产锌/矿产银 18.9 吨/27 万吨/11 万吨/121 吨，环比分别增长 1.4%/5.7%/7.9%/11.7%。黄金环比增长主要或得益于山西紫金复产等。铜产量环比增长或主要得益于科卢维奇复产、以及参股企业卡莫阿和玉龙 Q3 产量分别环比增长 1.2 万吨和 0.09 万吨。**成本：成本端得到有效控制。**2024Q3 矿产金/铜单位销售成本环比分别增长 1.19%/2.06%，同比变化+1.57%/-4.59%。成本环比增长得到有效控制。细分来看，Q3 矿产电解铜/铜精矿成本环比分别增长 2.9%和 2.7%；矿产电积铜成本环比下降 6.0%，主要或由于科卢韦齐产量恢复。

► **核心看点：①铜金产量内生性增长。**铜板块，塞尔维亚 Timok+Bor、刚果金卡莫阿、西藏的巨龙和朱诺，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，波格拉复产、海域金矿、Rosebel、萨瓦亚尔顿构成新生增量，黄金产量持续增长。②**外延并购硕果累累。**年初以来，公司接连并购多项资产。其中有以较小的代价参股项目的，例如参股 Solaris Resources、蒙太奇黄金、万国黄金集团，也有收购控股权，例如收购 La Arena 铜金矿、Akyem 金矿。③**成本端得到有效控制，期待后续进一步降本增效。**

► **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 325 亿元、400 亿元、449 亿元，对应 10 月 18 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	305,198	330,378	353,766
增长率 (%)	8.5	4.0	8.3	7.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	21,119	32,549	39,962	44,875
增长率 (%)	5.4	54.1	22.8	12.3
每股收益 (元)	0.79	1.22	1.50	1.69
PE	22	14	12	10
PB	4.4	3.3	2.6	2.2

资料来源：ifind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 10 月 18 日收盘价)

## 推荐

维持评级

当前价格：

17.63 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：收购加纳 Akyem 金矿，优质资产再下一城-2024/10/11
- 紫金矿业 (601899.SH) 2024 年半年报深度点评：降本增效见成效，三大铜矿产业集群齐绽放-2024/08/26
- 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

# 目录

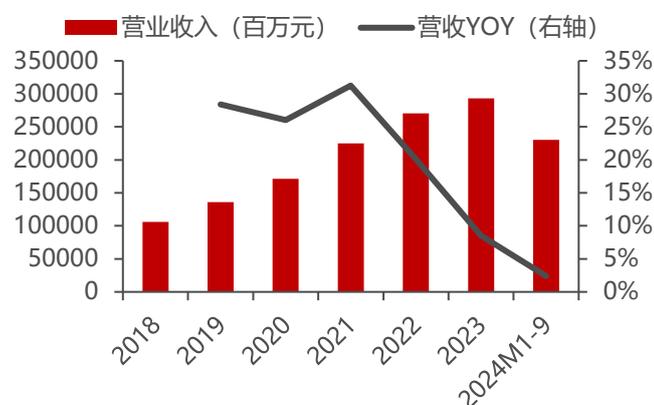
1 事件：公司发布 2024 年三季报.....	3
2 铜金产品量价齐升，创历史最好前三季度业绩.....	4
3 毛利端拆解：铜金量价齐升，成本端上行趋势放缓.....	6
4 费用端：期间费用环比小幅提升，资产负债率环比继续优化.....	10
5 Q3 非经常性利润环比增加，主要得益于公允价值变动净收益.....	12
6 经营性现金流充裕，且随着项目投产达产有望持续增加.....	14
7 项目跟踪：在建项目稳步推进，并购之途硕果累累.....	16
7.1 电力供应紧张，卡莫阿下调产量指引.....	16
7.2 加码西藏布局，朱诺铜矿开采方案落地.....	16
7.3 并购之途硕果累累.....	18
8 盈利预测与投资建议.....	22
9 风险提示.....	23
插图目录.....	25
表格目录.....	25

# 1 事件：公司发布 2024 年三季报

2024 年 10 月 18 日，公司发布 2024 年三季报。2024 年前三季度，公司实现营收 2304 亿元，同比增长 2.4%，归母净利润 243.6 亿元，同比增长 50.7%，扣非归母净利润 237.5 亿元。

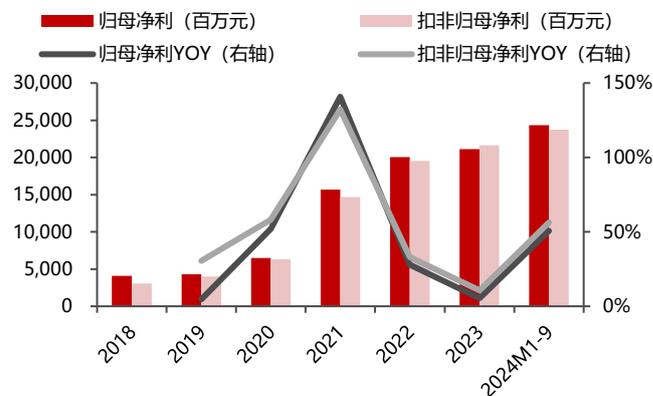
单季度看，2024Q3 公司实现营收 800 亿元，同比增长 7.1%，环比增长 5.7%，实现归母净利润 92.7 亿元，同比增长 58.2%，环比增长 5.1%，扣非归母净利润 83.1 亿元，同比增长 49.8%，环比减少 9.7%，业绩超预期。

图1：2024 前三季度，公司实现营收 2304 亿元



资料来源：ifind，民生证券研究院

图2：2024 前三季度，公司实现归母净利润 243.6 亿元



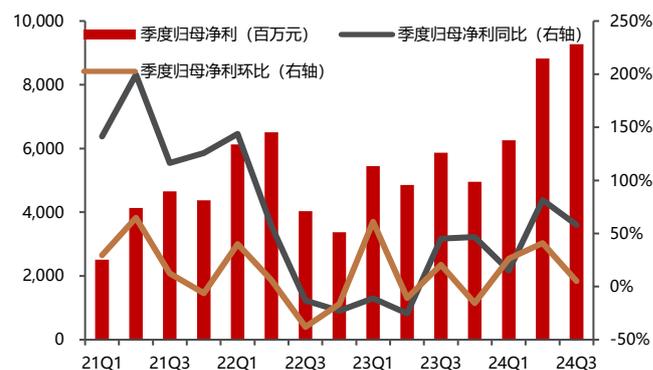
资料来源：ifind，民生证券研究院

图3：2024Q3，公司实现营收 800 亿元



资料来源：ifind，民生证券研究院

图4：2024Q3，公司实现归母净利润 92.7 亿元

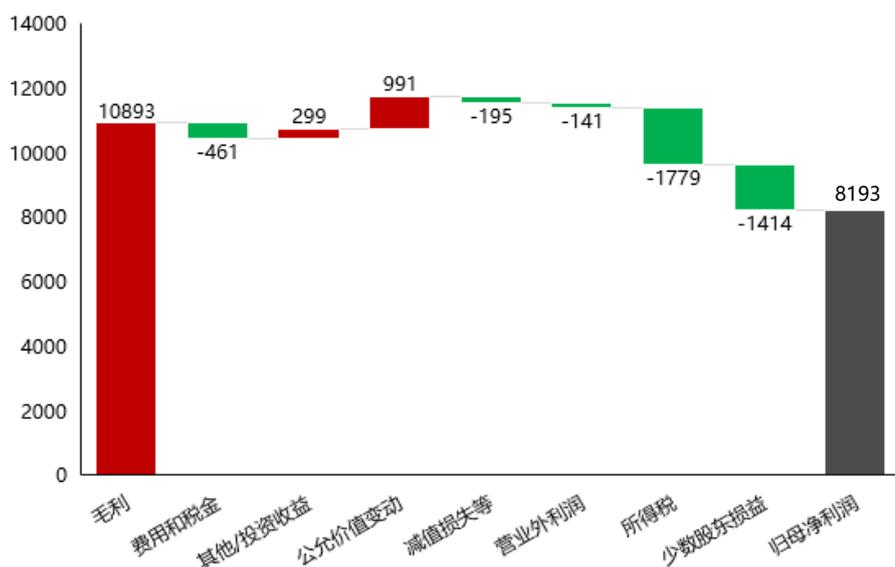


资料来源：ifind，民生证券研究院

## 2 铜金产品量价齐升，创历史最好前三季度业绩

2024 年前三季度公司归母净利润同比上升，主要原因是毛利同比上升了 108.93 亿元。公司 2024 前三季度实现归母净利润 243.6 亿元，同比增长 50.7%，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 25.5%和 13.9%，销量分别同比增长 3.4%和 2.3%。

图5：2024 年前三季度，公司毛利同比增加 108.93 亿元（单位：百万元）

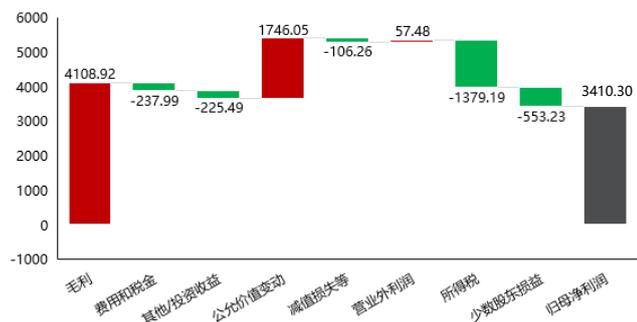


资料来源：ifind，民生证券研究院

分季度同比来看，2024Q3 vs 2023Q3：2024Q3 归母净利润 92.7 亿元，同比增加 34.1 亿元，核心在于毛利同比增加 41.1 亿元以及公允价值变动增加 17.5 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，公允价值变动主要或由于持有的权益资产、期货套保以及汇兑变化导致。减利点主要是所得税 (-13.79 亿元)，少数股东损益 (-5.53 亿元)，值得注意的是费用和税金在毛利大幅增加的情况下同比还下降了 2.38 亿元，足以及得公司成本管控力度较强。

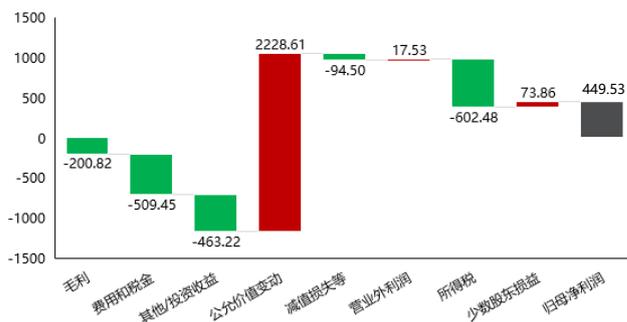
分季度环比来看，2024Q3 vs 2024Q2：2024Q3 归母净利润环比增加 4.5 亿元，核心在于公允价值变动环比增利 22.3 亿元，主要或由于持有的权益资产、期货套保以及汇兑变化导致。减利项主要是所得税 (-6.02 亿元)，费用和税金 (-5.09 亿元)，其他/投资收益 (-4.63 亿元)，毛利 (-2 亿元)。毛利环比下跌主要是由于铜价环比下跌，矿产铜毛利环比减少。费用和税金的环比增长主要是由于财务费用环比增长 3.45 亿元。

图6: 2024Q3 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: 2024Q3 业绩环比变化拆分 (单位: 百万元)

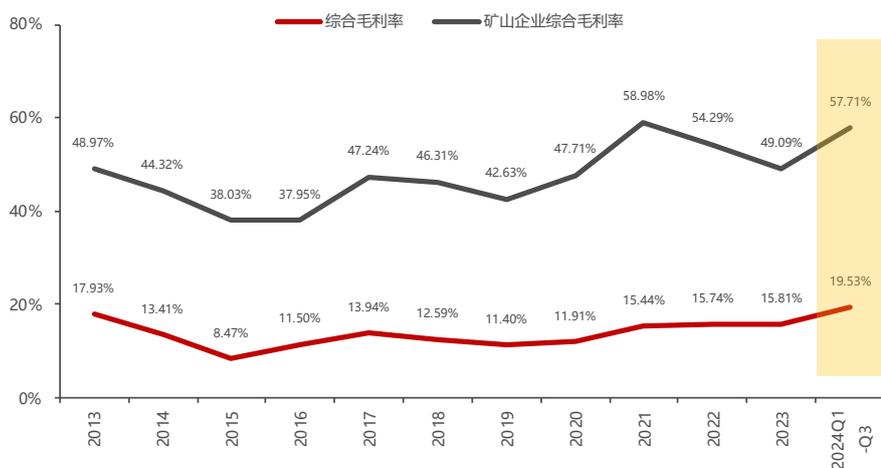


资料来源: ifind, 民生证券研究院

### 3 毛利端拆解：铜金量价齐升，成本端上行趋势放缓

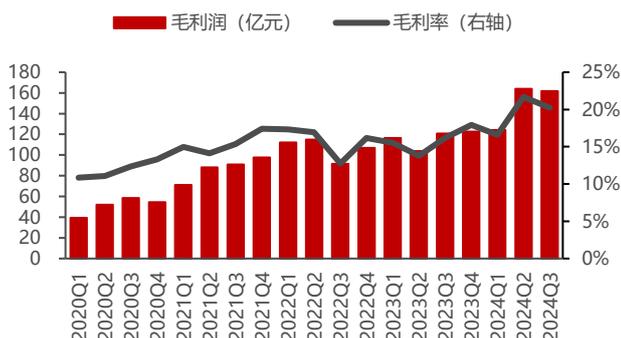
整体来看，2024 年前三季度公司毛利润同比增长 108.9 亿元。公司 2024 年前三季度毛利增长的核心原因为主要产品量价齐升。单季度来看，2024Q3 毛利同比增长 41 亿元，主要是由于矿产金铜板快毛利分别同比增长 21.7 和 12.7 亿元，Q3 毛利环比减少 2 亿元，主要是由于铜价环比下跌，矿产铜毛利环比下降 11.8 亿元。

图8：2024 年前三季度公司综合毛利率为 19.53% (单位：%)



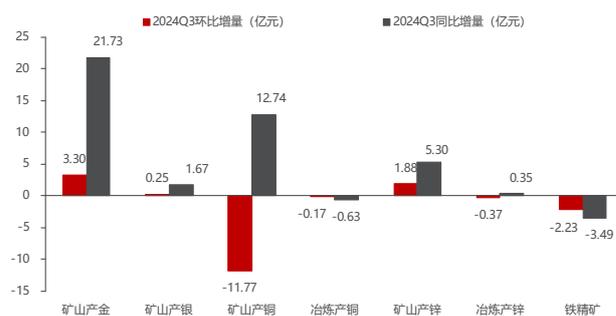
资料来源：公司公告，民生证券研究院

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，矿产铜较弱，矿产金、矿产锌表现较好。

- ✓ **矿山及冶炼端：**24Q3 公司毛利为 162 亿元，环比减少 2 亿元，主要是由于铜价环比下跌，矿产铜毛利环比减少 12 亿元，金板块量价齐升，矿产金毛利环比增加 3.3 亿元，矿产锌/矿产银毛利分别环比增长 1.9 和 0.3 亿元。
- ✓ **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 5.11 亿元。

**表1: 公司分季度毛利变化 (亿元)**

	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q2	2024Q3	2024Q3	2024Q3
							毛利占比	毛利占比	同比	环比
							(%)	(%)	(%)	(%)
<b>矿山产金</b>	28.8	30.9	31.5	37.6	49.4	52.7	30.12%	32.53%	70.22%	6.69%
矿山产银	1.9	1.9	1.8	1.9	3.3	3.6	2.03%	2.21%	87.80%	7.55%
<b>矿山铜板块</b>	53.9	59.1	50.5	65.5	83.6	71.9	51.02%	44.38%	21.56%	-14.08%
冶炼产铜	<b>3.6</b>	<b>3.7</b>	<b>2.5</b>	<b>3.1</b>	<b>3.3</b>	<b>3.1</b>	<b>1.99%</b>	<b>1.91%</b>	<b>-16.96%</b>	<b>-5.08%</b>
矿山产锌	1.1	2.7	2.4	2.8	6.1	8.0	3.74%	4.94%	196.59%	30.71%
冶炼产锌	<b>1.2</b>	<b>0.8</b>	<b>1.2</b>	<b>1.0</b>	<b>1.5</b>	<b>1.1</b>	<b>0.90%</b>	<b>0.68%</b>	<b>46.26%</b>	<b>-25.42%</b>
<b>矿产品和冶炼端</b>	<b>92.75</b>	<b>100.64</b>	<b>90.91</b>	<b>113.51</b>	<b>147.43</b>	<b>140.30</b>	<b>89.94%</b>	<b>86.65%</b>	<b>39.41%</b>	<b>-4.83%</b>
其他产品等	11.11	20.19	31.81	10.66	16.50	21.61	10.06%	13.35%	7.07%	31.01%
<b>合计</b>	<b>103.86</b>	<b>120.82</b>	<b>122.72</b>	<b>124.17</b>	<b>163.92</b>	<b>161.91</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>34.01%</b>	<b>-1.23%</b>

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: 矿产金量价齐升, 成本端上行趋势放缓。

**产量端:** 2024 前三季度生产矿产金/矿产铜/矿产锌/矿产银 54.3 吨/79 万吨/31 万吨/331 吨, 同比分别变化+8.3%/+4.6%/-4.2%/+6.7%。矿产铜产量同比增长主要得益于塞尔维亚和巨龙铜产量增长, 受到刚果金缺电影响, 刚果金两个矿山卡莫阿和科卢维奇产量增长低于年初计划。单季度看, 2024Q3, 公司生产矿产金/矿产铜/矿产锌/矿产银 18.9 吨/27 万吨/11 万吨/121 吨, 环比分别增长 1.4%/5.7%/7.9%/11.7%。黄金环比增长主要或得益于山西紫金复产等。铜产量环比增长或主要得益于科卢维奇复产、以及参股企业卡莫阿和玉龙 Q3 产量分别环比增长 1.2 万吨和 0.09 万吨。

**销量端:** 2024Q3, 矿产金、矿产银、矿产铜、矿产锌环比分别-1.49%、+5.90%、+2.46%、+4.27%。产销量的差别主要是由于产量端包括了卡莫阿和玉龙铜矿的权益产量, 销量为并表矿山销量。

**价格端:** 2024Q3, 矿产金、矿产银、矿产铜、矿产锌环比分别+5.09%、+0.36%、-9.77%、+1.46%。

**成本端: 成本端得到有效控制。**成本端环比维持稳定。2024Q3 矿产金/铜单位销售成本环比分别增长 1.19%/2.06%, 同比变化+1.57%/-4.59%。成本环比增长得到有效控制。细分来看, Q3 矿产电解铜/铜精矿成本环比分别增长 2.9%和 2.7%; 矿产电积铜成本环比下降 6.0%, 主要或由于科卢韦齐产量恢复。

**表2：公司主要产品销量、单价和单位成本变化（2024Q3 环比 2024Q2）**

	单位	2024Q2				2024Q3				2024Q3 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	18,601	17,601	511	231	18,859	17,339	537	233	1.39%	-1.49%	5.09%	1.19%
矿产银	千克, 元/克	108,238	110,526	4.85	1.84	120,862	117,048	4.87	1.82	11.66%	5.90%	0.36%	-1.60%
矿产铜小计	吨, 元/吨	255,351	200,843	64,064	22,422	271,459	205,777	57,806	22,885	6.31%	2.46%	-9.77%	2.06%
矿产阴极铜	吨, 元/吨		18,087	72,621	34,113		19,720	61,090	32,057		9.03%	-15.88%	-6.03%
矿产电解铜	吨, 元/吨		30,450	71,002	34,535		31,766	65,348	35,550		4.32%	-7.96%	2.94%
矿产铜精矿	吨, 元/吨		152,306	61,662	18,612		154,291	55,833	19,105		1.30%	-9.45%	2.65%
冶炼产铜	吨, 元/吨	200,710	200,333	70,245	68,618	183,257	185,489	66,363	64,696	-8.70%	-7.41%	-5.53%	-5.72%
矿产锌	吨, 元/吨	98,586	106,382	14,936	9,180	106,470	110,926	15,154	7,939	8.00%	4.27%	1.46%	-13.52%
冶炼产锌	吨, 元/吨	88,076	79,298	20,855	18,996	92,473	92,993	20,957	19,774	4.99%	17.27%	0.49%	4.10%

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（2024Q3 同比 2023Q3）**

	单位	2023Q3				2024Q3				2024Q3 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	17,753	17,337	408	230	18,859	17,339	537	233	6.23%	0.01%	31.57%	1.57%
矿产银	千克, 元/克	102,721	103,372	3.58	1.74	120,862	117,048	4.87	1.82	17.66%	13.23%	35.94%	4.30%
矿产铜	吨, 元/吨	262,007	215,531	51,413	23,985	271,459	205,777	57,806	22,885	3.61%	-4.53%	12.44%	-4.59%
冶炼产铜	吨, 元/吨	182,762	182,832	60,845	58,808	183,257	185,489	66,363	64,696	0.27%	1.45%	9.07%	10.01%
矿产锌	吨, 元/吨	106,026	105,016	12,300	9,731	106,470	110,926	15,154	7,939	0.42%	5.63%	23.20%	-18.41%
冶炼产锌	吨, 元/吨	62,219	62,081	18,749	17,537	92,473	92,993	20,957	19,774	48.63%	49.79%	11.78%	12.75%

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, 2024Q3 主要产品单位毛利除矿产铜和冶炼产锌外环比均上涨。矿产金 (+8.30%), 矿产银 (+1.56%), 冶炼产铜 (+2.52%)、矿产锌 (+25.35%), 仅矿产铜、冶炼产锌单位毛利环比分别下降 16.14%和 36.40%。毛利普遍增长主要得益于 Q3 多数金属价格较为坚挺, 金银等金属价格甚至环比仍有增长, 且公司主要产品成本控制较好。而铜价和锌冶炼加工费环比下降是两个板块单位毛利环比下降的主要原因。

**表4：公司分产品单位毛利同比、环比变化**

	2023Q3	2024Q2	2024Q3	2024Q3 同比	2024Q3 环比
矿产金	178	280	304	70.20%	8.30%
矿产银	1.84	3.01	3.05	65.85%	1.56%
矿产铜	27428	41642	34922	27.32%	-16.14%
冶炼产铜	2037	1626	1667.2	-18.15%	2.52%

矿产锌	2570	5756	7215.1	180.79%	25.35%
冶炼产锌	1211	1859	1182.5	-2.36%	-36.40%

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：期间费用环比小幅提升，资产负债率环比继续优化

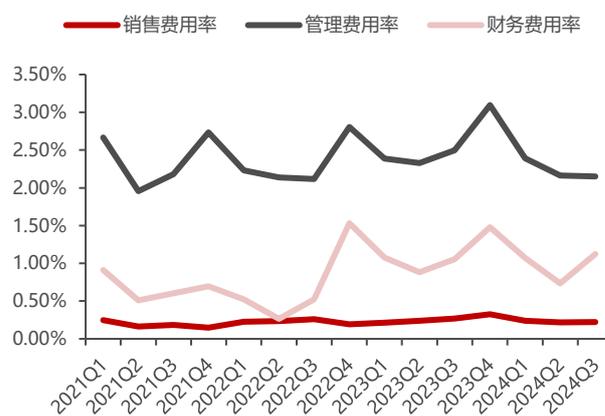
从期间费用的变化来看，2024Q3 公司期间费用率环比小幅提升。2024 年前三季度公司销售费用、管理费用、财务费用、研发费用分别为 5.23 亿元、51.46 亿元、22.55 亿元、11.53 亿元。2024 年前三季度同比来看：销售费用同比减少 0.21 亿元，研发费用同比增加 0.22 亿元，管理费用同比减少 2.60 亿元，财务费用同比减少 0.03 亿元。分季度看，2024Q3 期间费用（含研发费用）合计 32.43 亿元，环比增加 5.06 亿元，其中销售费用、管理费用、财务费用、研发费用分别环比变化+0.14 亿元、+0.85 亿元、+3.45 亿元、+0.62 亿元。

图11：公司三费情况



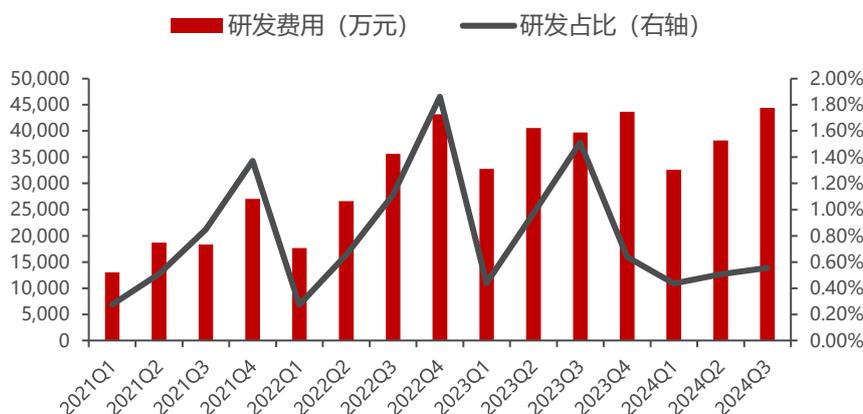
资料来源：ifind，民生证券研究院

图12：公司费用率变化



资料来源：ifind，民生证券研究院

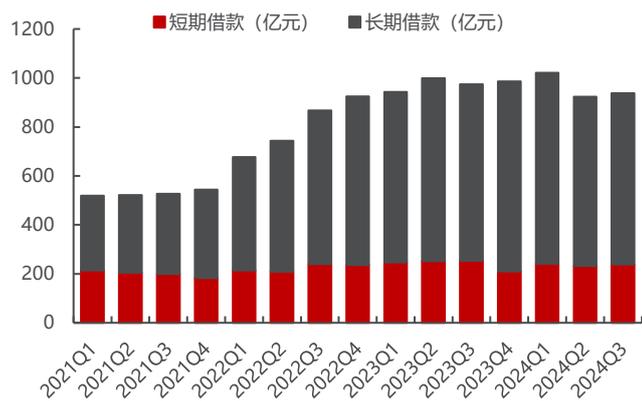
图13：公司研发费用情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

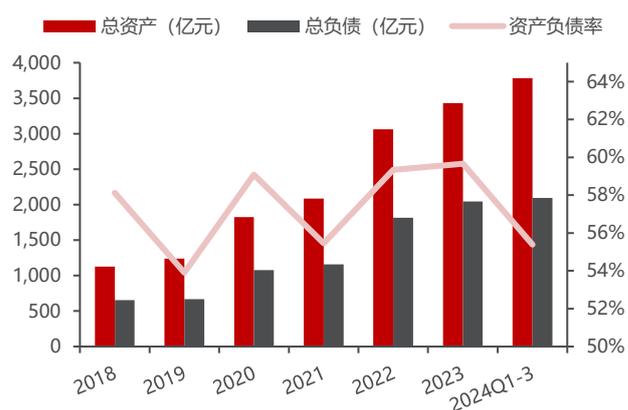
2024Q3 公司借款总额小幅增加，资产负债率较 2024Q2 下降 1.27pct 至 55.38%。2024Q3 末公司借款总额同比增加 13.67 亿元至 936.93 亿元，其中短期借款 239.33 亿元，同比增加 7.42 亿元，长期借款 697.60 亿元，同比增加 6.25 亿元；公司 2024Q3 资产负债率为 55.38%，较 2024Q3 小幅下降，债务负担可控。

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



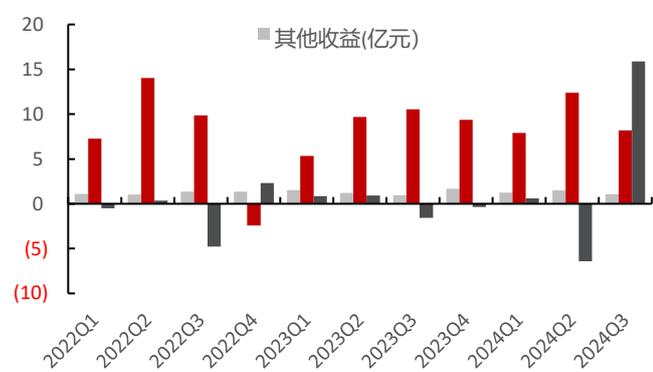
资料来源：ifind，民生证券研究院

## 5 Q3 非经常性利润环比增加, 主要得益于公允价值变动净收益

### 变动净收益

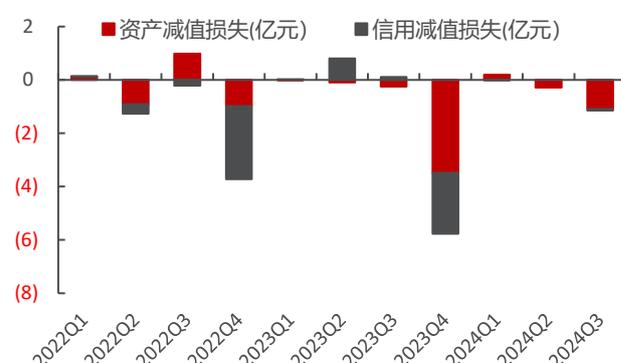
2024Q3 公司非经常性利润 (其他收益+投资净收益+公允价值变动净收益) 环比增加 16.96 亿元 (主要系公允价值变动净收益环比增加 22.29 亿元), 资产/信用减值损失环比减利 0.87 亿元, 此外, 营业外收支环比增加利润 0.18 亿元。综合来看, 环比增利 16.96 亿。

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)



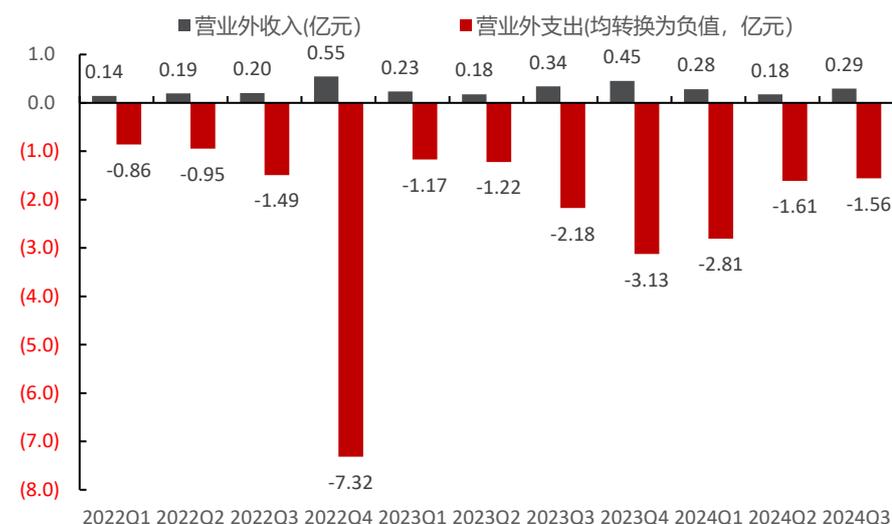
资料来源: ifind, 民生证券研究院

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

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

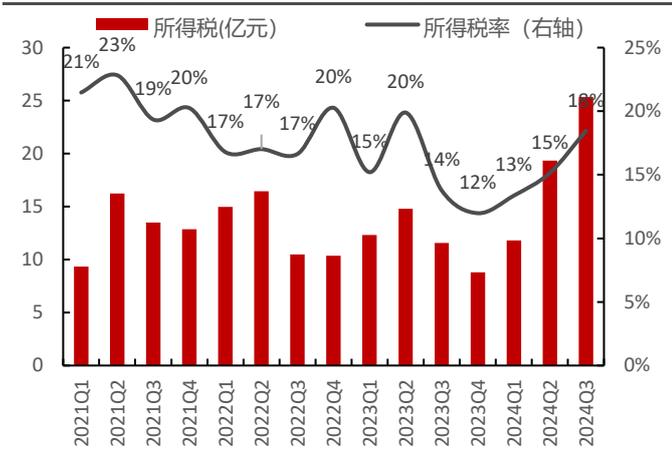
详细来看，2024Q3 非经常性损益项目环比减量主要体现在：计入当期损益的政府补助 (-0.42 亿元)，除上述各项之外的其他营业外收入和支出 (-0.23 亿元)，其他符合非经常性损益定义的损益 (-3.49 亿元)，少数股东权益影响 (-0.17 亿元)，所得税影响额 (-1.24 亿元)；24Q3 环比的增量体现在：非流动资产处置损益 (+0.60 亿元)，除同公司正常经营业务相关的有效套期保值业务外的公允价值变动损益和投资收益 (+18.31 亿元)，主要或为公司持有的权益资产升值所致，单独进行减值测试的应收款项减值准备转回 (+0.07 亿元)。

**表5：非经常性损益项目环比比较 (单位：百万元)**

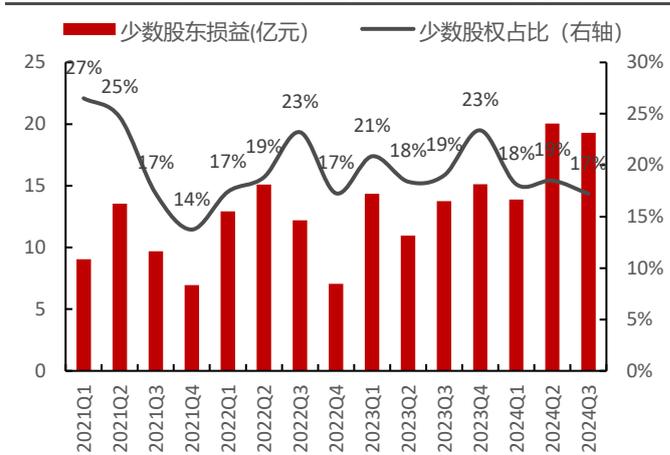
非经常性损益项目	2024Q2	2024Q3	环比增减
非流动资产处置损益	-52.54	7.95	60.49
计入当期损益的政府补助，但与公司正常经营业务密切相关，符合国家政策规定、按照一定标准定额或定量持续享受的政府补助除外	148.02	105.71	-42.31
计入当期损益的对非金融企业收取的资金占用费	10.32	10.38	0.06
债务重组损益	-0.04	-0.03	0.02
除同公司正常经营业务相关的有效套期保值业务外，持有交易性金融资产、交易性金融负债产生的公允价值变动损益，以及处置交易性金融资产、交易性金融负债和可供出售金融资产取得的投资收益	-798.98	1032.22	1831.20
单独进行减值测试的应收款项减值准备转回	0.91	8.02	7.10
除上述各项之外的其他营业外收入和支出	-95.10	-118.01	-22.91
其他符合非经常性损益定义的损益项目	348.54	0.00	-348.54
少数股东权益影响额 (税后)	-18.40	-0.99	17.41
所得税影响额	-35.02	88.60	123.62
合计	-385.45	958.63	1344.08

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**2024Q3 所得税率环比上升，少数股权占比小幅下降。**2024Q3 公司所得税率环比上升 3.3pct 至 18.5%。另外，公司 24Q3 少数股东损益环比减少 0.74 亿元，少数股东损益占比下降 1.3pct 至 17.2%。2024Q3 年少数股东损益环比下降，主要因为 Q2 铜价环比下降，部分子公司盈利环比下降。

**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**


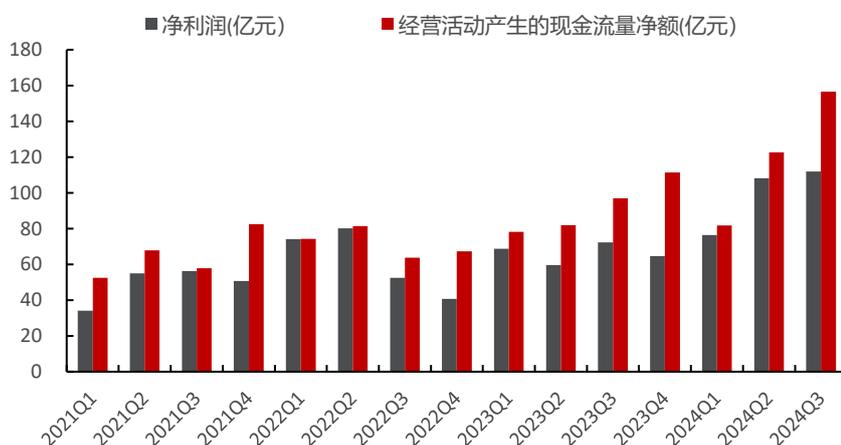
资料来源：ifind，民生证券研究院

## 6 经营性现金流充裕，且随着项目投产达产有望持续增加

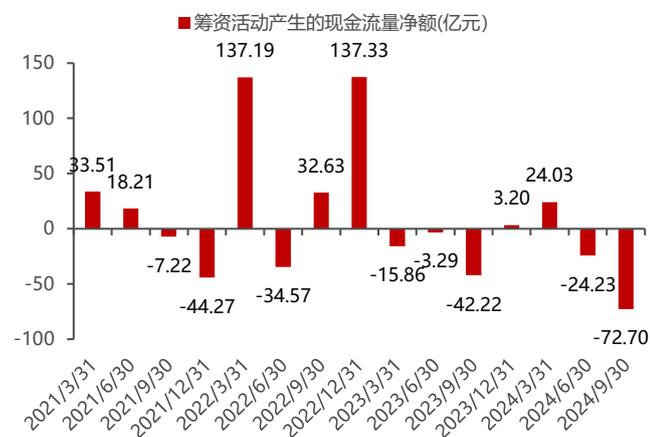
2024Q3 公司实现经营活动现金净流入 156.62 亿元，同比增加流入 59.67 亿元。目前铜金价格有望维持高位，随着卡莫阿系列项目、巨龙铜矿等项目的投产，公司铜金产量将得到进一步提升，公司经营性现金流情况有望持续改善。

2024Q3 公司筹资活动产生的现金净流出额为 72.70 亿元，上年同期为现金净流出额 42.22 亿元。根据公司未到期债务情况，预计 2024 年无债券债务偿还需求，基于公司的现金流情况，我们认为公司的资金压力较小。

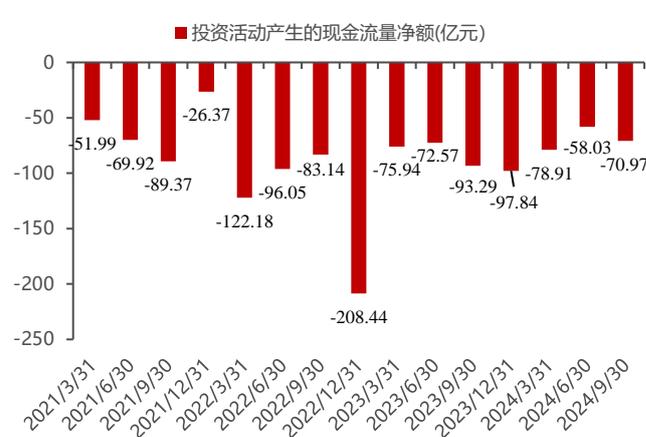
2024Q3 公司投资活动产生的现金净流出为 70.97 亿元，上年同期为现金净流出 93.29 亿元，主要系正常项目投建资金需求。

**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	7.8466	7.00	7.00	3.80
102381477.IB	一般中期票据	固定利率	2023-06-21	2030-06-21	5.6712	7.50	7.50	3.67
102282230.IB	一般中期票据	累进利率	2022-10-13	2029-10-13	2.9836+2	15.00	15.00	3.20
102483761.IB	一般中期票据	累进利率	2024-08-26	2029-08-26	2.8521+2	15.00	15.00	2.20
241356.SH	一般公司债	累进利率	2024-07-31	2029-07-31	2.7808+2	20.00	20.00	1.99
5034.HK	海外债	固定利率	2024-06-25	2029-06-25	4.6822	20.00	20.00	1.00
240996.SH	一般公司债	累进利率	2024-05-16	2029-05-16	2.5726+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	2.0492+2	20.00	20.00	3.08
115808.SH	一般公司债	累进利率	2023-08-18	2028-08-18	1.8301+2	20.00	20.00	2.83
115350.SH	一般公司债	累进利率	2023-05-11	2028-05-11	1.5589+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	1.5041+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	0.9973+2	15.00	15.00	2.79
185806.SH	一般公司债	累进利率	2022-05-26	2027-05-26	0.6000+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	0.5068+2	20.00	20.00	3.15
185486.SH	一般公司债	固定利率	2022-03-08	2027-03-08	2.3836	15.00	15.00	3.60
188495.SH	一般公司债	累进利率	2021-08-03	2026-08-03	1.7890	20.00	0.07	3.10
188162.SH	一般公司债	固定利率	2021-06-03	2026-06-03	1.6219	5.00	5.00	3.87
102000148.IB	一般中期票据	固定利率	2020-02-21	2025-02-21	0.3425	10.00	10.00	3.51

资料来源: ifind, 公司公告, 民生证券研究院

## 7 项目跟踪：在建项目稳步推进，并购之途硕果累累

### 7.1 电力供应紧张，卡莫阿下调产量指引

**卡莫阿铜矿 Q3 创下单日产量记录。**刚果金卡莫阿-卡库拉铜矿于 2024 年第三季度破纪录生产精矿含铜 11.6 万吨，2024 年至今，卡莫阿-卡库拉铜矿共生产精矿含铜 30.3 万吨。此外，卡莫阿-卡库拉铜矿于 9 月份共产铜 4 万吨，创下单日产铜 1,334 吨的新纪录，并于 9 月最后一周进一步提升至平均每天产铜 1,460 吨。2024 年 Q3，卡莫阿-卡库拉 I 期和 II 期选厂共处理矿石约 220 万吨，平均入选品位 4.9%。I 期和 II 期选厂的季度铜产量达 9.4 万吨，平均回收率 86.6%。

**电力供应间歇性不稳，产量指引下调。**由于刚果金电力供应紧张，年初制定的目标需要进行一些调整，公司预计 2024 年年产量将从年初预计的 44-49 万吨，下调到 42.5-45 万吨。项目同时也在积极筹备新增电力供应。新增 72 兆瓦的发电机已于本季度装机运行，截至三季度末，矿山的总备用电力达到 135 兆瓦。即使在电力间歇中断的情况下，矿山的备用电力将足够支撑卡莫阿-卡库拉铜矿 I 期和 II 期选厂的电力需求。卡莫阿项目团队将按计划于年底安装第二批 220 兆瓦的矿山备用电力。截至本季度末，经赞比亚从南部非洲电力联盟进口电力达 65 兆瓦。目前正进行磋商，预计在年底前从外部进口电力增至 100 兆瓦以上。

**图24：卡莫阿下调 2024 年生产目标**

#### 卡莫阿-卡库拉 2024 年生产指导目标

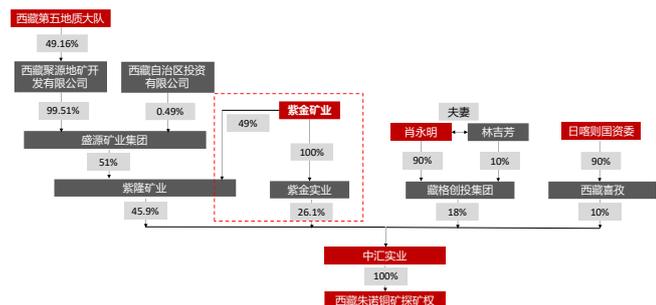
调整前的指导目标	44 万 - 49 万	精矿含铜 (吨)
调整后的指导目标	42.5 万 - 45 万	精矿含铜 (吨)

资料来源：ifind，民生证券研究院

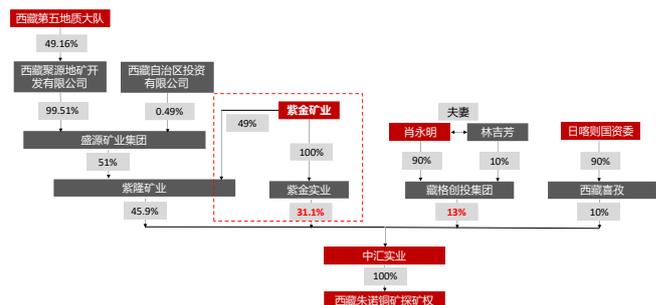
### 7.2 加码西藏布局，朱诺铜矿开采方案落地

**持续加码西藏，朱诺铜矿开发利用方案已出。**2024 年 10 月 19 日，公司发布公告，董事会同意对西藏朱诺铜矿采选工程进行内部立项，总投资约人民币 83.93 亿元。项目采用露天开采方式，采选规模为 1,800 万吨/年，主要产品为铜精矿（含银）及钼精矿。该项目计划于 2026 年 6 月底建成投产，生产服务年限为 26 年，达产后年均产铜约 7.6 万吨、产银约 19.7 吨、产钼约 1,188 吨。目前，项目已取得采矿许可证、环评、项目核准等多项开工前置核心手续。

公司全资子公司西藏紫金实业有限公司以人民币 2.9 亿元对价受让西藏藏格创业投资集团有限公司持有的项目公司 5% 股权，目前工商变更登记已经完成。公司持有项目公司的实际权益从 48.591% 提升至 53.591%。

**图25: 受让前朱诺铜矿股权结构**


资料来源: ifind, 公司公告, 民生证券研究院

**图26: 受让后朱诺铜矿股权结构**


资料来源: ifind, 公司公告, 民生证券研究院

**项目拥有铜资源量 220.3 万吨（未考虑难利用矿产资源 134 万吨）。**根据地质二队于 2023 年 6 月提交的详查报告，朱诺铜矿区（控制+推断）资源量共计：铜矿石量 35,363.27 万吨，铜金属量 2,203,021.54 吨，平均品位 0.62%；其中，控制资源量：铜矿石量 14,052.11 万吨，铜金属量 953,366.85 吨，铜平均品位 0.68%；推断资源量：铜矿石量 21,311.16 万吨，铜金属量 1,249,654.69 吨，铜平均品位 0.59%。此外，朱诺探矿权范围内尚难利用矿产资源共计：铜矿石量 46,510.71 万吨，铜金属量 1,340,224.5 吨，铜平均品位 0.29%。经过公司专业技术团队现场评估，认为朱诺铜矿资源量大，资源基本可靠，矿体边部及中深部未完全封闭，有较好的找矿增储潜力。

**表7: 朱诺铜矿铜资源量情况**

资源类型	矿石量 (万吨)	铜平均品位 (%)	铜金属量 (吨)
控制	14,052	0.68%	953,367
推断	21,311	0.59%	1,249,655
<b>总计</b>	<b>35,363</b>	<b>0.62%</b>	<b>2,203,022</b>
难利用矿产资源	46,511	0.29%	1,340,225
<b>控制+推断+难利用</b>	<b>81,874</b>	<b>0.43%</b>	<b>3,543,246</b>

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

**分金属品种来看**，截至 2023 年 5 月 20 日，朱诺铜矿区资源量（KZ+TD）共计：Cu 矿石量 3.54 亿吨，Cu 金属量 220.3 万吨，Cu 平均品位 0.62%；伴生 Mo 矿石量 1.3 亿吨，Mo 金属量 2.6 万吨，Mo 平均品位 0.02%；伴生 Au 矿石量 721.62 万吨，Au 金属量 1.09 吨，Au 平均品位 0.15g/t；伴生 Ag 矿石量 399.52 万吨，银金属量 7.72 吨，Ag 平均品位 1.93g/t。

**表8: 朱诺铜矿各金属品种对应的资源量情况（控制+推断）**

金属品种	矿石量 (万吨)	品位 (% , g/t)	金属量 (吨, 千克)
铜	35363.27	0.62%	2203021.54
钼	12797.16	0.02%	25946.25
金	721.62	0.15	1091.07
银	399.52	1.93	7.72

资料来源：自然资源部，民生证券研究院

注：金银品位单位为 g/t，金属量单位为千克

## 7.3 并购之途硕果累累

年初以来，公司接连并购多个铜金资产。其中有以较小的代价参股项目的，例如参股 Solaris Resources、蒙太奇黄金、万国黄金集团，也有收购控股权的，例如从泛美白银处收购 La Arena 铜金矿、从纽蒙特处收购 Akyem 金矿。

**定增参股 Solaris Resources 被加拿大监管审查，遗憾终止。**2024 年 1 月，公司发布公告，拟 1.3 亿加元参与 Solaris Resources Inc 定增，以持有 15% 的股份并成为项目公司的二股东。Solaris 是一家专注于矿产资源勘探与开发的矿业公司，成立于 2018 年 6 月，总部位于加拿大温哥华，在厄瓜多尔、墨西哥、智利等地拥有勘探类资产；其中，Solaris 持有 100% 权益的厄瓜多尔瓦林查斑岩铜矿项目系其旗舰资产。截至 2022 年 4 月 1 日，瓦林查项目估算矿石量约 14.66 亿吨，含铜约 618 万吨，含钼约 28 万吨，含金约 63 吨。2024 年 5 月 21 日，加拿大 Solaris Resources 公司公告，宣布自愿终止之前宣布的旨在支持厄瓜多尔 Warintza 项目（瓦林查项目）发展的少数股权投资，原因是经过四个月的加拿大监管审查后，仍未获得批准。

**收购秘鲁 La Arena 铜金矿。**2024 年 5 月 1 日，加拿大上市公司泛美银业（Pan American Silver Corp.）披露，同意向紫金矿业子公司金腾（新加坡）矿业私人有限公司（Jinteng (Singapore) Mining Pte. Ltd.）出售其全资子公司 La Arena S.A. 拥有的秘鲁 La Arena 金矿以及 La Arena II（二期）项目，对价包括 2.45 亿美元（约合 17.4 亿元）现金和 5000 万美元（3.6 亿元）或有付款，总对价 2.95 亿美元（约合 21 亿元）。项目位于秘鲁拉利伯塔德省，由 La Arena 金矿和 La Arena II 金铜矿项目组成。目前 La Arena 金矿在产，二期金铜矿项目只有预可研。

**资源禀赋：**（1）La Arena 金矿：截至 2023 年 6 月 30 日，该矿保有储量 34.3 万盎司（10.7 吨），平均品位 0.33g/t；各类资源量（不含储量）合计 6.4 万盎司（2 吨）。（2）La Arena 二期为金铜矿项目，截至 2023 年 6 月 30 日，拥有探明和控制资源量矿石量 7.09 亿吨，金品位 0.23g/t，金金属量 530 万盎司（165 吨），铜品位 0.37%，铜金属量 263.7 万吨；推断资源量矿石量 6820 万吨，金品位 0.21g/t，金金属量 45.46 万盎司（14 吨），铜品位 0.24%，铜金属量 16.4 万吨；合计金金属量 179 吨，铜金属量 280 万吨。2018 年 Tahoe Resources 曾对 La Arena 二期开展过预可行性研究，计划矿山寿命达 21 年，日采矿量 80000 吨，通过浮选加工生产高质量的铜金精矿，并通过原矿堆浸氧化金帽，平均年产量金 14.9 万盎司（4.6 吨），年产铜 9.4 万吨。

**表9: La Arena 铜金矿资源禀赋情况**

项目	矿石量 百万吨	品位		金属量	
		金 g/t	铜 %	金 千盎司	铜 千吨
La Arena 一期					
储量 (可信+证实)	32.6	0.33	-	343.1	-
资源量 (探明+控制)	3.3	0.19	-	20.6	-
资源量 (推断)	5.8	0.23	-	43.4	-
La Arena 二期					
资源量 (探明+控制)	708.7	0.23	0.37	5300	2637
资源量 (推断)	68.2	0.21	0.24	454.6	164

资料来源: 泛美银业公司公告, 民生证券研究院

**3 亿元人民币战略入股蒙太奇黄金。**2024 年 7 月 16 日, 加拿大上市公司蒙太奇黄金公司 (Montage Gold Corp.) 宣布已通过经纪私募发行最多 9714 万股公司普通股, 发行价为每股 1.75 加元, 总募集资金高达 1.7 亿加元, 其中包括紫金矿业集团股份有限公司 5730 万加元(约合 3 亿元)的战略投资, 占股 9.9%。

**黄金储量超百吨, 具备较强开发潜力。**蒙太奇黄金总部位于加拿大温哥华, 旗舰项目为科内金矿, 位于科特迪瓦西北部。科内金矿包括两个黄金矿床 (Koné 和 Gbongogo), 截至 2024 年 1 月, Koné 金矿储量矿石量达 1.74 亿吨, 平均品位 0.72g/t, 金金属量 401 万盎司 (125 吨)。2023 年底分别估算了两矿床资源量, 其中 Koné 边界品位 0.20g/t, 合计资源量达 474 万盎司 (147 吨); Gbongogo 边界品位 0.50g/t, 合计资源量 52 万盎司 (16 吨)。

**表10: 截至 2024 年 1 月, 科内金矿项目储量**

项目	矿石量 百万吨	品位 金 g/t	金属量 金 百万盎司
Kone 北坑	1.9	0.47	0.03
Gbongogo	10.7	1.43	0.49
<b>合计</b>	<b>174.3</b>	<b>0.72</b>	<b>4.01</b>

资料来源: 蒙太奇黄金公司公告, 民生证券研究院

**表11: Koné 矿床在不同边界品位下的资源量**

边界品位 (g/t)	控制的			推断的		
	矿石量 百万吨	品位 g/t	金属量 百万盎司	矿石量 百万吨	品位 g/t	金属量 百万盎司
0.1	286	0.5	4.6	37	0.3	0.36
<b>0.2</b>	<b>229</b>	<b>0.59</b>	<b>4.34</b>	<b>25</b>	<b>0.5</b>	<b>0.4</b>
0.3	170	0.7	3.83	16	0.6	0.31
0.4	130	0.81	3.39	10	0.7	0.23

0.5	100	0.92	2.96	7	0.8	0.18
0.6	78	1.03	2.58	5	0.9	0.14
0.7	61	1.14	2.24	3	1.1	0.11
0.8	47	1.25	1.89	2	1.3	0.08

资料来源：蒙太奇黄金公司公告，民生证券研究院

**表12：Gbondogo 矿床在不同边界品位下的资源量**

边界品位 (g/t)	矿石量 百万吨	控制的	金属量 百万盎司
		品位 g/t	
0.4	12	1.37	0.53
<b>0.5</b>	<b>11</b>	<b>1.48</b>	<b>0.52</b>
0.6	9.9	1.59	0.51
0.7	8.8	1.71	0.48
0.8	7.8	1.83	0.46
0.9	6.9	1.96	0.43
1	6.1	2.09	0.41

资料来源：蒙太奇黄金公司公告，民生证券研究院

**入股龙高股份&万国黄金集团。**三季度以来，公司于2024年9月计划以5.35亿参股龙高股份20%股份，龙高股份旗下核心矿山为东宫下高岭土矿，截至2023年末，龙高股份下属东宫下高岭土矿保有资源储量3136.20万吨，为国内特大型优质高岭土矿床。此外，公司以13.8亿港元参股万国黄金集团15.28%股份。万国黄金集团的核心金矿资产为所罗门群岛的金岭金矿，公司持股88.2%权益，金岭矿的矿石储量28.7百万吨，金平均品位1.32克/吨，含金量1217.5koz（约40吨）。矿产资源量共计：矿石量7540万吨，金平均品位1.43克/吨，含金量3466koz（约38.4吨）。其中，探明资源量：矿石量2120万吨，金平均品位1.33克/吨，含金量904koz（约25.6吨）；控制资源量：矿石量1970万吨，金平均品位1.35克/吨，含金量854koz（约24.2吨）；推断资源量：矿石量3110万吨，金平均品位1.55克/吨，含金量1551koz（约44.0吨）。公司还拥有江西宜丰新庄矿（年产1万吨铜当量）和西藏哇了格铅银（探转采过程中）。

**表13：截至2023年12月31日万国黄金集团三大矿山资源情况**

	宜丰新庄矿		金岭金矿		西藏哇了格矿	
	含量	品位	含量	品位	含量	品位
矿石量 (万吨)	2294	-	7200	-	4303	-
铜 (万吨)	13	0.55%	-	-	-	-
铅 (万吨)	4	0.19%	-	-	159	3.71%
资源量	14	0.59%	-	-	-	-
全铁 (万吨)	175	7.63%	-	-	-	-
磁铁 (万吨)	114	4.97%	-	-	-	-
金 (吨)	-	-	103	1.43 克/吨	-	-

	银 (吨)	-	-	-	-	1937	45.02 克/吨
储量	矿石量 (万吨)	991	-	2870	-	-	-
	铜 (万吨)	5	0.53%	-	-	-	-
	铅 (万吨)	1	0.10%	-	-	-	-
	锌 (万吨)	4	0.43%	-	-	-	-
	全铁 (万吨)	84	8.45%	-	-	-	-
	磁铁 (万吨)	72	7.30%	-	-	-	-
	金 (吨)	-	-	38	1.32 克/吨	-	-
	银 (吨)	-	-	-	-	-	-
矿山状态	在产		在产		探转采阶段		
获得时间	2006 年取得采矿证		2020 年完成收购		2017 年完成股权收购		
投产时间	2007 年		2022 年		-		
产能	90 万吨/年采选规模		250 万吨/年采选规模		-		

资料来源：万国黄金集团年报，民生证券研究院

注：直丰新庄矿还含有部分金银矿产副产品，此处未包含在内

**收购 Akyem 金矿，布局加纳。**公司于 2024 年 10 月公告以 10 亿美元收购纽蒙特持股的 Akyem 金矿。Akyem 金矿位于世界主要黄金成矿带上，属典型的造山型金矿。矿床走向延长超过 2.5 公里，南东倾向延深超过 900 米，矿床由多个高品位矿体组成，矿体宽度为 10-100 米，矿体厚大且矿化连续性好，具有较好资源开发利用和勘查潜力。

截至 2023 年底，项目共拥有证实+可信级别黄金储量 34.6 吨，平均品位为 1.35g/t，剔除储量后，还拥有探明+控制+推断资源量 54.4 吨（其中探明+控制 37.8 吨），平均品位为 3.36g/t，除上述资源量和储量外，还有约 83 吨黄金为地采资源储备，进一步加密钻探后有望升级为资源量。

**表14：截止 2023 年底，Akyem 金矿资源量及储量情况**

资源量 (不含储量)				
矿床	类别	矿石量 万吨	金品位 克/吨	金金属量 吨
Akyem (露采+地采)	探明+控制	1,060	3.57	37.8
	推断	560	2.95	16.5
<b>合计</b>		<b>1,620</b>	<b>3.36</b>	<b>54.4</b>
储量				
矿床	类别	矿石量 万吨	金品位 克/吨	金金属量 吨
Akyem 露采	证实+可信	1,900	1.55	29.5
Akyem 矿堆	证实+可信	670	0.77	5.2
<b>合计</b>		<b>2,570</b>	<b>1.35</b>	<b>34.6</b>

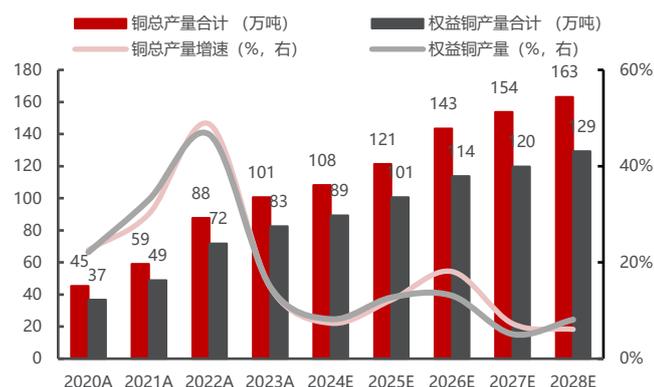
资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：储量边界品位 0.52 克/吨；资源量估算基于金价 1,600 美元/盎司；储量估算基于金价 1,400 美元/盎司。

## 8 盈利预测与投资建议

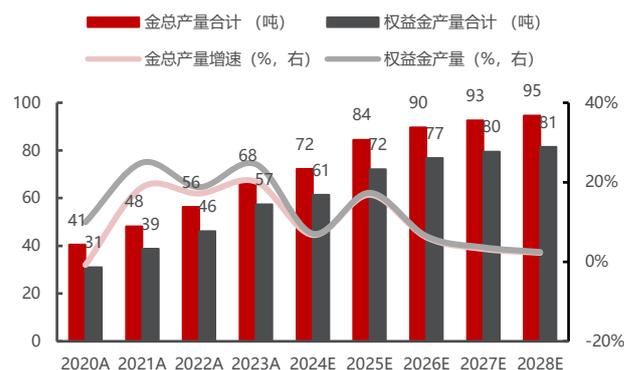
公司铜金产量持续增长，考虑到铜金价格上涨，我们预计 2024-2026 年公司  
将实现归母净利 325 亿元、400 亿元、449 亿元，对应 10 月 18 日收盘价的 PE  
为 14x、12x 和 10x，维持“推荐”评级。

图27：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28：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

## 9 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	305,198	330,378	353,766
营业成本	247,024	241,759	253,202	266,742
营业税金及附加	4,850	6,104	6,608	7,075
销售费用	766	797	863	924
管理费用	7,523	7,325	7,929	8,490
研发费用	1,567	1,630	1,764	1,889
EBIT	31,988	48,139	60,613	69,288
财务费用	3,268	3,604	3,020	2,754
资产减值损失	-385	-287	-300	-316
投资收益	3,491	4,578	3,965	4,245
营业利润	31,937	48,865	61,299	70,509
营业外收支	-649	-900	-900	-900
利润总额	31,287	47,965	60,399	69,609
所得税	4,748	7,279	9,166	10,563
净利润	26,540	40,686	51,234	59,045
归属于母公司净利润	21,119	32,549	39,962	44,875
EBITDA	42,251	59,201	73,290	83,608

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	18,449	22,208	44,424	65,166
应收账款及票据	8,331	8,658	9,372	10,036
预付款项	2,677	2,620	2,744	2,891
存货	29,290	28,379	29,722	31,311
其他流动资产	18,882	22,824	23,405	23,945
流动资产合计	77,629	84,689	109,667	133,349
长期股权投资	31,632	31,632	31,632	31,632
固定资产	81,466	101,108	123,203	145,600
无形资产	67,892	70,892	73,892	76,892
非流动资产合计	265,377	299,739	325,702	351,663
资产合计	343,006	384,428	435,369	485,012
短期借款	20,989	34,989	34,989	34,989
应付账款及票据	16,284	15,937	16,692	17,584
其他流动负债	46,909	42,301	43,912	45,605
流动负债合计	84,182	93,227	95,593	98,178
长期借款	77,531	69,760	69,760	69,760
其他长期负债	42,930	42,107	42,107	42,107
非流动负债合计	120,460	111,867	111,867	111,867
负债合计	204,643	205,094	207,460	210,045
股本	2,633	2,658	2,658	2,658
少数股东权益	30,857	38,994	50,265	64,436
股东权益合计	138,363	179,334	227,910	274,966
负债和股东权益合计	343,006	384,428	435,369	485,012

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
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	8.54	4.02	8.25	7.08
EBIT 增长率	5.58	50.49	25.91	14.31
净利润增长率	5.38	54.12	22.78	12.29
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	15.81	20.79	23.36	24.60
净利润率	7.20	10.66	12.10	12.68
总资产收益率 ROA	6.16	8.47	9.18	9.25
净资产收益率 ROE	19.64	23.19	22.50	21.32
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.92	0.91	1.15	1.36
速动比率	0.41	0.44	0.67	0.88
现金比率	0.22	0.24	0.46	0.66
资产负债率 (%)	59.66	53.35	47.65	43.31
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	9.63	9.35	9.17	9.22
存货周转天数	41.82	42.94	41.30	41.19
总资产周转率	0.90	0.84	0.81	0.77
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.79	1.22	1.50	1.69
每股净资产	4.04	5.28	6.68	7.92
每股经营现金流	1.39	1.89	2.40	2.74
每股股利	0.25	0.10	0.45	0.51
<b>估值分析</b>				
PE	22	14	12	10
PB	4.4	3.3	2.6	2.2
EV/EBITDA	13.94	9.95	8.04	7.04
股息收益率 (%)	1.42	0.57	2.56	2.87

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	26,540	40,686	51,234	59,045
折旧和摊销	10,263	11,062	12,677	14,320
营运资金变动	505	-1,640	-706	-680
经营活动现金流	36,860	50,260	63,694	72,908
资本开支	-30,329	-35,796	-39,389	-41,026
投资	-7,239	-8,830	0	0
投资活动现金流	-33,965	-43,686	-35,424	-36,780
股权募资	235	0	0	0
债务募资	12,223	1,001	0	0
筹资活动现金流	-5,817	-2,814	-6,054	-15,385
现金净流量	-1,974	3,760	22,215	20,742

## 插图目录

图 1: 2024 前三季度, 公司实现营收 2304 亿元	3
图 2: 2024 前三季度, 公司实现归母净利 243.6 亿元	3
图 3: 2024Q3, 公司实现营收 800 亿元	3
图 4: 2024Q3, 公司实现归母净利润 92.7 亿元	3
图 5: 2024 年前三季度, 公司毛利同比增加 108.93 亿元 (单位: 百万元)	4
图 6: 2024Q3 业绩同比变化拆分 (单位: 百万元)	5
图 7: 2024Q3 业绩环比变化拆分 (单位: 百万元)	5
图 8: 2024 年前三季度公司综合毛利率为 19.53% (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)	12
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	14
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: 卡莫阿下调 2024 年生产目标	16
图 25: 受让前朱诺铜矿股权结构	17
图 26: 受让后朱诺铜矿股权结构	17
图 27: 紫金矿业铜产量预测	22
图 28: 紫金矿业金产量预测	22

## 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 (2024Q3 环比 2024Q2)	8
表 3: 公司分产品销量、单价和单位成本变化 (2024Q3 同比 2023Q3)	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: 朱诺铜矿铜资源量情况	17
表 8: 朱诺铜矿各金属品种对应的资源量情况 (控制+推断)	17
表 9: La Arena 铜金矿资源禀赋情况	19
表 10: 截至 2024 年 1 月, 科内金矿项目储量	19
表 11: Koné 矿床在不同边界品位下的资源量	19
表 12: Gbongogo 矿床在不同边界品位下的资源量	20
表 13: 截至 2023 年 12 月 31 日万国黄金集团三大矿山资源情况	20
表 14: 截止 2023 年底, Akyem 金矿资源量及储量情况	21
公司财务报表数据预测汇总	24

## 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
行业评级	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