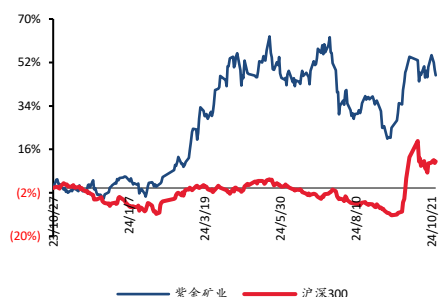


## 铜金量价齐升，精益管理成效显著

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	265.78/205.56
总市值/流通(亿元)	4,579.37/3,541.85
12个月内最高/最低价(元)	19.87/11.21

### 相关研究报告

<<【太平洋有色】紫金矿业深度报告：降本增量成果显著，高质量成长利于长远>>--2024-09-25

<<【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

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：2024Q1-Q3 公司实现矿产铜 78.9 万吨，同比+4.7%；其中，塞尔维亚紫金矿业/塞尔维亚紫金铜业实现矿产铜产量 13.1/9.1 万吨，同比+26%/+31%，实现超产；卡莫阿铜矿（权益）/科卢韦齐铜矿实现矿产铜 13.5/6.7 万吨，同比分别为-0.2%/-29%，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**：2024Q1-Q3 公司实现矿产金 54.3 吨，同比+8.3%；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 7.5/3.0/6.0/5.4 吨，同比分别为+24%/+40%/+29%/+20%，贡献主要矿产金增量。

**收购加纳 Akyem 金矿，黄金项目再下一城。**2024 年 10 月 9 日，公司子公司金源国际拟出资 10 亿美元，收购纽蒙特旗下加纳 Akyem 金矿项目 100%权益。Akyem 金矿是加纳最大金矿之一，于 2013 年 10 月开始商业化生产，矿山及选厂运行稳定，设备状态良好，采用常规炭浸工艺，选厂设计处理能力 850 万吨/年，2023 年实现净利润 1.28 亿美元。2021 年至 2023 年黄金产量分别为 11.9 吨、13.1 吨和 9.2 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。2024Q1-Q3 公司成本控制效果显著，金精矿/铜精矿/电解铜/矿山产锌生产成本同比-0.5%/-4.2%/-13.1%/-5.3%，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。

**费用端稳步下降。**2024Q1-Q3 公司销售/管理/财务费用率为 3.44%，同比-0.17pct；其中 Q3 销售/管理/财务费用率为 3.50%，同比-0.32pct。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。

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

**杠杆率下降同时 ROE 提升。**2024Q3 末，公司资产负债率为 55.4%，同比-3.64pct，环比-1.27pct，继 2023Q4 以来持续下降；公司长期/短期借款为 698/239 亿元，同比分别-14/-23 亿元；2024Q3 公司经营性现金流量净额 157 亿元，同比+61.5%，环比+27.6%；，2024 Q3 末公司 ROE 为 18.2%，同比+2.50pct，公司在杠杆率下降同时 ROE 提升，经营呈现高质量发展态势。

**投资建议：**我们深度分析公司 2024 年前三季度报告，公司矿山产铜、金产量实现持续增长，自主勘探优势显著，收购加纳 Akyem 金矿增厚黄金资源量，同时生产成本、费用端控制较好，财务杠杆率下降同时 ROE 提升，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	14.57	12.73	11.16

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 年前三季度业绩表现出色.....	6
二、 2024 年前三季度铜、金产量实现增长.....	7
(一) 矿产铜、金、银产量均创季度新高.....	7
(二) 矿产铜：塞尔维亚铜矿实现超产.....	9
(三) 矿产金：南美洲、澳洲金矿产量增长显著.....	11
(四) 矿产锌：24Q1-Q3 产量有所下滑.....	13
(五) 矿产银：24Q1-Q3 产量增长显著.....	13
三、 铜、金项目快速推进，自主勘探取得显著成果.....	14
(一) 收购加纳 Akyem 金矿.....	14
(二) 自主勘探取得显著成果.....	16
四、 毛利分析.....	17
(一) 成本分析：规模效应及精益管理助力生产成本优化.....	17
(二) 毛利率分析：售价提升及成本优化助力毛利率提升.....	18
(三) 业务分析：矿山产金/铜售价提升明显.....	20
五、 费用及负债分析.....	20
(一) 费用分析：期间费用率下降.....	20
(二) 财务分析：杠杆下降同时 ROE 明显提升.....	21
六、 盈利预测与投资建议.....	21
七、 风险提示.....	22

## 图表目录

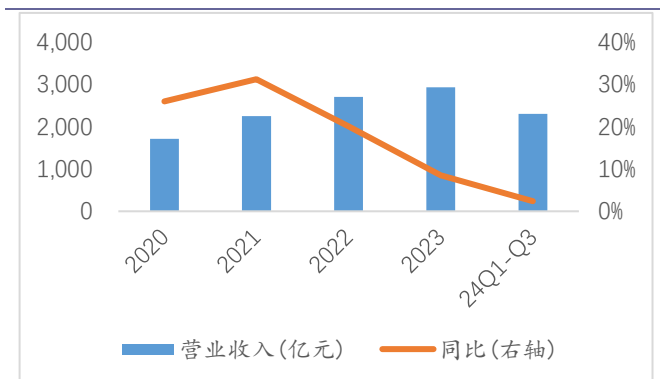
图表 1: 24Q1-Q3 公司实现收入 2304 亿元	6
图表 2: 24Q1-Q3 公司实现归母净利润 244 亿元	6
图表 3: 24Q1-Q3 公司实现扣非净利润 237 亿元	6
图表 4: 24Q1-Q3 公司毛利率/净利润分别为 20%/11%	6
图表 5: 2024Q3 公司实现收入 800 亿元	7
图表 6: 2024Q3 公司实现归母净利润 93 亿元	7
图表 7: 2024Q3 公司实现扣非净利润 83 亿元	7
图表 8: 2024Q3 公司毛利率/净利润分别为 20%/12%	7
图表 9: 24Q1-Q3 公司实现矿产铜产量 78.9 万吨	8
图表 10: 24Q1-Q3 公司实现矿产金产量 54.3 吨	8
图表 11: 24Q1-Q3 公司实现矿产锌(铅)产量 31 万吨	8
图表 12: 24Q1-Q3 公司实现矿产银产量 331.1 吨	8
图表 13: 2024Q3 公司实现矿产铜产量 27.1 万吨	9
图表 14: 2024Q3 公司实现矿产金产量 18.9 吨	9
图表 15: 2024Q3 公司实现矿产锌(铅)产量 11 万吨	9
图表 16: 24Q1-Q3 公司实现矿产银产量 120.9 吨	9
图表 17: 24Q1-Q3 公司主要矿山产铜统计	10
图表 18: 24Q1-Q3 塞紫金实现矿产铜产量 13 万吨	10
图表 19: 24Q1-Q3 塞紫铜实现矿产铜产量 9.1 万吨	10
图表 20: 24Q1-Q3 西藏巨龙实现矿产铜产量 12 万吨	10
图表 21: 24Q1-Q3 多宝山实现矿产铜产量 8.7 万吨	10
图表 22: 24Q1-Q3 卡莫阿实现矿产铜产量 13.5 万吨	11
图表 23: 24Q1-Q3 科卢韦齐实现矿产铜产量 6.7 万吨	11
图表 24: 24Q1-Q3 公司主要矿山产金统计	11
图表 25: 24Q1-Q3 武里蒂卡实现矿产金产量 7.5 吨	12
图表 26: 24Q1-Q3 罗斯贝尔实现矿产金产量 5.6 吨	12
图表 27: 24Q1-Q3 奥罗拉实现矿产金产量 3.0 吨	12
图表 28: 24Q1-Q3 诺顿金田实现矿产金产量 6.0 吨	12
图表 29: 24Q1-Q3 泽拉夫尚实现矿产金产量 3.9 吨	12
图表 30: 24Q1-Q3 奥克同实现矿产金产量 2.8 吨	12
图表 31: 24Q1-Q3 陇南紫金实现矿产金产量 5.4 吨	13
图表 32: 24Q1-Q3 塞紫金实现矿产金产量 4.1 吨	13
图表 33: 24Q1-Q3 公司主要矿山产锌统计	13
图表 34: 24Q1-Q3 公司主要矿山产锌统计	14
图表 35: 公司主要项目更新	15
图表 36: 至 2024 年 H1 末公司储量及资源量	17
图表 37: 24Q1-Q3 公司主要业务成本情况	17
图表 38: 24Q1-Q3 公司矿山产金生产成本	18
图表 39: 24Q1-Q3 公司矿山产铜生产成本	18
图表 40: 24Q1-Q3 公司矿山产锌生产成本	18
图表 41: 24Q1-Q3 公司矿山产银生产成本	18
图表 42: 24Q1-Q3 公司主要业务毛利率情况	19
图表 43: 24Q1-Q3 公司矿山产金毛利率提升	19
图表 44: 24Q1-Q3 公司矿山产铜毛利率提升	19

图表 45: 24Q1-Q3 公司矿山产锌毛利率提升.....	19
图表 46: 24Q1-Q3 公司矿山产银毛利率提升.....	19
图表 47: 24Q1-Q3 公司业务收入分析 .....	20
图表 48: 24Q1-Q3 公司费用率下降 .....	20
图表 49: 2024Q3 公司费用率同比下降 .....	20
图表 50: 2024Q3 公司长短期借款同比减少.....	21
图表 51: 2024Q3 公司经营性现金流(亿元)显著增加.....	21
图表 52: 2024Q3 公司资产负债率继续下降.....	21
图表 53: 2024Q3 公司 ROE 同比提升 .....	21

## 一、2024 年前三季度业绩表现出色

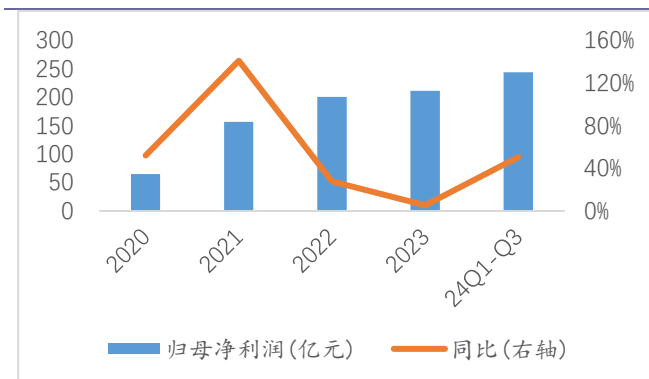
2024 年 10 月 18 日，公司发布 2024 年三季度报业绩。报告期内公司实现收入 2304 亿元，同比+2%；归母净利润 244 亿元，同比+51%；扣非净利润 237 亿元，同比+56%。其中，第三季度实现收入 800 亿元，同比+7%，环比+6%；归母净利润 93 亿元，同比+58%，环比+5%；扣非净利润 83 亿元，同比+50%，环比-10%。

图表1：24Q1-Q3 公司实现收入 2304 亿元



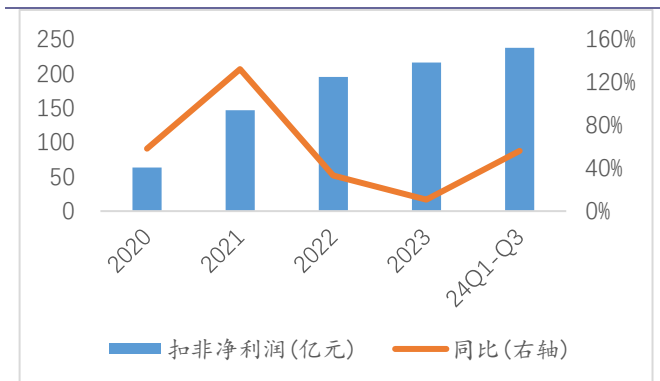
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表2：24Q1-Q3 公司实现归母净利润 244 亿元



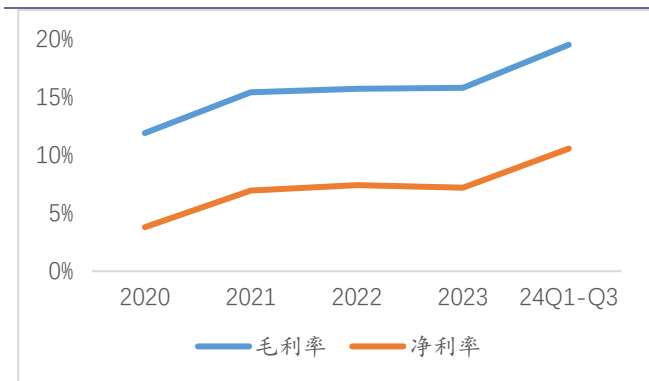
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表3：24Q1-Q3 公司实现扣非净利润 237 亿元



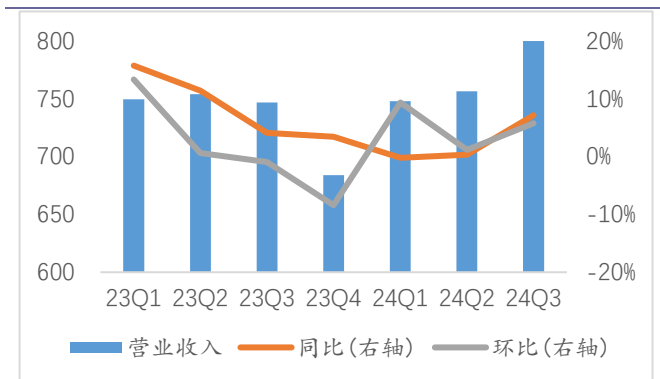
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表4：24Q1-Q3 公司毛利率/净利润分别为 20%/11%



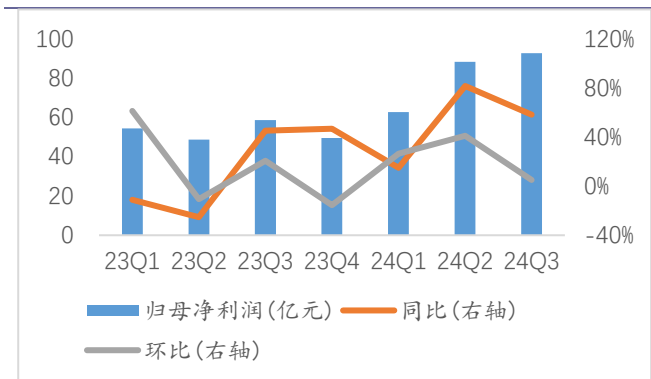
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表5: 2024Q3 公司实现收入 800 亿元



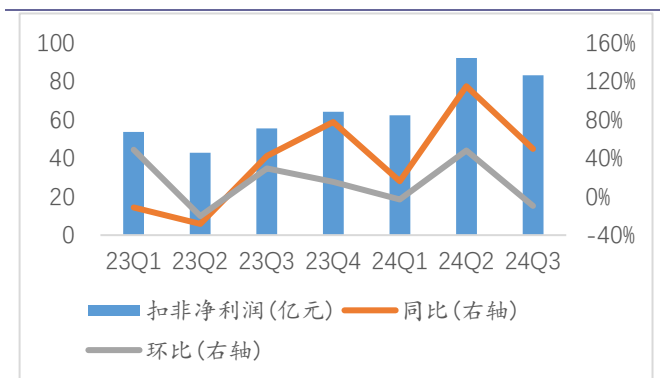
资料来源: iFind, 太平洋证券整理

图表6: 2024Q3 公司实现归母净利润 93 亿元



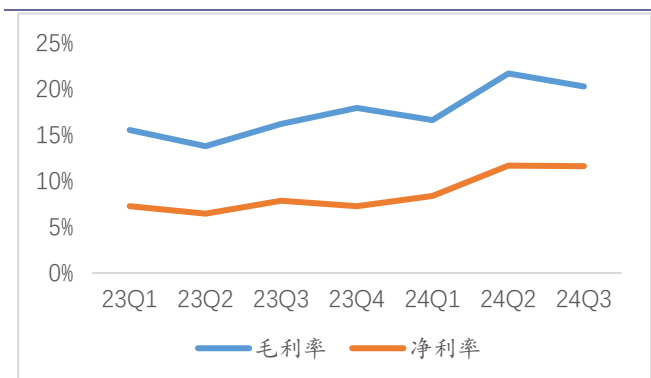
资料来源: iFind, 太平洋证券整理

图表7: 2024Q3 公司实现扣非净利润 83 亿元



资料来源: iFind, 太平洋证券整理

图表8: 2024Q3 公司毛利率/净利润分别为 20%/12%



资料来源: iFind, 太平洋证券整理

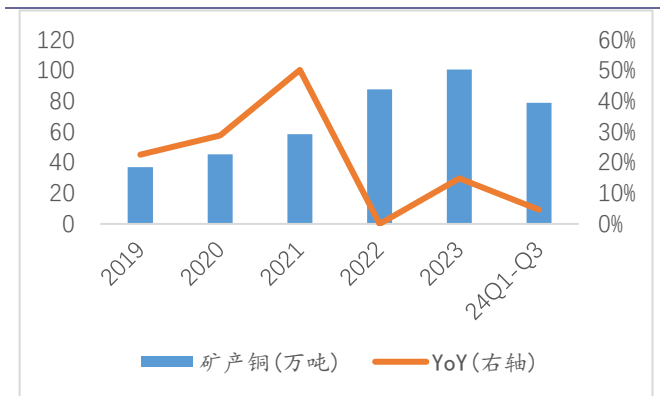
## 二、 2024 年前三季度铜、金产量实现增长

### (一) 矿产铜、金、银产量均创季度新高

2024 年前三季度公司矿产铜、金产量稳定增长，矿产银产量实现高增。2024 年前三季度公司实现矿产铜 78.9 万吨，同比+4.7%，完成全年目标的 71%；实现矿产金 54.3 吨，同比+8.3%，完成全年目标的 74%；实现矿产锌（铅）31.0 万吨，同比-4.2%，完成全年目标的 66%；实现矿产银 331.1 吨，同比+6.7%，完全全年目标的 79%。

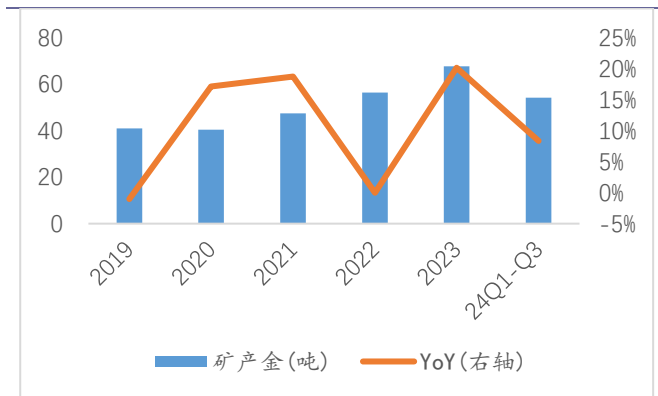


图表9：24Q1-Q3 公司实现矿产铜产量 78.9 万吨



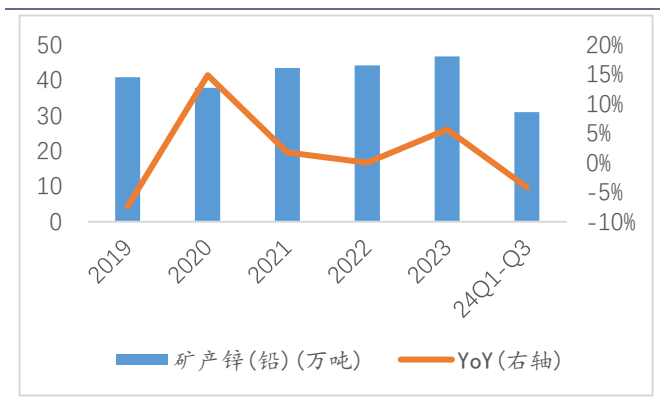
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表10：24Q1-Q3 公司实现矿产金产量 54.3 吨



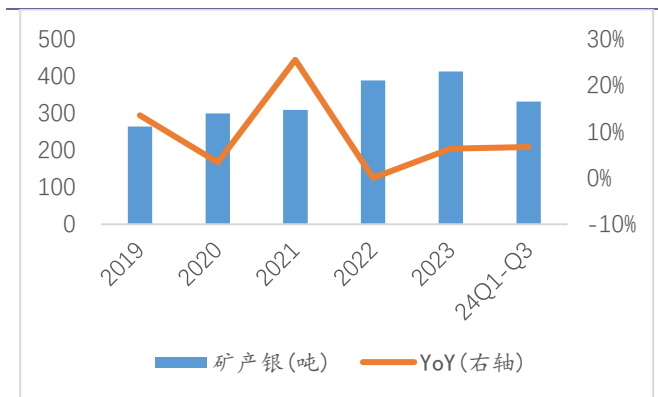
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表11：24Q1-Q3 公司实现矿产锌(铅)产量 31 万吨



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表12：24Q1-Q3 公司实现矿产银产量 331.1 吨

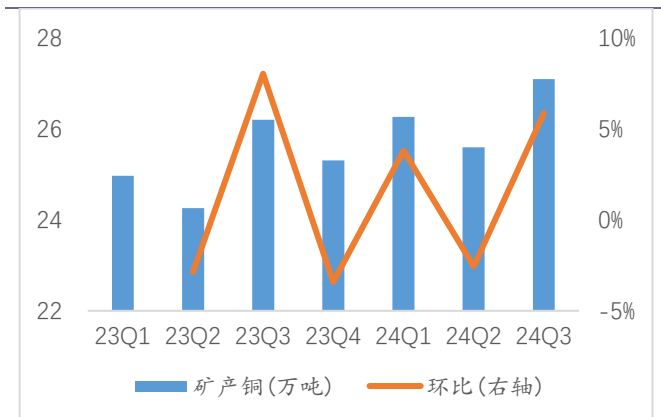


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

2024 年第三季度公司矿产铜、矿产金、矿产银产量均创季度新高。2024 年第三季度，公司实现矿产铜 27.1 万吨，同比+3.4%，环比+5.8%；实现矿产金 18.9 吨，同比+6.2%，环比+1.4%；实现矿产锌 11.0 万吨，同比+3.4%，环比+7.9%；实现矿产银 120.9 吨，同比+17.7%，环比+11.7%。2024 年第三季度公司矿产铜、矿产金、矿产银产量均创季度新高，其中矿产银产量显著增加，为实现全年目标奠定基础。

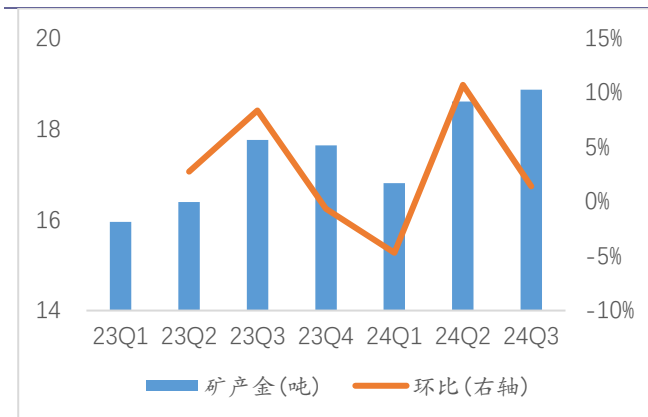


图表13：2024Q3 公司实现矿产铜产量 27.1 万吨



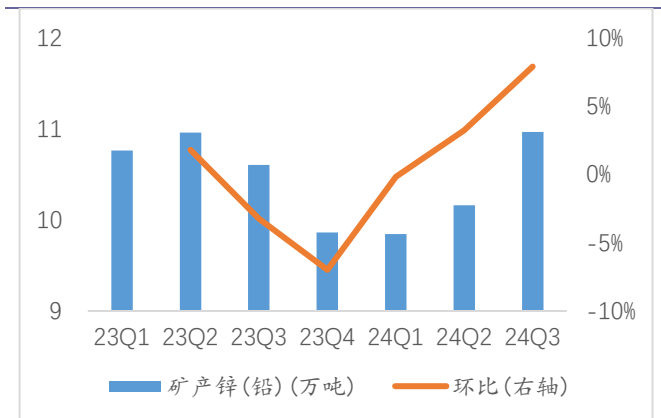
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表14：2024Q3 公司实现矿产金产量 18.9 吨



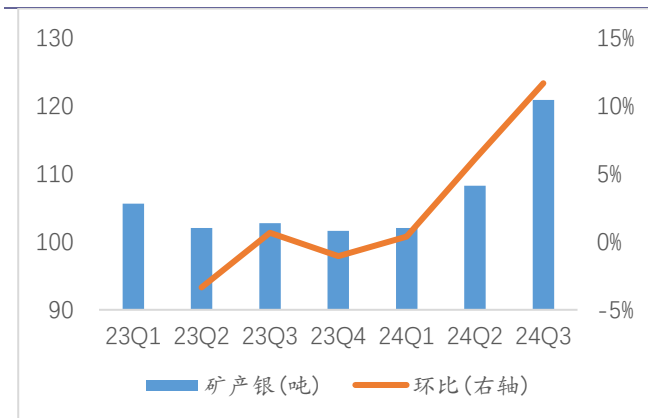
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表15：2024Q3 公司实现矿产锌(铅)产量 11 万吨



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表16：24Q1-Q3 公司实现矿产银产量 120.9 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

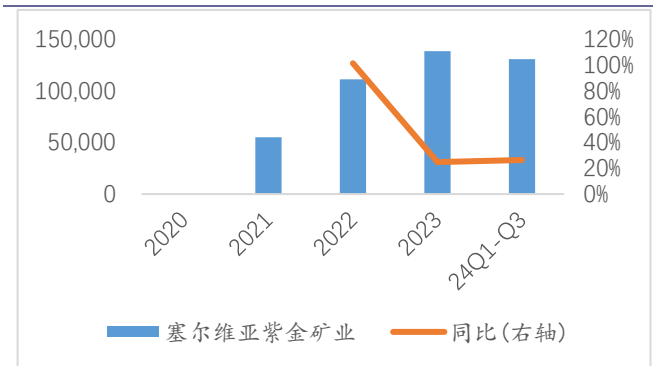
2024 年前三季度公司塞尔维亚铜矿实现超产。2024 年前三季度公司实现矿产铜 78.9 万吨，同比+4.5%；其中第三季度产量 27.1 万吨，同比+3.4%。2024 年前三季度塞尔维亚紫金矿业/塞尔维亚紫金铜业实现矿产铜产量 13.1/9.1 万吨，同比+26.3%/+30.6%，超产原因系佩吉铜金矿所采区域品位较高；西藏巨龙铜业实现矿产铜 12.2 万吨，同比+6.8%；卡莫阿铜矿（权益）/科卢韦齐铜矿实现矿产铜 13.5/6.7 万吨，同比分别为-0.2%/-28.9%，产量下滑主要系刚果（金）电力供应不稳，公司预计将通过建设水电站、光伏电站等措施实现电力供应稳定，三季度产量已有所恢复。

图表17：24Q1-Q3 公司主要矿山产铜统计

矿山	国家	持有权益	矿产铜(吨)	矿产铜 (YoY)
卡莫阿铜矿(权益)	刚果(金)	44.47%	135,295	-0.2%
科卢韦齐铜矿	刚果(金)	67.00%	67,314	-28.9%
西藏巨龙铜业	中国	50.10%	122,033	6.8%
黑龙江多宝山	中国	100.00%	86,626	1.5%
福建紫金山铜金矿	中国	100.00%	67,527	1.2%
塞尔维亚紫金矿业	塞尔维亚	100.00%	130,838	26.3%
塞尔维亚紫金铜业	塞尔维亚	63.00%	91,220	30.6%
其他矿山合计			88,605	5.0%
总计			789,458	4.7%

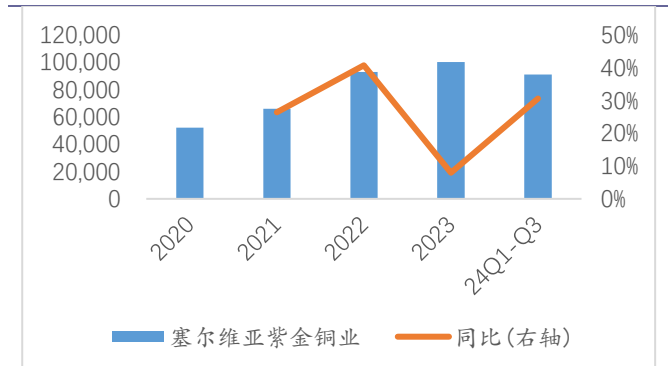
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表18：24Q1-Q3 塞紫金实现矿产铜产量 13 万吨



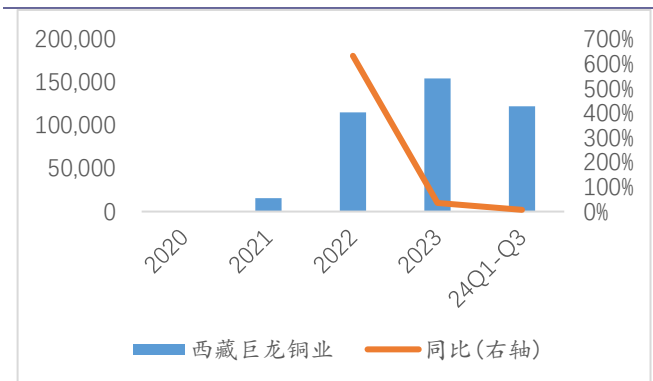
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表19：24Q1-Q3 塞紫铜实现矿产铜产量 9.1 万吨



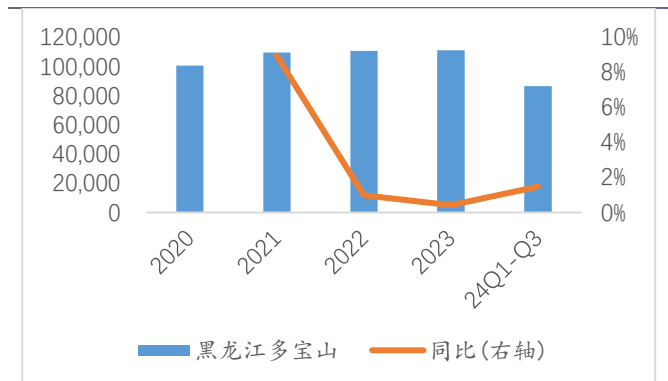
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表20：24Q1-Q3 西藏巨龙实现矿产铜产量 12 万吨



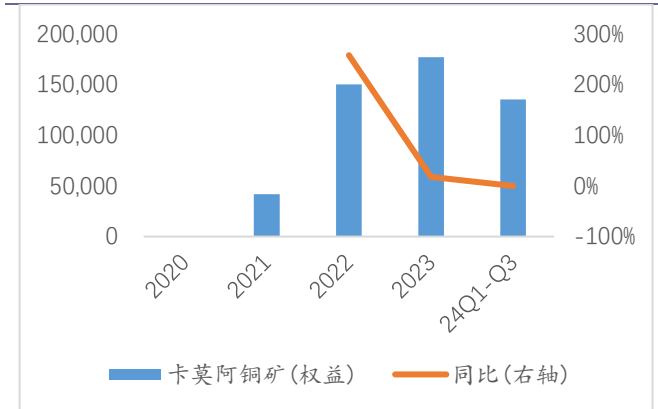
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表21：24Q1-Q3 多宝山实现矿产铜产量 8.7 万吨



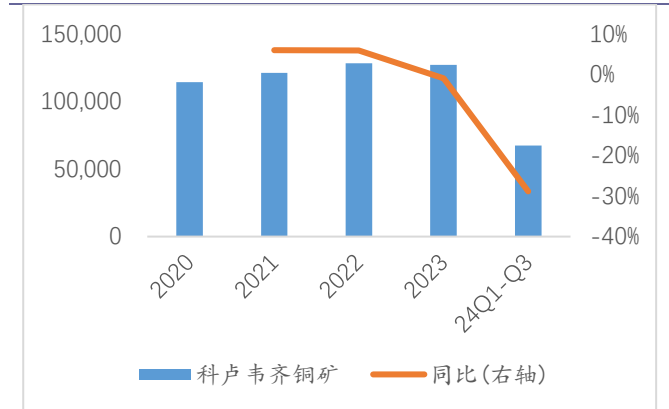
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表22：24Q1-Q3 卡莫阿实现矿产铜产量 13.5 万吨



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表23：24Q1-Q3 科卢韦齐实现矿产铜产量 6.7 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

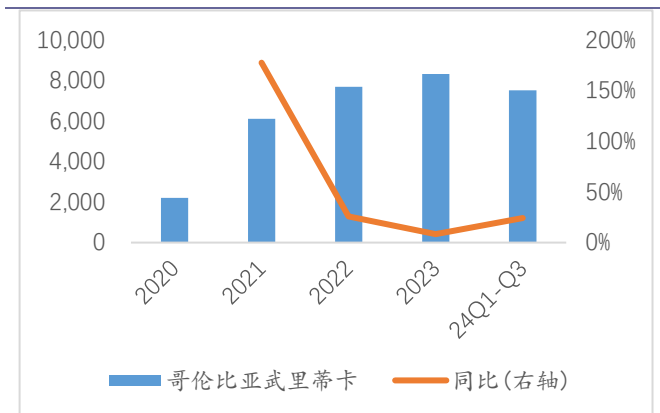
2024 年前三季度公司南美洲、澳洲金矿产量增长显著。2024 年前三季度公司实现矿产金产量 54.3 吨，同比分别为+8.3%；其中第三季度产量 18.9 吨，同比+6.2%。2024 年前三季度哥伦比亚武里蒂卡/圭亚那奥罗拉/澳大利亚诺顿金田/陇南紫金实现矿产金 7.5/3.0/6.0/5.4 吨，同比分别为+24%/+40%/+29%/+20%，贡献主要矿产金增量；塔吉克斯坦泽拉夫尚实现矿产金 2.8 吨，同比-13%，主要系品位下降所致。

图表24：24Q1-Q3 公司主要矿山产金统计

矿山	国家	持有权益	矿产金(千克)	矿产金 (YoY)
哥伦比亚武里蒂卡	哥伦比亚	69.28%	7,501	24.3%
罗斯贝尔	苏里南	95.00%	5,570	-1.6%
圭亚那奥罗拉	圭亚那	100.00%	3,032	40.2%
澳大利亚诺顿金田	澳大利亚	100.00%	6,036	28.9%
塔吉克斯坦泽拉夫尚	塔吉克斯坦	70.00%	3,941	-13.1%
吉尔吉斯斯坦奥同克	吉尔吉斯斯坦	60.00%	2,799	-4.8%
陇南紫金	中国	84.22%	5,360	20.3%
塞尔维亚紫金矿业	塞尔维亚	100.00%	4,053	5.0%
其他矿山合计			15,974	1.4%
总计			54,265	8.3%

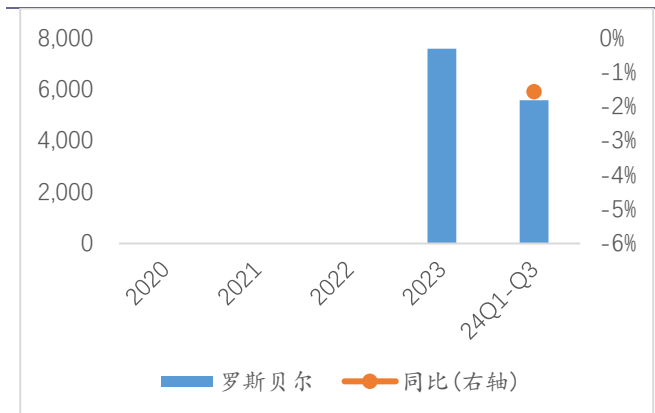
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表25：24Q1-Q3 武里蒂卡实现矿产金产量 7.5 吨



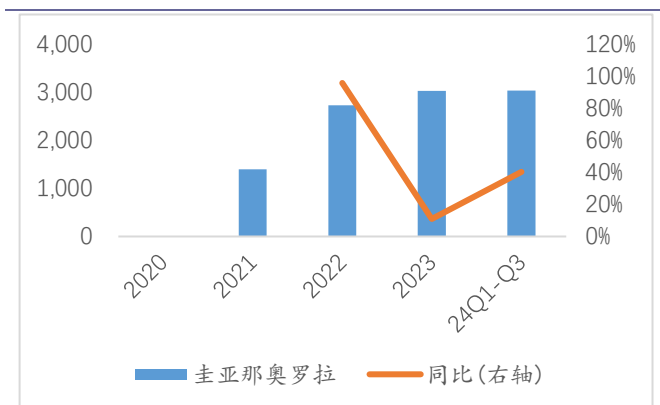
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表26：24Q1-Q3 罗斯贝尔实现矿产金产量 5.6 吨



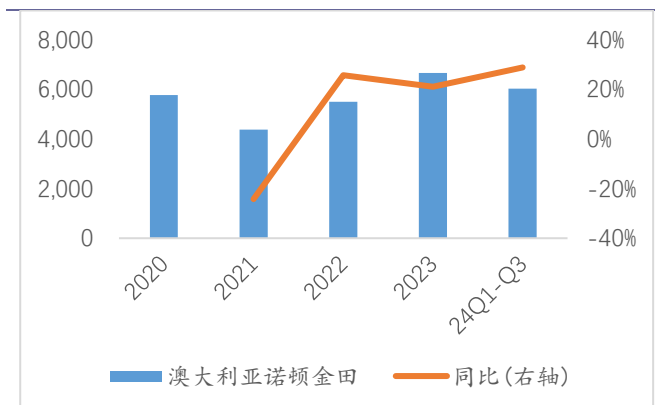
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表27：24Q1-Q3 奥罗拉实现矿产金产量 3.0 吨



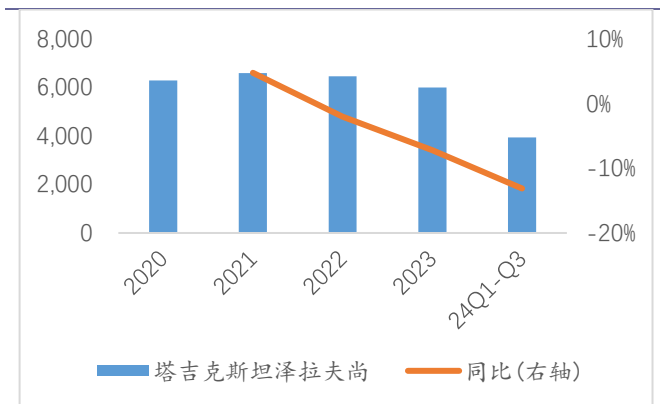
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表28：24Q1-Q3 诺顿金田实现矿产金产量 6.0 吨



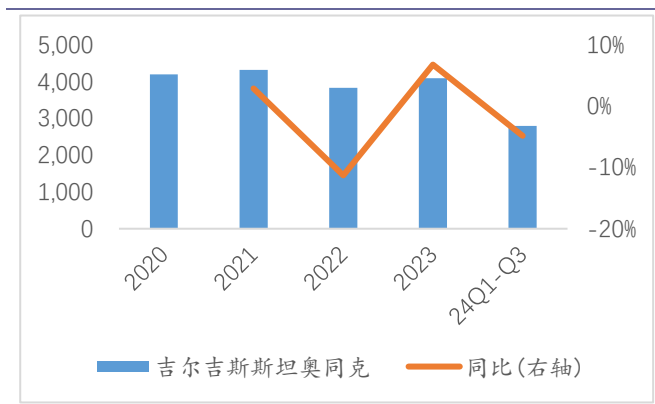
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表29：24Q1-Q3 泽拉夫尚实现矿产金产量 3.9 吨



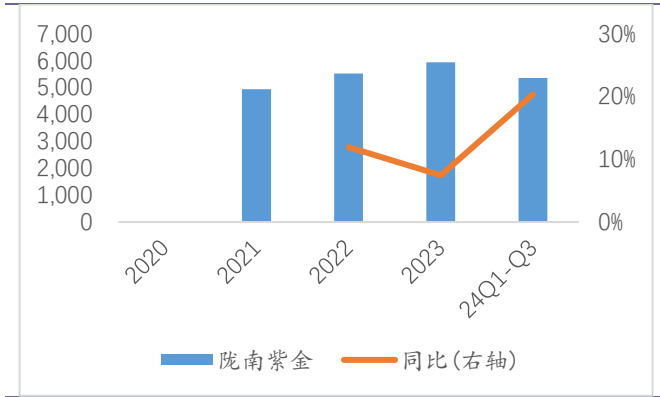
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表30：24Q1-Q3 奥克同实现矿产金产量 2.8 吨



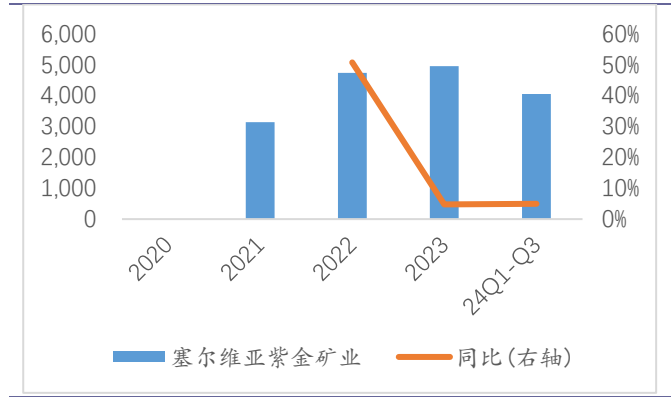
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表31：24Q1-Q3 陇南紫金实现矿产金产量 5.4 吨



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表32：24Q1-Q3 塞紫金实现矿产金产量 4.1 吨



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

#### (四) 矿产锌：24Q1-Q3 产量有所下滑

2024 年前三季度公司矿产锌产量同比有所下滑。2024 年前三季度公司实现矿产锌产量 31.0 万吨，同比分别为-4.2%。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产量为 10.7/4.0/9.4 万吨，同比分别为-1.0%/+1.0%/+7.0%。

图表33：24Q1-Q3 公司主要矿山产锌统计

矿山	国家	持有权益	矿产锌(吨)	矿产锌 YoY
新疆紫金锌业	中国	100.00%	107,248	-1.00%
乌拉特后旗紫金	中国	95.00%	39,658	1.00%
厄立特里亚碧沙	厄立特里亚	55.00%	94,385	7.00%
其他矿山合计			68,444	-22.00%
总计			309,735	-4.20%

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

#### (五) 矿产银：24Q1-Q3 产量增长显著

2024 年前三季度公司矿产银产量增长显著。2024 年前三季度公司实现矿产银 331.1 吨，同比分别为+6.7%；其中第三季度产量 120.9 吨，同比+17.7%，产量增幅明显。2024 年前三季度公司西藏巨龙/洛阳坤宇/厄立特里亚碧沙矿产银产量为 82.9/33.5/49.1 吨，同比分别为+10.1%/+16.1%/+32.5%，贡献主要增量来源。

图表34：24Q1-Q3 公司主要矿山产锌统计

矿山	国家	持有权益	矿产银(千克)	矿产铜(YoY)
西藏巨龙	中国	50.10%	82,946	10.1%
黑龙江多宝山	中国	100.00%	30,099	-2.2%
洛阳坤宇	中国	70.00%	33,540	16.1%
福建紫金山铜金矿	中国	100.00%	21,566	0.2%
厄立特里亚碧沙	厄立特里亚	55.00%	49,101	32.5%
其他矿山合计			113,862	-2.5%
总计			331,114	6.7%

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) 收购加纳 Akyem 金矿

公司铜、金项目快速推进，收购加纳 Akyem 金矿。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。(3) 收购加纳 Akyem 金矿：2024 年 10 月 9 日，公司子公司金源国际拟出资 10 亿美元，收购纽蒙特旗下加纳 Akyem 金矿项目 100% 权益。Akyem 金矿位于加纳南部的东部省，距加纳首都 Accra 市约 180 公里，矿区地形平缓，海拔在 200 米至 480 米之间，所在地区为热带气候。截至 2023 年 12 月 31 日，Akyem 资源量（不含储量）：露采+地采合计 1,620 万吨，平均品位 3.36g/t，含金金属量 54.4 吨。Akyem 储量：露采部分 1,900 万吨，平均品位 1.55g/t，含金金属量 29.5 吨；根据纽蒙特技术研究，另有约 83 吨黄金被归类为地采资源储备，在进一步加密钻探和勘探后，该资源储备将有望升级为资源量。Akyem 金矿是加纳最大金矿之一，于 2013 年 10 月开始商业化生产，矿山及选厂运行稳定，设备状态良好，采用常规炭浸工艺，选厂设计处理能力 850 万吨/年，

2023 年实现净利润 1.28 亿美元。2021 年至 2023 年黄金产量分别为 11.9 吨、13.1 吨和 9.2 吨。

图表35：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；尾矿库一期主排洪坝掘进完成约 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；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36：至 2024 年 H1 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

## 四、毛利分析

### (一)成本分析：规模效应及精益管理助力生产成本优化

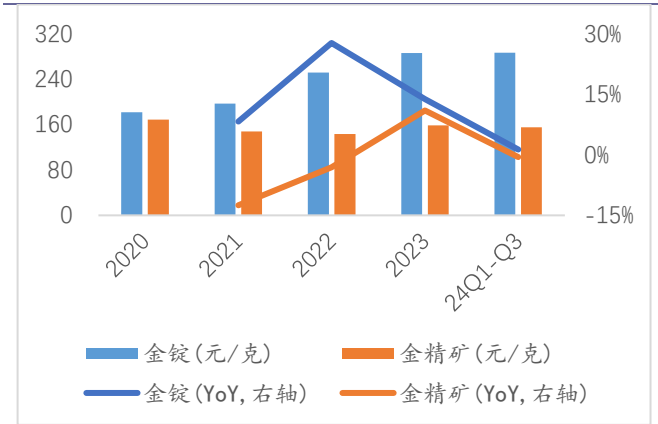
24Q1-Q3 公司成本控制效果显著。公司产品的销售成本主要包括采矿、选矿、冶炼、矿产品精矿采购、矿石运输成本、原材料消耗、动力、薪金及固定资产折旧等。2024 年前三季度，公司成本控制效果显著，金精矿/铜精矿/电解铜/矿山产锌生产成本同比-0.5%/-4.2%/-13.1%/-5.3%，主要系公司原材料采购端规模效应明显，以及精益管理所致。

图表37：24Q1-Q3 公司主要业务成本情况

产品名称		单位	24Q1-Q3	同比
矿山产金	金锭	元/克	286.46	1.3%
	金精矿	元/克	155.06	-0.5%
矿产产铜	铜精矿	元/吨	18,751	-4.2%
	电积铜	元/吨	32,729	5.5%
	电解铜	元/吨	35,699	-13.1%
矿山产锌		元/吨	8,585	-5.3%
矿山产银		元/克	1.85	8.8%

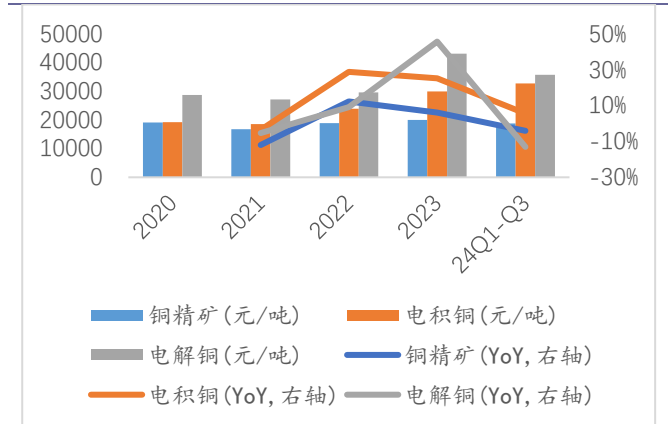
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表38：24Q1-Q3 公司矿山产金生产成本



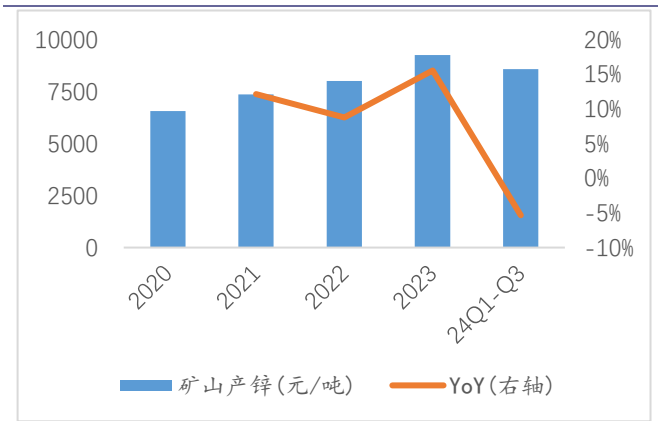
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表39：24Q1-Q3 公司矿山产铜生产成本



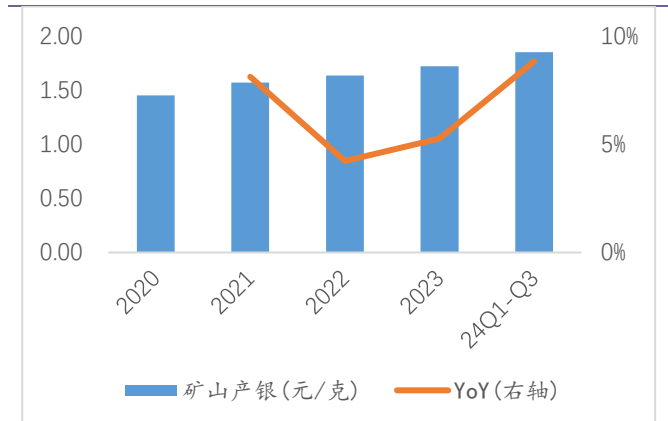
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表40：24Q1-Q3 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41：24Q1-Q3 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

## (二) 毛利率分析：售价提升及成本优化助力毛利率提升

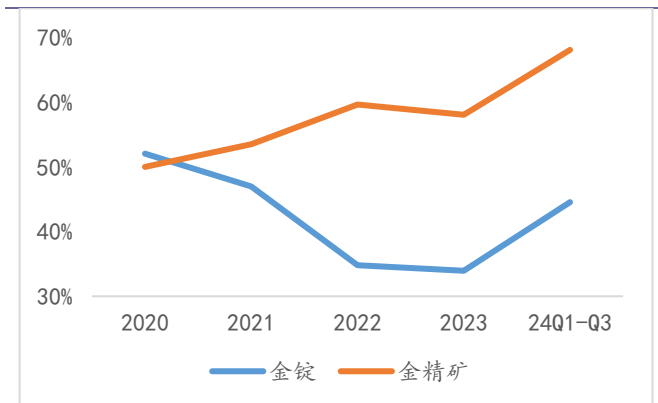
24Q1-Q3 公司多项业务毛利率同比明显提升。2024 年前三季度公司金锭/金精矿毛利率为 44.6%/68.1%，同比分别为+10.4pct/+9.7pct；铜精矿/电解铜毛利率为 66.6%/45.7%，同比分别为+6.1pct/+13.6pct；矿山产锌毛利率 39.9%，同比+17.3pct；矿山产银毛利率 59.7%，同比+9.0%。公司核心矿产品种毛利率普遍提升显著，主要系产品价格上升，以及部分品种成本优化所致。

图表42：24Q1-Q3 公司主要业务毛利率情况

产品名称		24Q1-Q3	同比
矿山产金	金锭	44.57%	+10.4pct
	金精矿	68.09%	+9.7pct
矿产产铜	铜精矿	66.58%	+6.1pct
	电解铜	45.65%	+13.6pct
矿山产锌		39.90%	+17.3pct
矿山产银		59.74%	+9.0pct

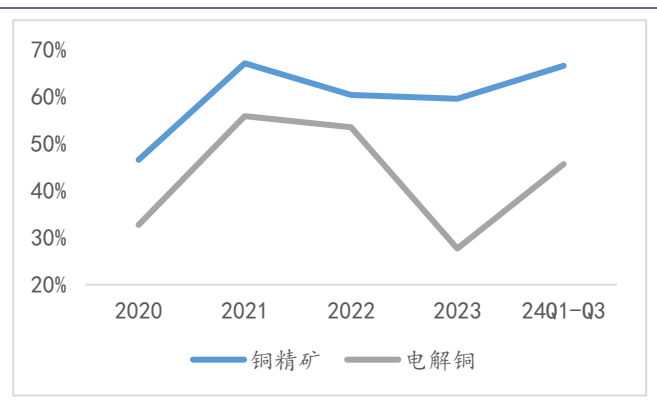
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表43：24Q1-Q3 公司矿山产金毛利率提升



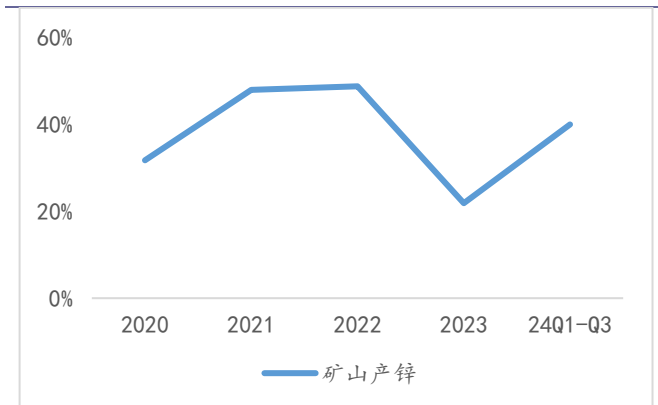
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表44：24Q1-Q3 公司矿山产铜毛利率提升



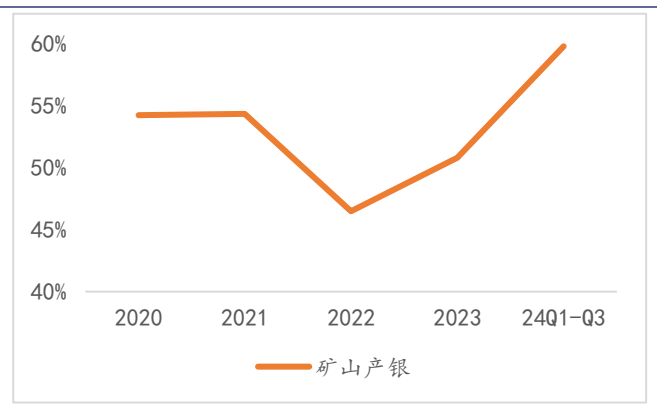
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表45：24Q1-Q3 公司矿山产锌毛利率提升



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表46：24Q1-Q3 公司矿山产银毛利率提升



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

### (三) 业务分析：矿山产金/铜售价提升明显

2024Q1-Q3 公司矿山产金/铜业务售价提升明显。2024 年 Q1-Q3，公司矿山产金/铜/银/锌等产品售价同比明显提升，金锭/电解铜销量同比高增。矿山产铜销量增速低于产量增速，主要系产量统计包含了卡莫阿和玉龙铜矿的权益产量，而销量为公司并表子公司确认的销售量。

图表47：24Q1-Q3 公司业务收入分析

产品名称		价格单位	销量单位	售价	售价 YoY	销售数量	销量 YoY	毛利率
矿山产金	金锭	元/克	千克	516.83	20.4%	28.72	21.1%	44.6%
	金精矿	元/克	千克	485.88	29.7%	22.20	-13.1%	68.1%
矿山产铜	铜精矿	万元/吨	万吨	5.61	13.4%	46.96	-4.1%	66.6%
	电积铜	万元/吨	万吨	6.37	12.3%	5.83	-19.5%	48.6%
	电解铜	万元/吨	万吨	6.57	8.7%	9.15	109.9%	45.6%
矿山产锌		万元/吨	万吨	1.43	22.0%	29.75	-5.9%	39.9%
矿山产银		元/克	千克	4.58	32.4%	320.65	2.7%	59.7%
冶炼产铜		万元/吨	万吨	6.60	9.2%	57.44	5.5%	2.5%
冶炼产锌		万元/吨	万吨	2.01	4.2%	26.40	9.9%	6.7%

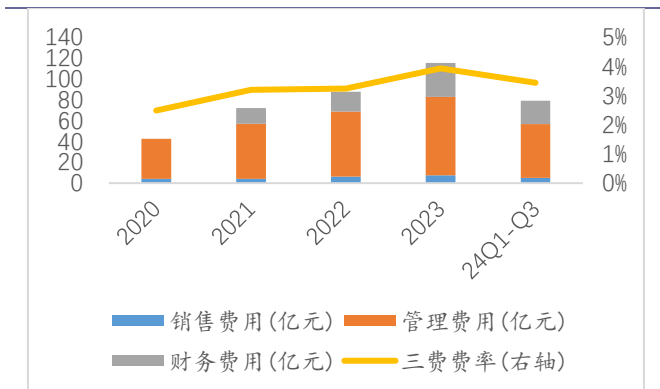
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## 五、 费用及负债分析

### (一) 费用分析：期间费用率下降

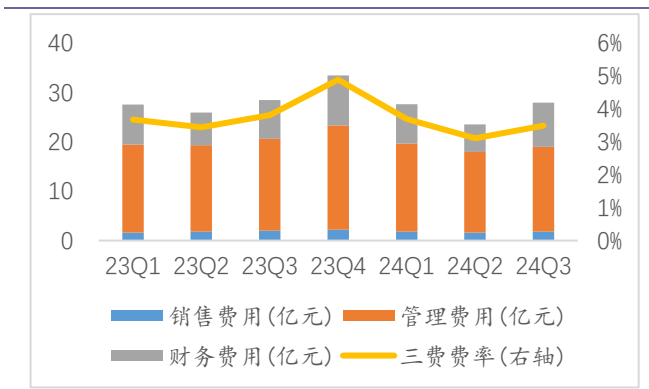
费用端表现优异。24Q1-Q3 公司销售/管理/财务费用率为 3.44%，同比-0.17pct；其中 Q3 销售/管理/财务费用率为 3.50%，同比-0.32pct，公司费用端稳步下降，主要系人工成本下降等因素，体现公司精益管理不断取得成效。

图表48：24Q1-Q3 公司费用率下降



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表49：2024Q3 公司费用率同比下降

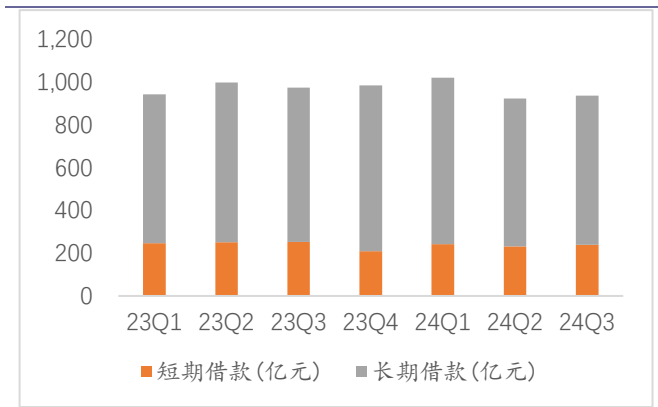


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## (二) 财务分析：杠杆下降同时 ROE 明显提升

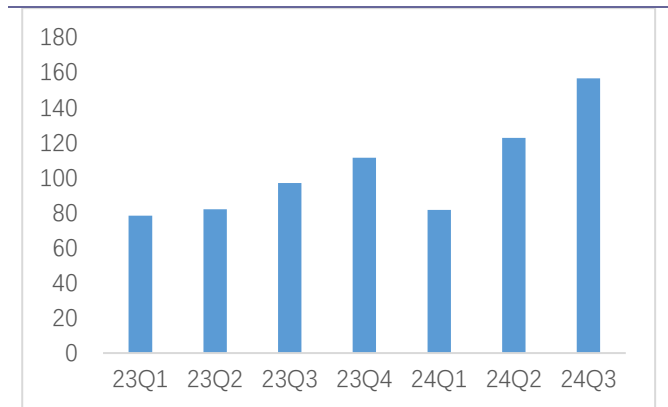
杠杆下降同时 ROE 明显提升，经营呈现高质量发展。24Q1-Q3 末公司资产负债率为 55.4%，同比-3.64pct，环比-1.27pct，继 2023Q4 以来持续下降；24Q1-Q3 末公司长期/短期借款为 698/239 亿元，同比分别-14/-23 亿元；2024Q3 公司经营性现金流量净额 157 亿元，同比+61.5%，环比+27.6%；公司上半年杠杆率下降，ROE 明显提升，2024 年 Q3 末公司 ROE 为 18.2%，同比+2.50pct，经营呈现高质量发展态势。

图表50：2024Q3 公司长短期借款同比减少



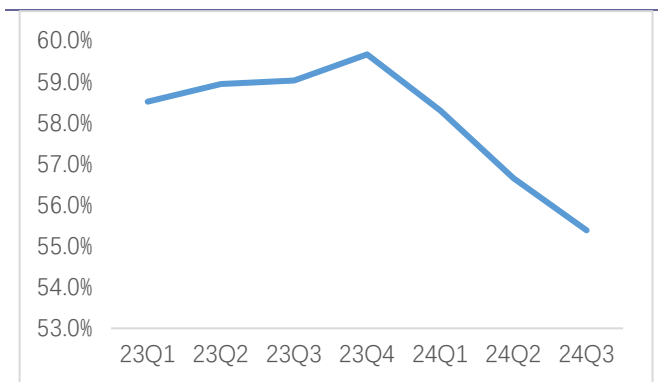
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表51：2024Q3 公司经营性现金流(亿元)显著增加



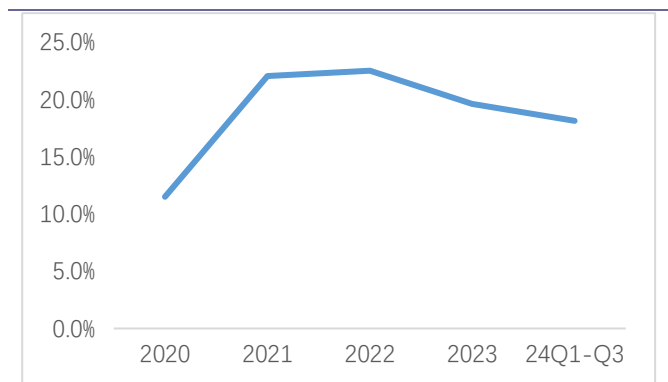
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表52：2024Q3 公司资产负债率继续下降



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表53：2024Q3 公司 ROE 同比提升



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	15,227	23,589	45,478
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	19,505	21,223	21,511
流动资产合计	79,644	77,629	75,891	93,782	119,303
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	125,259	143,367	169,006
资产总计	306,044	343,006	374,760	428,489	483,951
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	81,985	86,803	89,669
负债合计	181,589	204,643	195,287	204,162	208,304
股本	2,633	2,633	2,658	2,658	2,658
资本公积	25,552	25,866	29,097	29,097	29,097
留存收益	56,125	70,637	93,845	129,825	170,872
归母公司股东权益	88,943	107,506	140,836	176,816	217,863
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	179,474	224,327	275,647
负债和股东权益	306,044	343,006	374,760	428,489	483,951

**现金流量表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	28,679	36,860	45,350	52,585	57,418
投资性现金流	-50,981	-33,965	-43,818	-45,174	-34,983
融资性现金流	27,258	-5,817	-4,457	950	-546
现金增加额	6,035	-1,974	-3,222	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%	22.31%	20.35%	18.84%
ROA	6.55%	6.16%	8.39%	8.40%	8.48%
ROIC	10.06%	9.68%	12.41%	12.40%	12.44%
EPS (X)	0.76	0.80	1.18	1.35	1.54
PE (X)	13.16	15.58	14.57	12.73	11.16
PB (X)	2.96	3.05	3.25	2.59	2.10
PS (X)	0.97	1.12	1.41	1.27	1.16
EV/EBITDA (X)	9.08	10.69	9.87	8.70	7.58

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。