

有色金属

2025年03月07日

紫金矿业 (601899)

——头部矿企，含金量快速提升

报告原因：强调原有的投资评级

买入 (维持)

市场数据： 2025年03月06日

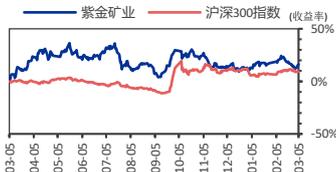
收盘价(元)	16.30
一年内最高/最低(元)	19.87/13.94
市净率	3.3
股息率%(分红/股价)	1.84
流通A股市值(百万元)	335,583
上证指数/深证成指	3,381.10/10,898.75

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2024年09月30日

每股净资产(元)	4.99
资产负债率%	55.38
总股本/流通A股(百万)	26,578/20,588
流通B股/H股(百万)	-/5,989

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

郭中伟 A0230524120004
guozw@swsresearch.com
马焰明 A0230523090003
maym@swsresearch.com

联系人

马焰明
(8621)23297818×
maym@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **全球头部矿企，坐拥世界级铜、金、锂、钼等矿产。**截至2024年上半年，公司铜储量3292.71万吨、黄金储量1119.59吨、锌储量390.45万吨，碳酸锂当量储量442.62万吨（均为权益量），主力矿种铜、金资源量及产能位居中国领先、全球前十。公司将力争提前2年（至2028年）达成原定至2030年实现的主要经济指标，铜年产量150-160万吨、金年产量100-110吨、锂（LCE）25-30万吨，主要经济指标和铜、金矿产品产量进入全球3-5位，锂进入全球前10位。
- **低品位选冶、一体化/大规模建设实力强劲，收并购、自主勘探并行资源量快速增长。**1) 公司低品位矿山开采经验成熟，矿石流五环归一，设计建设一体化、大规模开发能力突出，建设周期较短，且收购在产矿山后能显著改善矿山效益，低成本优势凸显，铜C1成本和黄金AISC成本均位于全球前20%分位。2) 外延内生，铜/金资源量10年复合增速约22%/12%。公司擅长逆周期并购，在铜价相对低迷期成功收购卡莫阿铜矿、Timok铜金矿、巨龙铜矿等三大铜矿，且公司并购成本低于全球同行均值；同时公司持续自主勘探，公司50%以上铜、金资源和90%以上锌（铅）资源为自主勘探获得，单位勘查成本显著低于全球同行。3) 高成长型矿企，过去10年，公司矿铜、矿金产量复合增速23%/8%。
- **铜矿聚焦三大区域，金矿收购+技改并行。**1) **铜矿增量：**西藏巨龙铜矿二期（预计2025年底投产，合计产能达30-35万吨，三期建成后年产铜超过60万吨），朱诺铜矿（规划矿产铜9.9万吨），刚果金卡莫阿铜矿三期（25年5月试生产，矿铜产能增加15万吨至60万吨，远期矿铜产能80万吨），塞尔维亚Timok铜金矿+波尔铜矿（两大铜矿技改扩建项目2025年完成，铜总产能30万吨）。2) **金矿增量：**苏里南罗斯贝尔金矿（技改达产后矿金产能10吨），巴新波格拉金矿（2023年12月22日全面复产，达产后权益年矿产金约5吨），新疆萨瓦亚尔顿金矿（预计露采建成达产后年均产金约3.3吨、地采建成达产后年均产金约2.4吨），海域金矿（预计25年投产，达产产金约15-20吨），持有招金矿业20%股权，收购Akyem金矿，La Arena金矿。3) **锂资源：**受项目权证办理手续滞后以及碳酸锂价格持续低迷等影响，阿根廷3Q项目和西藏拉果错项目投产时间延至2025年。4) **钼：**安徽沙坪沟钼矿（84%权益，钼资源量234万吨，平均品位0.14%，达产后钼产能2.7万吨）。
- **逆全球化趋势下全球信用格局重塑，金价上行趋势不变，铜价有望长期强势。**1) **黄金：**2022年下半年后黄金核心定价因素由收益性转向安全性，目前我国央行黄金储备占比仍偏低，近期央行购金恢复连续增持黄金、特朗普就任后贸易摩擦升温表明去全球化趋势持续，金价上行趋势不变。2) **铜：**资本开支低迷背景下，铜矿供给增速下行，当前TC费再一次下行至负数区间，供给相对紧缺，叠加美国降息周期开启，铜价有望长期强势。
- **公司是铜、金头部矿企，维持买入评级。**伴随多个新建/扩建/收购项目落地，预计公司矿产金、矿产铜产量持续增长，将充分受益金铜上行周期。我们预计24/25/26年紫金矿业净利润为319.7/388.9/443.9亿元（24年净利润为业绩预增公告数据，因金价上涨，上调25/26年盈利预测，25/26年原预测为379.6/394.2亿元），24/25/26年对应PE分别为14/11/10x，低于黄金板块公司估值，维持买入评级。
- **风险提示：**海外矿山股权及税收波动风险、铜金等价格下跌、项目建设不及预期

财务数据及盈利预测

	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	293,403	230,396	323,028	341,655	368,127
同比增长率(%)	8.5	2.4	10.1	5.8	7.7
归母净利润(百万元)	21,119	24,357	31,973	38,889	44,388
同比增长率(%)	5.4	50.7	51.4	21.6	14.1
每股收益(元/股)	0.80	0.92	1.20	1.46	1.67
EV(%)					
ROE(%)	19.6	18.2	22.6	21.6	19.7
市盈率	21		14	11	10

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

投资案件

投资评级与估值

伴随多个新建/扩建/收购项目落地，预计公司矿产金、矿产铜产量持续增长，将充分受益金铜上行周期。我们预计 24/25/26 年紫金矿业净利润为 319.7/388.9/443.9 亿元（24 年净利润为业绩预增公告数据，因金价上涨，上调 25/26 年盈利预测，25/26 年原预测为 379.6/394.2 亿元），24/25/26 年对应 PE 分别为 14/11/10x，低于黄金板块公司估值，维持买入评级。

关键假设点

产量：据公司公告及生产经营计划，1) 铜：预计 24/25/26 年产量为 107/115/127 万吨；2) 金：预计 24/25/26 年产量为 73/85/93 吨；3) 碳酸锂：预计 25/26 年产量为 4/10 万吨。

价格（不含税）：1) 铜：预计 24/25/26 年价格为 5.8/5.9/6.0 万元/吨，供需趋紧下我们预计铜价上涨；2) 金：预计 24/25/26 年价格为 510/592/610 元/克，逆全球化趋势下我们预计央行购金持续，金价上行；3) 碳酸锂：预计 25/26 年价格为 8/8 万元/吨，供给过剩下我们预计价格处于低位。

毛利率：1) 铜：预计 24/25/26 年毛利率为 60.9%/60.4%/59.7%；2) 金：预计 24/25/26 年毛利率为 54.3%/58.9%/56.9%；3) 碳酸锂：预计 24/25/26 年毛利率为 25.5%/41.6%。

有别于大众的认识

市场可能认为公司由于同时经营基础金属和贵金属品种导致股价不具有弹性，我们认为，“金铜并重”经营理念保障了公司在不同周期位置都具有优势品种，有利于可持续性发展。该模式使得公司现金流更加稳定，确保公司有实力在单一品种景气低点对优质项目进行外延收购。长期看，公司在周期行业拥有自己独立成长属性，正处于高速持续成长期，应给予公司相对估值溢价。

市场可能认为公司铜属性更强，我们认为公司近年来收并购较多金矿项目，25 年矿金计划产量同比增长 16%，且 25 年以来金价涨幅约 10%，预计黄金业务毛利占比将进一步提升（24H1 为 29%），黄金属性凸显。

股价表现的催化剂

铜金等价格上涨、项目建设进度超预期

核心假设风险

海外矿山股权及税收波动风险、铜金等价格下跌、项目建设不及预期

目录

1. 全球铜金头部矿企，成长性突出	6
1.1 全球铜金头部矿企，全球化布局.....	6
1.2 利润快速增长，铜金双主业.....	7
1.3 十年三级跳，高增长挺进全球前 3-5 位.....	8
2. 低品位选冶、大规模建设实力强劲，外延内生资源量快速增长	9
2.1 低品位选冶、一体化/大规模建设实力强劲.....	9
2.2 外延内生并行，铜/金资源量 10 年复合增速约 22%/12%.....	10
3. 铜矿聚焦三大区域，金矿收购技改并行	12
3.1 铜板块：多个大型项目投产，产量快速增长.....	12
3.2 金板块：收购与技改扩建并行.....	14
3.3 锂：形成“两湖两矿”格局，远景规划 LCE 产能 25-30 万吨.....	16
3.4 钼：规划 2028 年产量 2.5-3.5 万吨.....	17
4. 盈利预测与估值	18

图表目录

图 1：公司发展历程.....	6
图 2：紫金矿业全球矿产资源布局.....	7
图 3：公司营业总收入及增速.....	7
图 4：公司归母净利润及增速.....	7
图 5：矿产铜、矿产金贡献主要毛利.....	8
图 6：主要品种毛利率.....	8
图 7：收购项目 ROE 提升明显.....	9
图 8：公司现金流充裕.....	10
图 9：公司矿铜、矿金资源量.....	10
图 10：全球主要上市公司 ROIC.....	11
图 11：全球主要上市公司矿铜产量（万吨）.....	11
图 12：全球主要上市公司矿金产量（吨）.....	11
图 13：公司矿产铜产量.....	12
图 14：公司矿产铜销售成本.....	12
图 15：公司铜业务毛利占比.....	13
图 16：公司矿产金产量.....	14
图 17：公司矿产金销售成本.....	14
图 18：公司黄金业务毛利占比.....	15
图 19：黄金业务毛利占比逐渐提升.....	19
表 1：公司未来产量规划.....	8
表 2：主营矿种历年自主勘查新增资源量.....	11
表 3：全球主要上市公司矿铜产量增速.....	11
表 4：全球主要上市公司矿金产量增速.....	12
表 5：2023 年公司分矿山矿铜产量.....	13
表 6：2023 年公司冶炼铜产量.....	14
表 7：2023 年公司分矿山矿金产量.....	15
表 8：2023 年公司冶炼金产量.....	16
表：公司主要锂资源.....	

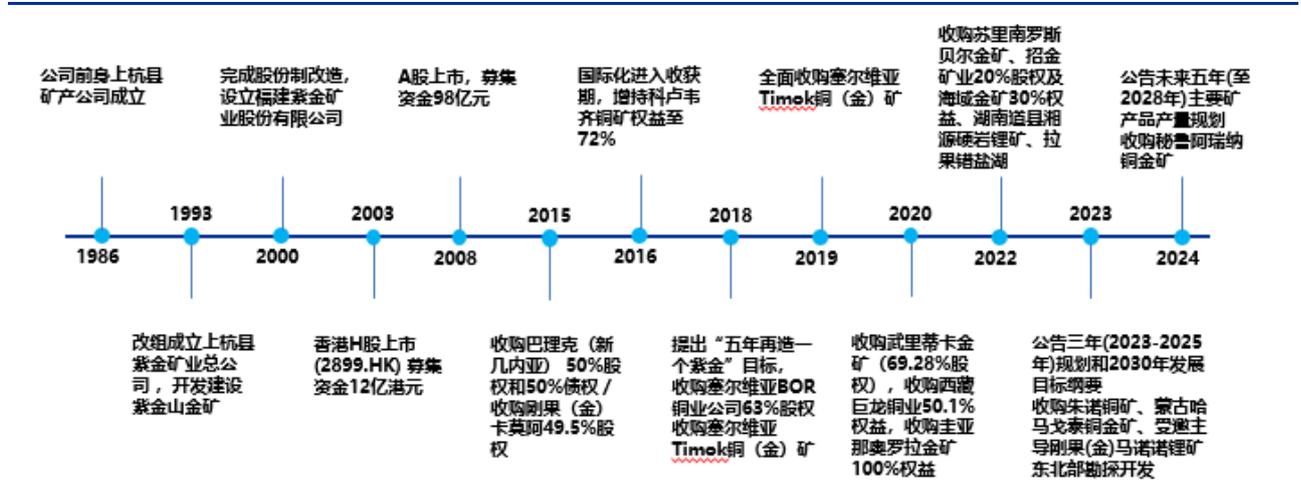
表 10: 紫金矿业盈利拆分	18
表 11: 可比公司估值	19

1. 全球铜金头部矿企，成长性突出

1.1 全球铜金头部矿企，全球化布局

公司是一家在全球范围内从事铜、金、锌、锂等金属矿产资源勘查、开发及工程设计、技术应用研究的大型跨国矿业集团，在地质勘查、湿法冶金、低品位难选冶资源综合回收利用、大规模开发等有丰富经验。2023 年公司铜产量 100.7 万吨，居全球第五，金产量 67.7 吨，居全球第七，锌（铅）产量全球第四。截至 2024 年上半年，公司铜储量 3292.71 万吨、黄金储量 1119.59 吨、锌储量 390.45 万吨，碳酸锂当量储量 442.62 万吨（均为权益量）。

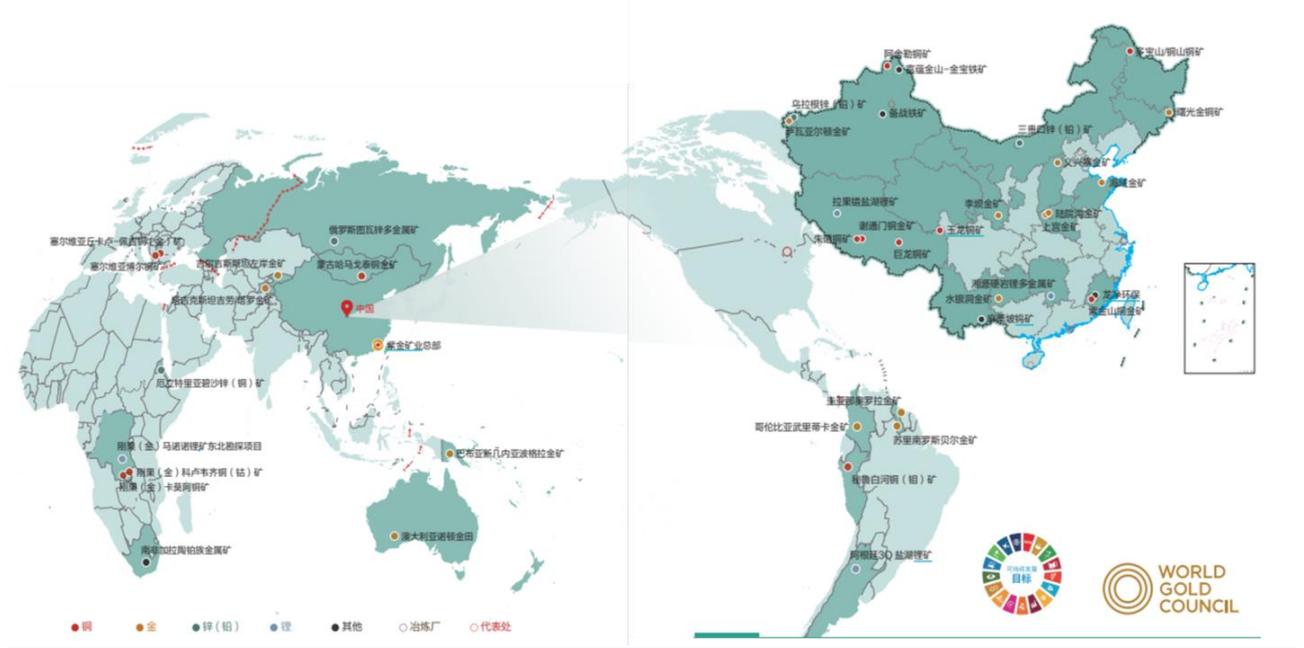
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，申万宏源研究

紫金矿业在海外 15 个国家和中国 17 个省（自治区）拥有超 30 座大型、超大型矿产资源开发基地。

图 2：紫金矿业全球矿产资源布局



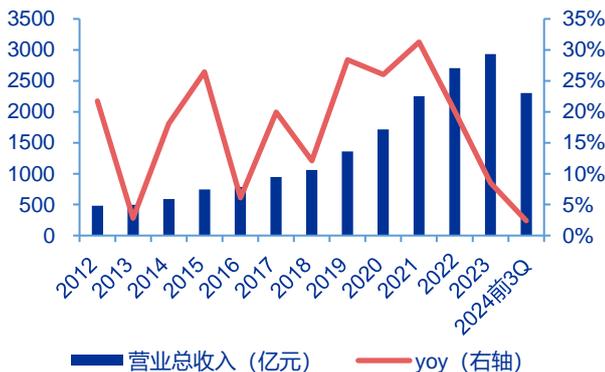
资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 利润快速增长，铜金双主业

量价齐升，业绩快速增长，矿产铜/矿产金贡献主要毛利。2020 年以来，受益于铜价金价上行，以及旗舰矿山项目建成放量，公司业绩快速增长，2020-2023 年净利润由 65 亿元增至 211 亿元，cagr 为 48%。2024Q1-Q3 公司实现营收 2304.0 亿元(yoy+2.4%)，归母净利润 243.6 亿元(yoy+50.7%)，扣非归母净利润 237.5 亿元(yoy+56.2%)；2024Q3 实现营收 799.8 亿元 (yoy+7.1%，qoq+5.7%)，归母净利润 92.7 亿元 (yoy+58.2%，qoq+5.1%)，扣非归母净利润 83.1 亿元 (yoy+49.75%，qoq-9.7%)，其中非经常性损益主要为 15.9 亿元公允价值变动收益，矿山企业毛利率 58.5% (环比-1.2pct)。

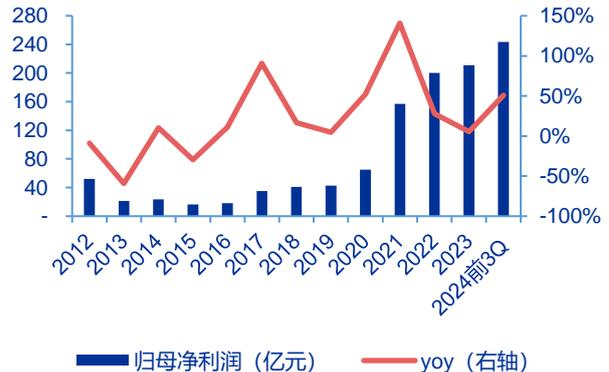
公司公告 2024 年业绩预告，预计 2024 年实现净利润约 320 亿元，同比增长 51.5%。

图 3：公司营业总收入及增速

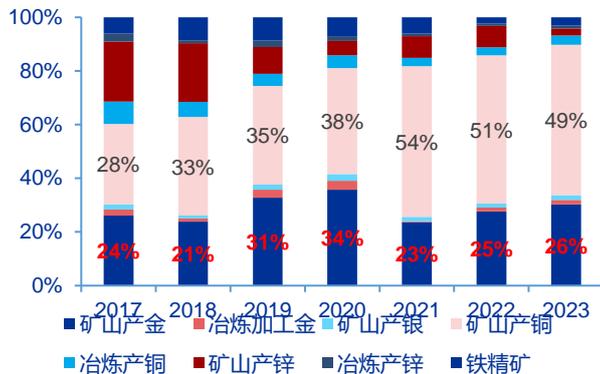


资料来源：公司公告，申万宏源研究

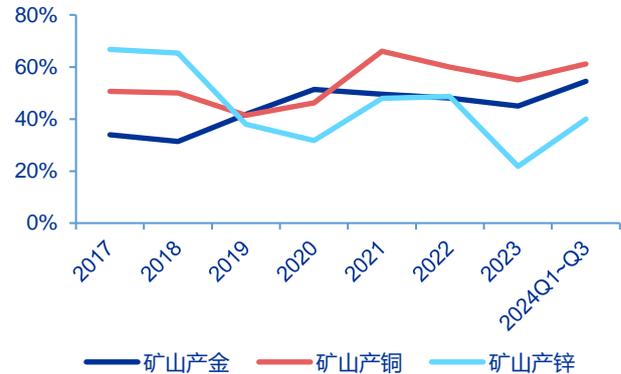
图 4：公司归母净利润及增速



来源：公司公告，申万宏源研究

图 5：矿产铜、矿产金贡献主要毛利


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 6：主要品种毛利率


资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.3 十年三级跳，高增长挺进全球前 3-5 位

2023 年 1 月：公司公告三年（2023-2025）规划和 2030 年发展目标纲要，彰显发展雄心。

2024 年 5 月：公司公告未来五年（至 2028 年规划），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，主要经济指标和铜、金矿产品产量进入全球 3-5 位，锂进入全球前 10 位。

2025 年度主要矿产品产量计划：矿产铜 115 万吨，矿产金 85 吨，矿产锌（铅）44 万吨，当量碳酸锂 4 万吨，矿产银 450 吨，矿产钼 1 万吨。

表 1：公司未来产量规划

主营矿产品	单位	2023	2024	2025E	2028E	2025-2028 CAGR
矿产铜	万吨	101	107	115	150-160	10%
矿产金	吨	68	73	85	100-110	7%
矿产锌/铅	万吨	47	45	50	55-60	5%
矿产银	吨	412	436	500	600-700	9%
锂(LCE)	万吨	0.3		4	25-30	90%
矿产钼	万吨	0.8		1	2.5-3.5	44%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

注：计算 CAGR 时取 2028 年产量规划区间中值

2. 低品位选冶、大规模建设实力强劲，外延内生资源量快速增长

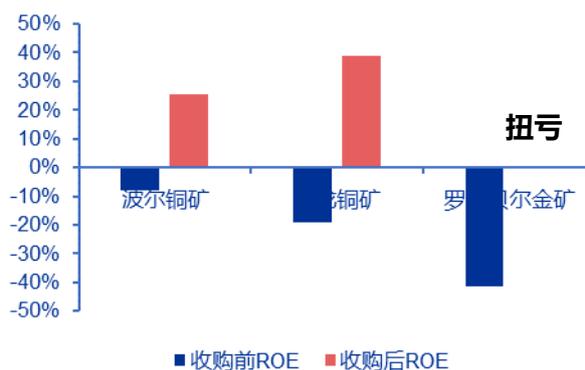
2.1 低品位选冶、一体化/大规模建设实力强劲

低品位矿山开采经验成熟：紫金山金铜矿是紫金矿业的发源地，金矿开发始于 1993 年，铜矿始于 2002 年，20 世纪 90 年代时紫金山金矿品位大多数在 1g/t 以下，属难选矿，开发经济性较差，陈景河先生提出湿法堆浸新工艺降本开采，后经数次技术改造后，成为国际特大型金矿，探明储量由 5.45 吨增至 500 吨以上。

矿石流五环归一，设计建设一体化、大规模开发能力突出：公司董事长提出“矿石流五环归一”管理模式，将地勘、采矿、选矿、冶炼、环保全流程统筹管理，实现矿山高效绿色开发。

得益于一体化优势，公司项目建设期较短。非洲科卢韦齐项目一期（2015 年初-2017 年 6 月）建成投产仅两年多，二期（2018 年-2019 年）建成投产仅 13 个月；刚果（金）卡莫阿-卡库拉铜矿二期 2022 年 3 月带料试车，历时 18 个月建成投产，较一期缩短 6 个月，较原计划提前 4 个月。自主技术开发和输出能力强。公司技术输出能力强，能针对项目公司的实际开展系统的技术攻关和方案输出，解决权属企业的技术问题，如原长期亏损的塞尔维亚博尔铜矿、苏里南罗斯贝尔金矿等 5 个大型项目，公司主导运营后不到 1 年均扭亏为盈。

图 7：收购项目 ROE 提升明显



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司坚持“一企一策”开发，优化建设方案、控制投资成本、缩短建设周期，生产运营成本竞争优势凸显，铜 C1 成本和黄金 AISC 成本均位于全球前 20% 分位。

2.2 外延内生并行,铜/金资源量 10 年复合增速约 22%/12%

公司现金流充足：2016 年-2024 年前三季度，公司经营性现金流净额由 86 亿元增至 361 亿元，基本可以覆盖资本开支。

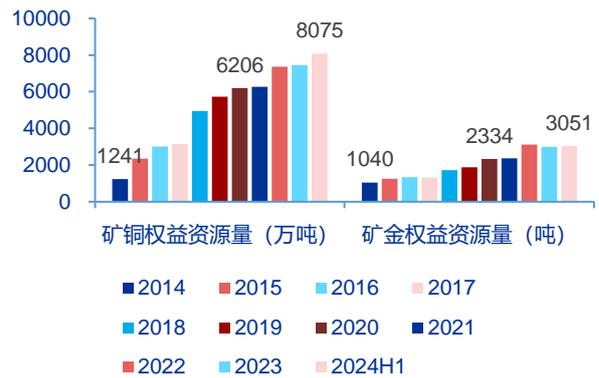
得益于收并购及自主勘探，2014-2024H1 公司铜矿权益资源量由 1241 增至 8075 万吨，金矿权益资源量由 1040 增至 3051 吨，复合增速分别为 22%/12%。

图 8：公司现金流充裕



资料来源：wind，申万宏源研究

图 9：公司矿铜、矿金资源量



资料来源：公司公告，申万宏源研究

1) 擅长逆周期并购、并购成本较低：

2015-2020 年铜价低迷周期，公司成功收购科卢韦奇铜矿、卡莫阿铜矿、Timok 铜金矿、巨龙铜矿等，而卡莫阿铜矿、Timok 铜金矿、巨龙铜矿分别于 2021 年 5 月/10 月/12 月投产，远景规划产能 80 万吨（有望成为全球第二大铜矿）/30 万吨/60 万吨，奠定公司 2020 年后铜产量快速增长基础。

资源并购成本低于全球同行均值：2020 年以来，资源平均并购成本铜约 50 美元/吨、黄金约 70 美元/盎司，显著低于全球同行同期铜 200 美元/吨、黄金 80 美元/盎司的平均并购水平。

2) 自主勘探成果丰厚，单位勘查成本低：

公司 50% 以上铜、金资源和 90% 以上锌（铅）资源为自主勘探获得，单位勘查成本显著低于全球同行。

公司自主地质找矿勘查项目与既有重点项目布局相匹配，形成境内地勘总院、中色紫金、西南地勘等平台，境外欧洲中色紫金(巴尔干)有限公司、非洲金山矿业(坦桑尼亚)有限公司、澳大利亚金太资源有限公司等平台。公司面向全球引进地勘人才，实施内部“储量承包”“成果分享”等市场化运营模式。

以卡莫阿为例，2015 年 5 月行业低点以 4.12 亿美元收购卡莫阿铜矿 45% 权益，收购时铜资源量仅 2416 万吨，2023 年底铜资源量 4266 万吨，增长近一倍，不算勘探成本对应单吨权益收购支出仅 131 元。

表 2: 主营矿种历年自主勘查新增资源量

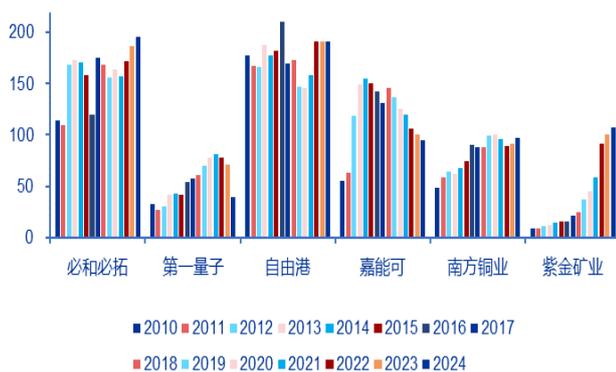
矿种	自主勘查探获资源量	公司总资源量	占比 (%)
铜/万吨	3740	7456	50
金/吨	1540	2998	51
锌(铅)/万吨	969	1068	91

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

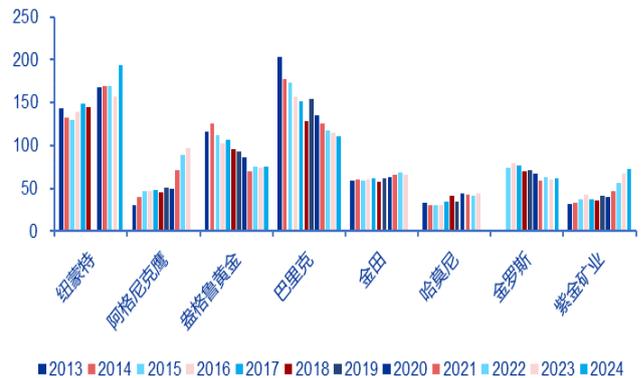
高成长型矿企: 过去 10 年, 紫金矿业矿铜、矿金产量复合增速 23%/8%。

图 10: 全球主要上市公司 ROIC


资料来源: wind, 申万宏源研究

图 11: 全球主要上市公司矿铜产量 (万吨)


资料来源: 公司公告, bloomberg, 申万宏源研究

图 12: 全球主要上市公司矿金产量 (吨)


资料来源: 公司公告, bloomberg, 申万宏源研究

表 3: 全球主要上市公司矿铜产量增速

铜产量 (万吨)	2014	2024	CAGR
紫金矿业	14	107	23%
必和必拓	171	196	1%
第一量子	43	39	-1%
自由港			%

嘉能可	155	95	-5%
南方铜业	68	97	4%

资料来源：公司公告，bloomberg，申万宏源研究

表 4：全球主要上市公司矿金产量增速

金产量 (吨)	2013	2023	CAGR
紫金矿业	32	68	8%
纽蒙特	144	157	1%
阿格尼克鹰	31	98	12%
盎格鲁黄金	116	74	-4%
巴里克	203	115	-6%
金田	60	65	1%
哈莫尼	33	44	3%

资料来源：公司公告，bloomberg，申万宏源研究

3. 铜矿聚焦三大区域，金矿收购技改并行

3.1 铜板块：多个大型项目投产，产量快速增长

主要在产铜矿：卡莫阿铜矿、巨龙铜矿、Timok 铜金矿、科卢韦齐铜（钴）矿、波尔铜矿等，权益产量前三的矿山约占总产量的 50%。

24Q1-Q3 矿产铜产量 79 万吨(yoy+4.7%)，增量主要来自塞紫金、塞紫铜、巨龙铜业；单位销售成本，铜精矿 18751 元/吨 (yoy-4.2%)，电积铜 32729 元/吨 (yoy+5.5%)，电解铜 35699 元/吨 (yoy-13.1%)。

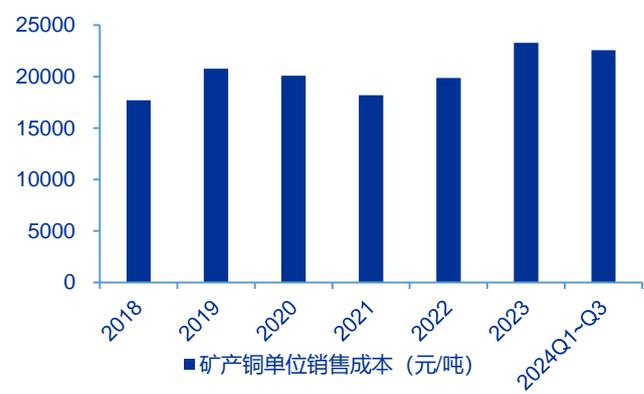
产量规划：25 年 115 万吨铜，28 年 150-160 万吨。

图 13：公司矿产铜产量

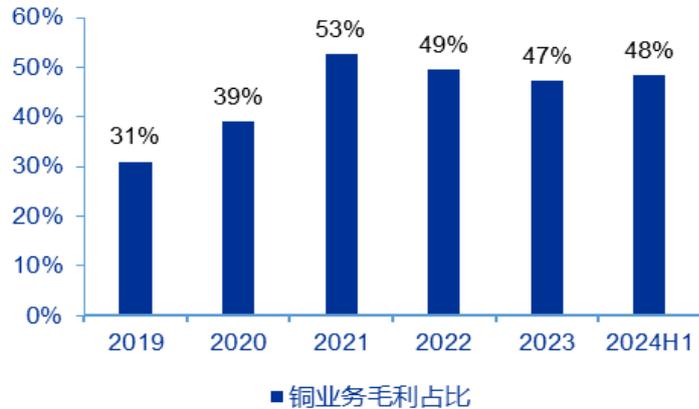


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 14：公司矿产铜销售成本



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 15: 公司铜业务毛利占比


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

刚果金、西藏、塞尔维亚三大区域齐发力, 主要新建及在建铜矿:

西藏: 巨龙铜矿二期 (24 年计划产铜 16.6 万吨, 预计二期 2025 年底投产, 合计产能达 30-35 万吨, 成为国内采选规模最大的单体铜矿山, 三期建成后年产铜超过 60 万吨), 朱诺铜矿 (拥有资源量约铜 294 万吨; 规划矿产铜 9.9 万吨)、玉龙铜矿 (国内第二大单体铜矿, 公司持股 22%, 23 年 11 月技改完成后铜产量提升至 15 万吨)、谢通门铜金矿。

刚果金: 卡莫阿铜矿三期 (25 年 5 月试生产, 较计划提前 6 个月竣工, 矿铜产能增加 15 万吨至 60 万吨, 成为全球第三大铜矿; 远期矿铜产能 80 万吨)。

塞尔维亚: timok 铜金矿、波尔铜矿 (合计总资源量铜约 3083 万吨, 欧洲第二大矿山产铜企业, 2024 年计划合计矿产铜 26.7 万吨, timok 下部矿带采用自然崩落法大规模开发已完成预可研设计, 正加快证照办理; 波尔铜矿 JM 矿填充法变更为崩落法采矿加快推进, 两大铜矿技改扩建项目 2025 年完成, 铜总产能 30 万吨)。

表 5: 2023 年公司分矿山矿铜产量

名称	持有权益	矿产铜 (万吨)	权益产铜 (万吨)
刚果 (金) 卡莫阿铜业 (权益)	44.98%	17.7	17.7
西藏巨龙铜业	50.10%	15.4	7.7
塞尔维亚紫金矿业	100%	13.9	13.9
刚果 (金) 科卢韦齐铜 (钴) 矿	72%	12.7	9.1
黑龙江多宝山	100%	11.1	11.1
塞尔维亚紫金铜业	63%	10.0	6.3
福建紫金山铜金矿	100%	8.6	8.6
阿舍勒铜矿	51%	4.4	2.3
西藏玉龙 (权益)	22.34%	2.6	2.6
厄立特里亚碧沙矿业	55%	1.8	1.0
吉林珲春紫金	100%	1.2	1.2
其他矿山合计	-	1.2	1.0
总计	-	-	-

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 6：2023 年公司冶炼铜产量

名称	持有权益	冶炼产铜 (万吨)	权益冶炼产铜 (万吨)
紫金铜业 (福建)	100%	42.3	42.3
黑龙江紫金铜业	100%	16.9	16.9
吉林紫金铜业	100%	13.0	13.0
其他铜冶炼总计	-	0.3	0.3
总计	-	72.5	72.4

资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.2 金板块：收购与技改扩建并行

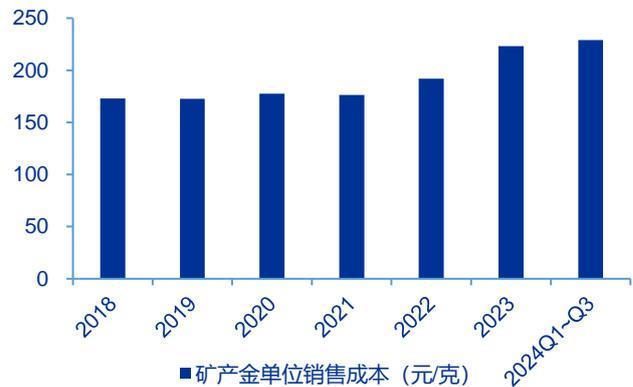
主要在产金矿：武里蒂卡、罗斯贝尔、诺顿金田、陇南紫金、Timok 铜金矿等，2023 年公司共有 5 座金矿权益产量超过 5 吨，合计权益产量约占总产量的 50%。

24Q1-Q3 公司实现矿产金产量 54.3 吨 (yoy+8.3%)，增量主要来自大陆黄金、诺顿金田、陇南紫金、奥罗拉；单位销售成本，金锭 286.5 元/克 (yoy+1.3%)，金精矿 155.1 元/克 (yoy-0.5%)。

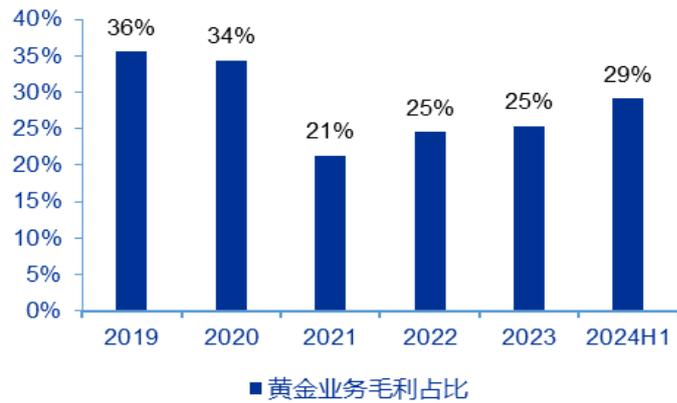
产量规划：25 年 85 吨黄金，28 年 100-110 吨黄金。

图 16：公司矿产金产量


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 17：公司矿产金销售成本


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 18：公司黄金业务毛利占比


资料来源：公司公告，申万宏源研究

多个金矿改扩建项目，连续收购多个金矿。

技改扩建金矿：苏里南罗斯贝尔金矿（南美洲最大在产露天金矿之一，23 年当年并购当年增效，24 年计划产金 7.9 吨，技改达产后矿金产能 10 吨），巴新波格拉金矿（2023 年 12 月 22 日全面复产，达产后权益年矿产金约 5 吨），新疆萨瓦亚尔顿金矿（预计露采建成达产后年均产金约 3.3 吨、地采建成达产后年均产金约 2.4 吨），海域金矿（预计 25 年投产，达产产金约 15-20 吨），持有招金矿业 20% 股权。

新收购金矿：

1) Akyem 金矿项目：2024 年 10 月 9 日与纽蒙特签署《股份收购协议》，拟出资 10 亿美元收购纽蒙特全资子公司（2023 年净利润 1.28 亿美元），该公司拥有 Akyem 金矿项目 100% 权益。Akyem 2021-2023 年黄金产量为 11.9、13.1、9.2 吨，当前为露天开采，到 2028 年开始将转为井下开采，服务年限到 2042 年，预计全矿山寿命周期内年均产黄金约 5.8 吨。

2) 秘鲁 LaArena 金矿和二期项目：2024 年 12 月 3 日完成交割，以 2.45 亿美元以及二期项目商业化生产后 5,000 万美元的或有付款和 1.5% 黄金净冶炼收益的权益金为对价收购泛美白银旗下秘鲁 La Arena 金矿和二期项目 100% 权益。La Arena 金矿目前在产，年产金约 3 吨，剩余服务年限为 3 年，La Arena 二期将开发东北部斑岩型铜金矿床，拟采用露天开采、浮选工艺，建设期 3 年，预计达产后年产铜约 10 万吨、产金约 3.8 吨。

表 7：2023 年公司分矿山矿金产量

名称	持有权益	矿产金 (吨)	权益产金 (吨)
哥伦比亚武里蒂卡	69.28%	8.3	5.8
罗斯贝尔	95%	7.6	7.2
澳大利亚诺顿金田	100%	6.7	6.7
塔吉克斯坦泽拉夫尚	70%	6.0	4.2
陇南紫金	84.22%	5.9	5.0
塞尔维亚紫金矿业	100%	5.0	5.0
吉尔吉斯斯坦奥同克	%	.	.

山西紫金	100%	3.9	3.9
圭亚那奥罗拉	100%	3.0	3.0
招金矿业 (权益)	20%	2.9	2.9
黑龙江多宝山	100%	2.6	2.6
贵州紫金	56%	2.2	1.2
吉林珲春紫金	100%	2.2	2.2
洛阳坤宇	70%	2.1	1.5
塞尔维亚紫金铜业	63%	2.0	1.3
其他矿山合计	-	3.4	2.6
总计	-	67.7	57.3

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 8：2023 年公司冶炼金产量

名称	持有权益	冶炼产量 (吨)	权益冶炼金 (吨)
黄金冶炼公司	100%	156	156
海峡珠宝产业园	50.3%	42	21
银辉黄金冶炼公司	100%	12	12
紫金铜业	100%	12	12
其他金冶炼合计	-	28	25
总计	-	250	226

资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.3 锂：形成“两湖两矿”格局，远景规划 LCE 产能 25-30 万吨

资源量：截止 2023 年，公司碳酸锂当量资源量 1347 万吨，2023 年公司权益碳酸锂产量 2903 吨。

产量规划：25 年 4 万吨碳酸锂，28 年 25-30 万吨碳酸锂。

项目进展推迟，优化成本：受项目权证办理手续滞后以及碳酸锂价格持续低迷等影响，阿根廷 3Q 项目和西藏拉果错项目投产时间延至 2025 年。在项目投产前，公司将进一步优化工艺流程，降低和夯实成本基础，以提升项目抵御价格波动力

收购藏格矿业控制权：2025 年 1 月公司签署协议，拟以 35 元/股对价、合计 137 亿元收购藏格矿业控制权，交易完成后合计持股 25%，藏格矿业核心资产为青海察尔汗盐湖项目 100%权益，老挝万象巴俄矿区钾盐项目、塞塔尼县钾盐项目 70%权益，西藏麻米错盐湖 24.01%权益，西藏龙木错盐湖、结则茶卡盐湖 21.09%权益，西藏巨龙铜矿 30.78%权益。收购完成后，紫金与藏格在锂矿业务存在同业竞争，将在取得控制权起 5 年内解决，方式包括资产重组、业务调整、委托管理等。

表 9：公司主要锂资源

名称	比例	时间	量	建设规划
阿根廷 3Q 盐湖锂矿	100%	2021 年 10 月	854 万吨@624mg/L	一期形成 2 万吨/年氢氧化锂产能，一、

				二期全部建成投产达产后形成 4-5 万吨/年氢氧化锂产能, 将视市场行情实施投产运行
西藏拉果错盐湖锂矿	70%	2022 年 4 月	216 万吨@281mg/L	一期 2 万吨/年碳酸锂项目已基本建成, 二期 3 万吨/年电池碳酸锂项目盐田项目建设有序推进
湖南道县湘源硬岩锂多金属矿 100%		2022 年 6 月	83 万吨@1.06% (LCE)	伴生铷、铯、钨、锡等多种金属; 一期 30 万吨/年采选系统已建成, 二期 500 万吨/年采选系统有序推进, 计划 2025 年二季度建成投产, 将视市场行情实施投产运行
马诺诺锂矿				2023 年 10 月受邀与刚果矿业开发股份有限公司合作勘探开发马诺诺锂矿东北部的绿地项目 (编号 PR15775 探矿权), 通过境外子公司金祥锂业持有合资公司马诺诺锂业简易股份有限公司 61% 权益; 计划尽快在可研和融资方案确定后 2 年内完成项目建设, 并同步建设锂冶炼产业园

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

3.4 钼: 规划 2028 年产量 2.5-3.5 万吨

公司收购安徽沙坪沟钼矿, 钼权益资源量 196 万吨, 预计达产后钼产能 2.7 万吨。2022 年 11 月, 公司以 59.1 亿元获金沙钼业 84% 股权, 金沙钼业持有安徽沙坪沟钼矿勘探权。

储量及品味: 沙坪沟钼矿为世界级超大待开发斑岩型钼多金属矿床, 保有钼资源量 245.94 万吨, 其中探矿权内钼资源量 233.78 万吨 (权益量 196 万吨), 平均品位 0.143%。(我国钼矿品味一般在 0.1% 以下)。

沙坪沟钼矿矿体资源量大, 品位较高, 矿体的赋存条件和水文地质条件简单, 适合于采用大规模地下开采。根据中国恩菲工程技术有限公司出具的 2020 年开发利用方案, 沙坪沟钼矿设计采选矿石生产能力为 1000 万吨/年。

建设期及回收期: 该项目建设期 4.5 年, 总投资预计 72 亿元, 其中建设投资 64 亿元, 建成达产后年均产钼精矿含钼 2.72 万吨。产品销售价格按照钼精矿含钼 15 万元/吨 (含税) 计, 年均利润总额 10 亿元, 对应完全成本 9.6 万元/吨, 项目投资内部收益率 12.48%, 投资回收期为 10.4 年 (含 4.5 年建设期)。

产量规划: 2025 年矿产钼 1 万吨, 2028 年矿产钼 2.5-3.5 万吨。

4. 盈利预测与估值

关键假设及盈利预测：

产量：据公司公告及生产经营计划，1) 铜：预计 24/25/26 年产量为 107/115/127 万吨；2) 金：预计 24/25/26 年产量为 73/85/93 吨；3) 碳酸锂：预计 25/26 年产量为 4/10 万吨。

价格（不含税）：1) 铜：预计 24/25/26 年价格为 5.8/5.9/6.0 万元/吨，供需趋紧下我们预计铜价上涨；2) 金：预计 24/25/26 年价格为 510/592/610 元/克，逆全球化趋势下我们预计央行购金持续，金价上行；3) 碳酸锂：预计 25/26 年价格为 8/8 万元/吨，供给过剩下我们预计价格处于低位。

毛利率：1) 铜：预计 24/25/26 年毛利率为 60.9%/60.4%/59.7%；2) 金：预计 24/25/26 年毛利率为 54.3%/58.9%/56.9%；3) 碳酸锂：预计 24/25/26 年毛利率为 25.5%/41.6%。

预计 24/25/26 年营业收入为 3230.3/3416.6/3681.3 亿元，净利润为 319.7/388.9/443.9 亿元。

表 10：紫金矿业盈利拆分

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
产量								
矿产铜 (万吨)	37	45	53	74	81	107	115	127
矿产金(吨)	39	38	46	61	67	73	85	93
碳酸锂 (万吨)					0		4	10
价格（不含税）								
铜 (万元/吨)	3.5	3.7	5.4	4.9	5.1	5.8	5.9	6
金 (元/克)	297	365	349	369	406	510	592	610
锂 (万元/吨)							8	8
毛利率								
矿产铜	48.2%	46.1%	66.0%	59.5%	54.5%	60.9%	60.4%	59.7%
矿产金	41.8%	51.4%	49.5%	48.0%	45.1%	54.3%	58.9%	56.9%
碳酸锂							25.5%	41.6%
营业收入 (亿元)	1361	1715	2251	2703.3	2934	3230.3	3416.6	3681.3
yoy	28.4%	26.0%	31.3%	20.1%	8.5%	10.1%	5.8%	7.7%
毛利率	11.4%	11.9%	15.4%	15.7%	15.8%	21.1%	23.3%	23.9%
净利润 (亿元)	42.8	65.1	156.7	200.4	211.2	319.7	388.9	443.9
yoy	4.6%	51.9%	140.8%	27.9%	5.4%	51.4%	21.6%	14.1%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

可比公司选择上，公司金铜并举，故选择主营业务为黄金的山东黄金、山金国际、中金黄金，以及主营业务为铜的洛阳钼业、铜陵有色、西部矿业、金诚信作为可比公司。

我们预计 24/25/26 年紫金矿业净利润为 319.7/388.9/443.9 亿元（24 年净利润为业绩预告公告数据，因金价上涨，上调 25/26 年盈利预测，25/26 年原预测为 379.6/394.2 亿元），24/25/26 年对应 PE 分别为 14/11/10x，25/26 年估值和铜板块可比公司均值相近，考虑到公司近年来收并购较多金矿，矿金产量放量，且金价处于上升通道，矿金毛利占比有望进一步提升，而公司 25/26 年估值均显著低于黄金板块可比公司均值，从黄金属性看相对低估，故维持买入评级。

图 19：黄金业务毛利占比逐渐提升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 11：可比公司估值

代码	名称	股价 2025/3/6	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			PB (MRQ)
				24E	25E	26E	24E	25E	26E	
黄金板块										
600547.SH	山东黄金	24.16	1081	29.5	50.0	62.3	37	22	17	4.5
000975.SZ	山金国际	16.76	465	21.9	28.9	34.5	21	16	13	3.7
600489.SH	中金黄金*	12.55	608	37.2	42.0	47.3	16	14	13	2.3
平均							25	17	15	3.5
铜板块										
603993.SH	洛阳钼业*	7.09	1524	135.0	137.7	143.7	11	11	11	2.4
000630.SZ	铜陵有色*	3.31	423	40.0	43.3	52.4	11	10	8	1.3
601168.SH	西部矿业*	16.79	400	37.0	42.1	46.8	11	9	9	2.4
603979.SH	金诚信*	40.60	253	15.8	20.5	25.1	16	12	10	3.1
平均							12	11	9	2.3
601899.SH	紫金矿业*	16.30	4332	319.7	388.9	443.9	14	11	10	3.3

资料来源：公司公告，wind，申万宏源研究（带*公司盈利预测来自申万宏源研究，已披露 24 年业绩预告公司 24 年业绩为所披露业绩预告区间中值）

财务摘要

合并损益表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	270,329	293,403	323,028	341,655	368,127
营业收入	270,329	293,403	323,028	341,655	368,127
c 营业总成本	242,073	264,999	276,536	284,570	303,771
营业成本	227,784	247,024	254,726	262,062	280,283
税金及附加	4,268	4,850	5,491	5,808	6,258
销售费用	620	766	969	1,025	1,104
管理费用	6,265	7,523	8,399	8,883	9,571
研发费用	1,232	1,567	1,615	1,708	1,841
财务费用	1,905	3,268	5,335	5,084	4,713
其他收益	485	542	0	0	0
投资收益	2,874	3,491	3,000	3,000	4,000
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-255	-19	0	0	0
信用减值损失	-329	-134	0	0	0
资产减值损失	-79	-385	0	0	0
资产处置收益	-5	37	0	0	0
营业利润	30,946	31,937	49,493	60,085	68,356
营业外收支	-953	-649	-285	-70	0
利润总额	29,993	31,287	49,208	60,015	68,356
所得税	5,226	4,748	9,242	11,403	12,871
净利润	24,767	26,540	39,966	48,612	55,485
少数股东损益	4,725	5,420	7,993	9,722	11,097
归母净利润	20,042	21,119	31,973	38,889	44,388

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	24,767	26,540	39,966	48,612	55,485
加：折旧摊销减值	10,452	10,619	9,678	13,119	18,239
财务费用	2,227	3,583	5,335	5,084	4,713
非经营损失	-3,451	-4,782	-3,000	-3,000	-4,000
营运资本变动	-5,746	237	-5,025	-3,651	-2,504
其它	429	663	0	0	0
经营活动现金流	28,679	36,860	46,954	60,163	71,933
资本开支	24,657	30,329	42,780	43,990	52,070
其它投资现金流	-26,324	-3,636	3,000	3,000	4,000
投资活动现金流	-50,981	-33,965	-39,780	-40,990	-48,070
吸收投资	774	235	3,518	0	0
负债净变化	27,746	6,723	-16,837	-8,492	-2,100
支付股利、利息	11,475	15,175	6,648	5,084	4,713
其它融资现金流	13,965	642	14,012	0	0
融资活动现金流	27,258	-5,817	-5,956	-13,575	-6,813
净现金流	6,035	-1,974	1,218	5,598	17,050

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	79,644	77,629	83,871	93,121	112,674
现金及等价物	25,338	23,756	24,974	30,571	47,621
应收款项	19,089	16,641	14,566	17,170	17,071
存货净额	28,104	29,290	36,389	37,437	40,040
合同资产	1,227	1,144	1,144	1,144	1,144
其他流动资产	5,887	6,798	6,798	6,798	6,798
长期投资	35,934	45,731	45,731	45,731	45,731
固定资产	94,613	117,393	150,495	181,366	215,197
无形资产及其他资产	95,852	102,253	102,253	102,253	102,253
资产总计	306,044	343,006	382,351	422,471	475,856
流动负债	71,170	84,182	72,545	66,154	66,154
短期借款	31,312	39,018	27,381	20,989	20,989
应付款项	18,978	22,635	22,635	22,635	22,635
其它流动负债	20,881	22,529	22,529	22,529	22,529
非流动负债	110,419	120,460	129,460	127,360	125,260
负债合计	181,589	204,643	202,006	193,514	191,414
股本	2,633	2,633	2,658	2,658	2,658
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	25,063	25,088	28,580	28,580	28,580
其他综合收益	5,061	8,960	8,960	8,960	8,960
盈余公积	1,367	1,367	1,367	1,367	1,367
未分配利润	54,758	69,270	99,930	138,819	183,207
少数股东权益	35,513	30,857	38,850	48,572	59,669
股东权益	124,455	138,363	180,345	228,957	284,442
负债和股东权益合计	306,044	343,006	382,351	422,471	475,856

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

重要财务指标

报告期	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)					
每股收益	0.75	0.79	1.20	1.46	1.67
每股经营现金流	1.08	1.39	1.77	2.26	2.71
每股红利	0.00	0.00	0.05	0.00	0.00
每股净资产	3.35	4.04	5.32	6.79	8.46
关键运营指标(%)					
ROIC	11.2	11.0	14.6	15.6	15.8
ROE	22.5	19.6	22.6	21.6	19.7
毛利率	15.7	15.8	21.1	23.3	23.9
EBITDA Margin	15.5	15.2	19.9	22.9	24.8
EBIT Margin	11.8	11.8	16.9	19.1	19.8
营业总收入同比增长	20.1	8.5	10.1	5.8	7.7
归母净利润同比增长	27.9	5.4	51.4	21.6	14.1
资产负债率	59.3	59.7	52.8	45.8	40.2
净资产周转率	3.04	2.73	2.28	1.89	1.64
总资产周转率	0.88	0.86	0.84	0.81	0.77
有效税率	19.3	17.1	20.0	20.0	20.0
估值指标(倍)					
P/E	21.6	20.5	13.6	11.1	9.8
P/B	4.9	4.0	3.1	2.4	1.9
EV/Sale	2.3	2.1	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA	14.6	14.0	9.8	8.1	7.0
股本	26,329	26,327	26,578	26,578	26,578

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，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、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、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。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。