

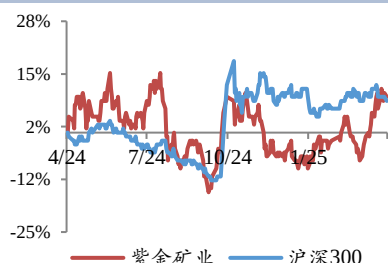
矿产金铜量价齐增，增量项目稳步推进

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-04-01

收盘价（元） 17.93
近 12 个月最高/最低（元） 19.87/13.94
总股本（百万股） 26,578
流通股本（百万股） 20,588
流通股比例（%） 77.46
总市值（亿元） 4,765
流通市值（亿元） 3,691

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：黄玺

执业证书号：S0010524060001

邮箱：huangxi@hazq.com

分析师：许勇其

执业证书号：S0010522080002

邮箱：xuqy@hazq.com

相关报告

- 1.Q3 业绩符合预期，收购金矿持续增利 2024-10-21
- 2.矿产铜金量价齐增，矿山成本持续优化 2024-08-27
- 3.铜金矿山全球领先，新增项目持续释放 2024-08-01

主要观点：

● 紫金矿业发布 2024 年年报

公司 2024 年实现营业收入 3036.4 亿元，同比+3.49%；实现归母净利润 320.51 亿元，同比+51.76%。单 24Q4 实现营业收入 732.43 亿元，同比+7.09%，环比-8.42%；实现归母净利润 76.93 亿元，同比+55.28%，环比-17.04%。

● 矿山产金银铜均实现量价齐增

2024 年公司矿山产金/矿山产铜/矿山产银收入分别为 352.9/481.7/20.1 亿元，同比分别+30.3%/+16.1%/+39.7%。**量方面**，公司积极参与金、铜矿并购，同时对已有矿山进行技改优化产能利用率，2024 年公司矿山产金/矿山产铜/矿山产银的产量分别为 68.275 吨/83.76 万吨/42.87 万吨，同比分别+5.3%/+4.25%/+6.48%（不包含非控股企业）。**价格方面**，美联储降息、地缘政治冲突升级、央行增持等带动黄金等贵金属价格上行，2024 年国内黄金现货均价 558 元/克，同比+24.1%；白银因其工业属性波动更大，2024 年国内白银现货均价 7221 元/千克，同比+29.8%；铜矿端供应扰动影响，2024 年国内现货铜价 7.5 万元/吨，同比+9.7%。2025 年关税预期下金银铜价格持续增长，2025 年 3 月 31 日国内金、银、铜现货价分别为 726.3 元/克、8444.7 元/千克和 79970 元/吨，主要金属价格上行持续带动公司业绩增长。

● 金、铜、锂新收+技改，资源增量持续释放

黄金板块，公司新并购的加纳 Akyem 金矿和秘鲁 La Arena 金矿分别有金资源量 89 吨和 188 吨，并表后可贡献增量；海外罗斯贝尔金矿技改、波格拉金矿复产和境内海域金矿投产、萨瓦亚尔顿金矿产能爬坡均带动黄金产量提升。**铜板块**，塞尔维亚改扩建项目、卡莫阿三期、巨龙二期及公司其他在西藏的铜资产建成投产后持续贡献铜增量。2025 年公司计划旗下矿山整体矿产金产量 85 吨（2024 年为 73 吨）、矿产铜产量 115 万吨（2024 年为 107 万吨）。**锂方面**，阿根廷 3Q 盐湖锂矿一期 2 万吨碳酸锂预计 25Q3 投产，西藏拉果错一期 2 万吨电池级碳酸锂预计 25Q1 期末投产，湖南湘源硬岩锂矿和刚果（金）马诺诺锂矿项目推进中，公司规划 2025 年生产碳酸锂当量 4 万吨，到 2028 年实现产量 25-30 万吨。

● 投资建议

公司是国内头部多金属矿企，增量项目推进巩固铜金板块全球领先地位，锂资源根据市场行情陆续投产形成新的增长极。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 397.03/445.60/485.73 亿元（前值为 2025-2026 年分别为 367.20/405.75 亿元），对应 PE 分别为 12/11/10 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

金属价格大幅波动；项目建设进展不及预期；海外经营风险；矿山安全

及环保风险等

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	303640	341486	356733	371977
收入同比（%）	3.5%	12.5%	4.5%	4.3%
归属母公司净利润	32051	39703	44560	48573
净利润同比（%）	51.8%	23.9%	12.2%	9.0%
毛利率（%）	20.4%	23.1%	23.9%	24.5%
ROE（%）	22.9%	23.8%	22.6%	21.1%
每股收益（元）	1.21	1.49	1.68	1.83
P/E	12.50	12.00	10.69	9.81
P/B	2.87	2.86	2.42	2.07
EV/EBITDA	9.13	7.44	6.25	5.24

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	98939	132245	186988	242504	营业收入	303640	341486	356733	371977
现金	31691	61044	113986	167144	营业成本	241776	262671	271372	280841
应收账款	6812	8515	8691	9014	营业税金及附加	5819	6052	6423	6734
其他应收款	3559	3871	3990	4212	销售费用	738	843	884	918
预付账款	4201	3961	4108	4350	管理费用	7729	8584	9035	9405
存货	33313	33879	35327	36803	财务费用	2029	5318	4494	3483
其他流动资产	19363	20976	20886	20980	资产减值损失	-727	0	0	0
非流动资产	297672	289387	281031	272498	公允价值变动收益	948	0	0	0
长期投资	43085	43085	43085	43085	投资净收益	4020	4220	4486	4692
固定资产	92307	83774	75241	66708	营业利润	48827	61168	67885	74121
无形资产	68588	68588	68588	68588	营业外收入	141	123	129	133
其他非流动资产	93691	93939	94117	94117	营业外支出	890	907	855	884
资产总计	396611	421632	468019	515002	利润总额	48078	60385	67158	73369
流动负债	99784	96119	98340	99688	所得税	8685	10507	11585	12793
短期借款	30713	26567	26084	25235	净利润	39393	49878	55573	60576
应付账款	18423	17381	18513	19341	少数股东损益	7342	10175	11013	12003
其他流动负债	50648	52170	53743	55113	归属母公司净利润	32051	39703	44560	48573
非流动负债	119096	110654	113289	113653	EBITDA	56848	74236	80185	85385
长期借款	61453	53011	55646	56010	EPS (元)	1.21	1.49	1.68	1.83
其他非流动负债	57643	57643	57643	57643	主要财务比率				
负债合计	218880	206772	211628	213341	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	37945	48120	59133	71136	成长能力				
股本	2658	2658	2658	2658	营业收入	3.5%	12.5%	4.5%	4.3%
资本公积	28713	28713	28713	28713	营业利润	52.9%	25.3%	11.0%	9.2%
留存收益	108415	135368	165887	199155	归属于母公司净利	51.8%	23.9%	12.2%	9.0%
归属母公司股东权	139786	166739	197258	230525	获利能力				
负债和股东权益	396611	421632	468019	515002	毛利率 (%)	20.4%	23.1%	23.9%	24.5%
现金流量表					净利率 (%)	10.6%	11.6%	12.5%	13.1%
单位:百万元					ROE (%)	22.9%	23.8%	22.6%	21.1%
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	ROIC (%)	11.6%	15.4%	15.0%	14.4%
经营活动现金流	48860	57426	66932	70738	偿债能力				
净利润	39393	49878	55573	60576	资产负债率 (%)	55.2%	49.0%	45.2%	41.4%
折旧摊销	10617	8533	8533	8533	净负债比率 (%)	123.2%	96.2%	82.5%	70.7%
财务费用	2763	5952	5714	5763	流动比率	0.99	1.38	1.90	2.43
投资损失	-4762	-4220	-4486	-4692	速动比率	0.51	0.87	1.39	1.91
营运资金变动	294	-3472	904	-161	营运能力				
其他经营现金流	39655	54105	55363	61455	总资产周转率	0.82	0.83	0.80	0.76
投资活动现金流	-32238	3217	3616	3974	应收账款周转率	41.62	44.56	41.47	42.02
资本支出	-24426	-755	-693	-718	应付账款周转率	14.72	14.67	15.12	14.84
长期投资	-9553	-248	-177	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	1740	4220	4486	4692	每股收益	1.21	1.49	1.68	1.83
筹资活动现金流	-4429	-31052	-17605	-21554	每股经营现金流薄)	1.84	2.16	2.52	2.66
短期借款	9724	-4146	-483	-849	每股净资产	5.26	6.27	7.42	8.67
长期借款	-16078	-8442	2635	364	估值比率				
普通股增加	25	0	0	0	P/E	12.50	12.00	10.69	9.81
资本公积增加	2847	0	0	0	P/B	2.87	2.86	2.42	2.07
其他筹资现金流	-946	-18464	-19756	-21069	EV/EBITDA	9.13	7.44	6.25	5.24
现金净增加额	11956	29353	52943	53158					

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。