

事件：公司发布 2024 年年报。 2024 年公司实现营业收入 3036 亿元，同比增长 3.5%，归母净利润 320.5 亿元，同比增长约 51.76%，实现扣非归母净利润 316.9 亿元，同比增长约 46.6%。单季度看，24Q4 公司实现营收 732.4 亿元，同比增长 7.1%，环比减少 8.4%，归母净利润 76.9 亿元，同比增长 55.3%，环比减少 17.0%，实现扣非归母净利润 79.5 亿元，同比增长 24.0%，环比减少 4.4%。业绩符合此前预告。

2024 年归母净利润的增长得益于产品量价齐升，同时成本控制卓有成效。
销量：矿山产金、矿山产铜的销售量同比 2024 年分别增加 1.6%、2.6%，考虑卡莫阿和玉龙的权益量之后，矿产铜销售增速为 5.2%。**价格：**矿产金铜 2024 年销售价格分别同比增长 28.2%和 14.2%至 521 元/克和 5.84 万元/吨。**成本：**矿产金、铜销售成本分别同比增长 3.4%、-1.5%至 231 元/克、2.3 万元/吨。成本下降包括物资采购成本下降、采矿外包工程成本下降等原因。**从板块占比来看，**2024 年公司铜业务毛利占比 45.03%，黄金业务占比 30.07%，锌（铅）业务占比 4.60%，白银、铁矿等其他产品占比 20.30%。

2024Q4 归母净利润环比减少 15.8 亿元。 主要是由于公允价值变动环比减利 16.5 亿元（由于公司在三季度股票投资盈利导致 Q3 高基数），减值损失环比减利 4.95 亿元（主要是固定资产减值损失全年 3.35 亿元和存货跌价损失全年 3.57 亿元，集中在 Q4），所得税减利 5.03 亿元，主要是由于塞尔维亚子公司实际税率低于 15%，属于全球反税基侵蚀规则立法模板影响的主要实体，因此在报表中补提了相应的当期所得税费用。增利项主要为毛利环比增长 6.7 亿元，主要为非主要矿产品板块毛利环比增加 7.2 亿元，主要产品板块中矿产金板块受益于价格上涨毛利环比增长 4.3 亿元，但被冶炼铜锌以及矿产锌的毛利环比下滑抵消，矿山铜/银板块毛利环比基本持平，投资收益环比增利 3.5 亿元，主要或为投资黄金企业等业绩环比增长。

2025 年公司主要产品产量计划：矿产铜 115 万吨（同比+8 万吨，主要来自于科卢韦奇产量恢复和卡莫阿三期爬坡），矿产金 85 吨（同比+12 吨，主要来自于国内海域金矿投产、萨瓦亚尔顿金矿爬坡、山西紫金满产、贵州水银洞爬坡，海外波格拉复产爬坡、泽拉夫尚产量恢复等），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。

投资建议：考虑到公司铜金产量持续增长，铜金价格上涨，我们预计 2025-2027 年公司将实现归母净利 415 亿元、451 亿元、479 亿元，对应 3 月 21 日收盘价的 PE 为 11x、10x 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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	303,640	329,675	352,355	368,693
增长率 (%)	3.5	8.6	6.9	4.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	32,051	41,501	45,112	47,887
增长率 (%)	51.8	29.5	8.7	6.2
每股收益 (元)	1.21	1.56	1.70	1.80
PE	15	11	10	10
PB	3.3	2.7	2.3	2.0

资料来源：ifind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 3 月 21 日收盘价）

推荐

维持评级
当前价格：
17.57 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) 2024 年业绩预告点评：行稳致远，再创佳绩-2025/01/22
- 紫金矿业 (601899.SH) 2024 年三季报深度点评：历史最佳业绩，成长不止-2024/10/20
- 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

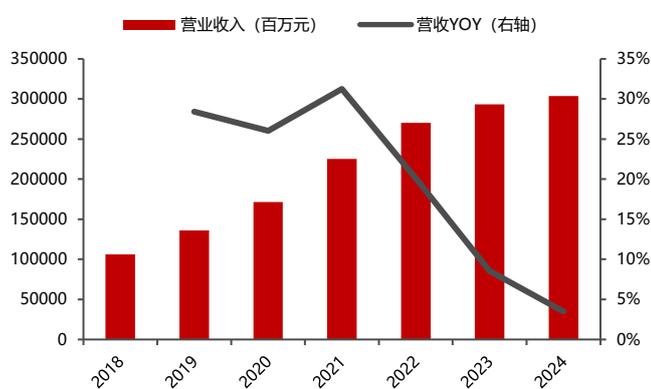
目录

1 事件：公司发布 2024 年年报	3
2 铜金共振，业绩再创新高	4
3 毛利端拆解：量价齐升，成本管控成效显著	6
4 费用端：降本控费卓有成效，财务费用大幅下降	10
5 Q4 环比：非经常性利润下降，或指示经营利润数据更优	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	15
7 子公司视角的产量	17
7.1 矿产金：基本完成年度规划产量目标，产量稳步增长	17
7.2 矿产铜：产量稳步增长，未来增量可期	18
7.3 铅锌矿：产量略低于年度规划目标	18
7.4 铁精矿：产量同比下滑，价格同比回暖	19
7.5 矿产银：产量持续增长，利润空间持续扩大	19
8 项目跟踪：在建项目稳步推进，并购硕果累累	21
8.1 铜：25 年项目持续推进，行稳致远	21
8.2 黄金：内生性增长+外延性并购，迎量价齐升	24
8.3 碳酸锂：“两湖两矿”逐步投产	30
8.4 自主地质找矿勘探，实现矿产内生性增长	31
9 盈利预测与投资建议	32
10 风险提示	33
插图目录	35
表格目录	35

1 事件：公司发布 2024 年年报

2025 年 3 月 21 日，公司发布 2024 年年报。2024 年公司实现营业收入 3036 亿元，同比增长 3.5%，归母净利润 320.5 亿元，同比增长约 51.76%，实现扣非归母净利润 316.9 亿元，同比增长约 46.6%。单季度看，24Q4 公司实现营收 732.4 亿元，同比增长 7.1%，环比减少 8.4%，归母净利润 76.9 亿元，同比增长 55.3%，环比减少 17.0%，实现扣非归母净利润 79.5 亿元，同比增长 24.0%，环比减少 4.4%。业绩符合此前预告。

图1：2024 年，公司实现营收 3036 亿元



资料来源：ifind，民生证券研究院

图2：2024 年，公司实现归母净利润 320.5 亿元



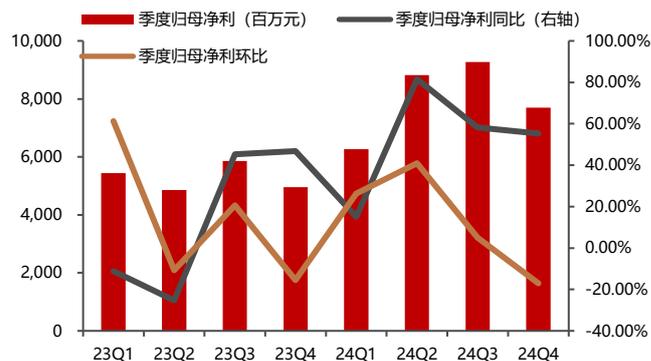
资料来源：ifind，民生证券研究院

图3：2024Q4，公司实现营收 732.4 亿元



资料来源：ifind，民生证券研究院

图4：2024Q4，公司实现归母净利润 76.9 亿元



资料来源：ifind，民生证券研究院

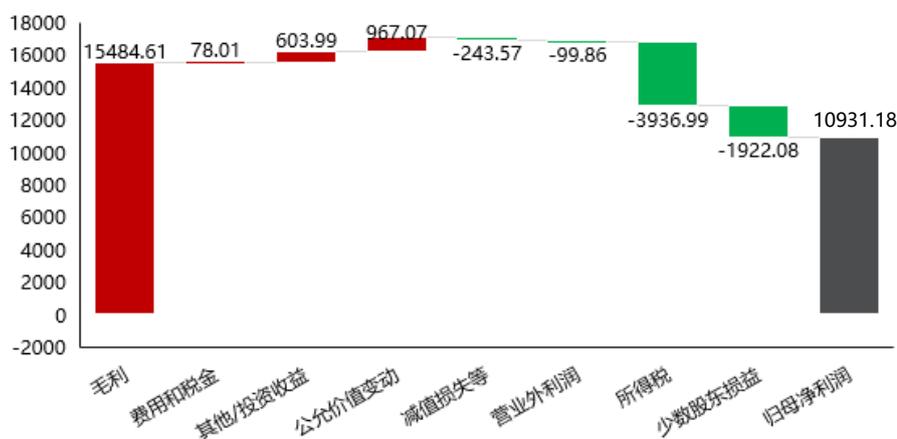
公司披露 2025 年产量规划：矿产铜 115 万吨，矿产金 85 吨，矿产锌（铅）44 万吨，当量碳酸锂 4 万吨，矿产银 450 吨，矿产钼 1 万吨。

2 铜金共振，业绩再创新高

2024 年，面对百年大变局加速演进，地缘政治的严峻考验，叠加能源转型加速变革交织，新质生产力的不断涌现，紫金矿业持续贯彻落实“提质、控本、增效”工作总方针，铜、金等主要矿产资源量、产量和利润等经营指标再创历史新高，成本上升趋势得到有效遏制，全年实现归母净利润再创新高。公司是大型跨国矿业集团，主要在全球范围内从事铜、金、锌、锂、银、钼等金属矿产资源勘查、开发和矿业工程研究、设计及应用等，致力为人类提供低碳矿物原料。年末公司市值居全球金属矿业企业 TOP4。

2024 年归母净利润同比上升，主要原因是毛利上升。2024 年公司实现营业收入 3036 亿元，同比增长 3.5%，归母净利润 320.5 亿元，同比增长约 51.76%，实现扣非归母净利润 316.9 亿元，同比增长约 46.6%。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、矿山产铜的销售量同比 2024 年分别增加 1.6%、2.6%，考虑卡莫阿和玉龙的权益量之后，矿产铜销售增速为 5.2%。

图5：2024 年，公司毛利同比增加 154.8 亿元（单位：百万元）



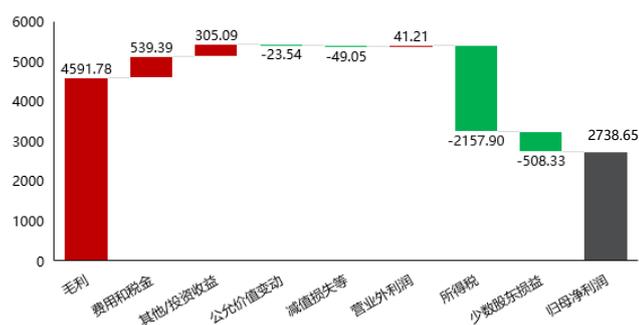
资料来源：ifind，民生证券研究院

分季度同比来看，2024Q4 vs 2023Q4：2024Q4 归母净利润 76.9 亿元，同比增加 27.4 亿元，核心在于毛利同比增加 45.9 亿元以及费用和税金增利 5.4 亿元，毛利增长主要得益于主要金属品种尤其是铜金等产品量价齐升，减利点主要是少数股东损益 (-5.1 亿元)，所得税 (-21.6 亿元)，主要是由于盈利增长带来的相应增长。

分季度环比来看，2024Q4 vs 2024Q3：2024Q4 归母净利润环比减少 15.8 亿元，主要是由于公允价值变动环比减利 16.5 亿元（由于公司在三季度股票投资盈利导致 Q3 高基数），减值损失环比减利 4.95 亿元（主要是固定资产减值损失全年 3.35 亿元和存货跌价损失全年 3.57 亿元，集中在 Q4），所得税减利 5.03 亿

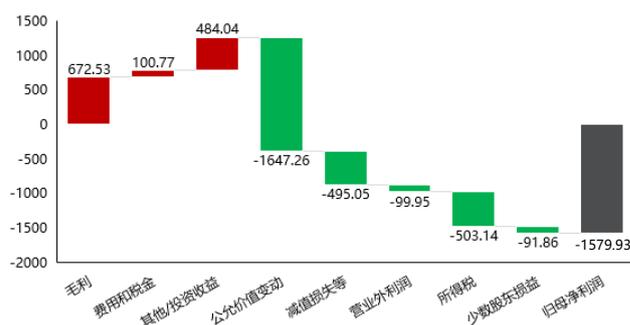
元，主要是由于塞尔维亚子公司实际税率低于 15%，属于全球反税基侵蚀规则立法模板影响的主要实体，因此在报表中补提了相应的当期所得税费用。增利项主要为毛利环比增长 6.7 亿元，主要为非主要矿产品板块毛利环比增加 7.2 亿元，主要产品板块中矿产金板块受益于价格上涨毛利环比增长 4.3 亿元，但被冶炼铜锌以及矿产锌的毛利环比下滑抵消，矿山铜/银板块毛利环比基本持平，投资收益环比增利 3.5 亿元，主要或为投资黄金企业等业绩环比增长。

图6：2024Q4 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7：2024Q4 业绩环比变化拆分（单位：百万元）

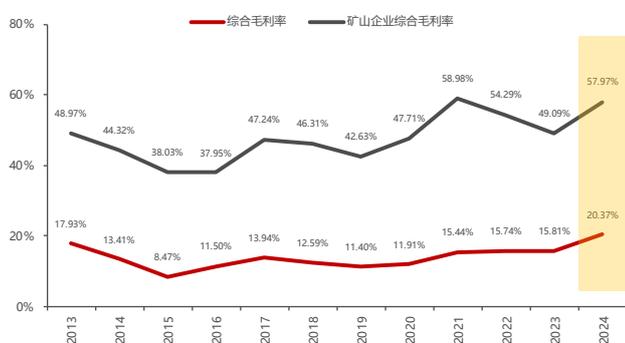


资料来源：ifind，民生证券研究院

3 毛利端拆解：量价齐升，成本管控成效显著

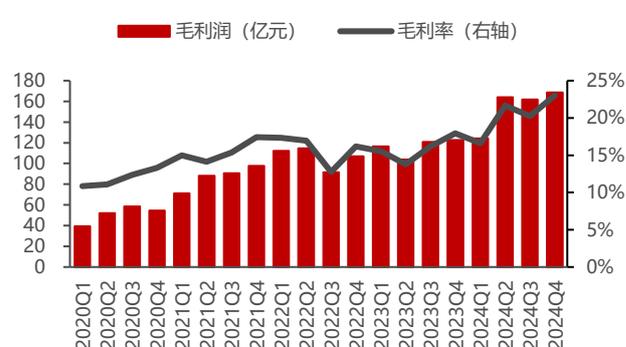
整体来看，1) 2024 年公司毛利润同比增长 154.9 亿元，综合毛利率同比增长 4.56pct 至 20.37%。2) 分季度看，2024Q4 公司单季度毛利润同比增 37.4%、环比增 4.2% 至 168.64 亿元，毛利率同比增 5.08pct、环比增 2.78pct 至 23.02%。
我们认为，公司 2024 年毛利润同比大幅增长主要得益于铜金产品量价齐升的同时成本上涨的势头得到遏制，单位毛利持续增长。2024 年综合毛利率同比增长 4.56pct，主要是由于高毛利的矿山端毛利占比提升。分季度看，2024Q4 毛利率环比略有上升主要在于营收环比下降，或由于低毛利率高营收的贸易业务收缩。

图8：公司综合毛利率及矿产品综合毛利率变化



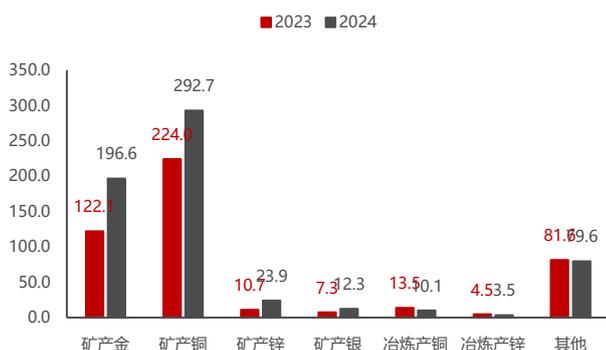
资料来源：ifind，民生证券研究院

图9：公司分季度毛利润及毛利率变化



资料来源：ifind，民生证券研究院

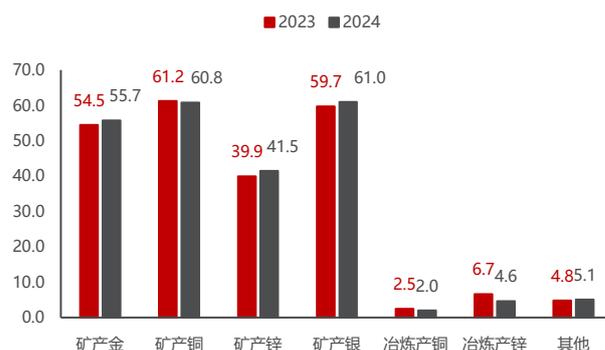
图10：公司分板块毛利变化 (单位：亿元)



资料来源：ifind，民生证券研究院

注：其它产品主要包括贸易物流，冶炼加工金银，铁精矿，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。

图11：公司分板块毛利率变化



资料来源：ifind，民生证券研究院

注：其它产品主要包括贸易物流，冶炼加工金银，铁精矿，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。

环比角度，从细分产品的毛利来看，矿产金表现较好。

- ✓ 2024Q4 矿产品及冶炼端毛利环比降低 1.44 亿元，其中，矿产铜/银 Q4 毛利环比基本持平，矿产品及冶炼端毛利环比增加部分主要是矿产金 (+4.32 亿元)，但由于冶炼铜 (-1.13 亿元)、冶炼锌 (-1.13 亿元)、矿产锌 (-1.05 亿

元) 产品对业绩的拖累, 整体的毛利环比降低。

- ✓ 其他非主营产品 (主要包括贸易物流, 冶炼加工金银, 铁精矿, 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, 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 8.16 亿元, 是 2024Q4 毛利额环比增长的主要原因。

表1: 公司分季度毛利变化 (亿元)

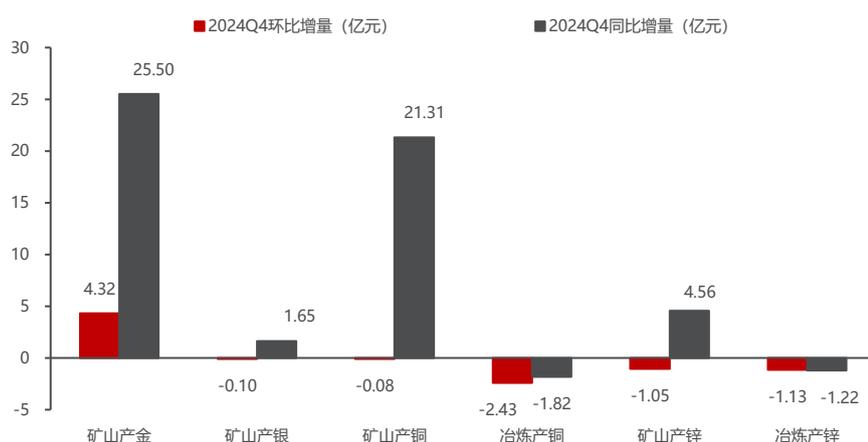
	2023Q3	2023Q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2024Q3 毛利占比 (%)	2024Q4 毛利占比 (%)	2024Q4 同比 (%)	2024Q4 环比 (%)
矿产产金	30.9	31.5	37.6	49.4	52.7	57.0	32.5%	33.8%	81.0%	8.2%
矿产产银	1.9	1.8	1.9	3.3	3.6	3.5	2.2%	2.1%	90.1%	-2.8%
矿山铜板块	59.1	50.5	65.5	83.6	71.9	71.8	44.4%	42.6%	42.2%	-0.1%
冶炼产铜	3.7	2.5	3.1	3.3	3.1	0.7	1.9%	0.4%	-73.2%	-78.4%
矿产产锌	2.7	2.4	2.8	6.1	8.0	7.0	4.9%	4.1%	191.1%	-13.2%
冶炼产锌	0.8	1.2	1.0	1.5	1.1	0.0	0.7%	0.0%	-102.9%	-103.2%
矿产品和冶炼端	100.64	90.91	113.51	153.13	146.08	144.64	90.2%	85.8%	59.1%	-1.0%
其他产品等	20.19	31.81	10.66	10.79	15.84	24.00	9.8%	14.2%	-24.6%	51.5%
合计	120.82	122.72	124.17	163.92	161.91	168.64	100.0%	100.0%	37.4%	4.2%

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、其它产品主要包括贸易物流, 冶炼加工金银, 铁精矿, 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

图12: 2024Q4 分产品毛利变化



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

销量端: 2024Q4, 矿产金、矿产银、矿产铜、矿产锌环比分别减少 2.72%、11.58%、0.46%、19.78%。其中矿产锌销售环比下滑较多为销售节奏问题, Q4 产量环比基本持平, Q3 销售了部分库存, 导致基数较高。矿产银销量环比减少主

要或由于作为矿山副产品产出出现阶段性减少。

价格端：2024Q4，矿产金、矿产银、矿产铜、矿产锌环比分别增长 6.65%、6.91%、2.15%、12.49%。矿产铜锌价格上涨一方面受益于铜锌价格环比略有上涨，另一方面也受益于冶炼加工费下滑。矿产金银价格上涨主要受益于金属价格持续走高。

成本端：2024Q4，矿产金、矿产银、矿产铜、矿产锌环比分别增长 0.70%、1.92%、4.89%、16.34%。矿产锌销售成本增长较多主要或由于矿产锌销量环比下降较多。矿产铜成本环比增长一方面反映通胀成本抬升，另一方面或也由于部分矿山高品位矿石消耗后平均入选品位下滑，比如 Timok 等。尽管季度成本略有抬升，但从年度来看，假设保持 2023 年的汇率，公司大多数矿山产品（除电积铜、矿产银之外）成本同比均有所下滑，电积铜成本同比增长 8.3%反映了刚果金科卢韦奇矿山钴放射性事件以及高品位矿石品位衰减影响。

表2：公司分产品销量、单价和单位成本变化（2024Q4 环比 2024Q3）

	单位	2024Q3				2024Q4				2024Q4 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	18,859	17,339	537	233	18,673	16,868	573	235	-0.99%	-2.72%	6.65%	0.70%
矿产银	千克, 元/克	120,862	117,048	4.87	1.82	104,690	103,492	5.20	1.85	-13.38%	-11.58%	6.91%	1.92%
矿产铜	吨, 元/吨	271,459	205,777	57,806	22,885	278,996	204,822	59,048	24,004	2.78%	-0.46%	2.15%	4.89%
冶炼产铜	吨, 元/吨	183,257	185,489	66,363	64,696	172,798	170,882	66,997	66,607	-5.71%	-7.87%	0.96%	2.95%
矿产锌	吨, 元/吨	106,470	110,926	15,154	7,939	106,466	88,984	17,047	9,236	0.00%	-19.78%	12.49%	16.34%
冶炼产锌	吨, 元/吨	92,473	92,993	20,957	19,774	97,972	99,289	22,617	22,652	5.95%	6.77%	7.92%	14.55%

资料来源：ifind，公司公告，民生证券研究院

表3：2024 年公司大部分矿产产品成本同比下降（按 2023 年汇率）

项目	产品名称	单位销售成本					毛利率 (%)		
		2024 年	2024 年 (按 2023 年汇率)	2023 年	单位	同比 (%)	同比 (%) (按 2023 年汇率)	2024 年	2023 年
矿产金	金锭	287.16	284.3	286.09	元 / 克	0.38	-0.62	46.16	33.94
	金精矿	158.15	157.67	158.83	元 / 克	-0.43	-0.72	68.64	58.05
	铜精矿	19,139	19,079	19,998	元 / 吨	-4.3	-4.6	66.03	59.52
矿产铜	电积铜	32,602	32,333	29,862	元 / 吨	9.18	8.27	48.4	47.01
	电解铜	35,673	35,297	43,098	元 / 吨	-17.23	-18.1	45.86	27.68
矿产产锌		8,735	8,689	9,266	元 / 吨	-5.74	-6.24	41.46	21.83
矿产产银		1.85	1.84	1.72	元 / 克	7.4	7.05	61	50.78
铁精矿		184.59	184.59	230.97	元 / 吨	-20.08	-20.08	73.41	60.43

资料来源：公司公告，民生证券研究院

同比角度，2024Q4 矿产品及冶炼端毛利同比增加 53.7 亿元，其他非主营产品毛利同比减少 7.8 亿元。其中，矿产品及冶炼端毛利同比增加主要来自于矿产

金 (+25.5 亿元) 和矿产铜 (+21.3 亿元)。毛利额同比的主要增量矿产金核心受益于单价同比增长 40.3%，成本同比增幅仅为 2.3%。矿产铜核心受益于价格同比增长 14.9%，23 年成本上涨趋势得到有效遏制。

表4：公司分产品销量、单价和单位成本变化 (2024Q4 同比 2023Q4)

	单位	2023Q4				2024Q4				2024Q4 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	17,635	17,455	421	240	18,673	16,868	573	235	5.18%	-2.71%	40.32%	2.28%
矿产银	千克, 元/克	92,243	99,097	3.63	1.78	104,690	103,492	5.20	1.85	1.92%	0.12%	45.33%	6.30%
矿产铜	吨, 元/吨	253,042	197,871	51,185	25,680	278,996	204,822	59,048	24,004	6.48%	-4.97%	14.85%	0.08%
冶炼产铜	吨, 元/吨	180,501	180,501	60,016	58,636	172,798	170,882	66,997	66,607	-5.45%	-6.54%	10.11%	13.26%
矿产锌	吨, 元/吨	98,616	98,695	12,316	9,897	106,466	88,984	17,047	9,236	0.41%	-15.27%	38.59%	-5.08%
冶炼产锌	吨, 元/吨	93,457	93,373	18,838	17,571	97,972	99,289	22,617	22,652	57.46%	59.93%	20.63%	29.16%

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, 2024Q4 矿山产品单位毛利环比均增长, 冶炼产品单位毛利环比大幅减少。矿产金/银/铜/锌单位毛利分别环比增长 11.21%、9.88%、0.35%、8.25%。冶炼产铜、冶炼厂锌单位毛利分别环比减少 76.59%和 102.97%, 主要是由于全球铜锌矿紧缺, 铜锌冶炼加工费下滑, 考虑到公司矿山产能大于冶炼产能, 冶炼单位盈利下滑带来的影响有限。

表5：公司分产品单位毛利同比、环比变化

	2023Q4	2024Q3	2024Q4	2024Q4 同比	2024Q4 环比
矿产金	180	304	338	89.29%	11.21%
矿产银	1.84	3.05	3.35	82.24%	9.88%
矿山铜	25505	34922	35043	27.77%	0.35%
冶炼产铜	1380	1667	390.2	-80.84%	-76.59%
矿产锌	2419	7215	7810.6	203.96%	8.25%
冶炼产锌	1268	1183	-35.1	-102.90%	-102.97%

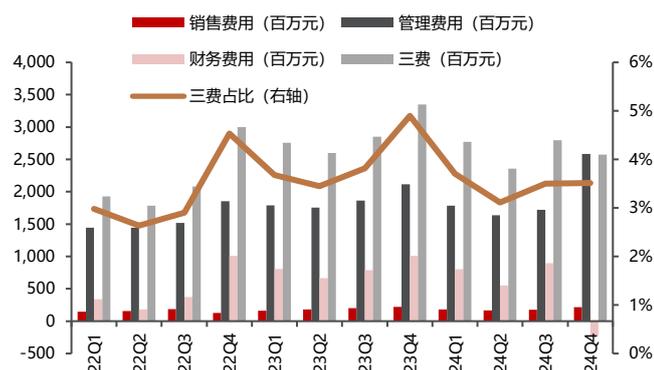
注: 矿产金、矿产银单位均为元/克; 矿产铜、冶炼铜、矿产锌、冶炼锌单位均为元/吨;

资料来源: ifind, 公司公告, 民生证券研究院

4 费用端：降本控费卓有成效，财务费用大幅下降

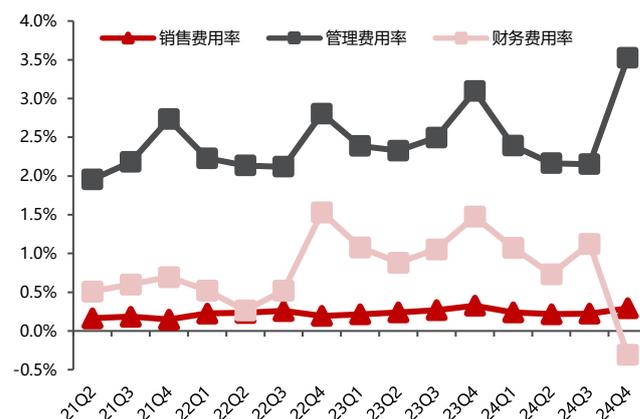
从期间费用的变化来看，2024Q4 公司三费环比减少 2.3 亿元，主要得益于财务费用环比减少 11.2 亿元。2024 年公司销售费用、管理费用、财务费用、研发费用分别为 7.4、77.3、20.3、15.8 亿元。2024 年同比来看：变化较大的主要是财务费用同比下降 12.4 亿元，得益于公司 24 年致力于控本降负债，资产负债率持续下降，港股闪电融资偿还高息美元债；管理费用同比增长 2.1 亿元，相比于盈利规模的增长来看，管理费用上涨完全可控。分季度看，2024Q4 期间费用（含研发费用）合计 30 亿元，环比减少 2.4 亿元，其中销售费用、管理费用、财务费用、研发费用分别环比变化+0.36 亿元、+8.61 亿元、-11.24 亿元、-0.15 亿元。其中管理费用环比大幅增长主要是由于年底人员奖金等增加，符合季节性的变化规律，财务费用环比大幅减少主要或由于一方面负债率下降，利息支出减少，另一方面货币资金环比大幅增长 55 亿，利息收入或环比有所增长。

图13：公司三费情况



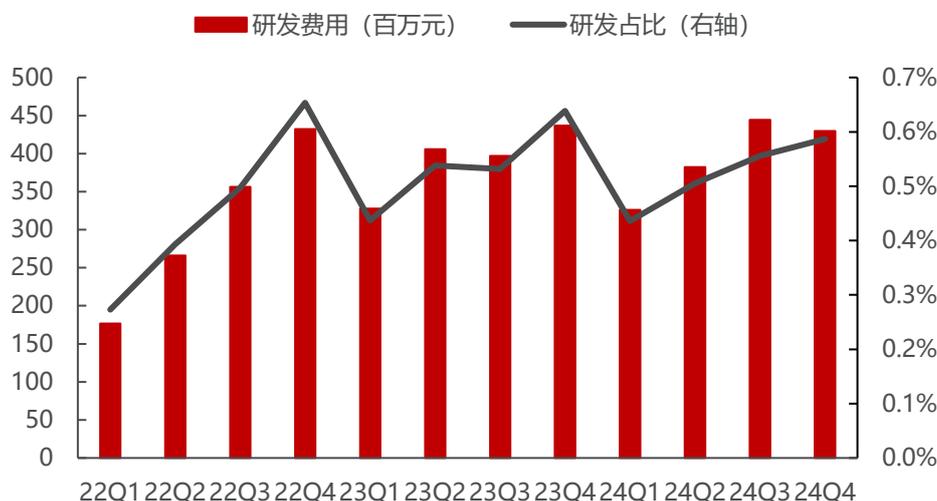
资料来源：ifind，民生证券研究院

图14：公司费用率变化



资料来源：ifind，民生证券研究院

图15：公司研发费用情况



资料来源：ifind，民生证券研究院

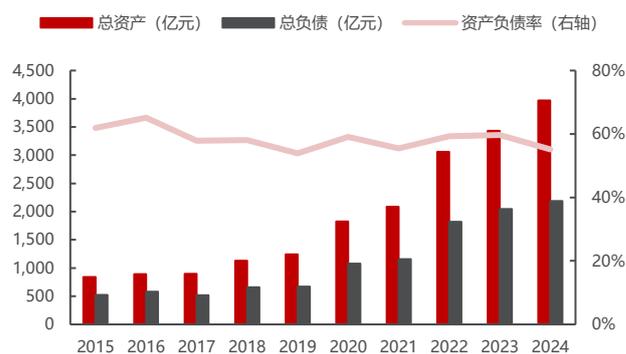
2024 年公司港股闪电再融资，主要用途为偿还高息美元债，年底资产负债率较 2023 年年底下降 4.5pct 至 55.2%。2024Q4 末公司借款总额同比减少 63.54 亿至 921.66 亿元，其中短期借款 307.13 亿元，同比增加 97.2 亿，长期借款 614.53 亿元，同比减少 160.8 亿，环比减少 83.07 亿元；公司 2024 年资产负债率为 55.2%，较 2023 年有所下降，债务压力持续缓解。

图16：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17：公司资产负债率变化



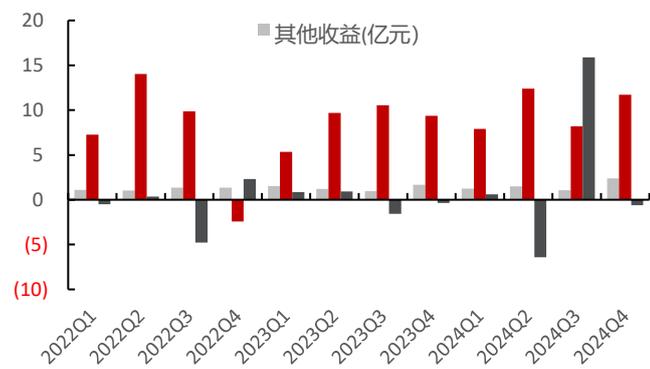
资料来源：ifind，民生证券研究院

5 Q4 环比：非经常性利润下降，或指示经营利润数据更优

环比来看，2024Q4 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）环比减少 11.63 亿元，主要是由于三季度公司持有权益类资产公允价值增加，资产/信用减值损失环比减利 5.13 亿元，其中主要是固定资产减值损失全年 3.35 亿元和存货跌价损失全年 3.57 亿元，集中在 Q4。此外，营业外收支环比利润减少 1.00 亿元，综合来看，环比减少利润 17.77 亿元，或指示公司四季度主业经营利润数据更优，经营效益也更好。

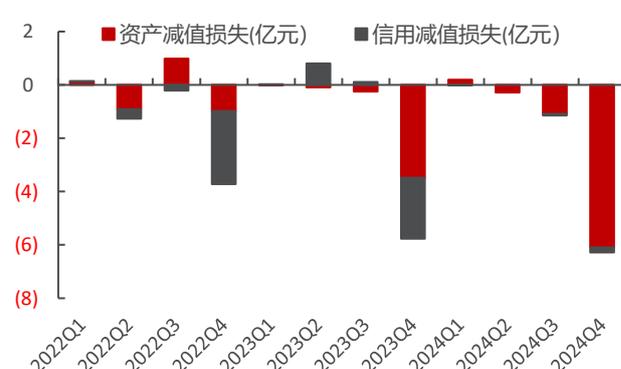
详细来看，2024Q4 非经常性损益项目环比减量主要体现在：除同公司正常经营业务相关的有效套期保值业务外的公允价值变动损益和投资收益（-12.87 亿元），非流动资产处置损益（-1.93 亿元），少数股东权益影响（-1.74 亿元），单独进行减值测试的应收款项减值准备转回（-0.13 亿元），计入当期损益的对非金融企业收取的资金占用费（-0.01 亿元）；Q4 环比的增量体现在：，计入当期损益的政府补助（+0.52 亿元）、除上述各项之外的其他营业外收入和支出（+0.99 亿元）所得税影响额（+2.42 亿元）、其他符合非经常性损益定义的损益（+0.64 亿元）。

图18：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）



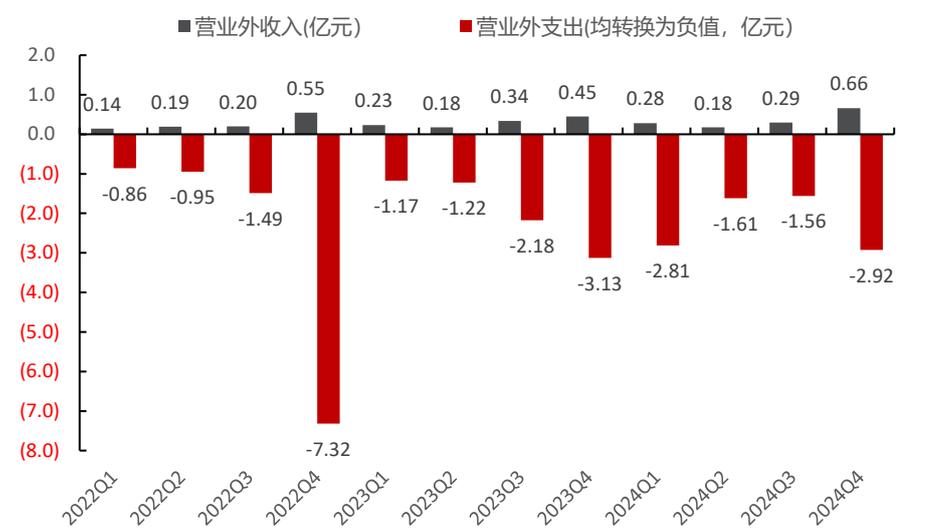
资料来源：ifind，民生证券研究院

图19：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20: 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

表6: 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	2023Q3	2024Q4	环比增减
非流动资产处置损益	7.95	-185.52	-193.47
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	105.71	158.18	52.47
计入当期损益的对非金融企业收取的资金占用费	10.38	9.37	-1.01
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	1032.22	-254.34	-1286.56
除上述各项之外的其他营业外收入和支出	-118.01	-19.21	98.80
其他符合非经常性损益定义的损益项目	0.00	64.03	64.03
少数股东权益影响额(税后)	-0.99	173.16	174.14
所得税影响额	88.60	-153.40	-242.00
合计	958.63	-251.96	-1210.59

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

2024Q4 所得税率环比上升, 少数股权占比环比提升。2024Q4 公司所得税率环比增 5.4pct 至 23.8%。另外, 公司 Q4 少数股东损益环比增加 0.92 亿元, 少数股东损益占比增加 3.6pct 至 20.8%, 主要原因是部分子公司盈利环比提升。此外, 由于塞尔维亚子公司实际税率低于 15%, 属于全球反税基侵蚀规则立法模板影响的主要实体, 因此公司在报表中补提了相应的当期所得税费用, 导致 Q4 所得税率环比抬升。

图21：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22：公司分季度少数股东损益及少数股权占比



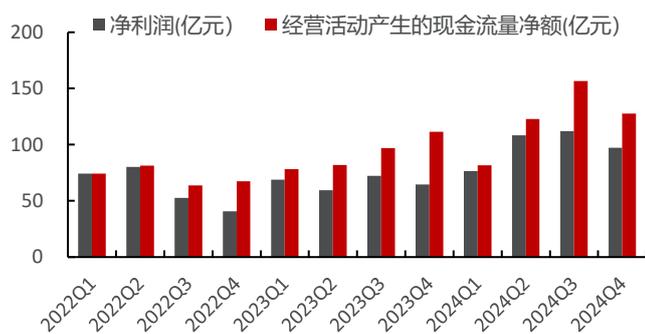
资料来源：ifind，民生证券研究院

6 经营性现金流充裕，且随着项目投产达产有望持续增加

2024 年公司实现经营活动现金净流入 488.60 亿元，同比增加流入 120 亿元。其中 Q1-Q4 分别为 81.72 亿元、122.75 亿元、156.62 亿元、127.51 亿元。当前经济背景下，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。

2024 年公司筹资活动产生的现金净流出额为 44.29 亿元，上年同期为现金净流出 58.17 亿元。根据公司未到期债务情况，我们预计 2025 年暂无需偿还债务，基于公司的现金流情况，我们认为公司的资金压力较小。

图23：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24：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

表7：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	7.42Y	7.00	7.00	3.80
102381477.IB	一般中期票据	固定利率	2023-06-21	2030-06-21	5.25Y	7.50	7.50	3.67
102581166.IB	一般中期票据	累进利率	2025-03-18	2030-03-18	2.99Y+2Y	15.00	15.00	2.16
102580507.IB	一般中期票据	累进利率	2025-02-11	2030-02-11	2.89Y+2Y	20.00	20.00	1.80
102580203.IB	一般中期票据	累进利率	2025-01-14	2030-01-14	2.82Y+2Y	15.00	15.00	1.89
102485485.IB	一般中期票据	累进利率	2024-12-19	2029-12-19	2.75Y+2Y	10.00	10.00	1.85
102485053.IB	一般中期票据	累进利率	2024-11-21	2029-11-21	2.67Y+2Y	15.00	15.00	2.18
102282230.IB	一般中期票据	累进利率	2022-10-13	2029-10-13	2.56Y+2Y	15.00	15.00	3.20
102483761.IB	一般中期票据	累进利率	2024-08-26	2029-08-26	2.43Y+2Y	15.00	15.00	2.20
241356.SH	一般公司债	累进利率	2024-07-31	2029-07-31	2.36Y+2Y	20.00	20.00	1.99
5034.HK	海外债	固定利率	2024-06-25	2029-06-25	4.26Y	20.00	20.00	1.00
240996.SH	一般公司债	累进利率	2024-05-16	2029-05-16	2.15Y+2Y	20.00	20.00	2.30
102382995.IB	一般中期票据	累进利率	2023-11-06	2028-11-06	1.63Y+2Y	20.00	20.00	3.08
115808.SH	一般公司债	累进利率	2023-08-18	2028-08-18	1.41Y+2Y	20.00	20.00	2.83

115350.SH	一般公司债	累进利率	2023-05-11	2028-05-11	1.14Y+2Y	10.00	10.00	2.96
102381003.IB	一般中期票据	累进利率	2023-04-21	2028-04-21	1.08Y+2Y	10.00	10.00	3.10
102282287.IB	一般中期票据	累进利率	2022-10-19	2027-10-19	212D+2Y	15.00	15.00	2.79
185806.SH	一般公司债	累进利率	2022-05-26	2027-05-26	65D+2Y	35.00	35.00	2.94
102280542.IB	一般中期票据	累进利率	2022-04-22	2027-04-22	31D+2Y	20.00	20.00	3.15
185486.SH	一般公司债	固定利率	2022-03-08	2027-03-08	1.96Y	15.00	15.00	3.60
188495.SH	一般公司债	累进利率	2021-08-03	2026-08-03	1.37Y	20.00	0.07	3.10
188162.SH	一般公司债	固定利率	2021-06-03	2026-06-03	1.20Y	5.00	5.00	3.87

资料来源: ifind, 公司公告, 民生证券研究院

7 子公司视角的产量

7.1 矿产金：基本完成年度规划产量目标，产量稳步增长

产量端：2024 年产量 72.94 吨，同比增长 7.70%，基本完成年度规划目标。2024 年，泽拉夫尚 (-1.04 吨)、奥同克 (-0.39 吨)、曙光金铜矿 (-0.60 吨，矿山开发进入尾声)、贵州水银洞 (-0.40 吨)、洛阳坤宇 (-0.46 吨)、山西紫金 (-0.52 吨)、苏里南罗斯贝尔 (-0.11 吨) 金矿产量同比减少，但是诺顿金田 (+1.52 吨)、多宝山 (+0.30 吨)、武里蒂卡 (+1.71 吨)、塞尔维亚紫金铜业 (+0.63 吨)、陇南紫金 (+1.11 吨)、塞尔维亚紫金矿业 (+0.37 吨)、圭亚那奥罗拉 (+1.05 吨)、招金矿业 (+0.35 吨)、其他 (+0.27 吨) 金矿贡献了较多增量。罗斯贝尔金矿选厂 1,000 万吨/年技改扩能已完成，正加速向年产黄金 10 吨提升；奥罗拉金矿选厂 330 万吨/年处理量技改扩能快速推进；所罗门金岭金矿正在推进 330 万吨/年采选工程试生产产能爬坡及地质补勘工作；陇南紫金旗下金山金矿 2,000 吨/日采选工程建成投产增效；黄金产量有望持续稳步增长。

表8：2024 矿产金产量同比+7.70% (单位：千克)

主要企业或矿山	权益	2023	2024	2024 同比
塔吉克斯坦泽拉夫尚公司	70%	5,991	4,951	-17%
澳洲诺顿金田黄金公司	100%	6,660	8,182	23%
巴布亚新几内亚波格拉金矿			1,433	
吉尔吉斯斯坦奥同克公司	60%	4,091	3,703	-9%
吉林珲春曙光金铜矿	100%	2,160	1,557	-28%
黑龙江多宝山铜业	100%	2,582	2,878	11%
贵州水银洞金矿	56%	2,217	1,816	-18%
河南洛阳坤宇黄金公司	70%	2,110	1,653	-22%
哥伦比亚武里蒂卡	69.28%	8,321	10,030	21%
塞尔维亚紫金铜业	63.00%	1,989	2,621	32%
山西紫金义兴寨金矿	100%	3,875	3,352	-13%
甘肃陇南紫金	84.22%	5,937	7,051	19%
塞尔维亚紫金矿业	100%	4,955	5,328	8%
圭亚那奥罗拉	100%	3,023	4,069	35%
招金矿业 (权益)	19%	2,884	3,229	12%
苏里南罗斯贝尔	95%	7,573	7,460	-1%
集团其他黄金企业合计		3,358	3,625	8%
总计		67,726	72,938	8%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

7.2 矿产铜：产量稳步增长，未来增量可期

产量端：2024 矿产铜产量 106.85 万吨，同比+6.07%，完成年度规划目标的 96%。2024 年，塞尔维亚紫金铜业、塞尔维亚紫金矿业、西藏巨龙、卡莫阿铜业、西藏玉龙铜业等优质项目持续增量增效，分别同比增长 22.19%、22.90%、7.75%、9.98%、36.73%。产量下滑较多的矿山主要为刚果（金）科卢韦齐铜矿，产量下滑主要是受到钴产品放射性事件影响，目前已解决，公司预计 25 年科卢韦齐铜矿产量将恢复到 11 万吨铜产量。吉林珲春曙光金铜矿产量同比下降 29.1%，主要是由于矿山开采进入尾声。塞尔维亚丘卡卢-佩吉铜金矿下部矿带及博尔铜矿正加快推进年总产铜 45 万吨改扩建工程；西藏巨龙项目全面推进二期改扩建工程，计划 2025 年底建成投产；多宝山铜山矿深部矿体开发将延长矿山服务年限 40 年；朱诺铜矿拥有资源量铜 294 万吨，2024 年 9 月采选工程项目获得地方政府核准，2025 年全面开工建设，计划 2026 年底建成投产，未来增量可期。

表9：2024 矿产铜产量同比+6.07%（单位：吨）

主要企业或矿山	权益	2023	2024	2024 同比
刚果（金）科卢韦齐铜矿	67%	127,018	94,584	-25.53%
黑龙江多宝山铜业	100%	111,029	114,774	3.37%
福建紫金山金铜矿	100%	86,037	86,094	0.07%
塞尔维亚紫金铜业(紫金波尔铜业有限公司)	63%	100,397	122,676	22.19%
新疆阿舍勒铜业公司	51%	44,240	44,002	-0.54%
厄立特里亚碧沙矿业股份公司	55%	17,595	19,914	13.18%
吉林珲春曙光金铜矿	100%	12,337	8,750	-29.08%
西藏巨龙	50.10%	154,368	166,330	7.75%
卡莫阿铜业（权益）	44.45%	177,026	194,691	9.98%
塞尔维亚紫金矿业	100%	138,512	170,230	22.90%
西藏玉龙铜业（权益）	22%	26,347	36,023	36.73%
其他矿山合计		12,384	10,387	-16.13%
总计		1,007,290	1,068,455	6.07%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

7.3 铅锌矿：产量略低于年度规划目标

产量端：2024 年矿产锌产量 40.71 万吨，同比-3.50%。碧沙矿业、乌拉特后旗紫金和万城商务分别实现矿产锌产量 3.91%、4.95%和 12.50%的增长，其他铅锌矿的矿产锌产量同比下滑，俄罗斯图瓦龙兴和新疆阿舍勒铜业矿产锌产量同比分别下降 17.46%、46.96%，主要或由于矿山锌品位下滑。矿产铅方面，2024 年产量 4.44 万吨，同比-1.72%。**矿产锌铅产量合计完成年度规划目标的 86.62%**。紫金锌业乌拉根锌（铅）矿项目已完成乌拉根周边矿权全面整合，拥有资源量锌

581 万吨、铅 93 万吨,大露采方案全面获批,我们预计后续公司锌产量稳中有升。

表10: 2024 矿产锌产量同比-3.50%, 矿产铅产量同比-1.72% (单位: 吨)

主要企业或矿山	权益	2023			2024			2024 同比		
		矿产锌 (吨)	矿产铅 (吨)	矿产锌+ 铅合计 (吨)	矿产锌 (吨)	矿产铅 (吨)	矿产锌+ 铅合计 (吨)	矿产锌 %	矿产铅 %	矿产锌+ 铅合计 %
碧沙矿业	55%	116,829	-	116,829	121,401	-	121,401	3.91%	-	3.91%
新疆紫金锌业	100%	140,744	24,625	165,369	140,803	24,801	165,604	0.04%	0.71%	0.14%
乌拉特后旗紫金	95%	50,842	11,138	61,980	53,359	11,849	65,208	4.95%	6.38%	5.21%
俄罗斯图瓦龙兴	70%	86,344	5,060	91,404	71,272	4,748	76,020	-17.46%	-6.17%	-16.83%
新疆阿舍勒铜业	51%	16,458	-	16,458	8,729	-	8,729	-46.96%	-	-46.96%
万城商务 (权益)	42.8%	10,234	1,646	11,880	11,513	2,089	13,602	12.50%	26.91%	14.49%
其他矿山合计	-	401	2,705	3,106	-	910	910	-	-66.36%	-70.70%
总计		421,852	45,174	467,026	407,077	44,397	451,474	-3.50%	-1.72%	-3.33%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

7.4 铁精矿: 产量同比下滑, 价格同比回暖

产量端: 2024 年铁精矿产量 199 万吨, 同比-17.70%。其中, 新疆金宝矿业实现产量 64 万吨, 同比-59.47%, 主要是由于资源枯竭; 福建马坑矿业实现权益产量 83 万吨, 同比增长 2.58%, 备战矿业实现权益产量 51 万吨。2024 年公司铁精矿销售单价约 694 元/吨, 同比增加 18.92%。

表11: 2024 年铁精矿产量同比-17.70% (单位: 万吨)

名称	权益	2023	2024	2024 同比
新疆金宝矿业公司	56%	158	64	-59.47%
福建马坑矿业股份有限公司 (权益)	37.35%	81	83	2.58%
备战矿业 (权益)	49%	-	51	-
其他矿山合计		4	2	-50.50%
总计		242	199	-17.70%

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

7.5 矿产银: 产量持续增长, 利润空间持续扩大

产量端: 2024 年矿产银产量 435.80 吨, 同比上升 5.78%, 超额完成年度规划 420 吨的目标。2024 年公司共产银 1019.27 吨, 同比下降 2.89%, 其中冶炼副产银 583.46 吨, 同比下降 8.49%; 矿山产银 435.80 吨, 同比上升 5.78%。随着巨龙铜矿二期、多宝山铜山铜矿等加速扩能投产, 伴生矿产银产量将全面提升。

表12：2024 矿产银产量同比+5.78% (千克)

名称	权益	2023	2024	2024 同比
厄立特里亚碧沙矿业股份公司	55%	48,532	64,986	33.90%
黑龙江多宝山铜业	100%	39,817	40,032	0.54%
新疆阿舍勒铜业公司	51%	34,742	29,575	-14.87%
福建紫金山金铜矿	100%	28,474	27,363	-3.90%
洛阳坤宇矿业有限公司	70%	37,174	41,424	11.43%
西藏巨龙铜业	50.1%	105,774	109,098	3.14%
俄罗斯龙兴	70%	23,872	32,631	36.69%
哥伦比亚武里蒂卡	69.28%	24,977	25,991	4.06%
塞尔维亚紫金铜业	63.00%		27,069	
其他矿山合计		45,010	37,635	-16.39%
总计		411,993	435,804	5.78%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

8 项目跟踪：在建项目稳步推进，并购硕果累累

8.1 铜：25 年项目持续推进，行稳致远

8.1.1 刚果（金）：卡莫阿 95 计划启动，产量有望进一步抬升

卡莫阿-卡库拉铜矿项目由艾芬豪矿业与紫金矿业的合资企业卡莫阿控股负责运营。卡莫阿-卡库拉 I 期选厂于 2021 年 5 月启动产铜。II 期选厂于 2022 年 4 月竣工，将设计产能翻倍至 40 万吨/年。扩产方案在 10 个月(即 2023 年 2 月)完成，进一步将铜产能提高至 45 万吨/年。III 期选厂于 2024 年 6 月施工完成，将年化铜产量提升至 60 万吨/年以上。国际矿业咨询公司伍德曼肯兹(WoodMackenzie)将卡莫阿-卡库拉铜矿评为全球第 3 大铜矿项目。

卡莫阿-卡库拉 III 期选厂于 2024 年下半年实现产量爬坡，2024 年全年累计生产 43.7 万吨铜，创下全新纪录，同比增长 11%。2024 年第四季度破纪录生产精矿含铜 13.4 万吨，比第三季度高出 15%。选厂于 12 月份产铜 4.7 万吨，创下全新月度生产纪录。第四季度 I 期和 II 期选厂表现强劲，产量创下历史新高，品位和回收率均有所提高，且 III 期选厂已实现并不时超过设计产能。III 期选厂的年化处理能力达到 570 万吨/年，比设计指标高出 13%，平均回收率 86.6%，达到设计指标。

此前由于电力供应间歇性不稳，公司在 Q3 下调了全年产量指引。2024 年年产量将从年初预计的 44-49 万吨，下调到 42.5-45 万吨，年底完成目标。卡莫阿铜业从 2022 年底起，一直与刚果(金)国家电力公司 SNEL 紧密合作，就刚果(金)南部电网基础设施的稳定性问题制定解决方案。卡莫阿铜业出资达 2 亿美元的改造升级项目已于 2024 年第一季度末启动，预计于 2025 年底竣工。2024 年 12 月，涡轮机转轮运输至英加二期水电站 5 号涡轮机组进行吊装，公司预计英加二期水电站 5 号涡轮机组将推迟至 2025 年下半年进行试车。届时预计向卡莫阿-卡库拉矿山提供初期 70 兆瓦的水电，随着电网升级改造完成，到 2026 年第一季度将为卡莫阿-卡库拉提供 178 兆瓦的水电。

图25：卡莫阿-卡库拉运营和财务数据摘要

	2024 年 全年	2024 年 第四季度	2024 年 第三季度	2024 年 第二季度	2024 年 第一季度
矿石处理量(千吨)	11,363	3,655	3,266	2,381	2,061
处理矿石铜品位(%)	4.46%	4.26%	4.14%	4.91%	4.80%
铜回收率(%)	86.5%	86.6%	85.3%	86.7%	87.4%
生产精矿含铜(吨)	437,061	133,819	116,313	100,812	86,117
已销售可计价铜(吨) ⁽¹⁾	396,972	112,811	103,106	95,900	85,155
销售成本(美元/磅)	1.71	1.94	1.80	1.53	1.50
C1 现金成本(美元/磅)	1.65	1.75	1.69	1.52	1.57
实现铜价(美元/磅)	4.09	4.08	4.16	4.34	3.82
平衡前的销售收入(千美元)	3,158,942	895,758	836,871	813,817	612,496
平衡后的合同应收款(千美元)	(52,331)	(52,428)	(8,983)	3,256	5,824
平衡后的销售收入(千美元)	3,106,611	843,330	827,888	817,073	618,320
EBITDA(千美元)	1,813,687	431,802	469,735	547,257	364,893
EBITDA 利润率(占销售收入的百分比)	58%	51%	57%	67%	59%

资料来源：艾芬豪公众号，民生证券研究院

图26：卡莫阿-卡库拉生产数据

	2024 年 全年	2024 年 第四季度	2024 年 第三季度	2024 年 第二季度	2024 年 第一季度
I 期和 II 期					
矿石处理量(千吨)	8,893	2,329	2,215	2,288	2,061
处理矿石铜品位(%)	4.95%	5.08%	4.86%	5.04%	4.80%
铜回收率(%)	87.0%	87.0%	86.6%	87.0%	87.4%
生产精矿含铜(吨)	382,079	102,042	94,214	99,706	86,117
III 期					
矿石处理量(千吨)	2,469	1,326	1,050	93	-
处理矿石铜品位(%)	2.70%	2.82%	2.64%	1.67%	-
铜回收率(%)	82.9%	85.1%	79.9%	83.3%	-
生产精矿含铜(吨)	54,982	31,777	22,099	1,106	-
I 期、II 期和 III 期					
矿石处理量(千吨)	11,363	3,655	3,266	2,381	2,061
处理矿石铜品位(%)	4.46%	4.26%	4.14%	4.91%	4.80%
铜回收率(%)	86.5%	86.6%	85.3%	86.7%	87.4%
生产精矿含铜(吨)	437,061	133,819	116,313	100,812	86,117

资料来源：艾芬豪公众号，民生证券研究院

卡莫阿-卡库拉建设非洲最大的一步炼铜冶炼厂现已竣工，每年可生产 50 万吨含铜超过 99% 的粗铜和阳极铜。一步炼铜冶炼厂毗邻 I 期和 II 期选厂。电力供应问题导致点火烘炉的计划被推迟三个月，预计将于 2025 年第二季度开展。冶炼厂的精矿处理能力达 120 万吨/年，将处理 I 期和 II 期来自卡库拉和 III 期及后续 IV 期来自卡莫阿选厂的混合铜精矿。在可能的情况下，剩余的精矿将送往卢阿拉巴铜冶炼厂进行处理加工。此外，冶炼厂每年将生产 60 万至 70 万吨的浓硫酸副产品，产量视入选精矿的硫化物含量而变化。刚果(金)对硫酸有巨大需求，用于 SX-EW(溶剂萃取法和电解)法从氧化矿石中浸出铜金属。公司与科卢韦齐地区的其它矿山已落实冶炼厂浓硫酸产品的包销协议。

“项目 95 计划”旨在将卡莫阿-卡库拉 I 期和 II 期选厂的整体铜回收率由 87% 提高至 95%，将每年额外增加 3 万吨铜的产量。“项目 95 计划”的工作范围包括对 I 期和 II 期选厂的改造，以及建造尾矿库的第二个子库。“项目 95 计划”完工后，I 期和 II 期选厂尾矿中的铜品位将从 0.7% 大幅降低至 0.2%。I 期和 II 期选厂改造的资本性开支约为 1.8 亿美元(已计入应急费用)，预期资本强度约 6,000 美元/吨铜。“项目 95 计划”的交付期约为 18 个月，预计于 2026 年第一季度完工。

公司预计卡莫阿-卡库拉 2025 年生产精矿含铜 52-58 万吨，C1 现金成本 1.65-1.85 美元/磅。

图27：项目 95 计划新设备规划 (以红色标注)



资料来源：艾芬豪公众号，民生证券研究院

图28：卡莫阿-卡库拉 2025 年指导目标

卡莫阿-卡库拉 2025 年指导目标
精矿含铜(吨)
C1 现金成本(美元/磅)

52 万至 58 万
1.65 至 1.85

资料来源：艾芬豪公众号，民生证券研究院

8.1.2 中国西藏：巨龙二期如期推进，朱诺铜矿开发方案落地，主导雄村铜矿开发

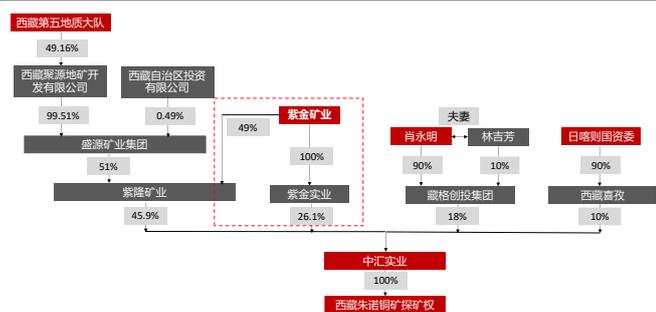
公司预计巨龙二期 25 年底投产。巨龙铜业(含巨龙铜矿及知不拉铜矿)保有资源量铜 2,561 万吨、银 1.5 万吨、钼 165 万吨；2024 年矿产铜 16.63 万吨、钼 7,099 吨、金 501 千克、银 109.1 吨；2025 年计划矿产铜 17 万吨。项目全面推进二期改扩建工程，计划 2025 年底建成投产，达产后整体年采选矿石量将超过 1 亿吨、年矿产铜将达 30-35 万吨，将成为国内采选规模最大、全球本世纪投产的

采选规模最大单体铜矿山；项目加快推进三期工程规划，若获得批准，最终可望实现年采选矿石量约 2 亿吨、年矿产铜 60 万吨规模，成为全球采选规模最大、品位最低、海拔最高的铜矿山。

持续加码西藏，朱诺铜矿开发利用方案已出，计划 26 年底投产。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。

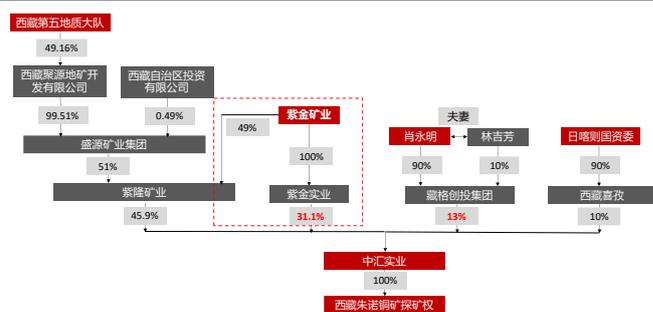
公司全资子公司西藏紫金实业有限公司以人民币 2.9 亿元对价受让西藏藏格创业投资集团有限公司持有的项目公司 5% 股权，目前工商变更登记已经完成。公司持有项目公司的实际权益从 48.591% 提升至 53.591%。

图29：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30：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

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13：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

公司主导雄村铜矿开发。西藏天圆矿业资源开发有限公司成立于 2004 年，紫

金矿业持有 45% 股权并负责运营、金川集团持有另外 55% 股权，西藏天圆持有雄村采矿权、雄村探矿权等矿业权。雄村铜矿拥有资源量铜 208 万吨，伴生金 202 吨、伴生银 1,042 吨；由公司主导项目建设，规划建成 1,200 万吨/年采选规模，达产后预计年均产铜 4.6 万吨，还会同时出产伴生金银；采选工程项目等关键证照已获得核准。

8.1.3 塞尔维亚：欧洲最大铜矿企业呼之欲出，发现大型玛格铜矿

塞尔维亚两大铜矿子公司 2024 年联合产铜 29 万吨，年产 45 万吨改扩建项目推进中。公司在塞尔维亚持有丘卡卢-佩吉铜金矿、博尔铜矿两宗世界级铜资产，总资源量铜约 3,408 万吨、金 916 吨，两项目联合为欧洲第二大矿产铜企业。2024 年合计矿产铜 29.29 万吨、金 7.95 吨，2025 年计划合计矿产铜 29 万吨、金 7 吨。丘卡卢-佩吉铜金矿上部矿技改提前竣工，丘卡卢-佩吉铜金矿下部矿带及博尔铜矿正加快推进年总产铜 45 万吨改扩建工程，届时有望联合晋升为欧洲第一大矿产铜企业。

新发现大型铜矿玛格铜矿。塞尔维亚 Timok 成矿带深部高品位玛格铜金矿床完成初步勘探，经资格人士团队提交的 JORC 报告披露，累计查明铜资源量 281 万吨、平均品位 1.87%，金资源量 92 吨、平均品位 0.61 克/吨，且矿床周边未封闭，仍有找矿潜力。

8.2 黄金：内生性增长+外延性并购，迎量价齐升

8.2.1 内生性增长

公司金矿遍布全球，主产区包括南美洲、大洋洲、中亚及非洲、以及中国境内。2025 年内生性的增量主要来自于：

①南美洲罗斯贝尔金矿选厂 1000 万吨/年技改扩能已完成，正加速向年产 10 吨黄金提升；

②大洋洲波格拉金矿持续复产爬坡带来产量增长；

③中亚及非洲地区塔吉克斯坦最大黄金生产企业泽拉夫尚 25 年计划产金 6 吨，同比增长 1 吨；

④中国境内陇南紫金旗下金山金矿 2,000 吨/日采选工程建成投产增效，生物预氧化 500 吨/日冶炼项目计划 2025 年 7 月开工建设，后续仍有增量；山西紫金 6000 吨/日矿山智能化采选改扩建工程全面达产；新疆萨瓦亚尔顿金矿露采 240 万吨/年采选和 5 吨/年黄金冶炼项目已建成投产增效，正在推进产能爬坡，露采达产后年产金约 3.3 吨；山东海域金矿 12000 吨/日采选工程建成达产后年矿产金约 15-20 吨，25 年投产贡献部分增量。

表14：公司黄金内生性增长重要项目

项目	进展
罗斯贝尔金矿	1,000万吨/年选厂技改扩能已完成。2024年矿产金7.5吨，2025年计划矿产金8吨，正加速向年产黄金10吨提升
波格拉金矿	已全面复产，产能持续回升中
陇南紫金	金山金矿2,000吨/日采选工程建成投产增效，生物预氧化500吨/日冶炼项目加快推进
新疆萨瓦亚尔顿金矿	露采240万吨/年采选和5吨/年黄金冶炼项目已建成投产增效，正在推进产能爬坡，露采达产后年产金约3.3吨
海域金矿	项目建设中，12,000吨/日采选工程建成达产后年产金约15-20吨

来源：公司公告，民生证券研究院

8.2.2 并购之途硕果累累

2024年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。

表15：2024年紫金矿业并购项目一览表

公告日期	参股项目	持股比例	品种	核心矿山	项目所在地	收购对价 (亿元人民币)	单吨资源量 对价	项目进展	产量
2024/1/11	Solaris Resources Inc (上市公司)	15.00%	铜	瓦林查斑岩铜矿	厄瓜多尔	6.9	0.0744	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。	-
2024/5/1	La Arena 铜金矿	100.00%	铜、金	La Arena 金矿和 La Arena II 金铜矿	秘鲁	21	金 0.1160； 铜 0.075	目前 La Arena 金矿在产，二期金铜矿项目只有预可研。已经完成交割。	年产量3吨
2024/7/16	蒙太奇黄金 (上市公司)	9.90%	金	科内金矿	科特迪瓦	3	0.1859	矿山建设将于2025年Q1开始。当前2450美元/盎司金价下，该项目的IRR预计将超过50%，回本周期仅不到2年（不考虑建设周期）。	项目投产后前八年平均年产量9.3吨
2024/9/22	龙高股份 (上市公司)	20.00%	高岭土	东官下高岭土矿	中国福建	5.35		东官下高岭土矿区18-26线西矿段露天矿扩建工程项目、选矿厂制浆分选、磁选及压滤脱水扩产能项目、综合利用及配方泥加工项目已完工转固。	2023年高岭土矿产量3.8万吨
2024/9/23	万国黄金集团 (上市公司)	15.28%	金	金岭矿	所罗门群岛	12.49	2.1287	目前金岭金矿在产，远期年产量增长空间大	2024年黄金产量2.1吨

2024/10/9	Akyem 金矿	100%	金	Akyem 金矿	加纳	71	0.41	目前，采矿租约延续申请已于 2024 年 9 月获得加纳国土与自然 资源部批准 (东西分别延期 12、5 年)，仍需获得加纳议会的追认。	2023 年黄金 产量 9.2 吨
-----------	----------	------	---	----------	----	----	------	--	-------------------

资料来源：各公司公告，民生证券研究院

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16: 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17: 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
合计	174.3	0.72	4.01

资料来源: 蒙太奇黄金公司公告, 民生证券研究院

表18: 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
0.2	229	0.59	4.34	25	0.5	0.4
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19: Gbongogo 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
0.5	11	1.48	0.52
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20: 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，目前还未完成交割，暂时并未加入未来增量。

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21：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
合计		1,620	3.36	54.4
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
合计		2,570	1.35	34.6

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。

8.3 碳酸锂：“两湖两矿”逐步投产

锂板块：2025 年公司将视市场行情，规划形成 4 万吨当量碳酸锂产能。根据公司披露的各个项目的产能计划，我们预计其中阿根廷 3Q 盐湖、西藏拉果错盐湖和湖南道县湘源锂多金属矿或将分别实现 0.8、2、1.2 万吨产量。

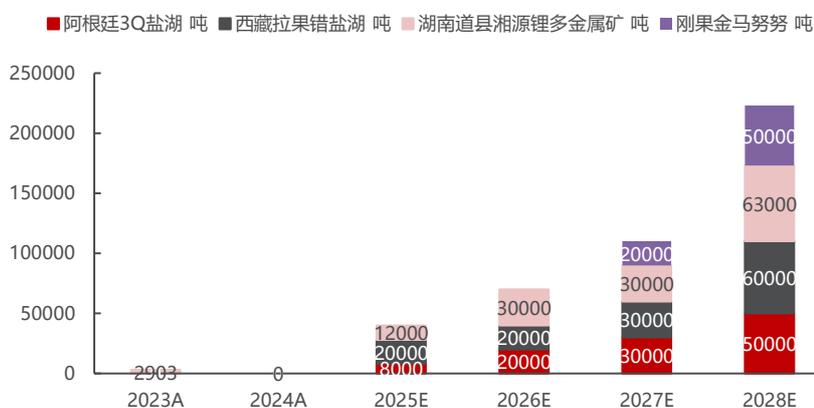
值得注意的是，拉果错变化较大，一是年报明确已获得地方政府核准并具备投产条件，二是品位从去年的 281mg/L 提升到了 1467mg/L，后续通过优化提卤工艺，推进工程、采购、物流自营，成本或将显著下降。

表22：“两湖两矿”锂资源布局

名称	碳酸锂(LCE)当量资源量	产能计划
阿根廷 3Q 盐湖锂矿	拥有当量碳酸锂资源量约 830 万吨，平均锂离子浓度 624mg/L，当量碳酸锂储量约 158 万吨，平均锂离子浓度 675mg/L	一期 2 万吨/年碳酸锂项目 预计于 2025 年第三季度投产 ；二期 3 万吨/年碳酸锂项目建设有序推进，通过优化提卤工艺，推进工程、采购、物流自营，成本显著下降。
西藏拉果错盐湖锂矿	资源量 216 万吨碳酸锂当量，品位 1467mg/L，储量 209 万吨碳酸锂当量，品位 1467mg/L	一期 2 万吨/年电池级碳酸锂项目已获得地方政府核准并具备投产条件， 预计于 2025 年第一季度末正式投产 ；一、二期全部建成投产达产后将形成 6 万吨/年当量碳酸锂产能。一期 2 万吨/年电池级碳酸锂项目由紫金龙净配套建成 200MW 光伏+540MWh 储能“零碳提锂”源网荷储项目，满足一期项目全时绿色用电。
湖南道县湘源硬岩锂多金属矿	资源量 83 万吨碳酸锂当量，品位 1.06%，储量 54 万吨碳酸锂当量，品位 1.11%，	500 万吨/年采选项目及配套电池级碳酸锂冶炼厂建设有序推进， 规划 2025 年三季度同步建成投产 ，达产后形成 3 万吨/年电池级碳酸锂产能。
刚果金马诺诺锂矿东部项目	资源量 647 万吨碳酸锂当量，品位 3.72%，储量 439 万吨碳酸锂当量，品位 3.52%	马诺诺锂矿东部项目地质勘查超预期推进，探获超大规模优质锂辉石资源夯实公司世界级锂资源地位；项目坚持绿色、低碳开采，毗邻的 Mpiana-Mwanga 水电站首台机组顺利发电，5MW 太阳能光伏发电项目实现并网发电。

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图31：公司预计 2025 年将实现 4 万吨的碳酸锂产量



资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

8.4 自主地质找矿勘探，实现矿产内生性增长

公司自主地质勘查具有行业竞争比较优势，单位勘查成本远低于全球行业平均水平。以既有矿山就矿找矿为重点，积极布局绿地、棕地矿产战略选区，实施风险勘查投资业务，自主勘查获得近 50% 的黄金、铜资源，超过 85% 的锌（铅）资源。

表23：主营矿种历年自主勘查新增资源量

矿种	单位	自主勘查探获资源量	公司总资源量	占比 (%)
铜	万吨	4039	8518	47%
金	吨	1739	3484	50%
锌（铅）	万吨	969	1132	86%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2024 年公司共计投入权益地勘资金 3.95 亿元，年度勘查新增探明、控制和推断的权益资源量为：黄金 159.75 吨、铜 264.86 万吨、钨 4.05 万吨、钼 2.66 万吨、银 266.73 吨，当量碳酸锂 207.87 万吨。自主地质勘查取得重大找矿突破：

①黑龙江铜山铜矿新增铜资源量 365.1 万吨，系中国东北地区近 40 年来唯一探明的超大型铜矿体。②塞尔维亚 Timok 成矿带深部高品位玛格铜金矿床完成初步勘探，经合格人士团队提交的 JORC 报告披露，累计查明铜资源量 281 万吨、平均品位 1.87%，金资源量 92 吨、平均品位 0.61 克/吨，且矿床周边未封闭，仍有找矿潜力。③刚果（金）马诺诺锂矿东北矿段大型优质硬岩锂矿完成初步勘探，经合格人士团队提交的 JORC 报告披露，累计查明氧化锂 262 万吨，平均品位 1.5%，约合当量碳酸锂 647 万吨。④塞紫铜 VK 矿补勘、武里蒂卡金矿补勘，以及中国境内的新疆和静备战铁矿、湖南道县凉亭坳锂矿、新疆乌恰双角普查等项目亦取得重要阶段性成果。

表24：公司 2024 年新增资源量占总资源量比例

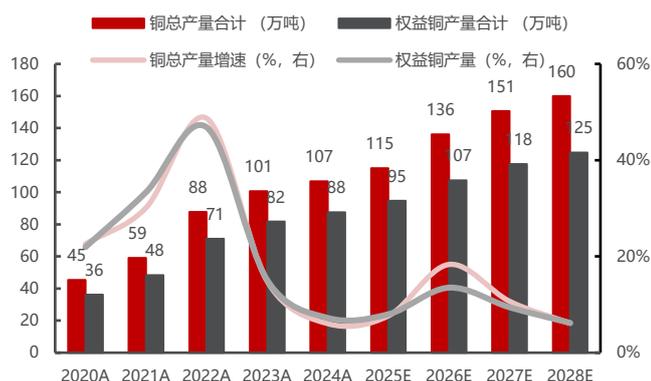
矿种	单位	2024 年底公司权益资源量	2024 年新增	占 2024 年总资源量比例	2024 年勘探新增	勘探新增占 2024 年总资源量比例
金	吨	3483.71	485.71	13.9%	159.75	4.6%
铜	万吨	8518.47	1062.47	12.5%	264.86	3.1%
锌（铅）	万吨	1132.16	64.16	5.7%	0	0.0%
钼	万吨	341.69	35.69	10.4%	2.66	0.8%
银	吨	20974.28	6235.28	29.7%	266.73	1.3%
当量碳酸锂	万吨	1431.6	84.6	5.9%	207.87	14.5%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

9 盈利预测与投资建议

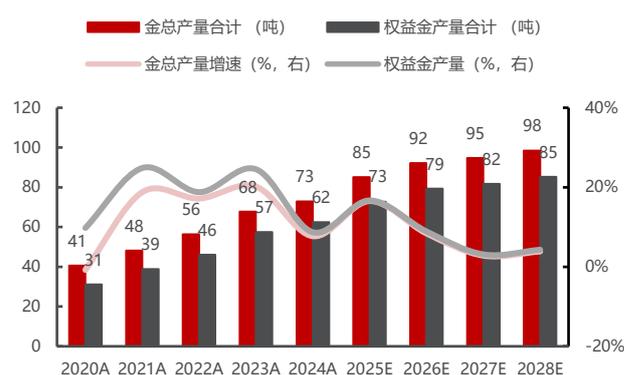
公司铜金产量持续增长，考虑到铜金价格上涨，我们预计 2025-2027 年公司
将实现归母净利 415 亿元、451 亿元，479 亿元，对应 3 月 21 日收盘价的 PE 为
11x、10x 和 10x，维持“推荐”评级。

图32：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33：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

10 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，若宏观经济增长承压，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。若当地政府市场政策方向变化，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。公司矿山遍布全球，涉及外币计价的资产较多，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)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	303,640	329,675	352,355	368,693
营业成本	241,776	248,715	261,812	272,413
营业税金及附加	5,819	6,593	7,047	7,374
销售费用	738	861	920	963
管理费用	7,729	8,391	8,969	9,385
研发费用	1,582	1,761	1,882	1,969
EBIT	46,231	63,955	72,368	77,270
财务费用	2,029	2,284	1,671	1,176
资产减值损失	-727	-343	-361	-375
投资收益	4,020	4,286	4,581	4,793
营业利润	48,827	65,656	74,962	80,559
营业外收支	-749	-800	-800	-800
利润总额	48,078	64,856	74,162	79,759
所得税	8,685	13,620	15,574	16,749
净利润	39,393	51,236	58,588	63,009
归属于母公司净利润	32,051	41,501	45,112	47,887
EBITDA	56,848	75,315	85,140	91,335

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	31,691	61,548	95,045	133,123
应收账款及票据	6,966	7,556	8,075	8,458
预付款项	4,201	4,322	4,549	4,734
存货	33,313	33,927	35,713	37,159
其他流动资产	22,768	22,984	23,173	23,309
流动资产合计	98,939	130,336	166,556	206,783
长期股权投资	43,085	43,085	43,085	43,085
固定资产	92,307	111,992	129,449	145,420
无形资产	68,588	71,588	74,588	77,588
非流动资产合计	297,672	313,645	329,591	345,533
资产合计	396,611	443,982	496,147	552,316
短期借款	30,713	33,713	36,713	41,713
应付账款及票据	20,828	21,425	22,554	23,467
其他流动负债	48,243	50,881	52,782	53,562
流动负债合计	99,784	106,020	112,049	118,742
长期借款	61,453	61,453	61,453	61,453
其他长期负债	57,643	57,643	57,643	57,643
非流动负债合计	119,096	119,096	119,096	119,096
负债合计	218,880	225,116	231,144	237,837
股本	2,658	2,683	2,683	2,683
少数股东权益	37,945	47,680	61,155	76,277
股东权益合计	177,731	218,866	265,003	314,479
负债和股东权益合计	396,611	443,982	496,147	552,316

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	3.49	8.57	6.88	4.64
EBIT 增长率	44.53	38.34	13.15	6.77
净利润增长率	51.76	29.49	8.70	6.15
盈利能力 (%)				
毛利率	20.37	24.56	25.70	26.11
净利润率	10.56	12.59	12.80	12.99
总资产收益率 ROA	8.08	9.35	9.09	8.67
净资产收益率 ROE	22.93	24.24	22.13	20.10
偿债能力				
流动比率	0.99	1.23	1.49	1.74
速动比率	0.48	0.74	1.01	1.27
现金比率	0.32	0.58	0.85	1.12
资产负债率 (%)	55.19	50.70	46.59	43.06
经营效率				
应收账款周转天数	8.65	7.75	7.81	7.89
存货周转天数	46.61	48.66	47.88	48.15
总资产周转率	0.82	0.78	0.75	0.70
每股指标 (元)				
每股收益	1.21	1.56	1.70	1.80
每股净资产	5.26	6.44	7.67	8.96
每股经营现金流	1.84	2.41	2.68	2.86
每股股利	0.38	0.47	0.51	0.54
估值分析				
PE	15	11	10	10
PB	3.3	2.7	2.3	2.0
EV/EBITDA	10.28	7.76	6.86	6.40
股息收益率 (%)	2.16	2.67	2.90	3.08

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	39,393	51,236	58,588	63,009
折旧和摊销	10,617	11,360	12,772	14,065
营运资金变动	294	1,345	-63	-831
经营活动现金流	48,860	63,948	71,108	75,956
资本开支	-24,426	-27,903	-29,284	-30,571
投资	-9,553	0	0	0
投资活动现金流	-32,238	-23,617	-24,704	-25,778
股权募资	5,821	0	0	0
债务募资	6,866	3,000	3,000	5,000
筹资活动现金流	-4,429	-10,475	-12,907	-12,100
现金净流量	11,956	29,857	33,497	38,078

插图目录

图 1: 2024 年, 公司实现营收 3036 亿元.....	3
图 2: 2024 年, 公司实现归母净利润 320.5 亿元.....	3
图 3: 2024Q4, 公司实现营收 732.4 亿元.....	3
图 4: 2024Q4, 公司实现归母净利润 76.9 亿元.....	3
图 5: 2024 年, 公司毛利同比增加 154.8 亿元 (单位: 百万元)	4
图 6: 2024Q4 业绩同比变化拆分 (单位: 百万元)	5
图 7: 2024Q4 业绩环比变化拆分 (单位: 百万元)	5
图 8: 公司综合毛利率及矿产品综合毛利率变化.....	6
图 9: 公司分季度毛利润及毛利率变化.....	6
图 10: 公司分板块毛利变化 (单位: 亿元)	6
图 11: 公司分板块毛利率变化.....	6
图 12: 2024Q4 分产品毛利变化.....	7
图 13: 公司三费情况	10
图 14: 公司费用率变化	10
图 15: 公司研发费用情况.....	10
图 16: 公司短期借款和长期借款情况 (单位: 亿元)	11
图 17: 公司资产负债率变化.....	11
图 18: 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 19: 资产/信用减值损失环比变化 (单位: 亿元)	12
图 20: 公司营业外收支环比 (单位: 亿元)	13
图 21: 公司分季度所得税及所得税率.....	14
图 22: 公司分季度少数股东损益及少数股权占比	14
图 23: 公司单季度净利润及经营活动净现金流.....	15
图 24: 公司单季度筹资活动净现金流	15
图 25: 卡莫阿-卡库拉运营和财务数据摘要.....	21
图 26: 卡莫阿-卡库拉生产数据	21
图 27: 项目 95 计划新设备规划 (以红色标注)	22
图 28: 卡莫阿-卡库拉 2025 年指导目标.....	22
图 29: 受让前朱诺铜矿股权结构.....	23
图 30: 受让后朱诺铜矿股权结构.....	23
图 31: 公司预计 2025 年将实现 4 万吨的碳酸锂产量	30
图 32: 紫金矿业铜产量预测.....	32
图 33: 紫金矿业金产量预测.....	32

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: 公司分产品销量、单价和单位成本变化 (2024Q4 环比 2024Q3)	8
表 3: 2024 年公司大部分矿产品成本同比下降 (按 2023 年汇率)	8
表 4: 公司分产品销量、单价和单位成本变化 (2024Q4 同比 2023Q4)	9
表 5: 公司分产品单位毛利同比、环比变化	9
表 6: 非经常性损益项目环比比较 (单位: 百万元)	13
表 7: 公司未到期债券情况 (单位: 亿元)	15
表 8: 2024 矿产金产量同比+7.70% (单位: 千克)	17
表 9: 2024 矿产铜产量同比+6.07% (单位: 吨)	18
表 10: 2024 矿产锌产量同比-3.50%, 矿产铅产量同比-1.72% (单位: 吨)	19
表 11: 2024 年铁精矿产量同比-17.70% (单位: 万吨)	19
表 12: 2024 矿产银产量同比+5.78% (千克)	20
表 13: 朱诺铜矿各金属品种对应的资源量情况 (控制+推断)	23

表 14: 公司黄金内生性增长重要项目	25
表 15: 2024 年紫金矿业并购项目一览表	25
表 16: La Arena 铜金矿资源禀赋情况	27
表 17: 截至 2024 年 1 月, 科内金矿项目储量	27
表 18: Koné 矿床在不同边界品位下的资源量	27
表 19: Gbongogo 矿床在不同边界品位下的资源量	28
表 20: 截至 2023 年 12 月 31 日万国黄金集团三大矿山资源情况	28
表 21: 截止 2023 年底, Akyem 金矿资源量及储量情况	29
表 22: “两湖两矿”锂资源布局	30
表 23: 主营矿种历年自主勘查新增资源量	31
表 24: 公司 2024 年新增资源量占总资源量比例	31
公司财务报表数据预测汇总	34

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获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048