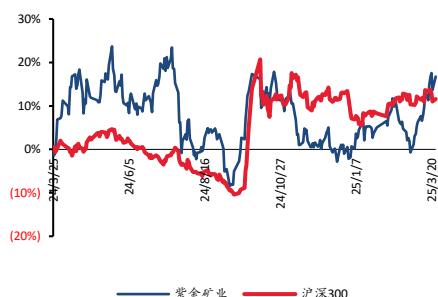


笃守初心与宏猷，敢上青云摘斗牛

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	265.78/205.88
总市值/流通(亿元)	4,797.25/3,716.12
12个月内最高/最低价(元)	19.87/13.94

相关研究报告

<<【太平洋有色】紫金矿业深度报告：铜金量价齐升，精益管理成效显著>>--2024-10-28

<<【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

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

报告摘要

事件：2024年公司实现收入3036亿元，同比+3%；归母净利润321亿元，同比+52%；扣非净利润317亿元，同比+47%。其中，第四季度实现收入732亿元，同比+7%，环比-8%；归母净利润77亿元，同比+55%，环比-17%；扣非净利润79亿元，同比+24%，环比-4%。

铜、金产量续创新高。铜：2024年公司实现矿产铜106.8万吨，同比+6.1%。2024年塞尔维亚紫金矿业/塞尔维亚紫金铜业实现矿产铜产量17.0/12.3万吨，同比+22.9%/+22.2%，同比增长显著；西藏巨龙铜业实现矿产铜16.6万吨，同比+7.7%；卡莫阿铜矿(权益)/科卢韦齐铜矿实现矿产铜19.5/9.5万吨，同比分别为+10.0%/-25.5%，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，第四季度产量明显增长。金：2024年公司实现矿产金产量72.9吨，同比分别为+7.7%。2024年哥伦比亚武里蒂卡/圭亚那奥罗拉/澳大利亚诺顿金田/陇南紫金实现矿产金10.0/4.1/8.2/7.1吨，同比分别为+20.5%/+34.6%/+22.9%/+18.8%，贡献主要矿产金增量。

公司自主勘探优势显著，资源储备持续提升。2024年，公司通过扩大规模和技术指标优化，实现了资源最大化利用，其中：巨龙铜矿新增铜备案资源量达1472.6万吨，萨瓦亚尔顿新增金备案资源54.1吨。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，单位勘查成本远低于全球行业平均水平。

生产成本控制效果显著，多项矿产品毛利率提升。2024年，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-0.7%/-4.6%/-18.1%/-6.2%，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。2024 年公司金锭/金精矿毛利率为 46.6%/68.6%，同比分别为+12.2pct/+10.2pct；铜精矿/电积铜/电解铜毛利率为 66.0%/48.4%/45.9%，同比分别为+6.5pct/+1.4pct/+18.2pct；矿山产锌毛利率 41.5%，同比+19.6pct；矿山产银毛利率 61.0%，同比+10.2pct。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，以及成本优化所致。

费用端稳步下降。2024 年公司销售/管理/财务费用率为 3.46%，同比-0.48pct；其中 Q4 销售/管理/财务费用率为 3.51%，同比-1.39pct，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。

杠杆率下降同时 ROE 提升。2024 年末公司资产负债率为 55.2%，同比-4.47pct，继 2023Q4 以来持续下降；2024 年末公司长期/短期借款为 615/307 亿元，同比分别-161/+97 亿元；2024Q4 公司经营性现金流量净额 128 亿元，同比+14.5%。公司杠杆率下降，ROE 明显提升，2024 年末 ROE 为 22.9%，同比+3.28pct，经营呈现高质量发展态势。

投资建议：我们深度分析公司 2024 年年报，公司矿山产铜、金、银产量均创新高，自主勘探优势显著，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。我们上调公司 2025、2026 年，并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 390/430/467 亿元（2025、2026 年前值为 360/410 亿元），我们认为公司作为全球矿业龙头企业，全球化能力突出、成长确定性强、成本控制能力优异，有望充分受益于行业高景气度，维持“买入”评级。

风险提示：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

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	303,640	336,738	352,812	368,545
营业收入增长率(%)	3.49%	10.90%	4.77%	4.46%
归母净利（百万元）	32,051	39,042	42,965	46,718
净利润增长率(%)	51.76%	21.81%	10.05%	8.73%
摊薄每股收益（元）	1.21	1.47	1.62	1.76
市盈率（PE）	12.50	12.29	11.17	10.27

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 年业绩实现高增.....	6
二、 2024 年铜、金、银产量实现增长.....	7
(一) 矿产铜、金、银产量均创新高.....	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（铅）：2024 年产量有所下滑.....	14
(五) 矿产银：2024 年产量实现增长.....	14
三、 铜、金项目快速推进，自主勘探取得显著成果.....	15
(一) 世界级资产项目持续推进.....	15
(二) 自主勘探取得显著成果.....	17
四、 毛利分析.....	18
(一) 价格分析：铜、金价格均创出历史新高.....	18
(二) 成本分析：成本管控能力优异.....	19
(三) 毛利率分析：售价提升及成本优化助力毛利率提升.....	21
(四) 业务分析：矿山产铜、金、银量价齐升.....	22
五、 费用及负债分析.....	23
(一) 费用分析：期间费用率下降.....	23
(二) 财务分析：杠杆下降同时 ROE 明显提升.....	23
六、 盈利预测与投资建议.....	24
七、 风险提示.....	25

图表目录

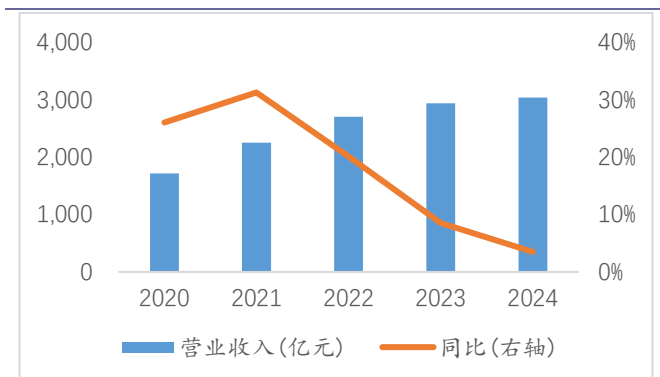
图表 1: 2024 年公司实现收入 3036 亿元	6
图表 2: 2024 年公司实现归母净利润 321 亿元	6
图表 3: 2024 年公司实现扣非净利润 317 亿元	6
图表 4: 2024 年公司毛利率/净利润分别为 20%/11%	6
图表 5: 2024Q4 公司实现收入 732 亿元	7
图表 6: 2024Q4 公司实现归母净利润 77 亿元	7
图表 7: 2024Q4 公司实现扣非净利润 79 亿元	7
图表 8: 2024Q4 公司毛利率/净利润分别为 23%/11%	7
图表 9: 2024 年公司实现矿产铜产量 106.8 万吨	8
图表 10: 2024 年公司实现矿产金产量 72.9 吨	8
图表 11: 2024 年公司实现矿产锌(铅)产量 45.1 万吨	8
图表 12: 2024 年公司实现矿产银产量 435.8 吨	8
图表 13: 2024Q4 公司实现矿产铜产量 27.9 万吨	9
图表 14: 2024Q4 公司实现矿产金产量 18.7 吨	9
图表 15: 2024 年公司实现矿产银产量 104.7 吨	9
图表 16: 2024 年公司主要矿山产铜统计	10
图表 17: 2024 年塞紫金实现矿产铜产量 17.0 万吨	10
图表 18: 2024 年塞紫铜实现矿产铜产量 12.3 万吨	10
图表 19: 2024 年西藏巨龙实现矿产铜产量 16.6 万吨	11
图表 20: 2024 年多宝山实现矿产铜产量 11.5 万吨	11
图表 21: 2024 年卡莫阿实现矿产铜产量 19.5 万吨	11
图表 22: 2024 年科卢韦齐实现矿产铜产量 9.5 万吨	11
图表 23: 2024 年公司主要矿山产金统计	12
图表 24: 2024 年武里蒂卡实现矿产金产量 10.0 吨	12
图表 25: 2024 年罗斯贝尔实现矿产金产量 7.5 吨	12
图表 26: 2024 年奥罗拉实现矿产金产量 4.1 吨	13
图表 27: 2024 年诺顿金田实现矿产金产量 8.2 吨	13
图表 28: 2024 年泽拉夫尚实现矿产金产量 5.0 吨	13
图表 29: 2024 年奥克同实现矿产金产量 3.7 吨	13
图表 30: 2024 年陇南紫金实现矿产金产量 7.1 吨	14
图表 31: 2024 年塞紫金实现矿产金产量 5.3 吨	14
图表 32: 2024 年公司主要矿山产锌统计	14
图表 33: 2024 年公司主要矿山产银统计	15
图表 34: 至 2024 年末公司储量及资源量	18
图表 35: 2024 年伦敦金现均价 2388 美元/盎司	19
图表 36: 2024 年伦敦银现均价 28 美元/盎司	19
图表 37: 2024 年伦敦铜现均价 9147 美元/吨	19
图表 38: 2024 年伦敦锌现 2779 美元/吨	19
图表 39: 2024 年公司主要业务成本情况 (按 2023 年汇率比较)	20
图表 40: 2024 年公司矿山产金生产成本	20
图表 41: 2024 年公司矿山产铜生产成本	20
图表 42: 2024 年公司矿山产锌生产成本	21
图表 43: 2024 年公司矿山产银生产成本	21
图表 44: 2024 年公司主要业务毛利率情况	21

图表 45:	2024 年公司矿山产金毛利率提升.....	22
图表 46:	2024 年公司矿山产铜毛利率提升.....	22
图表 47:	2024 年公司矿山产锌毛利率提升.....	22
图表 48:	2024 年公司矿山产银毛利率提升.....	22
图表 49:	2024 年公司业务收入分析	22
图表 50:	2024 年公司费用率下降	23
图表 51:	2024Q4 公司费用率同比下降	23
图表 52:	2024Q4 公司长+短期借款同比减少.....	24
图表 53:	2024Q4 公司经营性现金流(亿元)同比增加.....	24
图表 54:	2024Q4 公司资产负债率继续下降.....	24
图表 55:	2024Q4 公司 ROE 同比提升	24

一、2024 年业绩实现高增

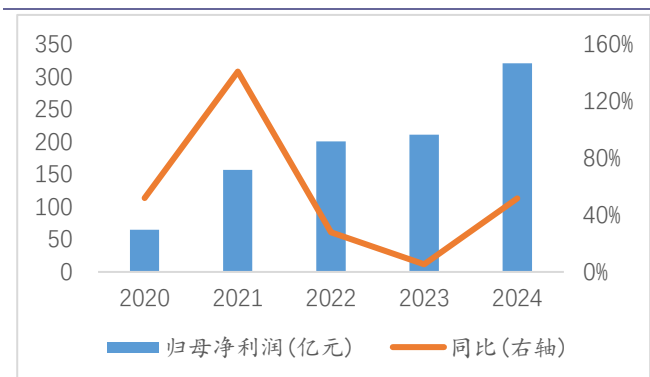
2025 年 3 月 22 日，公司发布 2024 年年报。报告期内公司实现收入 3036 亿元，同比+3%；归母净利润 321 亿元，同比+52%；扣非净利润 317 亿元，同比+47%。其中，第四季度实现收入 732 亿元，同比+7%，环比-8%；归母净利润 77 亿元，同比+55%，环比-17%；扣非净利润 79 亿元，同比+24%，环比-4%。

图表1：2024 年公司实现收入 3036 亿元



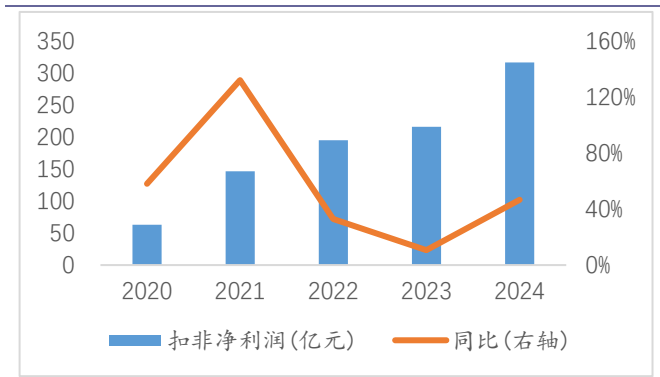
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表2：2024 年公司实现归母净利润 321 亿元



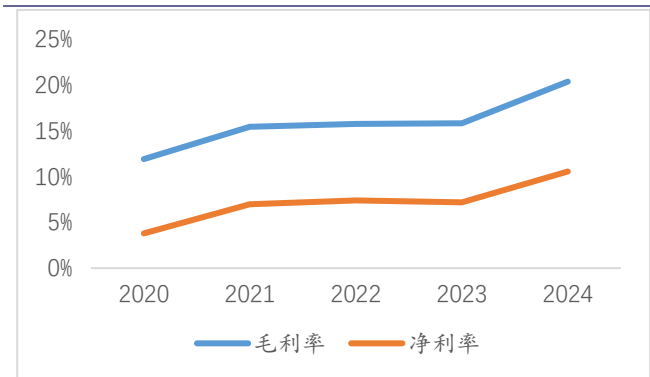
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表3：2024 年公司实现扣非净利润 317 亿元



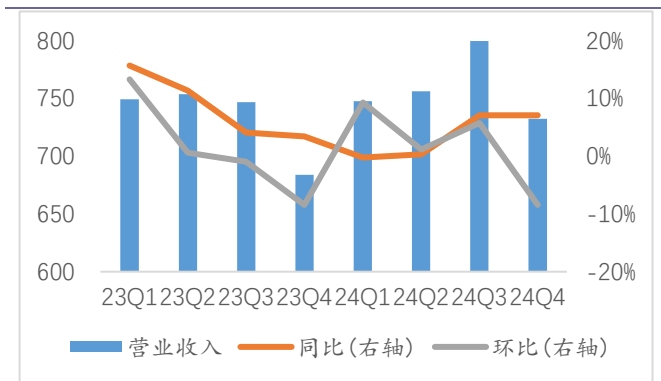
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表4：2024 年公司毛利率/净利润分别为 20%/11%



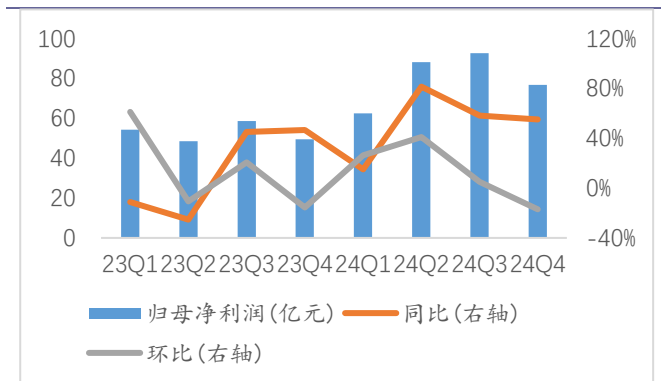
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表5：2024Q4 公司实现收入 732 亿元



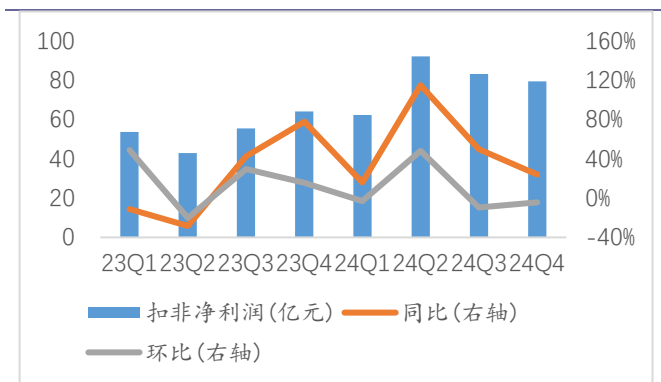
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表6：2024Q4 公司实现归母净利润 77 亿元



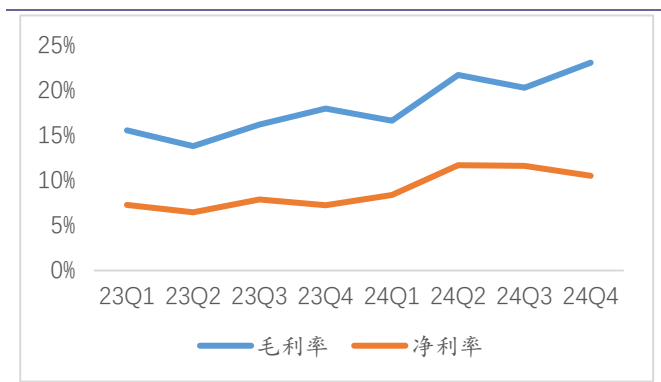
资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表7：2024Q4 公司实现扣非净利润 79 亿元



资料来源：iFind，太平洋证券整理

图表8：2024Q4 公司毛利率/净利润分别为 23%/11%



资料来源：iFind，太平洋证券整理

二、 2024 年铜、金、银产量实现增长

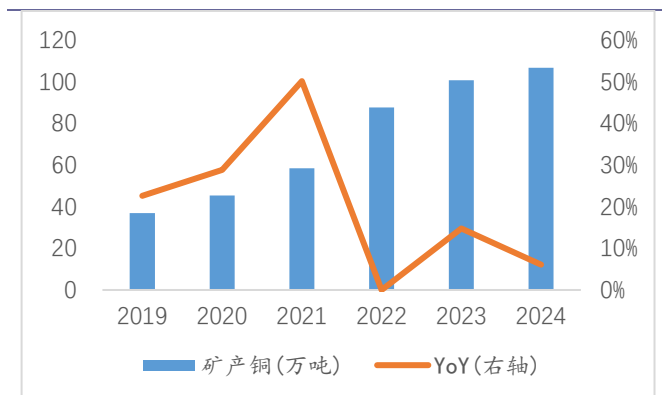
(一) 矿产铜、金、银产量均创新高

2024 年公司矿产铜、金、银均创新高。2024 年公司实现矿产铜 106.8 万吨，同比+6.1%，完成全年目标的 96%；实现矿产金 72.9 吨，同比+7.7%，完成全年目标的 99%；实现矿产锌（铅）45.1 万吨，同比-3.3%，完成全年目标的 96%；实现矿产银 435.8 吨，同比+5.8%，完全全年目标的 104%。

公司微调 2025 年矿产目标，2028 年目标维持不变。公司 2025 年目标：矿产铜 115 万吨（前值 117 万吨）、矿产金 85 吨（前值 90 吨）、矿山锌（铅）44 万吨（前值 48 万吨）、矿产银 450 吨（前值 450 吨）、当量碳酸锂 4 万吨（前值 12 万吨）、矿产钼 1 万吨（前值 1.6 万吨）。2028 年目标不变：矿产铜 150-160 万吨、矿产金 100-110 吨、矿产锌（铅）55-60 万吨、矿产银 600-700

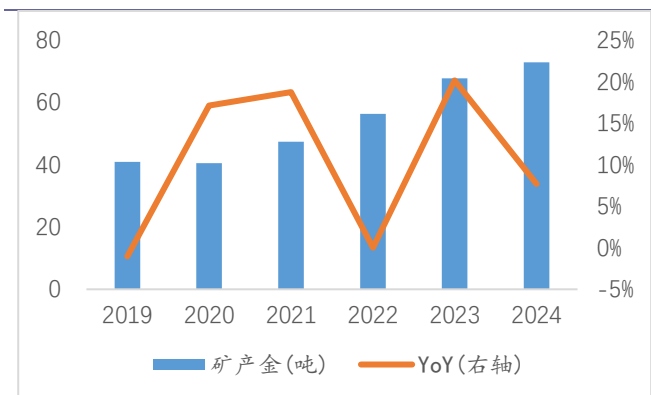
吨、当量碳酸锂 25-30 万吨、矿产铜 2.5-3.5 万吨。

图表9：2024 年公司实现矿产铜产量 106.8 万吨



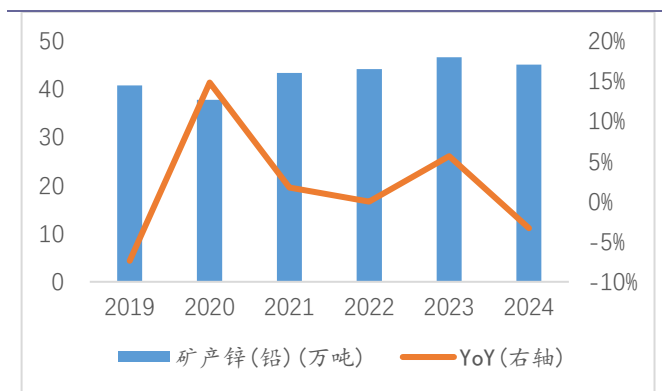
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表10：2024 年公司实现矿产金产量 72.9 吨



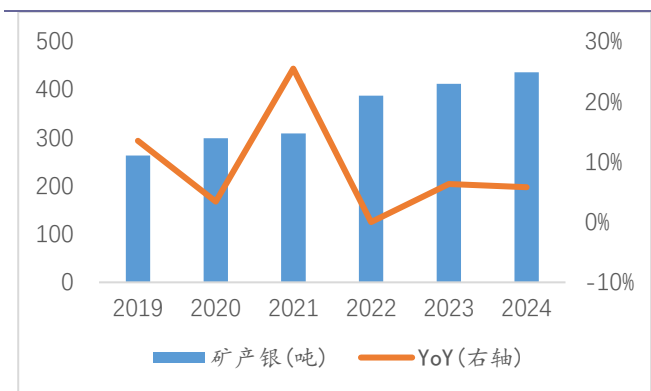
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表11：2024 年公司实现矿产锌(铅)产量 45.1 万吨



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

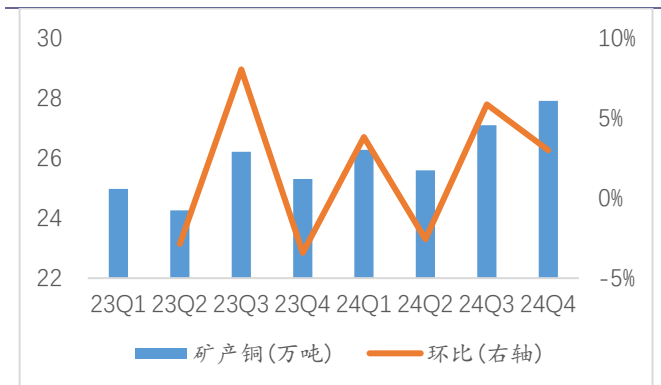
图表12：2024 年公司实现矿产银产量 435.8 吨



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

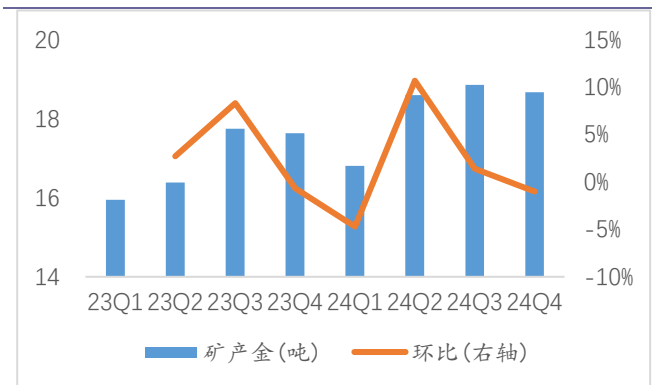
2024 年第四季度公司矿产铜、矿产金、矿产银产量均实现同比增长。2024 年第四季度，公司实现矿产铜 27.9 万吨，同比+6.1%，环比+3.0%；实现矿产金 18.7 吨，同比+7.7%，环比-1.0%；实现矿产银 104.7 吨，同比+5.8%，环比-13.4%。

图表13：2024Q4 公司实现矿产铜产量 27.9 万吨



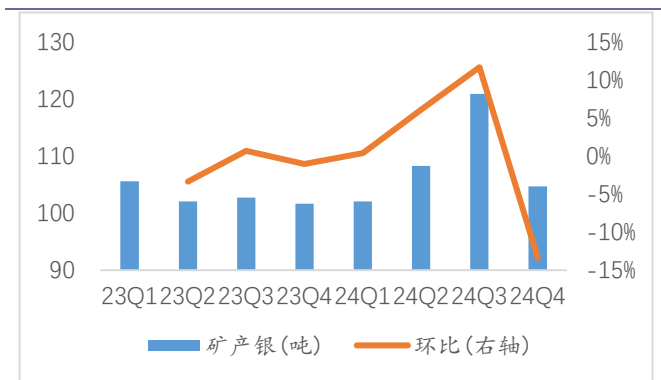
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表14：2024Q4 公司实现矿产金产量 18.7 吨



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表15：2024 年公司实现矿产银产量 104.7 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

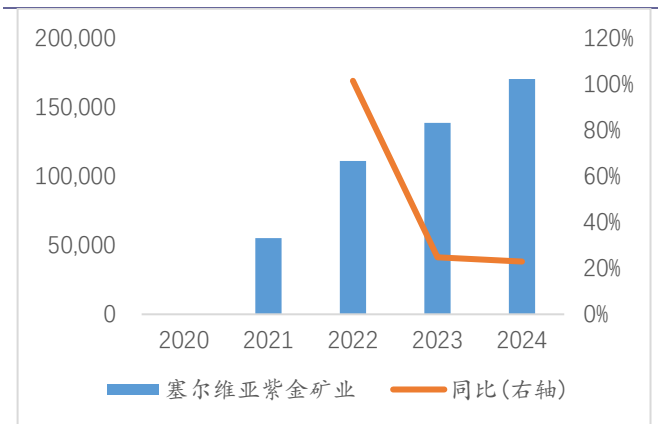
2024 年公司塞尔维亚铜矿产量高增。2024 年公司实现矿产铜 106.8 万吨，同比+6.1%。2024 年塞尔维亚紫金矿业/塞尔维亚紫金铜业实现矿产铜产量 17.0/12.3 万吨，同比+22.9%/+22.2%，同比增长显著；西藏巨龙铜业实现矿产铜 16.6 万吨，同比+7.7%；卡莫阿铜矿（权益）/科卢韦齐铜矿实现矿产铜 19.5/9.5 万吨，同比分别为+10.0%/-25.5%，产量下滑主要系刚果（金）电力供应不稳，公司预计将通过建设水电站、光伏电站等措施实现电力供应稳定，第四季度产量明显增长。

图表16：2024年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)	44.45%	194,691	10.0%
科卢韦齐铜矿	刚果(金)	67.00%	94,584	-25.5%
厄立特里亚碧沙矿业	厄立特里亚	100.00%	19,914	13.2%
西藏巨龙铜业	中国	50.10%	166,330	7.7%
西藏玉龙铜业(权益)	中国	22.00%	36,023	36.7%
黑龙江多宝山	中国	100.00%	114,774	3.4%
福建紫金山铜金矿	中国	100.00%	86,094	0.1%
阿舍勒铜矿	中国	51.00%	44,002	-0.5%
吉林珥春紫金	中国	100.00%	8,750	-29.1%
塞尔维亚紫金矿业	塞尔维亚	100.00%	170,230	22.9%
塞尔维亚紫金铜业	塞尔维亚	63.00%	122,676	22.2%
其他矿山合计			10,387	-16.1%
总计			1,068,455	6.1%

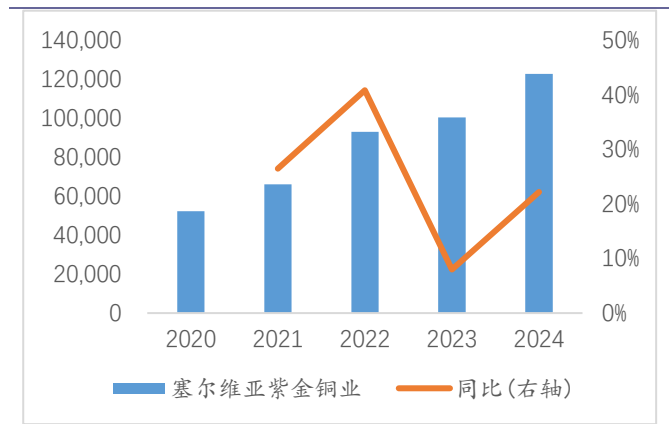
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表17：2024年塞紫金实现矿产铜产量17.0万吨



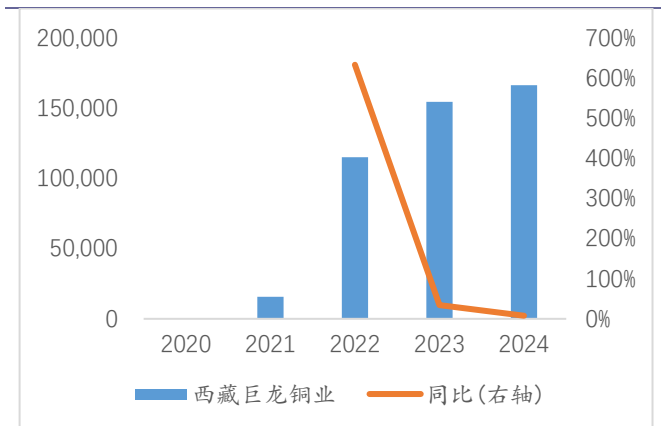
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表18：2024年塞紫铜实现矿产铜产量12.3万吨



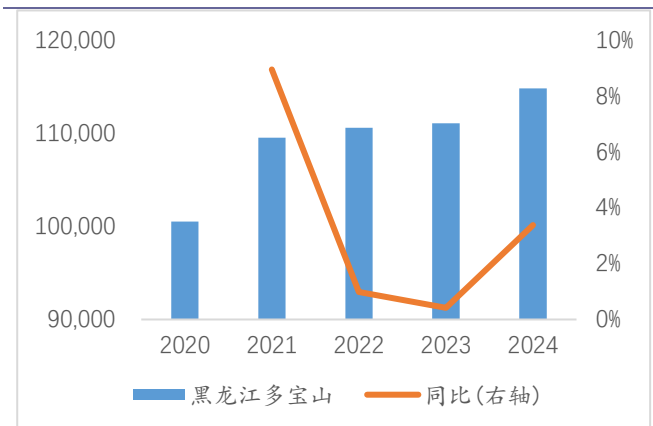
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表19：2024年西藏巨龙实现矿产铜产量16.6万吨



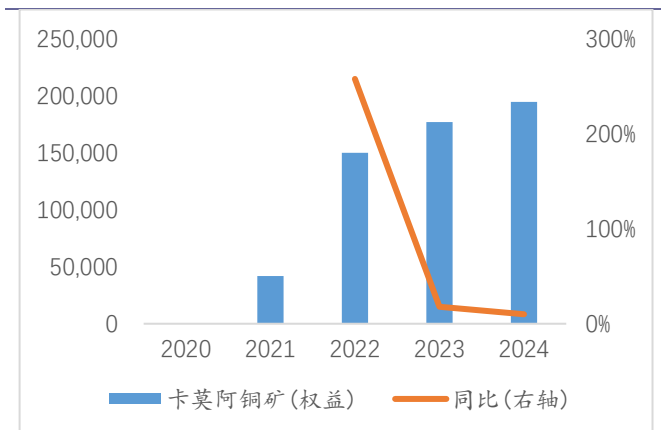
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表20：2024年多宝山实现矿产铜产量11.5万吨



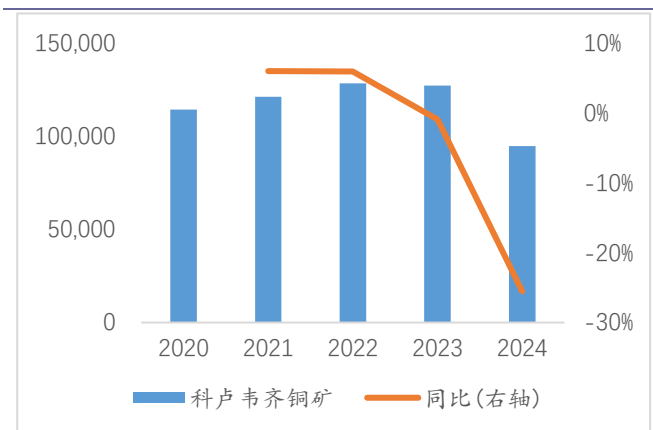
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表21：2024年卡莫阿实现矿产铜产量19.5万吨



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表22：2024年科卢韦齐实现矿产铜产量9.5万吨



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

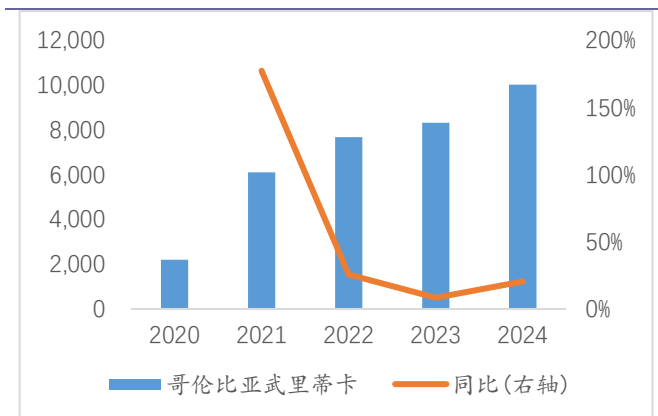
2024年公司南美洲、澳洲金矿产量增长显著。2024年公司实现矿产金产量72.9吨，同比分别为+7.7%。2024年哥伦比亚武里蒂卡/圭亚那奥罗拉/澳大利亚诺顿金田/陇南紫金实现矿产金10.0/4.1/8.2/7.1吨，同比分别为+20.5%/+34.6%/+22.9%/+18.8%，贡献主要矿产金增量；塔吉克斯坦泽拉夫尚实现矿产金5.0吨，同比-17.4%，主要系品位下降所致。

图表23：2024年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%	10,030	20.5%
罗斯贝尔	苏里南	95.00%	7,460	-1.5%
圭亚那奥罗拉	圭亚那	100.00%	4,069	34.6%
澳大利亚诺顿金田	澳大利亚	100.00%	8,182	22.9%
波格拉金矿(权益)	巴布亚新几内亚	24.50%	1,433	-
塔吉克斯坦泽拉夫尚	塔吉克斯坦	70.00%	4,951	-17.4%
吉尔吉斯斯坦奥同克	吉尔吉斯斯坦	60.00%	3,703	-9.5%
陇南紫金	中国	84.22%	7,051	18.8%
山西紫金	中国	100.00%	3,353	-13.5%
招金矿业(权益)	中国	18.95%	3,229	12.0%
黑龙江多宝山	中国	100.00%	2,878	11.5%
贵州紫金	中国	56.00%	1,816	-18.1%
吉林珲春紫金	中国	100.00%	1,557	-27.9%
洛阳坤宇	中国	70.00%	1,653	-21.7%
塞尔维亚紫金矿业	塞尔维亚	100.00%	5,328	7.5%
塞尔维亚紫金铜业	塞尔维亚	63.00%	2,621	31.8%
总计		0.00%	72,938	7.7%

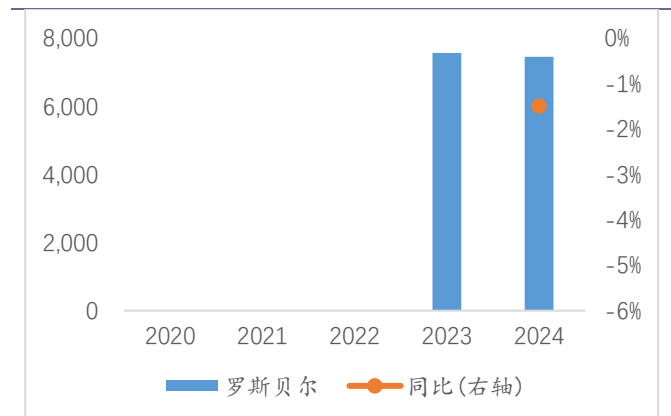
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表24：2024年武里蒂卡实现矿产金产量10.0吨



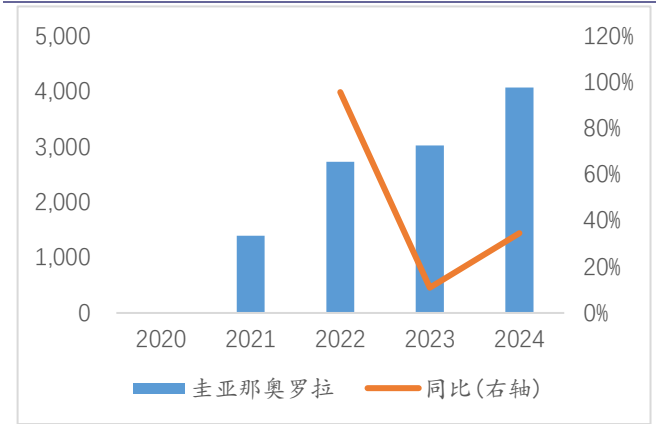
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表25：2024年罗斯贝尔实现矿产金产量7.5吨



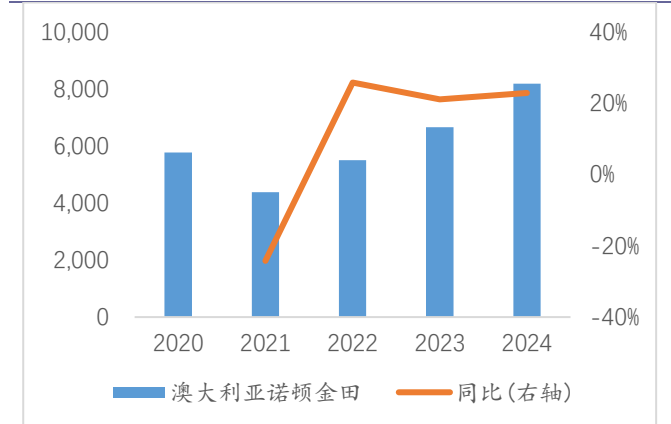
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表26：2024年奥罗拉实现矿产金产量4.1吨



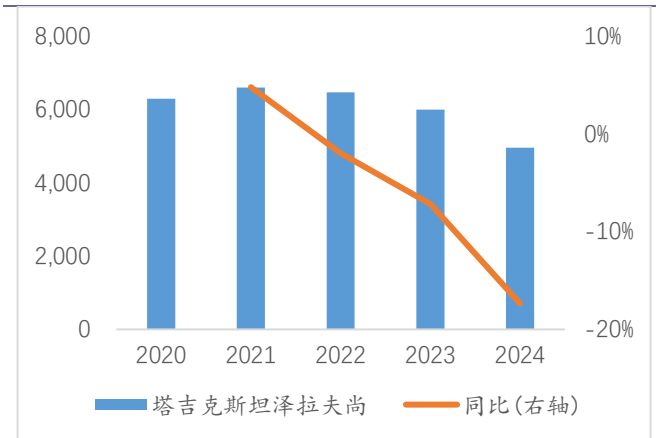
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表27：2024年诺顿金田实现矿产金产量8.2吨



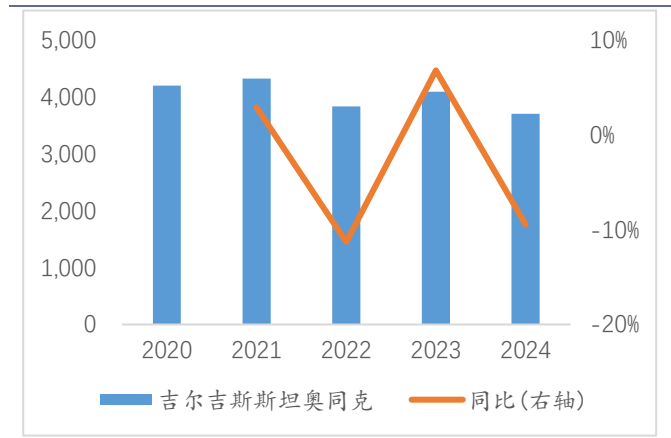
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表28：2024年泽拉夫尚实现矿产金产量5.0吨



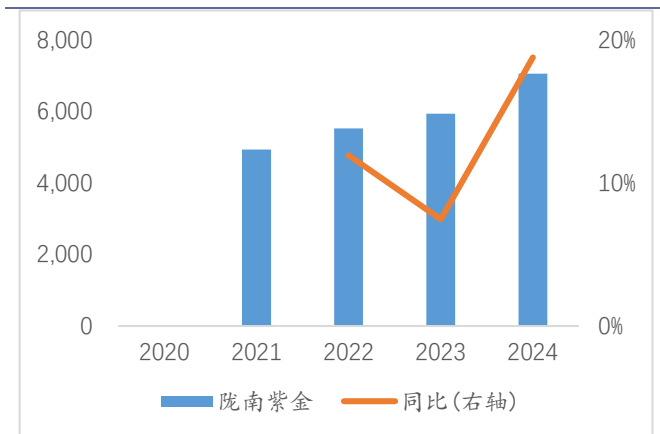
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表29：2024年奥克同实现矿产金产量3.7吨



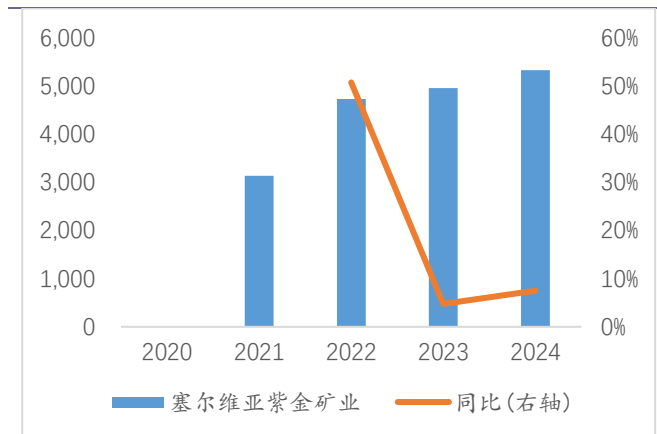
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表30：2024年陇南紫金实现矿产金产量7.1吨



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表31：2024年塞紫金实现矿产金产量5.3吨



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

(四) 矿产锌（铅）：2024年产量有所下滑

2024年公司矿产锌（铅）产量同比有所下滑。2024年公司实现矿产锌（铅）产量45.1万吨，同比分别为-3.3%。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16.6/6.5/12.1/7.6万吨，同比分别为+0.1%/+5.2%/+3.9%。

图表32：2024年公司主要矿山产锌统计

矿山	地区	持有益	矿产锌 (吨)	矿产铅 (吨)	矿产锌+铅 (吨)	矿产锌+铅 YoY
新疆紫金锌业	中国新疆	100.00%	140,803	24,801	165,604	0.1%
阿舍勒铜矿	中国新疆	51.00%	8,729	0	8,729	-47.0%
乌拉特后旗紫金	中国内蒙古	95.00%	53,359	11,849	65,208	5.2%
万城商务(权益)	中国	42.80%	11,513	2,089	13,602	14.5%
厄立特里亚碧沙	厄立特里亚	55.00%	121,401	0	121,401	3.9%
俄罗斯龙兴	俄罗斯	70.00%	71,272	4,748	76,020	-16.8%
其他矿山合计			0	910	910	-70.7%
总计			407,077	44,397	451,474	-3.3%

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

(五) 矿产银：2024年产量实现增长

2024 年公司矿产银产量实现增长。2024 年公司实现矿产银 435.8 吨，同比分别为+5.8%，产量增幅明显。2024 年公司西藏巨龙/洛阳坤宇/厄立特里亚碧沙矿产银产量为 109.1/41.4/65.0 吨，同比分别为+3.1%/+11.4%/+33.9%，贡献主要增量来源。

图表33：2024 年公司主要矿山产银统计

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%	109,098	3.1%
黑龙江多宝山	中国	100.00%	40,032	0.5%
洛阳坤宇	中国	70.00%	41,424	11.4%
阿舍勒铜矿	中国	51.00%	29,575	-14.9%
福建紫金山铜金矿	中国	100.00%	27,363	-3.9%
厄立特里亚碧沙	厄立特里亚	55.00%	64,986	33.9%
哥伦比亚武里蒂卡	哥伦比亚	69.28%	25,991	4.1%
塞尔维亚紫金铜业	塞尔维亚	63.00%	27,069	-
俄罗斯龙兴	俄罗斯	70.00%	32,631	36.7%
其他矿山合计			37,635	-16.4%
总计			435,804	5.8%

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) 世界级资产项目持续推进

公司铜、金、锂等项目遍布各大洲。铜板块：(1) 塞尔维亚：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。(2) 刚果金：卡莫阿铜矿拥有资源量铜 4227 万吨；2024 年矿山实现矿产铜 43.7 万吨；2025 年计划矿产铜 58 万吨；建成投产以来产能持续爬坡，三期选厂达产后，年产铜将提升至 60 万吨，根据伍德曼肯兹(Wood Mackenzie)报告，卡莫阿铜矿将晋升为全球第 3 大铜矿；矿山配套的 50 万吨/年铜冶炼厂将建成，形成新的利润增长点，并进一步降低运营成本。科卢韦齐铜(钴)矿拥有资源量铜 143 万吨、钴 3.42 万吨；2024 年矿产铜 9.46 万吨、钴 830 吨；2025 年计划矿产铜 11 万吨、钴 243 吨。(3) 中国西藏：巨龙铜业(含巨龙铜矿及知不拉铜矿)保有资源量铜 2561 万吨、银 1.5 万吨、钼 165 万吨；2024 年矿产铜 16.63 万吨、钼 7099 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。**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，规划达产后采选规模为1800万吨/年，年矿产铜7.6万吨；结合矿区周边资源探边摸底及整合，朱诺矿集区铜矿资源增长潜力显著。**雄村铜矿**拥有资源量铜208万吨，伴生金202吨、伴生银1042吨；由公司主导项目建设，规划建成1200万吨/年采选规模，达产后预计年均产铜4.6万吨，采选工程项目等关键证照已获得核准。**玉龙铜矿**为中国第二大单体铜矿，公司为第二大股东，年矿产铜产量16.4万吨，公司权益产量3.6万吨。

金板块：（1）**南美洲：****武里蒂卡金矿**为全球超高品位大型金矿，哥伦比亚第一座大型现代化地下矿山，拥有资源量金333吨、银1000吨；2024年克服非法采矿活动不利影响，黄金产量稳产增产，实现矿产金10吨、银26吨；2025年计划矿产金9吨、银27吨。**罗斯贝尔金矿**为南美洲最大在产露天金矿之一，拥有资源量金195吨；2024年矿产金7.5吨；2025年计划矿产金8吨；选厂1000万吨/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**拥有资源量金166吨；2024年矿产金4.1吨；2025年计划矿产金4吨，选厂330万吨/年处理量技改扩能快速推进。**阿瑞那铜金矿**是公司最新并购的金铜项目，拥有资源量金188吨（另有资源量铜278万吨），公司拟通过延长上部一期在产黄金服务年限进一步提升现实黄金产能。（2）**大洋洲：****诺顿金田**采选关键指标持续优化，2024年实现矿产金8.2吨；2025年计划矿产金7吨。**波格拉金矿及万国黄金（旗下拥有所罗门金岭金矿）**均为公司参股项目，波格拉金矿复产后产能持续回稳；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。（3）**中亚及非洲：****泽拉夫尚**继续蝉联塔吉克斯坦最大黄金生产企业，2024年矿产金5吨；2025年计划矿产金6吨。**奥同克左岸金矿**2024年实现矿产金3.7吨；2025年计划矿产金3.3吨。**加纳 Akyem 金矿**公司已公告尚未交割，为产出黄金项目，拥有资源量金89吨（资源量估算基于金价1600美元/盎司）及额外83吨地采资源储备，按原业主排产计划，预计全矿山寿命周期内年均产金约5.8吨。（4）**中国境内：****陇南紫金**2024年矿产金7.1吨；旗下金山金矿2000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。**山西紫金**2024年矿产金3.4吨，6000吨/日矿山智能化采选改扩建工程全面达产。**萨瓦亚尔顿金矿**为中国境内少有的百吨级未开发超大型低品位金矿，规划先露采后地采，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**为中国最大海底单体金矿，拥有资源量金562吨；12000吨/日采选工程建成达产后年矿产金约15-20吨，有望晋升为中国最大黄金矿山之

一。公司同时持有**招金矿业**（1818.HK）18.95%股权，为招金矿业第二大股东，2024年对应紫金矿业权益黄金产量3.2吨。报告期末，招金矿业拥有1446.16吨黄金资源量和517.38吨可采黄金储量。

锂板块：（1）**中国境外：阿根廷3Q盐湖锂矿**拥有当量碳酸锂830万吨，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。**马诺诺锂矿**东北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Mpiiana-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。（2）**中国境内：拉果错盐湖锂矿**拥有当量碳酸锂约216万吨；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。**湘源硬岩锂矿**拥有当量碳酸锂83万吨，伴生铷、铯、钨、锡等多种金属，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。

（二）自主勘探取得显著成果

公司自主勘探优势显著，资源储备持续提升。报告期，公司通过扩大规模和技术指标优化，实现了资源最大化利用，其中：巨龙铜矿新增铜备案资源量达1472.6万吨，萨瓦亚尔顿新增金备案资源54.1吨。自主地质勘查取得重大找矿突破：**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。**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。**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。**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。报告期，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，单位勘查成本远低于全球行业平均水平。

图表34：至 2024 年末公司储量及资源量

品种	权益储量	权益储量 YoY	权益资源量	权益资源量 YoY
铜矿(金属万吨)	3,818	14%	8,518	14%
金矿(金属吨)	1,281	12%	3,484	16%
碳酸锂/LCE(万吨)	600	35%	1,432	6%
银(含伴生)(金属吨)	2,068	11%	20,975	42%
钼(含伴生)(金属万吨)	162	2%	342	12%
锌矿(金属万吨)	639	56%	996	6%
铅矿(金属万吨)	91	54%	136	6%

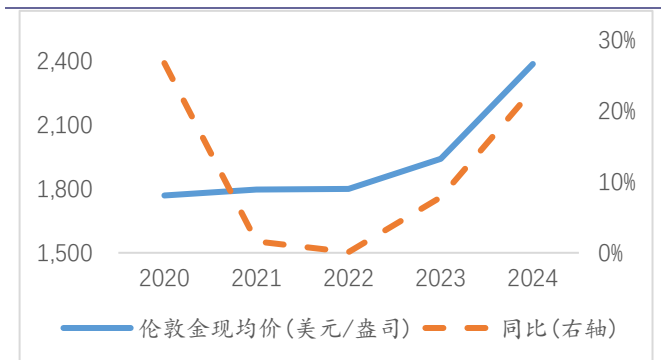
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

四、毛利分析

(一) 价格分析：铜、金价格均创出历史新高

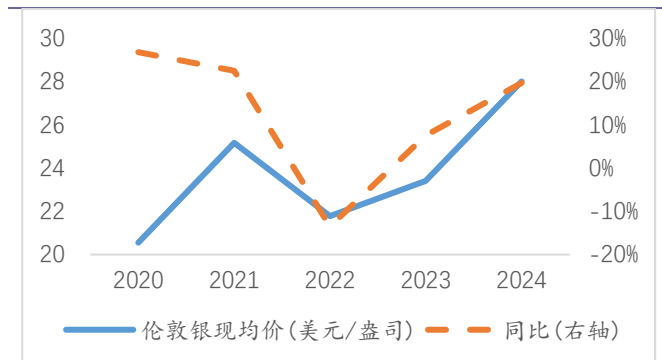
2024 年铜价创出历史新高，金价显著上涨。(1) 铜：2024 年上半年，在铜矿供应短缺、美联储货币宽松预期推动下，铜价一路走高。5 月 COMEX 铜期货主力合约出现逼仓行情，铜价升至年度最高点 10857 美元/吨。下半年，铜市场的交易主线集中在美联储降息政策及中国经济增长预期。9 月，美联储降息周期启动与中国稳增长政策加码提振市场情绪，铜价反弹至 9800 美元/吨，但因需求实质性改善有限，叠加市场对于特朗普上台后贸易政策的担忧，12 月铜价回落至 8700 美元/吨左右。**(2) 金：**2024 年全球地缘政治冲突升级、美联储启动降息周期以及央行持续购金等多重因素共同推动下，黄金价格强势上涨，成为全球表现最亮眼的资产之一。LBMA 现货黄金收于 2611 美元/盎司，较年初大幅上涨 26%，创 2010 年以来最大年度涨幅，全年均价达 2,388 美元/盎司，同比上涨 23%。根据世界黄金协会数据显示，2024 年全球黄金需求同比增长 5%至 5,143 吨，连续三年创历史新高。其中，全球央行净购金量达 1,045 吨，连续第三年超过 1,000 吨。

图表35：2024 年伦敦金现均价 2388 美元/盎司



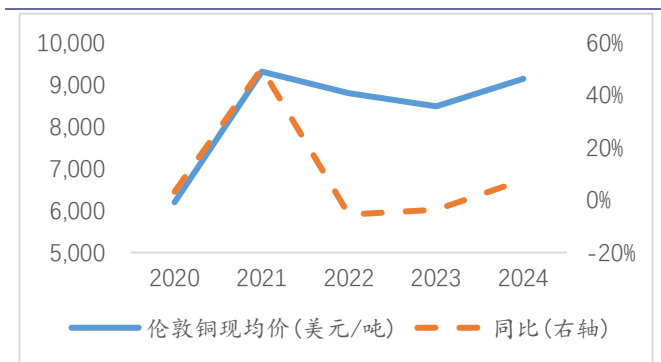
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表36：2024 年伦敦银现均价 28 美元/盎司



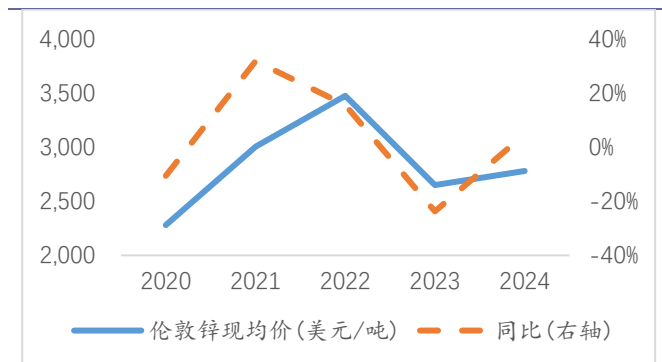
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表37：2024 年伦敦铜现均价 9147 美元/吨



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表38：2024 年伦敦锌现 2779 美元/吨



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

(二) 成本分析：成本管控能力优异

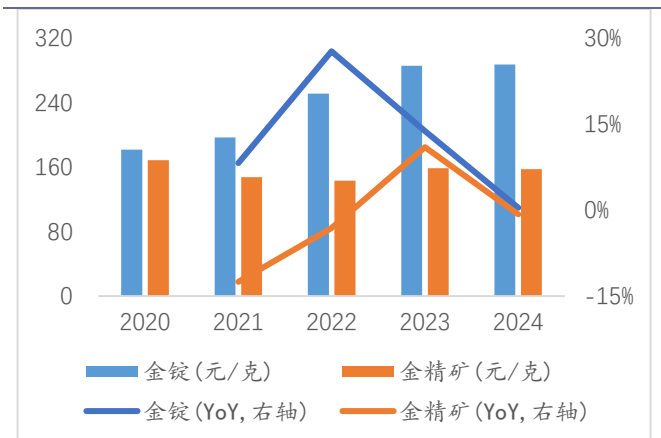
2024 年公司成本控制效果显著。公司产品的销售成本主要包括采矿、选矿、冶炼、矿产品精矿采购、矿石运输成本、原材料消耗、动力、薪金及固定资产折旧等。2024 年，公司成本控制效果显著，金精矿/铜精矿/电解铜/矿山产锌生产成本同比-0.7%/-4.6%/-18.1%/-6.2%，主要系公司原材料采购端规模效应明显，以及精益管理所致。

图表39：2024年公司主要业务成本情况（按2023年汇率比较）

产品名称		单位	2024年	同比
矿山产金	金锭	元/克	287.30	0.4%
	金精矿	元/克	157.67	-0.7%
矿产产铜	铜精矿	元/吨	19,079	-4.6%
	电积铜	元/吨	32,333	8.3%
	电解铜	元/吨	35,297	-18.1%
矿山产锌		元/吨	8,689	-6.2%
矿山产银		元/克	1.84	7.0%

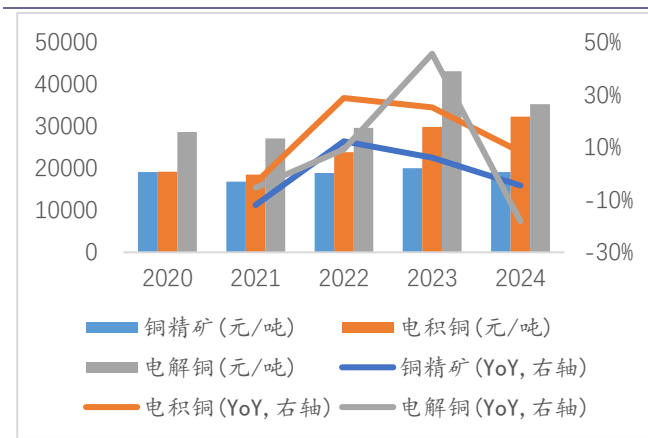
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表40：2024年公司矿山产金生产成本



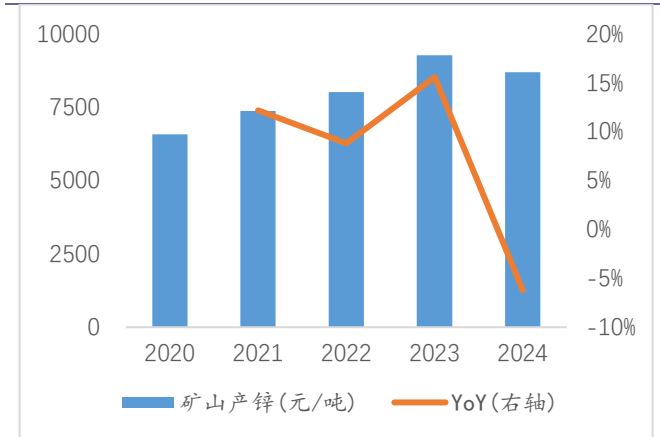
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表41：2024年公司矿山产铜生产成本



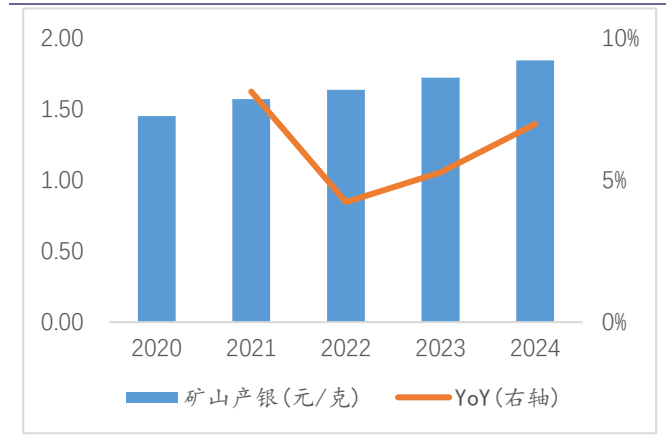
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表42：2024 年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43：2024 年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

(三) 毛利率分析：售价提升及成本优化助力毛利率提升

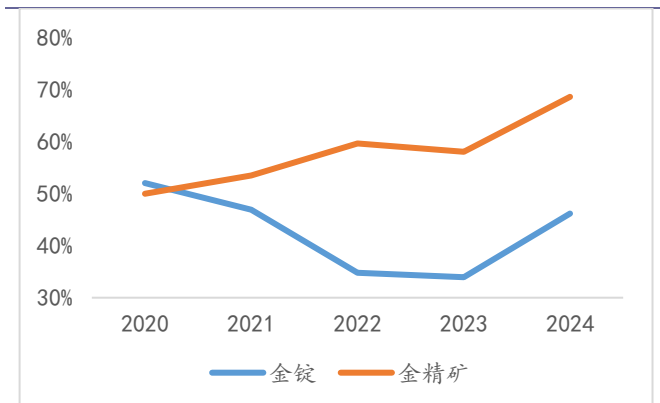
2024 年公司多项业务毛利率同比明显提升。2024 年公司金锭/金精矿毛利率为 46.6%/68.6%，同比分别为+12.2pct/+10.2pct；铜精矿/电积铜/电解铜毛利率为 66.0%/48.4%/45.9%，同比分别为+6.5pct/+1.4pct/+18.2pct；矿山产锌毛利率 41.5%，同比+19.6pct；矿山产银毛利率 61.0%，同比+10.2pct。公司核心矿产品种毛利率普遍提升显著，主要系产品价格上升，以及成本优化所致。

图表44：2024 年公司主要业务毛利率情况

产品名称		2024 年	同比
矿山产金	金锭	46.2%	+12.2pct
	金精矿	68.6%	+10.2pct
矿产产铜	铜精矿	66.0%	+6.5pct
	电积铜	48.4%	+1.4pct
	电解铜	45.9%	+18.2pct
矿山产锌		41.5%	+19.6pct
矿山产银		61.0%	+10.2pct

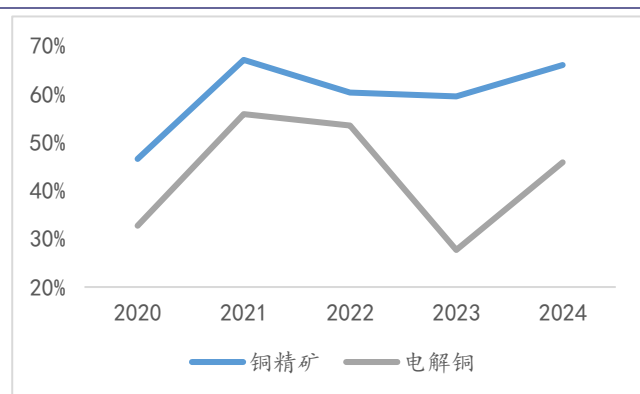
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表45：2024年公司矿山产金毛利率提升



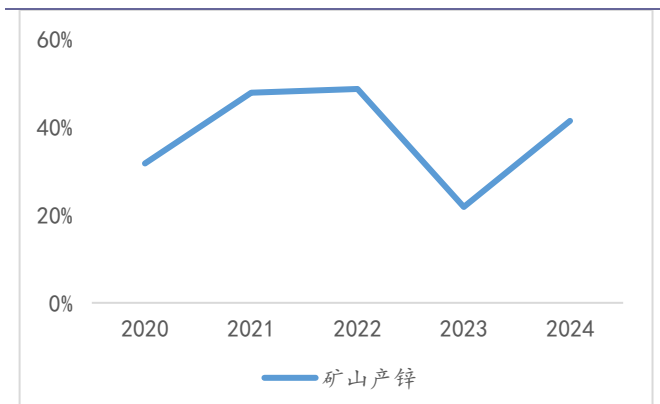
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表46：2024年公司矿山产铜毛利率提升



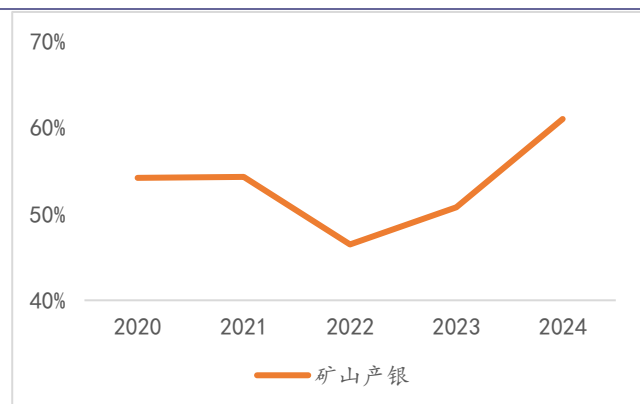
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表47：2024年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48：2024年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

(四) 业务分析：矿山产铜、金、银量价齐升

2024年公司多项业务全面提升。2024年公司矿山产铜、金、银等产品量价齐升，同时成本端得到良好控制，收入及毛利率得以实现较好增长。

图表49：2024年公司业务收入分析

产品名称	价格单位	销量单位	售价(不含税)	销售数量	销售收入(亿元)	单位成本	销售成本(亿元)	毛利率	
矿山产金	金锭	元/克	千克	533.4	38,087	203.16	287.16	109.37	46.2%
	金精矿	元/克	千克	504.3	29,699	149.77	158.15	46.97	68.6%

矿山产铜	铜精矿	万元/吨	万吨	5.63	62.04	349.55	1.91	118.74	66.0%
	电积铜	万元/吨	万吨	6.32	8.09	51.12	3.26	26.38	48.4%
	电解铜	万元/吨	万吨	6.59	12.30	81.04	3.57	43.87	45.9%
矿山产锌		万元/吨	万吨	1.49	38.64	57.66	0.87	33.76	41.5%
矿山产银		元/克	千克	4.74	424,145	20.10	1.85	7.85	61.0%
铁精矿		元/吨	万吨	694	63.40	4.40	185	1.17	73.4%
冶炼加工金		元/克	千克	549.9	228,212	1,255.0	547.46	1,249.4	0.4%
冶炼产铜		万元/吨	万吨	6.62	74.53	493.61	6.49	483.51	2.0%
冶炼产锌		万元/吨	万吨	2.08	36.33	75.51	1.98	72.02	4.6%
贸易收入及其他						2027.09		1902.58	6.1%
内部销售抵消数						-1731.6		-1677.8	
合计						3,036.4		2,417.8	20.4%

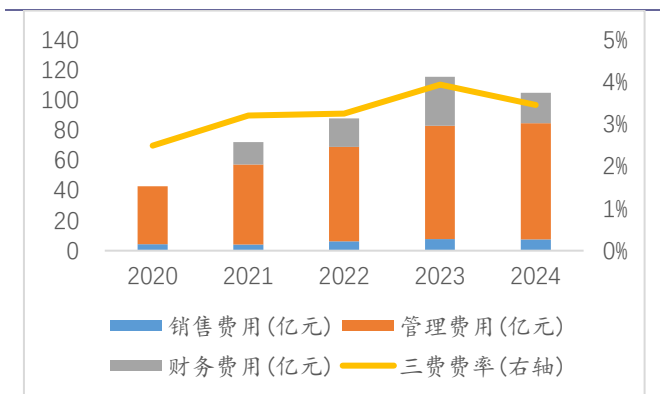
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

五、费用及负债分析

(一) 费用分析：期间费用率下降

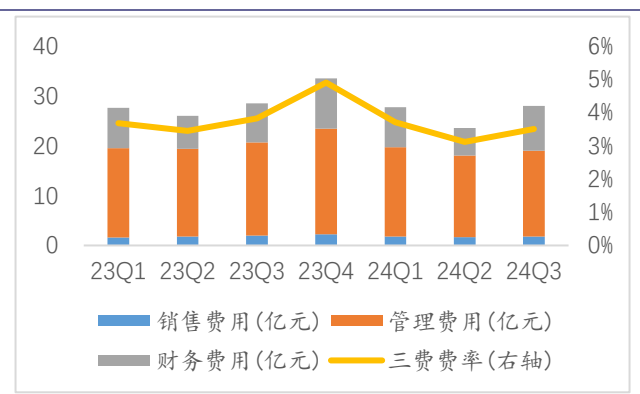
期间费用率小幅下降。2024年公司销售/管理/财务费用率为3.46%，同比-0.48pct；其中Q4销售/管理/财务费用率为3.51%，同比-1.39pct，公司费用端稳步下降，主要系人工成本下降等因素，体现公司精益管理不断取得成效。

图表50：2024年公司费用率下降



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表51：2024Q4 公司费用率同比下降

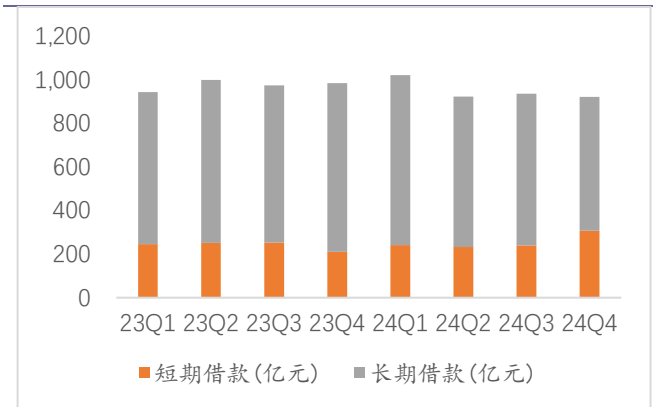


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

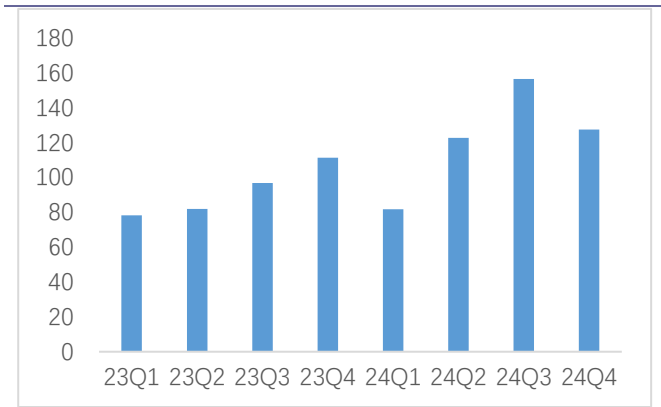
(二) 财务分析：杠杆下降同时 ROE 明显提升

杠杆下降同时 ROE 明显提升，经营呈现高质量发展。2024 年末公司资产负债率为 55.2%，同

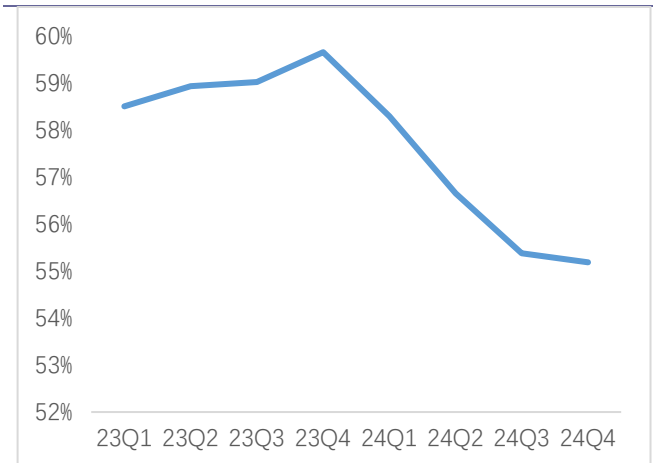
比-4.47pct，继 2023Q4 以来持续下降；2024 年末公司长期/短期借款为 615/307 亿元，同比分别 -161/+97 亿元；2024Q4 公司经营性现金流量净额 128 亿元，同比+14.5%。公司杠杆率下降，ROE 明显提升，2024 年末 ROE 为 22.9%，同比+3.28pct，经营呈现高质量发展态势。

图表52：2024Q4 公司长+短期借款同比减少


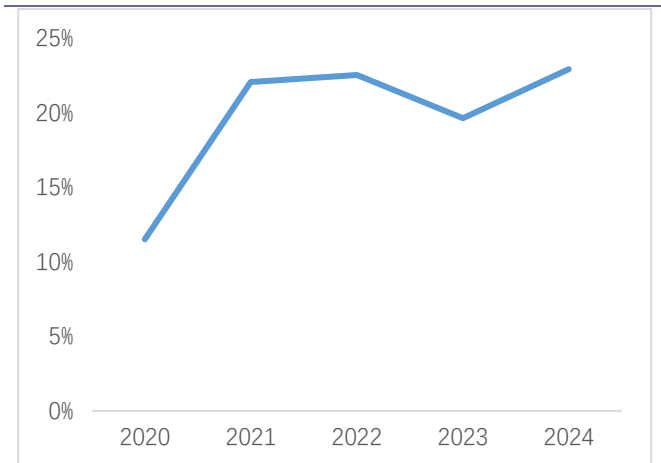
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表53：2024Q4 公司经营性现金流(亿元)同比增加


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表54：2024Q4 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55：2024Q4 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

我们上调公司 2025、2026 年，并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 390/430/467 亿元（2025、2026 年前值为 360/410 亿元），我们认为公司作为全球矿业龙头企业，全球化能力突出、成长确定性强、成本控制能力优异，有望充分受益于行业高景气度，维持“买入”评级。

七、 风险提示

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)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	18,449	31,691	70,444	121,063	173,112
应收和预付款项	11,008	11,167	13,242	13,176	13,801
存货	29,290	33,313	32,910	34,344	36,333
其他流动资产	18,882	22,768	24,795	24,589	24,857
流动资产合计	77,629	98,939	141,390	193,172	248,103
长期股权投资	31,632	43,085	43,085	43,085	43,085
投资性房地产	327	367	367	367	367
固定资产	81,466	92,307	84,343	76,479	68,657
在建工程	35,927	40,055	40,055	40,055	40,055
无形资产开发支出	67,892	68,588	68,588	68,588	68,588
长期待摊费用	2,534	3,682	3,682	3,682	3,682
其他非流动资产	123,227	148,526	190,978	242,760	297,690
资产总计	343,006	396,611	431,098	475,015	522,124
短期借款	20,989	30,713	30,713	30,713	30,713
应付和预收款项	16,371	20,912	18,414	20,058	21,494
长期借款	77,531	61,453	61,453	61,453	61,453
其他负债	89,751	105,802	106,465	108,232	109,640
负债合计	204,643	218,880	217,045	220,456	223,299
股本	2,633	2,658	2,658	2,658	2,658
资本公积	25,866	28,713	28,713	28,713	28,713
留存收益	70,637	94,445	120,947	150,374	182,370
归母公司股东权益	107,506	139,786	166,286	195,713	227,709
少数股东权益	30,857	37,945	47,767	58,846	71,115
股东权益合计	138,363	177,731	214,053	254,559	298,824
负债和股东权益	343,006	396,611	431,098	475,015	522,124

现金流量表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营性现金流	36,860	48,860	50,983	63,439	66,078
投资性现金流	-33,965	-32,238	311	720	692
融资性现金流	-5,817	-4,429	-12,304	-13,539	-14,721
现金增加额	-1,974	11,956	38,753	50,620	52,049

利润表 (百万)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	293,403	303,640	336,738	352,812	368,545
营业成本	247,024	241,776	259,997	269,060	278,057
营业税金及附加	4,850	5,819	6,566	6,845	7,223
销售费用	766	738	823	880	905
管理费用	7,523	7,729	8,336	8,920	9,274
财务费用	3,268	2,029	0	0	0
资产减值损失	-385	-727	0	0	0
投资收益	3,491	4,020	289	686	662
公允价值变动	-19	948	0	0	0
营业利润	31,937	48,827	60,177	66,639	72,555
其他非经营损益	-649	-749	0	0	0
利润总额	31,287	48,078	60,177	66,639	72,555
所得税	4,748	8,685	11,313	12,595	13,568
净利润	26,540	39,393	48,863	54,044	58,987
少数股东损益	5,420	7,342	9,822	11,079	12,269
归母股东净利润	21,119	32,051	39,042	42,965	46,718

预测指标

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	15.81%	20.37%	22.79%	23.74%	24.55%
销售净利率	7.20%	10.56%	11.59%	12.18%	12.68%
销售收入增长率	8.54%	3.49%	10.90%	4.77%	4.46%
EBIT 增长率	5.45%	44.53%	30.17%	10.74%	8.88%
净利润增长率	5.38%	51.76%	21.81%	10.05%	8.73%
ROE	19.64%	22.93%	23.48%	21.95%	20.52%
ROA	8.18%	10.65%	11.81%	11.93%	11.83%
ROIC	9.68%	11.59%	13.46%	13.39%	13.17%
EPS (X)	0.80	1.21	1.47	1.62	1.76
PE (X)	15.58	12.50	12.29	11.17	10.27
PB (X)	3.05	2.87	2.88	2.45	2.11
PS (X)	1.12	1.32	1.42	1.36	1.30
EV/EBITDA (X)	10.69	9.13	8.19	6.82	5.67

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。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



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

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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研究人员的个人观点。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。