

紫金矿业 (601899)

2024 年报点评: 铜金产品量价齐升, 精细化管理业绩成长可期

买入 (维持)

2025 年 03 月 25 日

证券分析师 孟祥文

执业证书: S0600523120001

mengxw@dwzq.com.cn

证券分析师 米宇

执业证书: S0600524110004

miy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	293403	303640	353208	389691	424088
同比 (%)	8.54	3.49	16.32	10.33	8.83
归母净利润 (百万元)	21119	32051	39037	46293	55057
同比 (%)	5.38	51.76	21.80	18.59	18.93
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.79	1.21	1.47	1.74	2.07
P/E (现价&最新摊薄)	22.71	14.97	12.29	10.36	8.71

投资要点

■ **事件:** 2025 年 3 月 21 日, 公司发布 2024 年年报。2024 年公司实现营收 3036 亿元, yoy+3.5%; 实现归母净利润 321 亿元, yoy+52%, 扣非归母净利润 317 亿元, yoy+47%。单季度来看, 2024Q4 公司实现营收 732 亿元, yoy+7.1%, 环比-8.4%, 2024Q4 归母净利润为 77 亿元, yoy+55%, 扣非归母净利润 79 亿元, yoy+24%, 环比-4.4%, 业绩符合业绩预告。

■ **公司 2024 年矿山铜板块量价齐升叠加贸易量增长带动收入高速增长。**

1) **量增稳健, 构建核心护城河:** 公司作为全球头部矿企, 产销量持续增长及完成率为公司核心竞争力, 2024 年公司主要产品矿山产铜、金、银产销量均稳健增长, 锌、铁精矿略有下降。2024 年公司矿山产铜/金/银/锌/铁精矿销量分别为 82 万吨/68 吨/424 吨/39 万吨/63 万吨, yoy+1.7%/+1.6%/+3.1%/-6.9%/-69.8%。从全口径来看, 公司矿产铜/金产量 2024 年为 107 万吨/73 吨, yoy+6%/+7.7%, 其中铜增长主要来自赛紫金、赛紫铜、卡莫阿及巨龙铜业 (增量分别为 3.2/2.2/1.8/1.2 万吨), 金增量主要来自大陆黄金、诺顿金田、陇南紫金及奥罗拉 (增量分别为 1.7/1.5/1.1/1.0 吨), 截至 2024 年公司为亚洲唯一矿产铜破百万吨矿企, 铜/金产量位居全球第四/六, 近 5 年矿产铜/金产量 CAGR 为 24%/12%。

2) **价增控本, 贡献高增业绩:** 2024 年公司主要产品中矿山产品毛利率均有提升, 主要受到价格上涨及成本降低影响, 良好的成本控制能力有望为公司业绩高增提供强劲动力。分品种来看, 2024 年主营矿种毛利贡献占比为铜矿/金矿/银/铅/白铜及铁矿分别为 45%/30%/5%/20%, 以铜矿和金矿为例, 2024 年矿山产铜及矿山产金毛利率分别为 61%/56%, yoy+6/+11pct, 单价+14%/+24%, 单位成本-1%/+0.3%, 公司铜 C1 成本 2024 年下降 14%, 位于全球前 20% 分位, 黄金 AISC 总维持成本在全球前 15 金矿公司中仍保持行业低位。

■ **归母净利润核心受毛利提升影响表现高增, 公司充分体现超高精细化管理水平。**

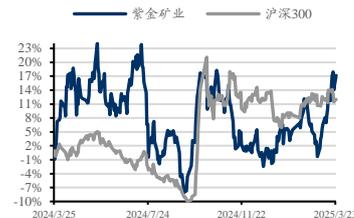
业绩角度, 2024 年公司归母净利 321 亿元, 同比增长 109 亿元, 归母净利率为 10.6% (yoy+3.4pct), 其中正向贡献主要为毛利增长 155 亿元, 费用端, 由于矿山产品业务扩张, 税金及附加增加 9.7 亿元, 所得税相应增加 39 亿元, 其他三费等费率持平微降, 充分体现了公司精细化管理较高水平。

■ **产量增长指引明确, 业绩释放成长可期。** 矿企核心竞争力之一为产量持续增长, 公司核心聚焦铜、金品种, 短期 2025 年产量预计铜产量增长 8% 至 115 万吨, 金产量增长 17% 至 85 吨, 其中铜增量主要来源核心项目卡莫阿及科卢韦齐项目, 长期来看预计 2028E 铜产量为 150-160 万吨, 金 100-110 吨, 业绩释放成长可期。

■ **盈利预测与投资评级:** 短期我们预计公司主要品种铜金价格保持坚挺, 同时公司产量指引增长公司业绩有望持续提升, 我们调整公司 2025 年归母净利为 390 亿元 (前值为 353 亿元), 新增 2026-27 年归母净利为 463/551 亿元, 对应 EPS 分别为 1.5/1.7/2.1 元/股, 对应 PE 分别为 12/10/9 倍。基于公司为亚洲唯一破百万吨铜企, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 市场竞争格局加剧; 地缘政治风险; 金属价格不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.05
一年最低/最高价	13.94/19.87
市净率(倍)	3.47
流通 A 股市值(百万元)	371,612.29
总市值(百万元)	479,725.21

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.20
资产负债率(% ,LF)	55.19
总股本(百万股)	26,577.57
流通 A 股(百万股)	20,587.94

相关研究

《紫金矿业(601899): 铜金矿山龙头 笃行不辍, 初心如磐再扬帆》

2024-06-26

紫金矿业三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	98,939	116,709	146,606	178,094	营业总收入	303,640	353,208	389,691	424,088
货币资金及交易性金融资产	37,689	46,220	69,547	92,755	营业成本(含金融类)	241,776	276,864	300,040	319,321
经营性应收款项	12,696	16,807	17,327	18,511	税金及附加	5,819	6,769	7,468	8,127
存货	33,313	35,045	38,298	41,725	销售费用	738	858	947	1,030
合同资产	996	1,380	1,440	1,539	管理费用	7,729	9,183	10,132	11,026
其他流动资产	14,244	17,257	19,993	23,564	研发费用	1,582	1,766	1,948	2,120
非流动资产	297,672	329,395	352,695	375,625	财务费用	2,029	2,472	2,728	2,969
长期股权投资	43,085	54,237	63,960	74,736	加:其他收益	616	616	616	616
固定资产及使用权资产	92,595	95,381	94,580	93,536	投资净收益	4,020	4,000	4,000	4,000
在建工程	40,055	47,044	55,318	61,733	公允价值变动	948	(250)	(250)	(250)
无形资产	68,588	76,276	78,970	82,373	减值损失	(753)	(560)	(611)	(641)
商誉	687	811	842	893	资产处置收益	27	19	14	23
长期待摊费用	3,682	4,334	5,092	5,945	营业利润	48,827	59,121	70,197	83,244
其他非流动资产	48,980	51,312	53,933	56,411	营业外净收支	(749)	(564)	(755)	(656)
资产总计	396,611	446,104	499,301	553,719	利润总额	48,078	58,557	69,442	82,588
流动负债	99,784	105,390	115,924	125,222	减:所得税	8,685	10,578	12,544	14,919
短期借款及一年内到期的非流动负债	48,748	52,909	56,645	60,645	净利润	39,393	47,979	56,898	67,669
经营性应付款项	20,912	19,607	22,367	24,684	减:少数股东损益	7,342	8,943	10,605	12,612
合同负债	6,658	8,283	8,623	9,543	归属母公司净利润	32,051	39,037	46,293	55,057
其他流动负债	23,467	24,591	28,289	30,351	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.21	1.47	1.74	2.07
非流动负债	119,096	127,543	127,896	122,695	EBIT	46,231	61,029	72,170	85,556
长期借款	61,453	69,895	70,253	65,013	EBITDA	56,848	78,439	91,255	106,540
应付债券	38,700	38,700	38,700	38,700	毛利率(%)	20.37	21.61	23.01	24.70
租赁负债	200	206	200	240	归母净利率(%)	10.56	11.05	11.88	12.98
其他非流动负债	18,743	18,743	18,743	18,743	收入增长率(%)	3.49	16.32	10.33	8.83
负债合计	218,880	232,933	243,820	247,918	归母净利润增长率(%)	51.76	21.80	18.59	18.93
归属母公司股东权益	139,786	166,283	197,988	235,696					
少数股东权益	37,945	46,888	57,493	70,105					
所有者权益合计	177,731	213,170	255,481	305,801					
负债和股东权益	396,611	446,104	499,301	553,719					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	48,860	59,534	78,848	88,730	每股净资产(元)	5.20	6.20	7.39	8.81
投资活动现金流	(32,238)	(47,504)	(40,817)	(42,600)	最新发行在外股份(百万股)	26,578	26,578	26,578	26,578
筹资活动现金流	(4,429)	(4,033)	(15,095)	(23,574)	ROIC(%)	12.48	14.25	14.85	15.72
现金净增加额	11,956	7,760	22,935	22,556	ROE-摊薄(%)	22.93	23.48	23.38	23.36
折旧和摊销	10,617	17,409	19,085	20,983	资产负债率(%)	55.19	52.22	48.83	44.77
资本开支	(24,426)	(35,484)	(30,047)	(30,477)	P/E(现价&最新股本摊薄)	14.97	12.29	10.36	8.71
营运资本变动	294	(7,969)	106	(2,655)	P/B(现价)	3.47	2.91	2.44	2.05

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>