

紫金矿业 (601899.SH)

强烈推荐 (维持)

铜金量价齐增 降本增效突显矿业龙头实力

净利润大幅增长，Q4 业绩环比下滑。矿产铜产量创新高，成本控制效益显著。高额现金分红回馈股东。

- **净利润大幅增长，Q4 业绩环比下滑。**公司公布年报，2024 年收入、归母净利润分别 3036.40、320.51 亿元，增 3.49%、51.76%，扣非净利润 316.93 亿元，增 46.61%。Q4 归母净利润 76.93 亿元，环比下滑 17.04%，扣非归母净利润 79.45 亿元，环比降 4.44%。Q4 管理费用环比增加 8.6 亿元。此外 Q4 计提资产减值 6.3 亿元，环比增加 5 亿元。
- **增量：**2024 年公司矿产铜/金产量分别 107 万吨、73 吨，分别增长 6%、8%。公司规划 2025 年矿产铜/金产量分别 115 万吨、85 吨，分别增长 7%、16%。公司 2028 年矿产铜/金目标产量中值分别 155 万吨、105 吨，较 2025 年产量年复合增速分别 11%、3%。
- **涨价：**2024 年国内铜金价格分别 75019 元/吨、558 元/克，分别涨幅 9.7%、24.1%。2025 年金铜价格持续上涨，年初至报告日均价分别 77531 元/吨、673 元/克，分别涨幅 3.3%、20.6%。
- **降本：**在全球矿业成本普遍承压的情况下，重塑紫金低成本高效益比较优势，成本上升势头有效遏制，铜精矿、金精矿销售成本环比分别下降 4.3% 和 0.43%，继续位居全球矿业行业低位。公司矿产品毛利率 57.97%，同比上升 8.88 个百分点，其中铜精矿单位销售成本同比下降 4.30% 至 1.91 万元/吨，铜 C1 成本保持全球前 20% 分位。矿产铜业务毛利润占比 47%，同比提升显著，主要受益价格强势及成本控制成效。2024 年财务费用 20.29 亿元，同比下降 37.91%，主因外币借款利率下降及汇兑收益增加，相较同业海外矿企财务压力显著改善。全年经营性现金流净额 488.60 亿元创历史新高，同比增长 32.56%。
- **分红。**公司近三年累计现金分红金额达 219.43 亿元（含税），分红比例达 72.58%。2024 年度合计现金分红 101.00 亿元，占归属于上市公司股东净利润的 31.5%，其中中期分红 26.58 亿元已实施完毕，年度拟分配 74.42 亿元，创历史新高。
- **推荐逻辑：**不考虑金属价格进一步上涨，三年铜金价格假设均采用年初至报告日均价 77484 元/吨、673 元/克，预计 2025/2026/2027 年归母净利润 408.6/461.4/545.1 亿元，对应市盈率 12/10/9 倍。当前市盈率处于公司历史底部，有修复的需求。维持“强烈推荐”。
- **风险提示：**铜金等主要金属价格大幅下跌；扩建项目落地大幅不及预期；汇率波动风险；不可抗力干扰生产的影响；二级市场波动风险等。

财务数据与估值

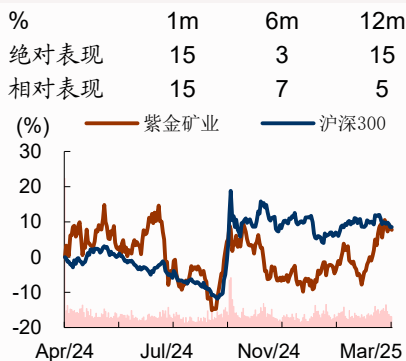
会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	293403	303640	374143	419598	456093
同比增长	9%	3%	23%	12%	9%
营业利润(百万元)	31937	48827	61984	69983	82722
同比增长	3%	53%	27%	13%	18%
归母净利润(百万元)	21119	32051	40855	46138	54508
同比增长	5%	52%	27%	13%	18%
每股收益(元)	0.79	1.21	1.54	1.74	2.05

周期/金属及材料
当前股价：17.93 元

基础数据

总股本(百万股)	26578
已上市流通股(百万股)	20588
总市值(十亿元)	476.5
流通市值(十亿元)	369.1
每股净资产(MRQ)	5.3
ROE(TTM)	22.9
资产负债率	55.2%
主要股东	闽西兴杭国有资产投资经营
主要股东持股比例	22.89%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《紫金矿业 (601899)：海外并购再下一城》2024-10-10
- 2、《紫金矿业 (601899) — 矿产铜破百万吨 高成长矿业龙头》2024-03-24
- 3、《紫金矿业 (601899) — 主产品量价齐增 Q3 利润高增长》2023-11-05

刘伟洁 S1090519040002
liuwei jie@cmschina.com.cn

PE	22.6	14.9	11.7	10.3	8.7
PB	4.4	3.4	2.8	2.3	1.9

资料来源：公司数据、招商证券

表 1: 价格假设

		2023	2024	2025E	2026E	2027E
铜	元/吨	68,402	75,019	77,531	77,531	77,531
金	元/克	450	558	673	673	673
锌	元/吨	21,646	23,416	24,051	24,051	24,051
银	元/公斤	5,535	7,197	7,978	7,978	7,978
铁精矿	元/吨	1,171	1,129	1,081	1,081	1,081

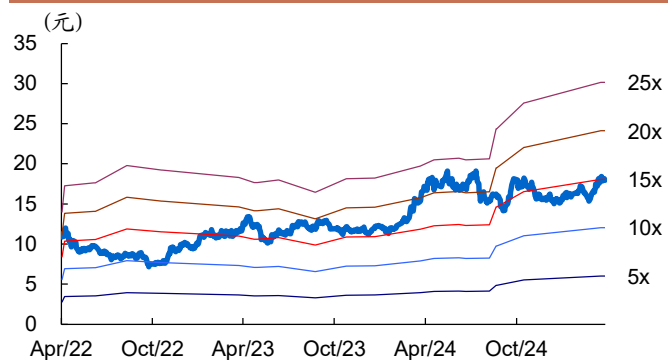
资料来源: wind、招商证券

表 2: 公司季度经营数据 (百万元)

	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4
一、营业总收入	68395	74777	75640	79980	73243
二、营业总成本	61866	66667	63480	68644	61635
其中: 营业成本	56123	62360	59248	63789	56380
营业税金及附加	1379	1229	1481	1484	1625
营业费用	223	179	165	179	215
管理费用	2117	1787	1637	1722	2583
研发费用	437	326	382	444	430
财务费用	1010	803	554	898	-226
资产减值损失	577	-18	14	128	628
三、其他经营收益	1086	971	743	2528	1370
其它收益	168	125	148	106	238
公允价值变动收益	-36	62	-641	1588	-60
投资收益	935	791	1240	819	1171
四、营业利润	7615	9081	12903	13864	12979
加: 营业外收入	45	28	18	29	66
减: 营业外支出	313	281	161	156	292
五、利润总额	7348	8828	12759	13737	12753
减: 所得税	880	1179	1932	2535	3038
六、净利润	6468	7649	10827	11203	9715
减: 少数股东损益	1513	1388	2003	1930	2021
七、归属母公司所有者净利润	4954	6261	8824	9273	7693
毛利率	17.9%	16.6%	21.7%	20.2%	23.0%
主营税金率	2.0%	1.6%	2.0%	1.9%	2.2%
营业费率	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%
管理费率	3.1%	2.4%	2.2%	2.2%	3.5%
营业利润率	11.1%	12.1%	17.1%	17.3%	17.7%
实际税率	12.0%	13.4%	15.1%	18.5%	23.8%
净利率	7.2%	8.4%	11.7%	11.6%	10.5%
yoy					
营业总收入增长率	3.4%	-0.2%	0.3%	7.1%	7.1%
营业利润增长率	31.5%	10.7%	71.1%	61.6%	70.4%
归母净利润增长率	46.8%	15.1%	81.5%	58.2%	55.3%

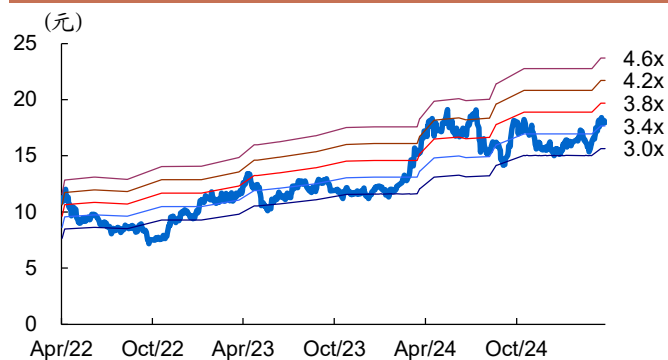
资料来源: 公司公告、招商证券

图 1：紫金矿业历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：紫金矿业历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	77629	98939	113249	144277	198016
现金	18449	31691	31865	53820	101307
交易性投资	5307	7225	7225	7225	7225
应收票据	553	154	190	213	231
应收款项	7778	6812	8393	9413	10232
其它应收款	2798	3542	4364	4895	5320
存货	29290	33313	41225	46289	49439
其他	13455	16202	19986	22421	24261
非流动资产	265377	297672	299901	302106	304263
长期股权投资	31632	43085	43085	43085	43085
固定资产	81466	92307	102201	111230	119469
无形资产商誉	68584	69275	62348	56113	50502
其他	83695	93004	92268	91679	91208
资产总计	343006	396611	413151	446383	502278
流动负债	84182	99784	73552	62333	65075
短期借款	20989	30713	15628	0	0
应付账款	16284	20828	25774	28940	30910
预收账款	6251	6742	8344	9368	10006
其他	40658	41501	23807	24024	24160
长期负债	120460	119096	119096	119096	119096
长期借款	77531	61453	61453	61453	61453
其他	42930	57643	57643	57643	57643
负债合计	204643	218880	192648	181429	184171
股本	2633	2658	2658	2658	2658
资本公积金	25088	29848	29848	29848	29848
留存收益	79785	107279	140692	174574	215241
少数股东权益	30857	37945	47304	57874	70361
归属于母公司所有者权益	107506	139786	173198	207080	247747
负债及权益合计	343006	396611	413151	446383	502278

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	36860	48860	53677	61854	72611
净利润	26540	39393	50214	56708	66995
折旧摊销	10100	10376	15735	15760	15808
财务费用	3583	2763	1865	1307	873
投资收益	(3524)	(4762)	(6888)	(7257)	(7554)
营运资金变动	1401	578	(7248)	(4664)	(3510)
其它	(1239)	512	0	0	0
投资活动现金流	(33965)	(32238)	(11076)	(10708)	(10410)
资本支出	(30429)	(24798)	(17965)	(17965)	(17965)
其他投资	(3536)	(7441)	6888	7257	7554
筹资活动现金流	(5817)	(4429)	(42427)	(29191)	(14714)
借款变动	2667	(14814)	(33120)	(15628)	0
普通股增加	(0)	25	0	0	0
资本公积增加	25	4760	0	0	0
股利分配	(6582)	(6582)	(7442)	(12256)	(13842)
其他	(1927)	12181	(1865)	(1307)	(873)
现金净增加额	(2922)	12193	174	21956	47486

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	293403	303640	374143	419598	456093
营业成本	247024	241776	299200	335950	358812
营业税金及附加	4850	5819	7170	8041	8740
营业费用	766	738	909	1019	1108
管理费用	7523	7729	7857	8392	9122
研发费用	1567	1582	1646	1762	1870
财务费用	3268	2029	1865	1307	873
资产减值损失	(482)	(725)	(400)	(400)	(400)
公允价值变动收益	(19)	948	948	948	948
其他收益	542	616	616	616	616
投资收益	3491	4020	5323	5692	5989
营业利润	31937	48827	61984	69983	82722
营业外收入	120	141	141	141	141
营业外支出	769	890	890	890	890
利润总额	31287	48078	61235	69234	81973
所得税	4748	8685	11022	12526	14978
少数股东损益	5420	7342	9359	10570	12487
归属于母公司净利润	21119	32051	40855	46138	54508

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	9%	3%	23%	12%	9%
营业利润	3%	53%	27%	13%	18%
归母净利润	5%	52%	27%	13%	18%
获利能力					
毛利率	15.8%	20.4%	20.0%	19.9%	21.3%
净利率	7.2%	10.6%	10.9%	11.0%	12.0%
ROE	21.5%	25.9%	26.1%	24.3%	24.0%
ROIC	12.2%	15.0%	17.5%	18.3%	19.0%
偿债能力					
资产负债率	59.7%	55.2%	46.6%	40.6%	36.7%
净负债比率	34.0%	27.8%	18.7%	13.8%	12.2%
流动比率	0.9	1.0	1.5	2.3	3.0
速动比率	0.6	0.7	1.0	1.6	2.3
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	1.0	1.0
存货周转率	8.6	7.7	8.0	7.7	7.5
应收账款周转率	34.6	39.7	48.1	46.1	45.4
应付账款周转率	16.6	13.0	12.8	12.3	12.0
每股资料(元)					
EPS	0.79	1.21	1.54	1.74	2.05
每股经营净现金	1.39	1.84	2.02	2.33	2.73
每股净资产	4.04	5.26	6.52	7.79	9.32
每股股利	0.02	0.03	0.05	0.05	0.06
估值比率					
PE	22.6	14.9	11.7	10.3	8.7
PB	4.4	3.4	2.8	2.3	1.9
EV/EBITDA	6.1	4.4	3.2	2.9	2.6

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。