

2025年03月28日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

矿产铜金产销稳步增长带动业绩大幅提升，远期产能仍然可期

—紫金矿业（601899.SH）公司事件点评报告

买入(维持)

事件

分析师：傅鸿浩 S1050521120004

✉ fuhh@cfsc.com.cn

分析师：杜飞 S1050523070001

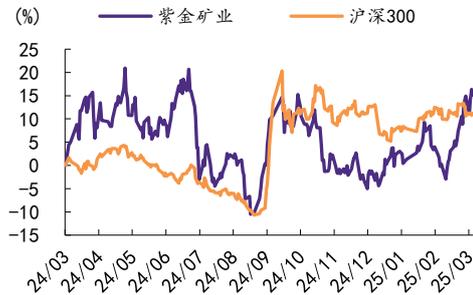
✉ dufei2@cfsc.com.cn

基本数据

2025-03-27

| | |
|------------|-------------|
| 当前股价(元) | 17.86 |
| 总市值(亿元) | 4747 |
| 总股本(百万股) | 26578 |
| 流通股本(百万股) | 20588 |
| 52周价格范围(元) | 14.15-19.47 |
| 日均成交额(百万元) | 3022.58 |

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《紫金矿业（601899）：矿产铜金量价同比均有提升，三季报业绩大幅增长》2024-10-24
- 2、《紫金矿业（601899）：矿产铜金稳步增长，成本呈现下降趋势》2024-08-29
- 3、《紫金矿业（601899）：加速矿山产能释放，力争提前两年达成原定目标》2024-05-18

紫金矿业发布 2024 年年报：2024 年全年实现营业收入 3036.40 亿元，同比增长 3.49%；归母净利润 320.51 亿元，同比增长 51.76%；扣除非经常性损益后的归母净利润 316.93 亿元，同比增长 46.61%。

公司 2024 年第四季度实现营业收入 732.43 亿元，同比 +7.09，环比 -8.42%；归母净利润 76.93 亿元，同比 +55.28%，环比 -17.04%；扣除非经常性损益后的归母净利润 79.45 亿元，同比增长 23.97%，环比 -4.44%。

投资要点

■ 业绩大幅增长，主因矿产铜、金量价齐升且成本有效管控

2024 年主要矿产产量方面，公司矿山产铜 106.8 万吨，同比 +6.07%；其中卡莫阿权益产铜 19.47 万吨，同比 +9.98%；塞尔维亚紫金矿业产铜 17.02 万吨，同比 +22.90%。矿山产金 72.9 吨，同比 +7.70%；其中哥伦比亚武里蒂卡产金 10.03 吨，同比 +20.54%，澳大利亚诺顿金田产金 8.18 吨，同比 +22.85%。

矿山铜金实现量价齐升。2024 年矿山铜销量 82.43 万吨（不含非控股企业），同比 +1.68%；矿山金销量 67.79 吨，同比 +1.62%。2024 年，铜精矿、电积铜和电解铜单价分别为 5.63、6.32、6.59 万元/吨，比 2023 年同期分别高出 14.04%、12.11%、10.58%。2024 年，金锭、金精矿单价分别为 533.39、504.3 元/克，比 2023 年同期分别高出 23.16%、33.20%。

成本方面，2024 年铜精矿、电积铜和电解铜单位销售成本分别为 1.91、3.26、3.57 万元/吨，较 2023 年同期变化分别为 -4.30%、+9.18%、-17.23%。2024 年金锭、金精矿单位销售成本分别为 287.16、158.15 元/克，较 2023 年同期变化分别为 +0.37%、-0.43%。

■ 内部挖潜外部并购，资源量稳步增长

按控股企业 100%口径及联营合营企业权益口径计算，报告期

末公司保有探明、控制及推断的总资源量为铜 11,037.41 万吨、金 3,972.53 吨、锌（铅）1,298.23 万吨、银 31,836.01 吨、锂（LCE）1,788.15 万吨；其中，保有证实储量和可信储量：铜 5,043.21 万吨、金 1,486.60 吨、锌（铅）804.13 万吨、银 3,253.10 吨、锂（LCE）860.47 万吨。按权益口径计算，报告期末公司资源量较期初增加铜 1,063 万吨、金 486 吨、银 6,235 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。

外部并购方面，境外实现对秘鲁阿瑞那铜金矿的并购及对万国黄金的投资，新增权益资源储量金 230 吨、铜 278 万吨。2025 年初，紫金矿业公告拟收购藏格矿业股份有限公司控制权，收购完成后，公司将实现对巨龙铜矿绝对控股，并显著培厚铜、锂资源储备。

■ 多项铜金扩产项目齐头并进，远期增长可期

塞尔维亚的丘卡卢-佩吉铜金矿、博尔铜矿 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。

刚果（金）卡莫阿铜矿 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。

巨龙铜业（含巨龙铜矿及知不拉铜矿）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。

金矿方面，新并购的秘鲁阿瑞那铜金矿将通过延长上部一期在产黄金服务年限提升现实黄金产能，交割之时，该矿年产能约 3 吨金。加纳 Akyem 金矿正加快交割，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。海域金矿为中国最大海底单体金矿，拥有资源量金 562 吨；12,000 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。

■ 盈利预测

预测公司 2025-2027 年营业收入分别为 3336.90、3629.83、3791.49 亿元，归母净利润分别为 413.88、473.78、534.78 亿元，当前股价对应 PE 分别为 11.5、10.0、8.9 倍。维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

1) 产品大幅降价风险；2) 铜矿扩建及爬产不及预期；3) 金矿扩建及爬产进度不及预期；4) 海外开矿政治风险；5) 汇率波动导致成本上升风险等。

| 预测指标 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|--------------|---------|---------|---------|---------|
| 主营业务收入 (百万元) | 303,640 | 333,690 | 362,983 | 379,149 |
| 增长率 (%) | 3.5% | 9.9% | 8.8% | 4.5% |
| 归母净利润 (百万元) | 32,051 | 41,388 | 47,378 | 53,478 |
| 增长率 (%) | 51.8% | 29.1% | 14.5% | 12.9% |
| 摊薄每股收益 (元) | 1.21 | 1.56 | 1.78 | 2.01 |
| ROE (%) | 18.0% | 19.9% | 19.5% | 19.0% |

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

| 资产负债表 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 流动资产: | | | | |
| 现金及现金等价物 | 31,691 | 62,163 | 104,758 | 153,621 |
| 应收款 | 10,508 | 11,548 | 12,561 | 13,121 |
| 存货 | 33,313 | 35,738 | 38,449 | 39,392 |
| 其他流动资产 | 23,427 | 25,124 | 26,778 | 27,691 |
| 流动资产合计 | 98,939 | 134,573 | 182,546 | 233,826 |
| 非流动资产: | | | | |
| 金融类资产 | 6,281 | 6,281 | 6,281 | 6,281 |
| 固定资产 | 92,307 | 109,315 | 111,291 | 107,578 |
| 在建工程 | 38,601 | 15,441 | 6,176 | 2,470 |
| 无形资产 | 68,588 | 65,159 | 61,730 | 58,472 |
| 长期股权投资 | 43,085 | 43,085 | 43,085 | 43,085 |
| 其他非流动资产 | 55,090 | 55,090 | 55,090 | 55,090 |
| 非流动资产合计 | 297,672 | 288,088 | 277,371 | 266,694 |
| 资产总计 | 396,611 | 422,661 | 459,918 | 500,520 |
| 流动负债: | | | | |
| 短期借款 | 30,713 | 31,713 | 32,713 | 33,713 |
| 应付账款、票据 | 20,828 | 22,343 | 24,038 | 24,628 |
| 其他流动负债 | 41,585 | 41,585 | 41,585 | 41,585 |
| 流动负债合计 | 99,784 | 95,642 | 98,337 | 99,927 |
| 非流动负债: | | | | |
| 长期借款 | 100,153 | 100,153 | 100,153 | 100,153 |
| 其他非流动负债 | 18,943 | 18,943 | 18,943 | 18,943 |
| 非流动负债合计 | 119,096 | 119,096 | 119,096 | 119,096 |
| 负债合计 | 218,880 | 214,738 | 217,433 | 219,023 |
| 所有者权益 | | | | |
| 股本 | 26,578 | 26,578 | 26,578 | 26,578 |
| 股东权益 | 177,731 | 207,923 | 242,485 | 281,497 |
| 负债和所有者权益 | 396,611 | 422,661 | 459,918 | 500,520 |

| 现金流量表 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润 | 39393 | 50869 | 58231 | 65729 |
| 少数股东权益 | 7342 | 9481 | 10853 | 12251 |
| 折旧摊销 | 9899 | 9583 | 10546 | 10506 |
| 公允价值变动 | 948 | 948 | 948 | 948 |
| 营运资金变动 | -8723 | -10303 | -3684 | -1826 |
| 经营活动现金净流量 | 48860 | 60579 | 76894 | 87608 |
| 投资活动现金净流量 | -32238 | 6154 | 7288 | 7419 |
| 筹资活动现金净流量 | 13850 | -19677 | -22669 | -25717 |
| 现金流量净额 | 30,472 | 47,056 | 61,513 | 69,311 |

资料来源: Wind、华鑫证券研究

| 利润表 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 303,640 | 333,690 | 362,983 | 379,149 |
| 营业成本 | 241,776 | 252,977 | 272,091 | 278,631 |
| 营业税金及附加 | 5,819 | 6,395 | 6,956 | 7,266 |
| 销售费用 | 738 | 811 | 882 | 921 |
| 管理费用 | 7,729 | 8,494 | 9,239 | 9,651 |
| 财务费用 | 2,029 | 5,278 | 4,977 | 4,626 |
| 研发费用 | 1,582 | 1,735 | 1,852 | 1,917 |
| 费用合计 | 12,078 | 16,317 | 16,950 | 17,115 |
| 资产减值损失 | -727 | -727 | -727 | -727 |
| 公允价值变动 | 948 | 948 | 948 | 948 |
| 投资收益 | 4,020 | 4,020 | 4,020 | 4,020 |
| 营业利润 | 48,827 | 62,833 | 71,818 | 80,969 |
| 加:营业外收入 | 141 | 141 | 141 | 141 |
| 减:营业外支出 | 890 | 890 | 890 | 890 |
| 利润总额 | 48,078 | 62,084 | 71,069 | 80,220 |
| 所得税费用 | 8,685 | 11,215 | 12,838 | 14,491 |
| 净利润 | 39,393 | 50,869 | 58,231 | 65,729 |
| 少数股东损益 | 7,342 | 9,481 | 10,853 | 12,251 |
| 归母净利润 | 32,051 | 41,388 | 47,378 | 53,478 |

| 主要财务指标 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 成长性 | | | | |
| 营业收入增长率 | 3.5% | 9.9% | 8.8% | 4.5% |
| 归母净利润增长率 | 51.8% | 29.1% | 14.5% | 12.9% |
| 盈利能力 | | | | |
| 毛利率 | 20.4% | 24.2% | 25.0% | 26.5% |
| 四项费用/营收 | 4.0% | 4.9% | 4.7% | 4.5% |
| 净利率 | 13.0% | 15.2% | 16.0% | 17.3% |
| ROE | 18.0% | 19.9% | 19.5% | 19.0% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 55.2% | 50.8% | 47.3% | 43.8% |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.8 |
| 应收账款周转率 | 28.9 | 28.9 | 28.9 | 28.9 |
| 存货周转率 | 7.3 | 7.3 | 7.3 | 7.3 |
| 每股数据(元/股) | | | | |
| EPS | 1.21 | 1.56 | 1.78 | 2.01 |
| P/E | 14.8 | 11.5 | 10.0 | 8.9 |
| P/S | 1.6 | 1.4 | 1.3 | 1.3 |
| P/B | 3.4 | 3.0 | 2.6 | 2.3 |

■ 新材料组介绍

傅鸿浩：所长助理、碳中和组长，电力设备首席分析师，中国科学院工学硕士，央企战略与6年新能源研究经验。

杜飞：碳中和组成员，中山大学理学学士，香港中文大学理学硕士，负责有色及新材料研究工作。曾就职于江铜集团金瑞期货，具备3年有色金属期货研究经验。

■ 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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

| | 投资建议 | 预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 买入 | > 20% |
| 2 | 增持 | 10% — 20% |
| 3 | 中性 | -10% — 10% |
| 4 | 卖出 | < -10% |

行业投资评级说明：

| | 投资建议 | 行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅 |
|---|------|---------------------|
| 1 | 推荐 | > 10% |
| 2 | 中性 | -10% — 10% |
| 3 | 回避 | < -10% |

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。