

扩产增储降本增效，矿业龙头迈向巅峰

——紫金矿业 2024 年报点评

核心观点

- 事件：公司发布 2024 年年报。2024 年公司实现营业收入 3036 亿元，yoy 3.5%，归母净利润 320.5 亿元，yoy 51.76%，实现扣非归母净利润 316.9 亿元，yoy 46.6%。单季度看，24Q4 公司实现营收 732.4 亿元，yoy 7.1%，归母净利润 76.9 亿元，yoy 55.3%，实现扣非归母净利润 79.5 亿元，yoy 24.0%。**
- 业绩指标历史新高，扎实迈向矿业之巅。**报告期公司主营矿产品量价齐升，其中矿产铜产量突破百万吨大关后再增长，全年产量 107 万吨，yoy 6%；矿产金产量快速提升，全年产量 73 吨，yoy 8%。在全球矿业成本普遍承压的情况下，公司充分发挥低成本高效益的比较优势，有效遏制矿业成本上升趋势，铜精矿、金精矿销售成本环比分别下降 4.3%和 0.43%，继续位居全球矿业前 20%分位。
- 紫金范式扩产增储，找矿勘察取得突破。**公司拥有世界领先的找矿技术与工程能力，报告期通过扩大规模和技术指标优化，自主找矿取得突破。铜方面，巨龙铜矿新增铜备案资源量达 1472.6 万吨，铜山铜矿新增铜资源量 365.1 万吨，Timok 累计查明铜资源量 281 万吨，平均品位 1.87%且仍有找矿潜力；金方面，萨瓦亚尔顿新增金备案资源 54.1 吨，Timok 累计查明金资源量 92 吨，平均品位 0.61 克 / 吨。
- 矿业思维超前领先，资源并购斩获丰硕。**公司具有矿业经济思维及出色的专业分析决策能力，审时度势在矿业市场低迷阶段超前收购控制了以铜为主的世界级矿产资源。报告期内，公司加快推进加纳 Akyem 金矿项目交割，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；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。

盈利预测与投资建议

- 公司是全球铜金矿业龙头，拥有世界级的矿产资源，行业顶尖的技术水平与管理能力。我们原预测公司 2025 年 EPS 为 1.25 元，由于金、铜价格上涨，故上调 2025 年盈利预测，并新增 2026-2027 年盈利预测。预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 1.49、1.82、2.20 元。根据可比公司 2025 年的市盈率估值情况，给予公司 2025 年 16X 市盈率，目标价 23.84 元，维持买入评级。

风险提示

公司矿产铜、矿产金产品的量、价、利润率不及预期；海外并购当地政局不稳定风险；投资收益波动风险

公司主要财务信息

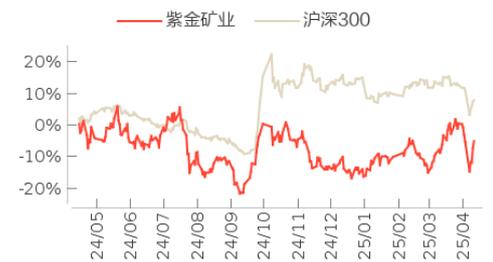
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	293,403	303,640	392,933	431,466	470,162
同比增长(%)	8.5%	3.5%	29.4%	9.8%	9.0%
营业利润(百万元)	31,937	48,827	58,180	72,490	88,249
同比增长(%)	3.2%	52.9%	19.2%	24.6%	21.7%
归属母公司净利润(百万元)	21,119	32,051	39,474	48,339	58,412
同比增长(%)	5.4%	51.8%	23.2%	22.5%	20.8%
每股收益(元)	0.79	1.21	1.49	1.82	2.20
毛利率(%)	15.8%	20.4%	18.5%	20.5%	22.3%
净利率(%)	7.2%	10.6%	10.0%	11.2%	12.4%
净资产收益率(%)	21.5%	25.9%	25.9%	26.3%	26.1%
市盈率	21.6	14.2	11.5	9.4	7.8
市净率	4.2	3.3	2.8	2.3	1.9

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入 (维持)
股价 (2025 年 04 月 11 日)	17.15 元
目标价格	23.84 元
52 周最高价/最低价	19.87/13.94 元
总股本/流通 A 股 (万股)	2,657,757/2,657,678
A 股市值 (百万元)	455,805
国家/地区	中国
行业	有色金属
报告发布日期	2025 年 04 月 12 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	0.23	4.07	6.19	-2.95
相对表现%	3.1	8.91	5.71	-9.98
沪深 300%	-2.87	-4.84	0.48	7.03



证券分析师

刘洋 021-63325888*6084
liuyang3@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520010002
香港证监会牌照：BTB487

相关报告

穿越周期，向世界级一流矿企持续迈进：2024-02-05
——紫金矿业首次覆盖

投资建议

公司是全球铜金矿业龙头，拥有世界级的矿产资源，行业顶尖的技术水平与管理能力。我们原预测公司 2025 年 EPS 为 1.25 元，由于金、铜价格上涨，故上调 2025 年盈利预测，并新增 2026-2027 年盈利预测。预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 1.49、1.82、2.20 元。根据可比公司 2025 年的市盈率估值情况，给予公司 2025 年 16X 市盈率，目标价 23.84 元，维持买入评级。

表 1：可比公司估值表

公司	代码	最新价格（元）	每股净资产（元）				市盈率			
		2025/4/11	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
山东黄金	600547	29.65	0.52	0.66	1.23	1.51	56.98	44.94	24.04	19.65
山金国际	000975	20.03	0.51	0.78	1.09	1.31	39.05	25.59	18.38	15.29
赤峰黄金	600988	25.70	0.43	0.94	1.39	1.59	59.77	27.23	18.49	16.12
洛阳钼业	603993	6.59	0.38	0.63	0.68	0.76	17.17	10.47	9.66	8.72
金诚信	603979	35.78	1.65	2.51	3.39	3.93	21.64	14.27	10.56	9.10
	调整后平均						39.22	22.37	15.81	13.50

数据来源：wind，东方证券研究所

风险提示

矿产铜、矿产金产品的量、价、利润率不及预期。由于市场环境复杂多变，公司产量指引为指导性指标，存在不确定性。并且由于宏观经济的不确定性，铜、金价格也存在不确定性。

海外并购当地政局不稳定风险。公司目前一半以上矿产资源位于海外，由于当今世界形式多变复杂，多处海外当地政局出现不稳定情况，可能对投资并购造成风险。

投资收益波动风险。公司除拥有大量矿产资源外，还投资了多家拥有相关资源布局的企业。由于宏观经济形势与企业经营状况变化，可能导致并表收益波动的风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	18,449	31,691	54,662	78,627	111,340	营业收入	293,403	303,640	392,933	431,466	470,162
应收票据、账款及款项融资	11,130	8,495	17,077	19,259	21,241	营业成本	247,024	241,776	320,156	342,979	365,241
预付账款	2,677	4,201	6,049	6,681	7,299	销售费用	766	738	1,292	1,460	1,606
存货	29,290	33,313	53,954	58,575	63,000	管理费用	7,523	7,729	8,841	9,853	10,750
其他	16,083	21,239	23,706	24,662	25,561	研发费用	1,567	1,582	1,819	2,048	2,247
流动资产合计	77,629	98,939	155,448	187,804	228,441	财务费用	3,268	2,029	3,437	2,690	1,726
长期股权投资	31,632	43,085	49,697	57,278	66,155	资产、信用减值损失	519	753	325	278	238
固定资产	81,466	92,307	110,851	128,676	144,959	公允价值变动收益	(19)	948	948	948	948
在建工程	35,716	38,601	42,642	42,902	42,507	投资净收益	3,491	4,020	6,613	7,581	8,877
无形资产	67,892	68,588	65,731	62,873	60,015	其他	(4,271)	(5,175)	(6,444)	(8,198)	(9,931)
其他	48,671	55,090	54,561	54,032	53,503	营业利润	31,937	48,827	58,180	72,490	88,249
非流动资产合计	265,377	297,672	323,481	345,761	367,139	营业外收入	120	141	141	141	141
资产总计	343,006	396,611	478,929	533,564	595,579	营业外支出	769	890	1,000	1,000	1,000
短期借款	20,989	30,713	30,713	30,713	30,713	利润总额	31,287	48,078	57,322	71,631	87,390
应付票据及应付账款	16,284	20,828	50,004	55,333	60,345	所得税	4,748	8,685	10,142	12,810	15,703
其他	46,909	48,243	71,703	77,030	81,847	净利润	26,540	39,393	47,180	58,821	71,687
流动负债合计	84,182	99,784	152,420	163,077	172,906	少数股东损益	5,420	7,342	7,706	10,482	13,276
长期借款	77,531	61,453	61,453	58,453	53,453	归属于母公司净利润	21,119	32,051	39,474	48,339	58,412
应付债券	25,287	38,700	38,700	38,700	38,700	每股收益(元)	0.79	1.21	1.49	1.82	2.20
其他	17,643	18,943	15,416	15,416	15,416						
非流动负债合计	120,460	119,096	115,569	112,569	107,569	主要财务比率					
负债合计	204,643	218,880	267,988	275,645	280,474		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	30,857	37,945	45,651	56,132	69,408	成长能力					
实收资本(或股本)	2,633	2,658	2,658	2,658	2,658	营业收入	8.5%	3.5%	29.4%	9.8%	9.0%
资本公积	25,088	28,243	28,713	28,713	28,713	营业利润	3.2%	52.9%	19.2%	24.6%	21.7%
留存收益	70,637	94,445	133,919	170,416	214,326	归属于母公司净利润	5.4%	51.8%	23.2%	22.5%	20.8%
其他	9,148	14,440	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	138,363	177,731	210,941	257,919	315,105	毛利率	15.8%	20.4%	18.5%	20.5%	22.3%
负债和股东权益总计	343,006	396,611	478,929	533,564	595,579	净利率	7.2%	10.6%	10.0%	11.2%	12.4%
						ROE	21.5%	25.9%	25.9%	26.3%	26.1%
						ROIC	11.3%	13.7%	14.8%	16.2%	17.2%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	59.7%	55.2%	56.0%	51.7%	47.1%
净利润	26,540	39,393	47,180	58,821	71,687	净负债率	89.2%	65.9%	44.7%	26.1%	9.4%
折旧摊销	5,912	9,669	10,535	12,265	14,071	流动比率	0.92	0.99	1.02	1.15	1.32
财务费用	3,268	2,029	3,437	2,690	1,726	速动比率	0.57	0.66	0.67	0.79	0.96
投资损失	(3,491)	(4,020)	(6,613)	(7,581)	(8,877)	营运能力					
营运资金变动	4,529	(324)	19,098	2,266	1,905	应收账款周转率	37.4	41.6	35.3	26.3	25.8
其它	102	2,113	(13,458)	(670)	(711)	存货周转率	8.6	7.7	7.3	6.1	6.0
经营活动现金流	36,860	48,860	60,179	67,791	79,802	总资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.9	0.8
资本支出	(25,413)	(23,560)	(30,057)	(27,242)	(26,811)	每股指标(元)					
长期投资	(6,502)	(11,294)	(6,613)	(7,581)	(8,877)	每股收益	0.79	1.21	1.49	1.82	2.20
其他	(2,050)	2,615	5,955	8,529	9,825	每股经营现金流	14.00	18.38	22.64	25.51	30.03
投资活动现金流	(33,965)	(32,238)	(30,714)	(26,294)	(25,862)	每股净资产	4.04	5.26	6.22	7.59	9.24
债权融资	22,059	(3,638)	(3,527)	(3,000)	(5,000)	估值比率					
股权融资	25	3,180	470	0	0	市盈率	21.6	14.2	11.5	9.4	7.8
其他	(27,901)	(3,971)	(3,437)	(14,532)	(16,227)	市净率	4.2	3.3	2.8	2.3	1.9
筹资活动现金流	(5,817)	(4,429)	(6,493)	(17,532)	(21,227)	EV/EBITDA	13.8	9.4	7.9	6.5	5.4
汇率变动影响	947	(237)	-0	-0	-0	EV/EBIT	16.1	11.1	9.2	7.5	6.3
现金净增加额	(1,974)	11,956	22,971	23,965	32,713						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。